

废纸系价格全面提涨，左侧布局箱板龙头 增持（维持）

2019年12月08日

投资要点

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

■ **造纸：箱板龙头盈利底部 19Q3 基本确认，估值优势凸显。**本周废纸系价格旺季持续提涨：截至 12 月 6 日箱板纸单吨价格 4127 元（本周 +34 元、较低点+267 元）、瓦楞纸 3458 元（本周+13 元、较低点+250 元）、国废价格 2163 元（本周+46 元、较低点+130 元），预期由春节备货 vs 外销订单修复拉动需求。另环保部固废管理中心于本周内公示 19 年第 15 批外废配额，核定总量 1.07 万吨，年内外废发放总量 1075 万吨（同比-40.78%），外废进口持续缩量。我们判断，基于社零消费需求相对具有韧性，外废进口缩量导致的纤维缺口长期必将凸显，在当前产业链库存低位的背景下国废价格及原纸价格易涨难跌。对应上市公司，具有纤维原料布局优势的公司大幅受益，持续推荐上游布局完善的**太阳纸业**，且通过测算我们认为箱板纸龙头企业 19Q3 的单位盈利基本触底、前期深度调整估值处于低位，建议左侧布局优质箱板龙头**玖龙纸业**、**山鹰纸业**。

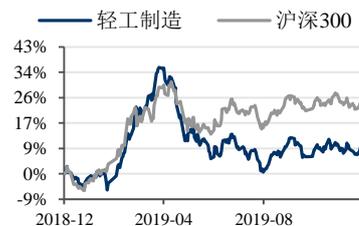
■ **家居：精装产业成长态势良好，软体竞争格局较优。**（1）**建材类家居**：精装渗透率持续提升、优势公司订单储备深厚，有望兑现高成长。精装修渗透率预计到 22 年有望提高至 50+%，大宗渠道成为不可忽视的增量市场，结合估值持续推荐**帝欧家居**，建议关注**江山欧派**、**惠达卫浴**、**志邦家居**。（2）**软体家居**：内销竞争格局偏好，外销来年有望修复。由于受精装修干扰较少、龙头企业错位竞争，软体家居订单逐季回暖且预期延续至 20 年上半年，叠加外销产能转移、订单修复，持续推荐综合优势龙头**顾家家居**（本周公告高管增持增强发展信心），关注**敏华控股**、**梦百合**。（3）**定制家居**：估值下探建议左侧布局。伴随流量和获客的底层逻辑持续发生变化，渠道开拓和整合实力暨获客能力成为企业之间分化的核心变量，看好综合优势突出的龙头**欧派家居**，并持续关注**尚品宅配**、**索菲亚**。

■ **新型烟草：HNB 景气持续、国内试点预期催化。**本周劲嘉股份、集友股份表现较好，判断系国内 HNB 政策预期催化所致。根据产业跟踪 HNB 国内市场测试稳步推进，首批试点省市或以储备丰富的优势企业云南、四川为首；其中云南中烟已于 12 月 3 日发布 HNB 烟具开发招标公告，持续加强产品储备。我们测算国内 HNB 烟具及烟草薄片市场空间均有望达百亿级，建议关注中烟系优质标的**劲嘉股份**、**集友股份**；另全球 HNB 产业链景气严肃，**盈趣科技** IQOS 订单 Q4 表现较好，看好公司 20 年业绩增长弹性，建议关注。

■ **必选其他：文具**持续坚定推荐具有强渠道粘性、护城河深厚的线下产业龙头**晨光文具**，综合办公集采景气自上而下推荐客户储备丰富、高速增长**齐心集团**。**包装**：持续重点推荐 20 年受益于电子景气的 3C 包装龙头**裕同科技**，长期看好公司社会化大包装宏图构建，通过高生产效率持续实现跨 3C 电子包装、酒包、烟标多领域开拓，公司目前的利润率及 ROE 已至低位，后期有望回升。**生活纸**：**中顺洁柔** 新品牌“太阳”面向中低端市场预计成为后期成长亮点，持续关注。

■ **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、《轻工制造行业 2020 年度策略：业绩为王，自下而上深挖护城河》2019-11-24
- 2、《轻工制造跟踪周报：10 月竣工面积增速同比大幅提升，持续看好地产链景气回暖》2019-11-17
- 3、《轻工制造跟踪周报：建材家居延续景气，造纸库存周期触底》2019-11-10

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	
造纸	002078.SZ	太阳纸业	235.33	9.08	0.86	0.81	0.95	10.52	11.22	9.56	买入
	600567.SH	山鹰纸业	149.92	3.27	0.70	0.40	0.49	4.68	8.09	6.70	买入
	000488.SZ	晨鸣纸业	132.74	4.57	0.51	0.28	0.36	5.29	7.86	6.95	增持
	2689.HK	玖龙纸业	368.34	7.85	0.82	0.80	0.90	9.54	9.86	8.71	增持
	2314.HK	理文造纸	240.55	5.50	1.11	0.86	0.85	4.93	6.39	6.49	增持
定制家具	002572.SZ	索菲亚	159.76	17.51	1.04	1.10	1.21	16.66	15.86	14.48	买入
	603833.SH	欧派家居	424.20	100.96	3.74	4.31	4.97	26.99	23.42	20.31	买入
	300616.SZ	尚品宅配	135.76	68.33	2.40	2.83	3.26	28.46	24.16	20.95	买入
	603801.SH	志邦家居	42.50	19.03	1.71	1.47	1.77	15.57	12.92	10.76	买入
	603898.SH	好莱客	45.36	14.65	1.19	1.34	1.49	11.87	10.75	9.71	买入
成品家具	603816.SH	顾家家居	254.51	42.29	2.30	1.90	2.19	25.72	22.23	19.28	买入
	1999.HK	敏华控股	220.54	5.78	0.40	0.40	0.49	16.17	14.62	11.89	—
	603008.SH	喜临门	58.67	15.00	-1.12	0.99	1.16	-13.39	15.20	12.95	—
	00910.SZ	大亚圣象	67.38	12.17	1.31	1.44	1.56	9.30	8.43	7.80	买入
	600337.SH	美克家居	70.31	3.97	0.25	0.28	0.32	15.58	14.09	12.38	买入
603818.SH	曲美家居	39.98	8.18	-0.12	0.42	0.78	-67.69	19.60	10.52	增持	
包装	002831.SZ	裕同科技	209.63	23.90	2.36	1.22	1.49	22.17	19.57	16.03	买入
	002228.SZ	合兴包装	46.66	3.99	0.20	0.22	0.27	20.02	17.86	14.84	—
	002191.SZ	劲嘉股份	172.71	11.79	0.49	0.61	0.73	23.81	19.23	16.13	买入
	002701.SZ	奥瑞金	97.98	4.16	0.10	0.34	0.41	43.47	12.09	10.22	—
	002014.SZ	永新股份	41.95	8.33	0.45	0.56	0.62	18.62	14.93	13.36	买入
	601515.SH	东风股份	88.34	6.62	0.67	0.58	0.63	11.81	11.41	10.51	—
其他	603899.SH	晨光文具	455.86	49.55	0.88	1.13	1.41	56.50	43.83	35.12	买入
	1044.HK	恒安国际	608.52	51.15	3.15	3.30	3.62	16.01	15.48	14.13	买入
	002511.SZ	中顺洁柔	170.42	13.02	0.32	0.46	0.55	41.87	28.31	23.80	买入
	601828.SH	美凯龙	379.14	10.68	1.26	1.35	1.50	8.47	7.89	7.11	—
	002925.SZ	盈趣科技	196.04	42.79	1.81	2.10	2.56	24.09	20.42	16.74	买入
	603429.SH	集友股份	95.78	35.99	0.43	0.77	1.37	82.99	46.80	26.33	—
	603848.SH	好太太	53.89	13.44	0.65	0.72	0.83	20.68	18.77	16.10	—
	002798.SZ	帝欧家居	86.62	22.50	0.99	1.41	1.76	22.76	15.98	12.76	买入
	002791.SZ	坚朗五金	90.29	28.08	0.54	1.00	1.36	52.45	28.01	20.68	—
	002959.SZ	小熊电器	73.07	60.89	1.55	2.02	2.53	39.39	30.14	24.07	—

注：收盘价为 12 月 6 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. 废纸系价格本周持续提涨，推荐左侧布局	6
1.1. 造纸：箱板龙头盈利底部 19Q3 基本确认，估值优势凸显	6
1.2. 家居：精装产业成长态势良好，软体竞争格局较优	8
1.3. 新型烟草：HNB 国内测试预期催化，海外产业链持续高景气.....	11
2. 重点公司公告	12
2.1. 包装印刷&造纸产业	12
2.2. 家居家具&其他可选	13
3. 市场回顾：大盘上行，珠宝首饰表现较好	14
4. 行业上下游数据跟踪	16
4.1. 造纸产业：包装纸价格上涨，纸浆价格下跌	16
4.1.1. 价格数据：废纸系价格全面上涨，纸浆价格持续走弱	16
4.1.2 进出口数据：废纸 10 月进口量同降 43.08%；纸浆 10 月进口量上升 24.06%....	18
4.1.3 固定资产投资：造纸业 10 月固定资产投资完成额累计增速--10.10%	19
4.2. 家具产业：19 年 10 月家具零售额 1568.5 亿，同比增长 5.40%	19
4.2.1. 产销量：10 月家具零售额 1568.5 亿，同比增长 5.40%	19
4.2.2. 原材料市场：TDI 价格下行，MDI 价格不变	20
4.2.3. 房地产市场：10 月房屋新开工面积 19927.71 万平方米，同比增加 23.23%	20
4.3. 文娱行业：19 年 10 月办公用品零售额 249.5 亿，同比下降 3.4%	21
4.4. 塑料包装：BRENT 与 WTI 原油价格下行.....	22
4.5. 金银珠宝业：黄金和白银价格上涨	23
4.6. 卷烟：10 月卷烟产量累计同比上升 2.8%	24
4.7. 软饮料：10 月软饮料产量累计同比上升 6.6%	24
5. 下周公司股东大会、限售股解禁情况一览	24
6. 风险提示	25

图表目录

图 1: 内外废价格走势及价差	7
图 2: 外废配额发放情况一览	7
图 3: 太阳纸业 PB-Band.....	8
图 4: 山鹰纸业 PB-Band.....	8
图 5: 年度精装商品住宅开盘数及同比	8
图 6: 精装修渗透率预测	8
图 7: 欧派家居 PE-Band.....	10
图 8: 尚品宅配 PE-Band.....	10
图 9: 本周市场涨跌幅 (%)	14
图 10: 板块单周涨跌幅前十的股票 (%)	15
图 11: 板块单月涨跌幅前十的股票 (%)	15
图 12: 板块年度涨跌幅前十的股票 (%)	15
图 13: 箱板瓦楞纸价格走势 (元/吨)	17
图 14: 白卡、白板纸价格走势 (元/吨)	17
图 15: 文化纸价格走势 (元/吨)	17
图 16: 生活用纸价格走势 (元/吨)	17
图 17: 国废价格走势 (元/吨)	17
图 18: 外废价格走势 (美元/吨)	17
图 19: 国际针叶浆、阔叶浆历史价格 (美元/吨)	17
图 20: 化机浆、内盘浆、溶解浆平均价格 (元/吨)	17
图 21: 国内主要地区煤炭平均价格 (元/吨)	18
图 22: 粘胶纤维市场价 (元/吨)	18
图 23: 废纸月度进口量及同比 (万吨, %)	18
图 24: 纸浆月度进口量及同比 (万吨, %)	18
图 25: 瓦楞纸月度进口量及同比 (万吨, %)	18
图 26: 箱板纸月度进口量及同比 (万吨, %)	18
图 27: 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 28: 建材家居卖场累计销售额与同比(亿元, %)	19
图 29: 建材家居卖场当月销售额与同比(亿元, %)	19
图 30: 全国家具零售额及同比 (亿元, %)	20
图 31: 家具及零部件出口销售额累计(万美元, %)	20
图 32: 软体家具上游价格变化趋势 (元/吨)	20
图 33: 定制家具上游价格指数变化趋势	20
图 34: 房屋新开工面积累计值及同比 (万平, %)	21
图 35: 商品房销售面积累计值及同比 (万平, %)	21
图 36: 30 大中城市商品房月度成交套数环比 (%)	21
图 37: 30 大中城市商品房月度成交面积同比 (%)	21
图 38: 办公用品当月零售额及同比 (亿元, %)	21
图 39: 文教、工美、体育和娱乐用品 (亿元, %)	21
图 40: 玩具出口金额和累计同比 (亿美元, %)	22
图 41: 彩票销售额及其同比 (亿元, %)	22

图 42: 福利彩票销售额及其同比 (亿元, %)	22
图 43: 体育彩票销售额及其同比 (亿元, %)	22
图 44: 国际原油价格走势 (美元/桶)	22
图 45: 黄金价格走势 (美元/盎司)	23
图 46: 白银价格走势 (美元/盎司)	23
图 47: 产量: 卷烟: 当月值及同比 (亿支, %)	24
图 48: 产量: 卷烟: 累计值及同比 (亿支, %)	24
图 49: 产量: 软饮料: 当月值及同比 (万吨, %)	24
图 50: 产量: 软饮料: 累计值及同比 (万吨, %)	24
表 1: 公司估值	2
表 2: 内外废历年消耗总量及未来预估	6
表 2: 内外废历年消耗总量及未来预估	6
表 3: 未来龙头上游投产进度一览	7
表 5: 定制家居龙头收入增量贡献拆分 (单位: 亿元)	10
表 6: HNB 烟弹及烟草薄片空间测算	11
表 5: 下周股东大会一览	24

1. 废纸系价格本周持续提涨，推荐左侧布局

1.1. 造纸：箱板龙头盈利底部 19Q3 基本确认，估值优势凸显

本周废纸系价格持续提涨，需求企稳、库存底部逻辑逐步确认。近期箱板龙头陆续发布涨价函，本周废纸系价格继续落地提涨：截至 12 月 6 日箱板纸单吨价格 4127 元（本周+34 元、较低点+267 元）、瓦楞纸 3458 元（本周+13 元、较低点+250 元）；国废价格 2163 元（本周+46 元、较低点+130 元）。分析本轮涨价原因：1) 需求：基于国内春节备货开启、部分企业的出口订单有所修复，下游需求企稳；2) 库存：箱板瓦楞库存至今年 8 月以来持续降低已至历史底部，包装产业链库存也处在较低水平；3) 供给：政策限制进口外废持续缩量，纤维短缺约束行业产能有效供应。我们判断，由于社零消费和包装纸的需求相对具有韧性，因此外废进口缩量导致的纤维缺口长期必将凸显、在当前库存低位的情况下国废价格及原纸价格易涨难跌。

表 2：内外废历年消耗总量及未来预估

	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%
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12月6日	6167	6400	5710	3988	592	484	3650	5400	4127	3458	2163	123
本周变动(11.29-12.6)	-	-	+67	-30	-	-	-	-200	+34	+13	+46	-
较全年低点涨幅	634	383	777	0	0	0	0	0	267	250	130	0

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：中国造纸业协会，海关总署，东吴证券研究所

年度末批外废配额发放，纤维缺口持续凸显。12 月 3 日环保部固废管理中心公示 19 年第 15 批外废配额，核定总量 1.07 万吨，截至目前年度外废总核定量达到 1075 万吨，较 2018 年减少 40.78%。从配额发放来看，玖龙纸业、理文造纸、山鹰纸业仍然是外废获得进口废纸数量最多的三家企业，合计配额占比总数的 58.56%。考虑废纸配额 2020 年底清零的政策推演、箱板龙头废纸浆产能建设的投放预期，我们判断国废需求未来两年将持续上行，或将推升本轮国废价格至前期高点（3000 元/吨）。

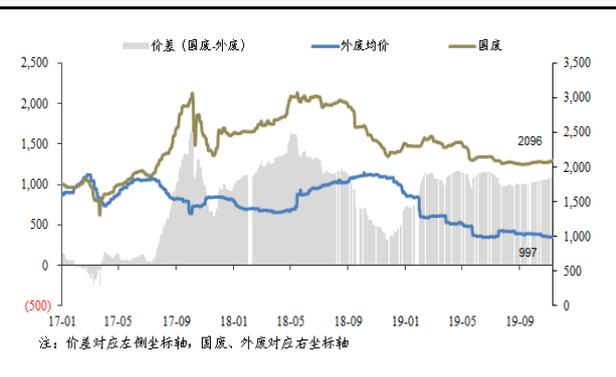
表 3：内外废历年消耗总量及未来预估

单位：万吨	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
外废	总量	2421	2750	2435	2728	3007	2924	2752	2928	2850	2572	1815	1075	600
	YOY		13.6%	-11.5%	12.0%	10.2%	-2.8%	-5.9%	6.4%	-2.7%	-9.8%	-29.4%	-40.8%	-44.2%
国废	总量	3128	3676	4016	4348	4473	4451	4841	4841	4964	5286	4964	4918	5100
	YOY		17.5%	9.2%	8.3%	2.9%	-0.5%	8.8%	0.0%	2.5%	6.5%	-6.1%	-0.9%	3.7%
废纸浆进口量										1	30	99	362	500+

假设：2019E的废纸浆进口量、国废进口量均由季度数据年化测算；2020E废纸浆进口量根据大厂废纸浆布局推测得到。

数据来源：中国造纸业协会，海关总署，东吴证券研究所

图 1：内外废价格走势及价差



数据来源：Wind，卓创资讯，东吴证券研究所

图 2：外废配额发放情况一览

单位(万吨) 企业	2019		2018		2017		2016	
	前15批次	占比	总计	占比	总计	占比	总计	占比
玖龙纸业	337	31.39%	622	34.01%	847	27.17%	1317	32.28%
理文造纸	147	13.68%	282	15.45%	398	12.77%	533	13.06%
广州造纸	73	6.79%	75	4.10%	62	1.99%	83	2.03%
山鹰纸业(含福建联盛)	143	13.33%	246	13.46%	256	8.21%	305	7.48%
联盛(龙海)	34	3.19%	64	3.51%	166	5.33%	179	4.39%
华泰纸业	84	7.81%	98	5.38%	93	2.98%	121	2.97%
东莞建晖	41	3.84%	71	3.87%	100	3.21%	101	2.48%
山东世纪阳光	22	2.07%	36	1.95%	51	1.64%	53	1.30%
景兴纸业	19	1.76%	35	1.94%	48	1.54%	68	1.67%
宁波亚洲	20	1.85%	37	2.03%	36	1.15%	41	1.00%
东莞金洲	19	1.72%	40	2.17%	55	1.76%	51	1.25%
荣成环保	22	2.07%	33	1.81%	57	1.83%	65	1.59%
其他	113	10.50%	188	10.30%	948	30.41%	1163	28.50%
总配额	1075		1828		3117		4080	

数据来源：中国固废化学品网，东吴证券研究所

原料为王，首选纤维建设前瞻的**太阳纸业**，箱板龙头废纸浆布局逐渐完备。纵观各家造纸龙头相应箱板纸的原料布局和建设进度：1) 优势企业**太阳纸业** 50万吨半化学浆及木屑浆已于2018年正常运转、老挝40万吨再生浆板于19年年中投产、邹城20万吨本色浆预期将于2020上半年投产，低成本原料持续投放，前瞻纤维布局首选；2) 箱板龙头**玖龙纸业**于19年9月在马来西亚收购48万吨再生浆目前已经正常运转、并在北美地区计划继续建设69万吨再生浆（预期2020年中Rumford、Biron、Fairmont 50万吨再生浆实现投产、2021年Fairmont有6万吨再生浆实现投产）；3) **理文造纸**前期与缅甸企业签订2019年7月1日-2021年12月31日年均采购68万吨再生浆产品协议；4) **山鹰纸业** 19年中北美凤凰纸业12万吨再生浆线已经投产，并与东南亚战略合作伙伴签订年供30万吨再生浆协议预期19年底开供，20年初期预计再增加15万吨再生浆产线改造。我们判断由于中高端箱板纸必备长纤维进行生产，后期箱板龙头的外废红利大概率逐渐转化为废纸浆红利，纤维短缺背景下中高端箱板纸的竞争格局必会持续优化。

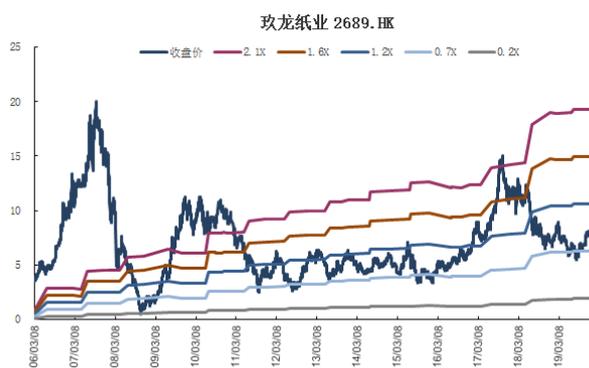
表 4：未来龙头上游投产进度一览

公司	总供给	新增产能	投产时间	2020年自给率	2021年自给率
玖龙纸业	北美、马来西亚 再生浆：69万吨	Biron再生浆24万吨	2020	5%	8%
		Fairmont再生浆6万吨	2020		
		Fairmont再生浆6万吨	2021		
		Rumford再生浆20万吨	2020		
太阳纸业	老挝40万吨再生浆 国内40万吨半化学浆 10万吨木屑浆	邹城20万吨本色浆	2020	63%	55%
山鹰纸业	凤凰纸业12万吨再生浆 年供30万吨再生浆协议	加拿大15万吨再生浆	2020	4%	4%
理文造纸	年供68万吨再生浆协议	-	-	-	-

数据来源：公司公告，Wind，东吴证券研究所

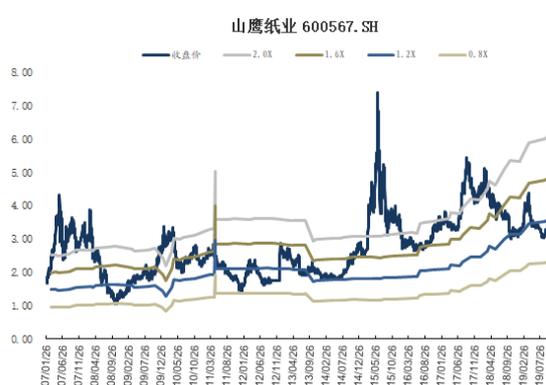
19Q3吨净利或已触底，左侧建议布局低估值的箱板龙头**玖龙纸业**、**山鹰纸业**。根据箱板企业的吨净利推演，我们判断以山鹰纸业为代表的箱板龙头19Q3的单位盈利底部已经出现（预期山鹰纸业19Q3的箱板纸的扣非吨净利150元/吨左右）。经过前期的深度调整，**玖龙纸业**、**山鹰纸业**估值目前均处于历史的底部位置。考虑公司未来产能投放份额提升，预期公司业绩表现较为稳健，强烈建议左侧布局！

图 3：玖龙纸业 PB-Band



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图 4：山鹰纸业 PB-Band



数据来源：Wind，东吴证券研究所

1.2. 家居：精装产业成长态势良好，软体竞争格局较优

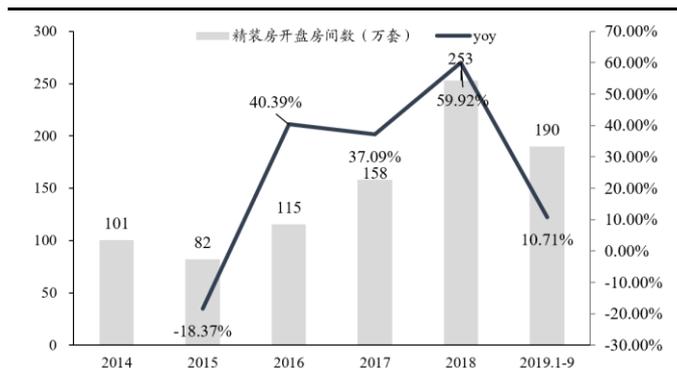
建材家居：精装渗透率持续提升、优势公司订单储备深厚，有望兑现高成长

精装房的渗透率预期持续提升。根据奥维云网数据显示，19 年 1-9 月精装修住宅新开盘套数 190 万套 (+10.71%)，较 15-18 年复合 45% 的增速虽然有所放缓，但是精装修的渗透率持续提升，持续关注行业发展进程。我们判断，短期精装修开盘增速放缓是由于市场结构变化所致，暨主力恒大、万科、碧桂园精装修的规模触及天花板、新进入的中小地产商放量尚需时间。奥维云网数据来看，目前 TOP10 地产商精装修市场的份额已由 2017 年的 58.5% 下滑至 2019 年 1-7 月的 43.6%，后期中小房企将成为精装修市场的增长主力军。中期来看，数据显示 19 年精装修渗透率达到 30%+、到 22 年有望提高至 50%+，目前精装房瓷砖、木地板、卫浴、厨柜配置率已经接近 100%，大宗渠道已经成为建材、家居企业不可忽视的增量市场。

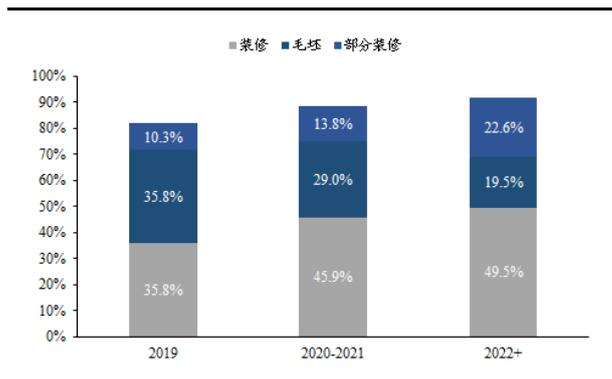
优选具有规模、成本优势的相关标的。从大宗放量、规模受益的逻辑持续推荐瓷砖龙头**帝欧家居 (20 年 PE 12.76X)**，公司大宗渠道卡位较早、规模优势下价格竞争实力强于同行，自营模式保障服务质量、新客户开拓顺畅，增长动力较为强劲；零售渠道持续加密空白网点，逆势取得超过 20% 增长。此外，建议关注大宗木门龙头**江山欧派**（工程木门业务预期实现翻倍增长，与 30+ 家 TOP 50 房企合作支撑明后年成长，20 年 PE 15.38X）；整装卫浴标的**海鸥住工**（20 年 PE 20.45X）、**惠达卫浴**（整装卫浴目前在长租公寓市场取得较好应用，预计明年伴随技术成熟将推广至更广阔的精装住宅市场，20 年 PE 11.92X）；定制橱柜龙头**欧派家居**（20 年 PE 20.31X）、**志邦家居**（大宗订单实现较高增长，贡献公司收入增量，20 年 PE 10.76X）。

图 5：年度精装商品住宅开盘数及同比

图 6：精装修渗透率预测

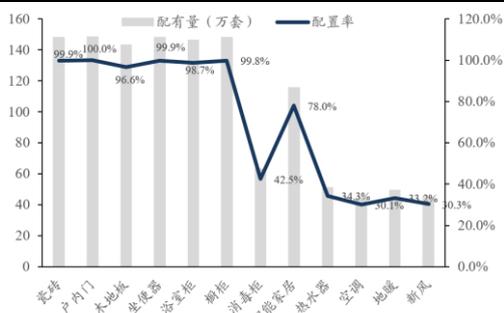


数据来源：奥维云网，东吴证券研究所



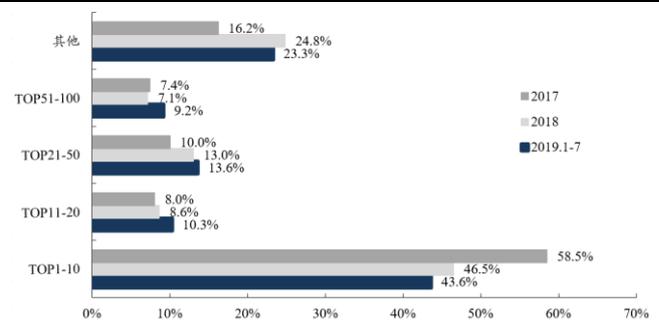
数据来源：奥维云网，东吴证券研究所

图 7：19 年 1-7 月精装配套品配置情况



数据来源：奥维云网，东吴证券研究所

图 8：精装修市场开发商结构



数据来源：奥维云网，东吴证券研究所

软体家居：内销竞争格局相对偏好，外销订单明年有望修复

受益于竣工逻辑，内销订单回暖趋势显著。从高频数据跟踪来看，软体沙发龙头顾家家居、敏华控股的前端内销订单数据逐季修复，Q4 较 Q3 延续回暖趋势。我们判断软体家具由于购置次序偏后、受精装修干扰相对较少、叠加零售市场中各龙头企业的卡位错位竞争格局偏好，20 年上半年的订单增长将持续受益于竣工回暖。长期来看，国内市场床垫、沙发的集中度较美国成熟市场均有较大提升空间，持续看好龙头企业依托产品、渠道、管理、品牌的综合优势，以及较为积极的价格策略持续提升内销份额，长期跑赢市场。此外海外订单来看，由于前期海外生产基地建设逐渐落地、龙头企业纷纷进行海外订单的转移，20 年软体龙头的外销订单在低基数的基础上预期修复。

持续看好综合优势企业顾家家居、关注梦百合。本周顾家家居(对应 20 年 PE 19.28X)公告总经理李东来拟以不超过 55 元/股增持公司股份金额 1-2 亿元，彰显对公司长期发展的信心；19 年公司通过渠道精细化梳理、零售运营中心变革推进，内部供应链效率持续优化，内生内销订单的增速逐季向好，持续建议配置；关注敏华控股（内销卡位功能沙发成长赛道，年内主推高性价比产品切入年轻消费市场、持续加码电商渠道；外销产能建设略超预期，预期至 20 年可实现对美出口商品 80% 的转移，对应 20 年 PE 11.89X）、梦百合（记忆棉床垫在欧美市场渗透率持续提高、公司反倾销税率较低外销订单出现高增；内销新开门店和单店增长均有亮眼表现，业绩弹性较大，对应 20 年 PE 13.55X）。

图 9：软体龙头海外布局一览

图 10：软体龙头企业内外销收入占比

战略	举措
顾家家居	公司积极筹建海外工厂，同时通过与客户风险共担的方式降低贸易战对公司的影响。 2018年底在越南设立4万平米工厂，预计可以覆盖30-40%对美出口产能。
喜临门	提前布局海外工厂，规避国际贸易壁垒。 2018年8月分别出资990万、950万美元对外投资设立香港、泰国子公司。
梦百合	加速生产基地全球化布局，通过灵活的产能配置消除贸易摩擦带来的业绩影响，尽可能减少关税对于公司产品竞争的优势。 2018年6月出资5000万美元设立恒康美国。
敏华控股	收购越南工厂，将出口至美国的商品转移至越南生产。 2018年6月以6800万美元收购越南Beyond Excel 100%股权，并追加投资扩建产能。截止19年11月已成功转移对美出口产能约60-70%，至20年中预计可顺利转移全部对美出口产能。

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

单位: 百万元	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019H1	
顾家家居	内销 1283.42	1219.68	1712.36	2061.74	2240.28	2912.39	4036.49	5209.84	2787.97	
	YOY -	-4.97%	40.39%	20.40%	8.66%	30.00%	38.60%	23.07%	10.08%	
	占比 65.70%	63.17%	66.91%	67.31%	65.11%	64.70%	64.38%	59.82%	58.36%	
	毛利率 -	35.47%	40.19%	43.18%	42.25%	41.44%	42.36%	42.86%	43.95%	
	外销 670.08	711.17	846.83	1001.16	1200.44	1589.05	2233.29	3499.68	1989.58	
	YOY -	6.13%	19.08%	18.22%	19.90%	32.37%	40.54%	56.71%	47.97%	
	占比 34.30%	36.83%	33.09%	32.69%	34.89%	35.30%	35.62%	40.18%	41.64%	
	毛利率 40.75%	35.43%	31.61%	34.50%	34.33%	24.01%	23.64%	24.61%		
敏华控股	单位: 百万港元	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	19/20H1
	内销 1252.41	1391.26	1757.57	2066.43	2454.01	3362.41	4831.08	5488.62	3170	
	YOY	16.53%	11.09%	26.33%	17.57%	18.76%	37.02%	43.68%	13.61%	22.40%
	占比 28.88%	28.53%	28.16%	31.53%	33.49%	43.22%	48.18%	52.60%	56.69%	
	外销 3083.99	3485.65	4483.73	4488.4	4873.58	4416.61	5195.49	4945.44	2422	
	YOY	12.83%	13.02%	28.63%	0.10%	8.58%	-9.38%	17.64%	-4.81%	-16.41%
	占比 71.12%	71.47%	71.84%	68.47%	66.51%	56.78%	51.82%	47.40%	43.41%	
喜临门	单位: 百万元	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019H1
	内销 564.58	568.26	648.82	837.53	926.79	1306.38	2113.14	3129.50		
	YOY	25.28%	0.65%	14.18%	29.09%	10.66%	40.96%	61.76%	48.10%	
	占比 67.54%	63.46%	63.90%	65.37%	63.07%	67.71%	75.61%	74.63%		
	毛利率 37.07%	39.80%	42.03%	-	44.87%	40.61%	36.75%	34.41%		
	外销 271.33	327.2	366.62	443.65	542.57	627.91	681.61	1063.98		
	YOY	24.29%	20.59%	12.05%	21.01%	22.30%	14.81%	9.42%	56.10%	
	占比 32.46%	36.54%	36.10%	34.63%	36.93%	32.29%	24.89%	25.37%		
	毛利率 30.86%	28.57%	28.24%	-	25.88%	21.73%	18.73%	12.57%		
梦百合	单位: 百万元	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019H1
	内销 28.83	39.42	79.75	96.98	174.08	270.6	419.86	514.74	250.28	
	YOY	-	36.73%	102.31%	21.61%	79.50%	55.16%	22.60%	7.54%	
	占比 4.39%	4.52%	8.38%	8.37%	12.66%	15.74%	18.01%	16.98%	15.97%	
	毛利率 -	-	38.30%	37.29%	38.91%	44.08%	42.94%	42.77%	50.81%	
	外销 628.37	832.52	871.68	1061.38	1201.36	1448.83	1911.75	2517.27	1316.84	
	YOY	-	32.49%	4.70%	23.76%	13.19%	20.60%	31.95%	31.67%	
	占比 95.61%	95.48%	91.62%	91.63%	87.34%	84.26%	81.99%	83.02%	84.03%	
	毛利率 -	-	30.11%	29.31%	34.28%	31.68%	26.47%	29.77%	35.01%	

数据来源：Wind，公司公告，东吴证券研究所

定制家居：估值下探建议左侧布局，首选具有获客优势的综合龙头

估值已至低位，建议左侧布局。跟踪来看，定制家具零售订单的整体增速表现较为平淡，预期以橱柜为代表的零售市场一定程度受到了精装修渗透率提升的挤压，叠加产品同质化竞争、客流和渠道日益分散化、边际获客成本抬升等因素压制，预期定制龙头增速持续承压，相对应板块的估值水平显著回落，目前已经调整到历史的低位水平。我们判断，伴随流量和获客的底层逻辑持续发生变化，渠道开拓和整合实力暨获客能力成为企业之间分化的核心变量，多品类、多渠道的发展成为第二阶段的角逐重点，持续看好综合优势较为突出的橱柜龙头**欧派家居**（20年PE 20.31X），并持续关注零售基因突出的**尚品宅配**（20年PE 20.95X）、衣柜龙头**索菲亚**（20年PE 14.48X）、性价比较高的橱柜公司**志邦家居**（20年PE 10.76X）。

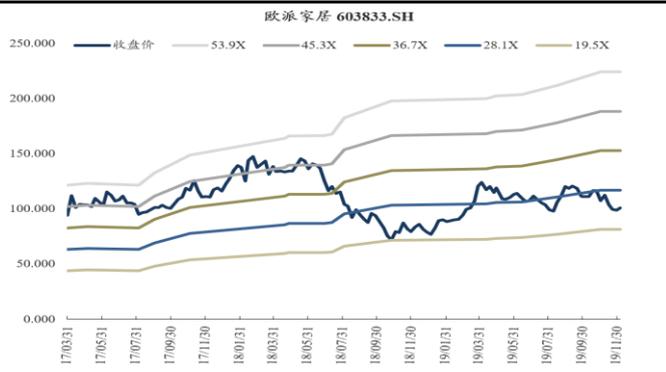
表 5：定制家居龙头收入增量贡献拆分（单位：亿元）

公司名称	年份	总收入增量	大宗收入	大宗YOY	大宗增长量	大宗贡献率	零售收入增量	零售贡献率
索菲亚	2017A	16.31	2.37	117.13%	1.28	8%	15.03	92%
	2018A	11.50	4.84	105%	2.48	22%	9.02	78%
	2019H1	1.54	2.88	27.00%	0.61	40%	0.93	60%
欧派家居	2017A	25.76	9.64	68.53%	3.92	15%	21.84	85%
	2018A	17.99	14.18	47.04%	4.54	25%	13.46	75%
	2019H1	6.65	9.29	54.00%	3.26	49%	3.39	51%
志邦家居	2017A	5.87	4.06	59.65%	1.52	26%	4.35	74%
	2018A	2.76	3.91	-3.69%	(0.15)	-5%	2.91	105%
	2019H1	0.20	2.11	24.12%	0.41	209%	-0.21	-109%
金牌厨柜	2017A	3.43	1.23	70.46%	0.51	15%	2.92	85%
	2018A	2.60	2.03	63.68%	0.79	30%	1.81	70%
	2019H1	1.42	1.73	142.98%	1.02	71%	0.41	29%

数据来源：公司公告，东吴证券研究所整理

图 11：欧派家居 PE-Band

图 12：尚品宅配 PE-Band



数据来源：Wind，东吴证券研究所



数据来源：Wind，东吴证券研究所

1.3. 新型烟草：HNB 国内测试预期催化，海外产业链持续高景气

政策窗口期临近，国内 HNB 产业持续发展。本周中烟系优质标的劲嘉股份（周五单日涨幅 8.26%）、集友股份（周四单日涨幅 7.95%）均有较好表现，预期是由于国内政策预期催化所致。根据近期产业跟踪 HNB 国内市场测试步调稳步推进，优势中烟企业云南中烟此前已经于 12 月 3 日发布了 HNB 烟具开发招标公告，利好我国 HNB 产业发展。我们测算国内 HNB 烟具及烟草薄片市场空间均有望达百亿级，建议持续配置中烟系相关优质标的。其中**劲嘉股份** 14 年起持续为多家省中烟提供烟具研发、打样服务，定制化服务基础好，且 18 年联手云南中烟成为旗下新型烟草烟具供应商，看好率先受益；此外**集友股份**均质化烟草薄片已具备产业化基础，与多家中烟公司取得合作，建议重点关注。

表 6：HNB 烟弹及烟草薄片空间测算

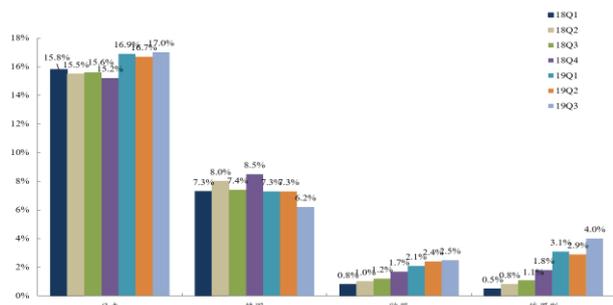
烟具空间测算		预设数据		测算依据	
烟民数量/亿		3.16		世卫组织测算	
烟具使用频率/支/年		1.5		烟具使用平均约为一年1-2支	
烟具均价/元		200		参考IQOS、云南中烟及四川中烟终端售价约500元/支，估计供货价200元左右	
HNB渗透率	5%	10%	15%	根据日本HNB渗透率测算，国内政策倾向于鼓励HNB发展，但目前趋势不明。	
烟具市场规模	47	95	142	预估烟具两年后未来市场空间	
烟草薄片市场空间测算		预设数据		测算依据	
单价/万/吨		20		烟草薄片30-50元/公斤，取平均值	
每箱用量/公斤		13		每大箱使用13公斤均质化薄片	
传统烟草年销量/万箱		4700		目前国内卷烟总销量为4700万大箱	
HNB使用渗透率	5%	10%	15%	HNB较传统烟草有更好替代效应，预估未来中烟将鼓励发展HNB	
烟草薄片市场空间/亿元	61.1	122.2	183.3	预估传统烟草薄片未来市场空间	

数据来源：公司公告，世界卫生组织，Wind，东吴证券研究所

全球 HNB 维持景气，菲莫国际新品反馈较好。全球来看菲莫国际 IQOS 3 DUO 产品 10 月在日本面市后取得良好市场反响，并于 12 月 2 日于日本和韩国推出了 3 Duo 旅行专享版，计划于 12 月 12 日推广至迪拜；美国市场取得 PMTA 认证的 IQOS 产品明年有望贡献较大增量。19H 英美烟草、日本烟草的新型烟草业务同比均有 60-80% 的增长。据我们跟踪，IQOS 产业链优质标的**盈趣科技** Q4 电子烟业务订单水平已经恢复至 17 年较高水平、明年订单增长具弹性，此外家用雕刻机、汽车电子等产品均维持较快增长，马来西亚产能转移持续推进、抵消关税影响，持续看好！

图 13：IQOS 在主要市场的渗透率

图 14：IQOS 烟弹各市场销量情况（单位：百万支）

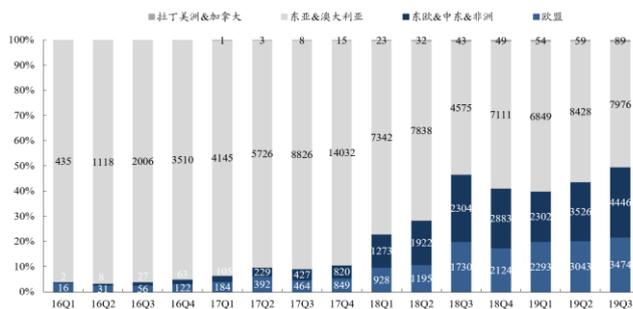


数据来源：PMI Q3 业绩说明 PPT，东吴证券研究所

图 15: 英美烟草重点数据一览

亿英镑	2016	2017	2018	2019H
营业收入	147.51	202.92	244.92	121.7
其中: Vapour (蒸汽电子烟)	-	1.73	3.18	1.89
销量(百万支)	43	95	189	
THP (加热不燃烧烟)	-	2.23	5.65	3.13
合计	-	3.96	8.83	5.02
合计占比	-	2.0%	3.6%	4.1%
营业成本	100.96	138.16	151.76	77.9
毛利率	31.56%	31.91%	38.04%	35.99%
归母净利润	46.48	375.33	60.32	28.14
净利率	31.51%	184.96%	24.63%	23.12%
ROE(摊薄)	56.81%	61.73%	9.22%	4.31%
ROIC	13.92%	42.93%	4.29%	1.95%

数据来源：公司年报，东吴证券研究所



数据来源：PMI Q3 业绩说明 PPT，东吴证券研究所

图 16: 日本烟草重点数据一览

亿日元	2014	2015	2016	2017	2018	2019H
营业收入	21540	22529	21433	21854	22160	10585
YOY	-	4.59%	-4.86%	1.96%	1.40%	-1.60%
其中: RRP (减害烟草)	-	-	-	-	646	304
销量(亿支)	-	-	-	-	28	14
占比	-	-	-	-	3%	3%
毛利率	58.85%	59.16%	59.29%	61.40%	57.89%	
归母净利润	3697	4857	4217	3924	3857	2265
YOY	-	31.39%	-13.18%	-6.94%	-1.72%	4.80%
净利率	17.16%	21.56%	19.68%	17.96%	17.40%	21.40%

数据来源：公司年报，东吴证券研究所

2. 重点公司公告

2.1. 包装印刷&造纸产业

盛通股份：公司持股 5% 以上股东贾春琳于 29 日减持 224.8 万股（占比 0.41%）。

银鸽投资：7 月 21 日至今，公司累计收到政府补助 2994.3 万元。

吉宏股份：拟使用自有资金不超过 1.45 亿元回购部分公司股票，用于后期实施员工持股计划(计划回购比例 1.35%-2.25%)。

景兴纸业：拟发行可转债募集资金不超过 12.8 亿元。

裕同科技：公司累计回购 150.7 万股（占比 0.17%）。

山鹰纸业：公司累计回购 6950 万股（占比 1.52%）；拟使用闲置募集资金 17 亿元暂时补充流动资金。

新宏泽：持股 8.23% 股东潮州南天彩云投资有限公司累计减持 160 万股，占计划减持数量过半。

奥瑞金：持股 5% 股东中泰资管 5 号拟减持不超过 10 万股（占比 0.004%）。

中顺洁柔：为 7 家经销商银行授信提供担保，总担保额 2.5 亿元；公司 2020 年度

拟为 9 家分子（孙）公司提供不超过 72.62 亿元的担保额度，有效期为股东大会审议通过一年后；对全资子公司云浮中顺增资 5.18 亿元，控股子公司湖北中顺增资 1.48 亿元，本次合计增资 6.66 亿元。

劲嘉股份：子公司吉星印务 2016、2018 年业绩承诺累计完成率为 99.95%、92.86%，现调整 2019、2020、2021 业绩承诺额为净利润不低于 4000 万元。

永新股份：拟以自有资金出资 1 亿元，在黄山市徽州区投资设立全资子公司——黄山永新新材料有限公司，由其投资建设《年产 33000 吨新型 BOPE 薄膜项目》，项目总投资 3 亿元；公司累计回购 1080 万股（占比 2.15%）。

晨鸣纸业：第一大股东晨鸣控股 3527.34 万股股份解除质押，占公司总股本 1.21%，累计质押 3.19 亿股，占公司总股本 11%。

鸿博股份：首次实施回购股份，回购数量为 28.95 万股，占公司总股本 0.0581%，最高成交价为 6.27 元/股，最低为 6.20 元/股，支付总金额为 180.25 万元。

2.2. 家居家具&其他可选

盈趣科技：公司累计回购 270 万股（占比 0.59%）。

海鸥住工：公司累计回购 2575 万股（占比 5.09%）。

顾家家居：公司累计回购 184.9 万股（占比 0.31%）；可转债募投项目建设完成期自 2019 年 12 月 31 日延期至 2022 年 9 月 30 日；董事兼高管李东来拟增持金额为 1 亿至 2 亿元公司股份。

皮阿诺：拟非公开发行 A 股股票募集不超过 5.8 亿资金。

英联股份：华鑫国际信托有限公司于 12 月 2 日至 3 日买入英联转债合计 80 万张（占比 37.38%）。

永安林业：公司持股 5% 以上股东苏加旭及其一致行动人质押给兴业证券股份因涉及违约被处置强制平仓，目前已累计减持 269 万股（占比 0.79%）。

坚朗五金：将受让合计不超过 734 万股用于员工持股计划，筹集资金总额不超过 1 亿。

齐心集团：公司于 4 日首次回购 76.66 万股；控股股东齐心控股质押 6800 万股股份，占公司总股本 9.26%；2125 万股股份解除质押，占公司总股本 2.9%。

威华股份：公司发行股份购买四川盛屯锂业 100% 股权并募集配套资金事项已完成标的资产过户以及发行股份购买资产部分新增股份登记上市手续，新增股份将于 6 日上市。

潮宏基：股东汇光国际有限公司 904 万股股份解除质押，占公司总股本的 8.6%；东方金诚评定潮宏基主体及债券“16 潮宏 01”信用等级均为 AA。

金一文化：10月30日-12月5日，确认为损益的政府补助共944.45万元，占2018年度归母净利润的17.30%，其中实际收到与收益相关的补助共900.71万元；递延收益确认为损益的补助共43.75万元。

美克家居：股东大会决议通过关于公司2017年员工持股计划存续期展期的议案。

好太太：公司以自有资金2.16亿元购买广州穗荣金融中心B栋第19、20层，已按合同约定预付全部价款，近日收到通知，该物业尚未完成验收，不能如期交付使用，将按照合同的相关约定启动交付宽展期，宽展期为6个月。

梦百合：发布重组草案及相关文件，关于全资子公司恒康香港或其关联公司拟以支付现金的方式购买MOR公司的不超过85%的股份，截至11月18日，被要约对象均已接受要约，被要约股份的交割工作将在本次交易正式交割前完成。

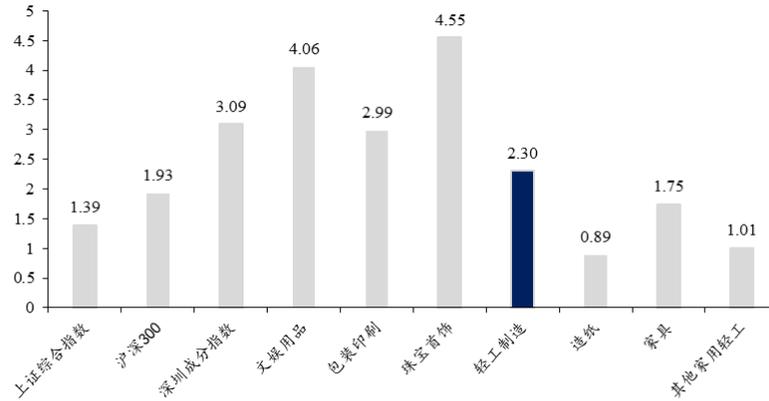
青岛金王：为参股公司广州栋方1200万贷款提供连带责任保证担保；为全资子公司四川弘方500万授信继续提供连带责任担保；公司及全资子公司博文弘方股东为该公司1500万授信提供连带责任担保。

3. 市场回顾：大盘上行，珠宝首饰表现较好

板块表现来看，本周上证综指涨1.39%收于2912.01点；深证成指涨3.09%收于9878.62点；沪深300涨1.93%收于3902.39点；轻工制造周内涨2.30%，跑赢大盘。轻工制造细分行业中，珠宝首饰(+4.55%)表现最好，其次为文娱用品(+4.06%)、包装印刷(+2.99%)、家具(+1.75%)、其他家用轻工(+1.01%)，最差为造纸(+0.89%)。

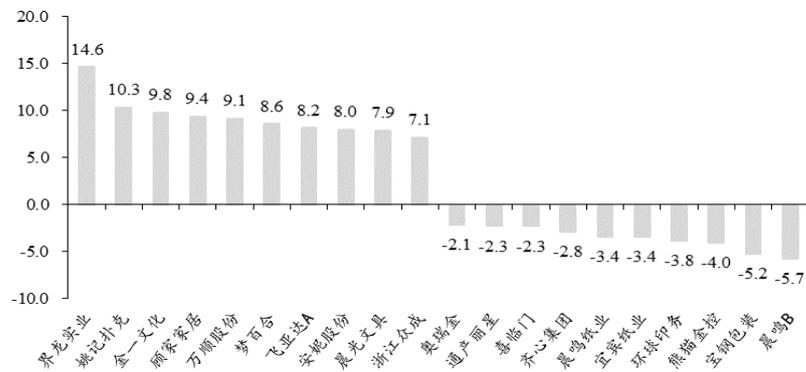
从个股表现来看，本周涨幅居前的公司包括界龙实业(+14.6%)、姚记扑克(+10.3%)、金一文化(+9.8%)、顾家家居(+9.4%)、万顺股份(+9.1%)、梦百合(+8.6%)、飞亚达A(+8.2%)、安妮股份(+8.0%)、晨光文具(+7.9%)、浙江众成(+7.1%)；晨鸣B(-5.7%)为本周最大跌幅公司。

图 17：本周市场涨跌幅（%）



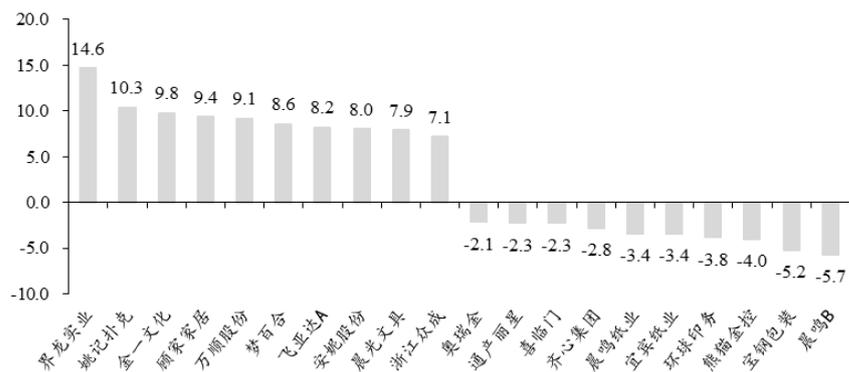
数据来源：Wind 资讯，东吴证券研究所

图 18：板块单周涨跌幅前十的股票 (%)



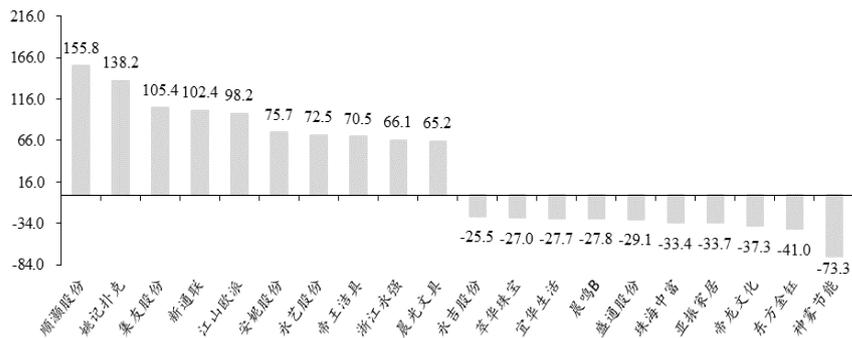
数据来源：Wind 资讯，东吴证券研究所

图 19：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 20：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：包装纸价格上涨，纸浆价格下跌

4.1.1. 价格数据：废纸系价格全面上涨，纸浆价格持续走弱

截止 12 月 6 日原纸价格：箱板纸市场价 4127 元/吨（周变化+34 元/吨，月变化+100 元/吨）；瓦楞纸 3458 元/吨（周变化+13 元/吨，月变化+138 元/吨）；白板纸 4078 元/吨（周变化+13 元/吨，月变化+78 元/吨）；铜版纸 6167 元/吨（周变化 0 元/吨，月变化 0 元/吨）；双胶纸 6400 元/吨（周变化 0 元/吨，月变化 0 元/吨）；白卡纸 5710 元/吨（周变化+67 元/吨，月变化+200 元/吨）。

截止 12 月 6 日的废纸价格：国内各地废纸到厂平均价格 2163 元/吨（周变化+ 46 元/吨，月变化+99 元/吨）。截止 12 月 6 日的外废价格：美废 13#外商平均价 123 美元/吨（本周变化 0 美元/吨，过去一个月变化 0 美元/吨）；欧废平均价 157 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 117 美元/吨（本周变化-11 美元/吨，过去一个月变化-13 美元/吨）。

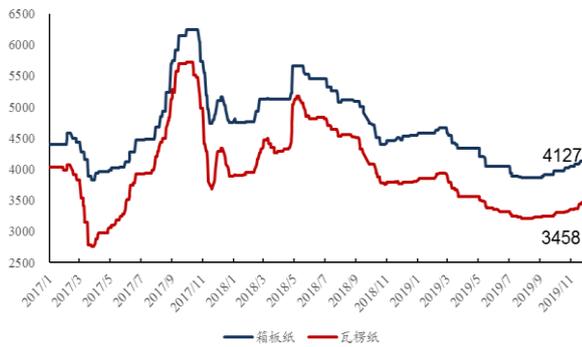
截止 12 月 6 日的纸浆价格：国际方面阔叶浆外商平均价 484 美元/吨（本周变化 0 美元/吨，过去一个月变化-2 元/吨）；针叶浆外商平均价 592 美元/吨（本周变化 0 美元/吨，过去一个月变化-5 美元/吨）；内盘浆平均价 3988 元/吨（本周变化-30 元/吨，过去一个月变化-80 元/吨）。纸浆期货方面，纸浆 2001（SP2001）11 月 29 日收 4412（周变化-36 元/吨，跌幅 0.81%），自全年低点 4396 反弹 16 元/吨，幅度为 0.36%。

截止 12 月 6 日的煤炭：国内主要地区煤炭平均价格 522 元/吨（本周变化-5 元/吨，过去一个月变化-26 元/吨，过去一年变化-79 元/吨）。

截止 12 月 6 日的溶解浆：溶解浆内盘价格 5400 元/吨（本周变化-200 元/吨，过去一个月变化-300 元/吨，过去一年变化-2240 元/吨）；截止 12 月 6 日粘胶短纤 10000 元/吨（本周变化-100 元/吨，过去一个月变化-600 元/吨，过去一年变化-3900 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+100 元/吨）。

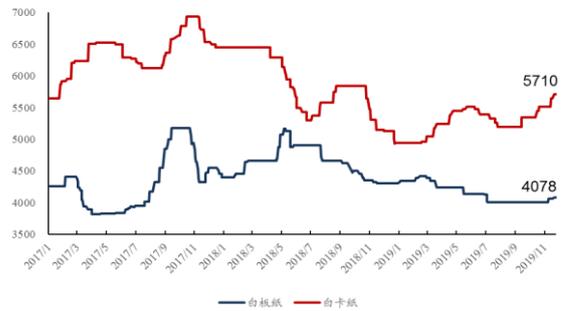
吨)。

图 21: 箱板瓦楞纸价格走势 (元/吨)



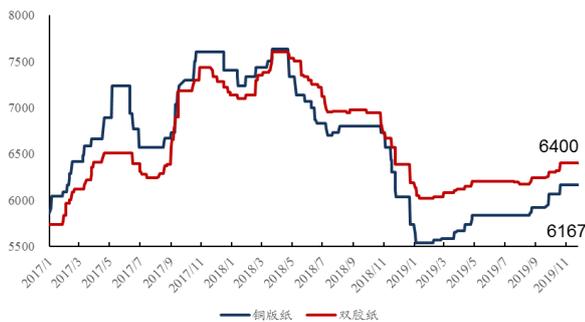
数据来源: 卓创资讯, 东吴证券研究所

图 22: 白卡、白板纸价格走势 (元/吨)



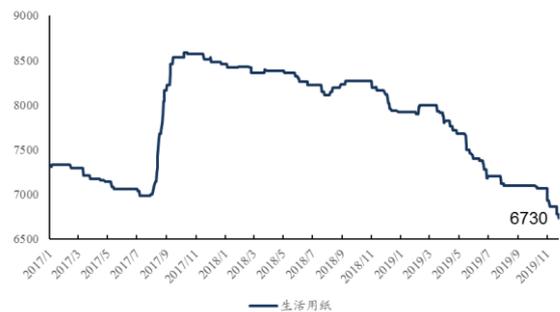
数据来源: 卓创资讯, 东吴证券研究所

图 23: 文化纸价格走势 (元/吨)



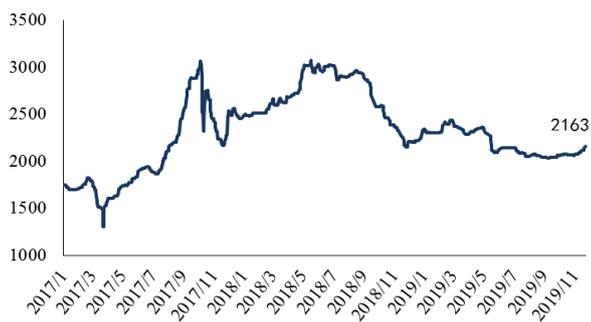
数据来源: 卓创资讯, 东吴证券研究所

图 24: 生活用纸价格走势 (元/吨)



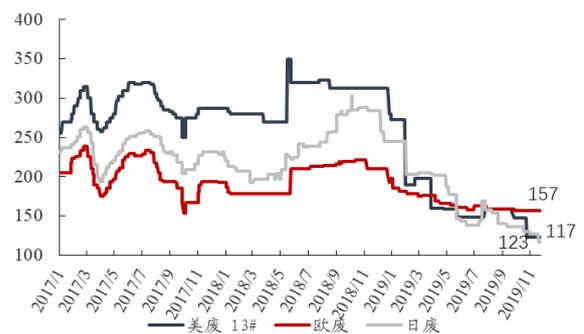
数据来源: 卓创资讯, 东吴证券研究所

图 25: 国废价格走势 (元/吨)



数据来源: 卓创资讯, 东吴证券研究所

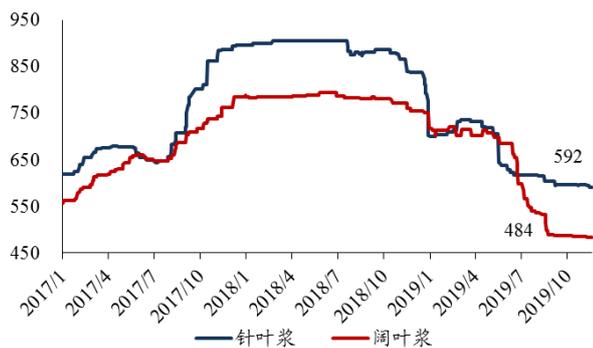
图 26: 外废价格走势 (美元/吨)



数据来源: 卓创资讯, 东吴证券研究所

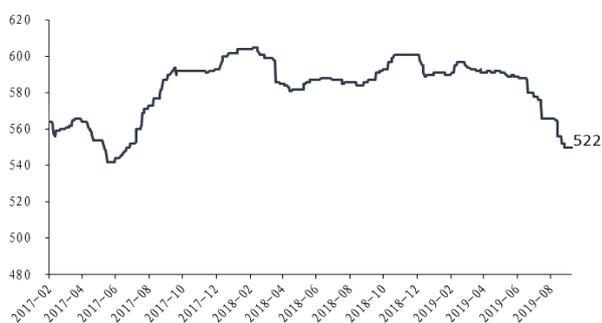
图 27: 国际针叶浆、阔叶浆历史价格 (美元/吨)

图 28: 化机浆、内盘浆、溶解浆平均价格 (元/吨)

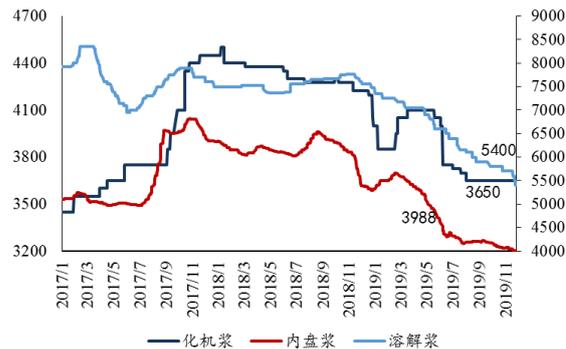


数据来源：卓创资讯，东吴证券研究所

图 29：国内主要地区煤炭平均价格（元/吨）

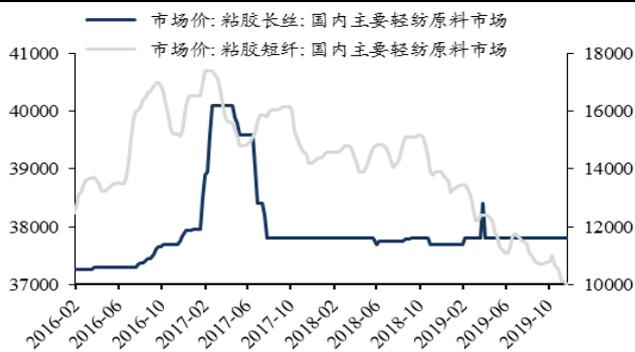


数据来源：卓创资讯，东吴证券研究所



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）

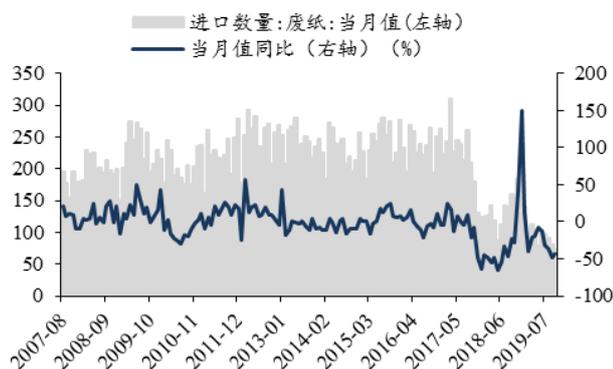


数据来源：卓创资讯，东吴证券研究所

4.1.2 进出口数据：废纸 10 月进口量同降 43.08%；纸浆 10 月进口量上升 24.06%

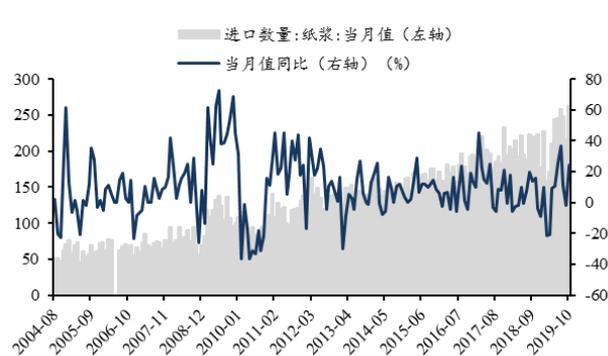
原材料方面废纸进口量有所下降。19 年 10 月进口废纸 74 万吨，同比下降 43.08%；19 年 10 月进口纸浆 263 万吨，同比上升 24.06%。

图 31：废纸月度进口量及同比（万吨，%）



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图 32：纸浆月度进口量及同比（万吨，%）



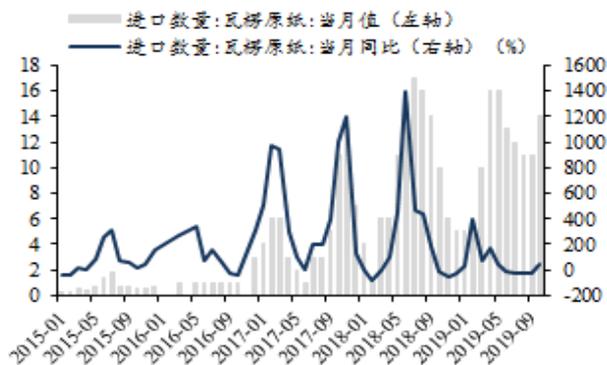
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图 33：箱板纸月度进口量及同比（万吨，%）

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

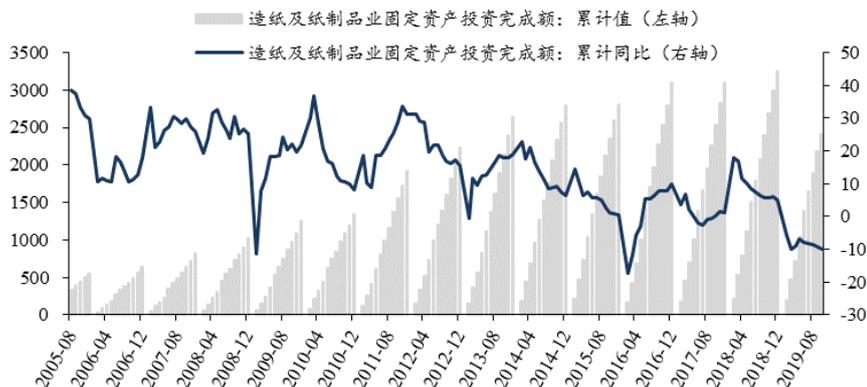


数据来源：Wind，东吴证券研究所

4.1.3 固定资产投资：造纸业 10 月固定资产投资完成额累计增速--10.10%

19 年 10 月造纸及纸制品制造业固定资产投资完成额的累计增速-10.10%。

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

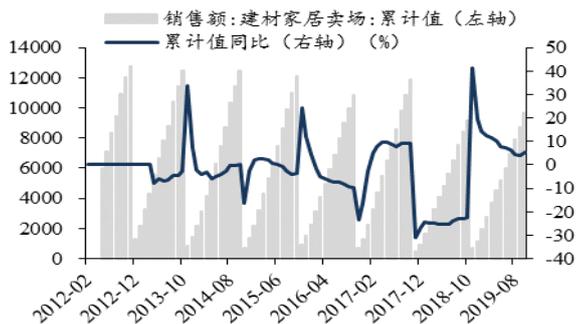
4.2. 家具产业：19 年 10 月家具零售额 1568.5 亿，同比增长 5.40%

4.2.1. 产销量：10 月家具零售额 1568.5 亿，同比增长 5.40%

19 年 10 月我国家具及零件累计出口销售额 435.51 亿美元，累计同比增长 1.00%；10 月家具零售额 1568.5 亿元，累计同比增长 5.40%；10 月建材家居卖场销售额 1031.70 亿元，同比增加 6.33%。

图 36：建材家居卖场累计销售额与同比(亿元，%)

图 37：建材家居卖场当月销售额与同比(亿元，%)



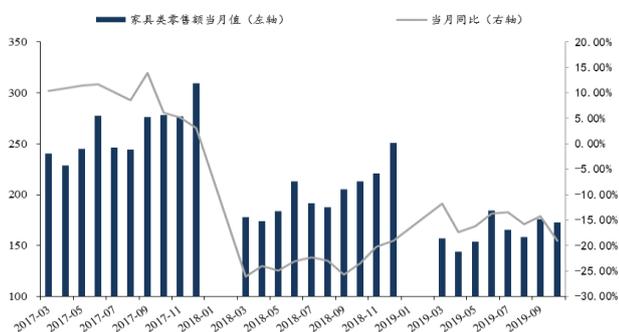
数据来源: Wind, 东吴证券研究所



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, %)

图 39: 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

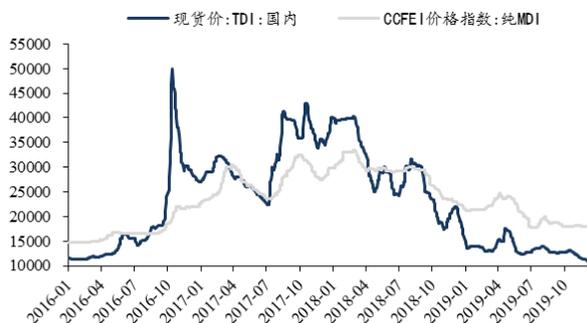
4.2.2. 原材料市场: TDI 价格下行, MDI 价格不变

截至 12 月 6 日, 软体家具上游 TDI 国内现货价 11000 元/吨(周涨跌幅-270 元/吨); 纯 MDI 现货价 18000 元/吨(周涨跌幅 0 元/吨)。

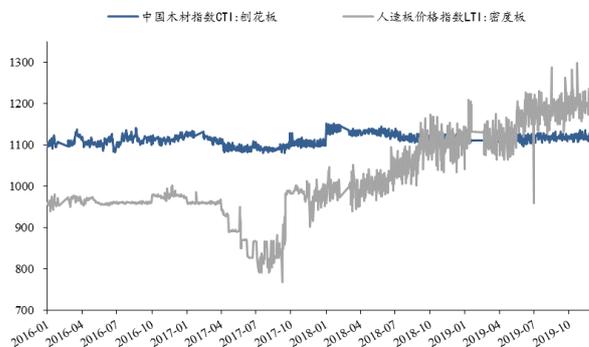
截至 12 月 6 日, CIT 刨花板指数为 1122.89 (周涨跌幅+0.31%), 人造板密度板指数 1215.92 (周涨跌幅-2.51%)。

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

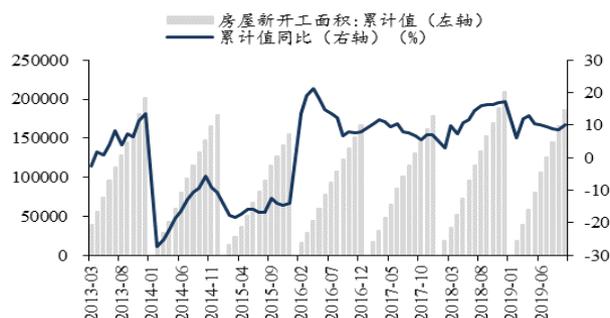


数据来源: Wind, 东吴证券研究所

4.2.3. 房地产市场: 10 月房屋新开工面积 19927.71 万平方米, 同比增加 23.23%

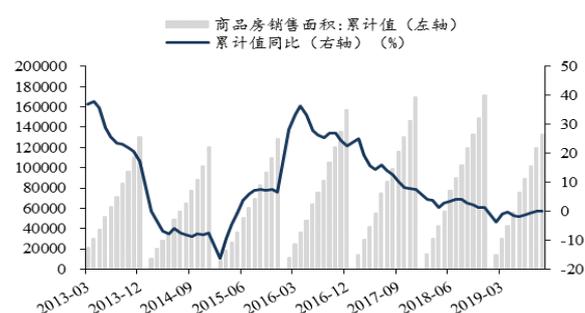
截至19年11月，30大中城市中**一线城市**（北京、上海、广州、深圳）成交26846套，**同比上升19.87%**，环比上升15.24%；成交面积281.66万平，**同比上升20.62%**，环比上升14.10%。**二线城市**（天津、杭州、南京、武汉、成都、青岛、苏州、南昌、福州、厦门、长沙、哈尔滨、长春）成交69980套，**同比下降11.29%**；成交面积778.91万平，**同比下降12.00%**。**三线城市**（无锡、东莞、昆明、石家庄、惠州、包头、扬州、安庆、岳阳、韶关、南宁、兰州、江阴）成交53261套，**同比下降6.88%**；成交面积519.78万平，**同比下降3.57%**。

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 43：商品房销售面积累计值及同比（万平，%）



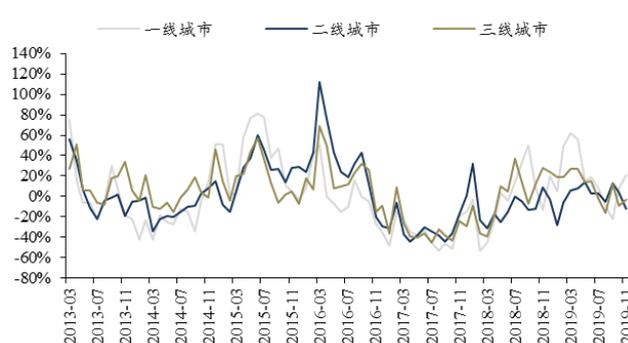
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图 44：30 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 45：30 大中城市商品房月度成交面积同比（%）



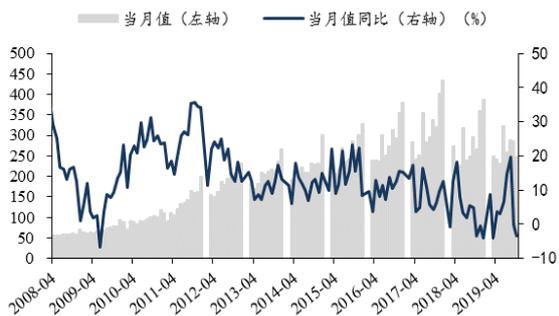
数据来源：Wind，东吴证券研究所

4.3. 文娱行业：19 年 10 月办公用品零售额 249.5 亿，同比下降 3.4%

2019 年 10 月办公用品零售额 249.5 亿，同比下降 3.4%。2019 年 10 月**玩具出口金额 34.19 亿美元**，出口金额同比上升 11.86%；累计出口金额为 261.83 亿美元，累计同比上升 26.00%。2019 年 10 月，**体育彩票销售额 207.07 亿元**，同比下降 13.79%；福利彩票销售额 156.92 亿元，同比下降 11.97%；彩票销售总额 363.99 亿元，同比下降 13.01%。

图 46：办公用品当月零售额及同比（亿元，%）

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

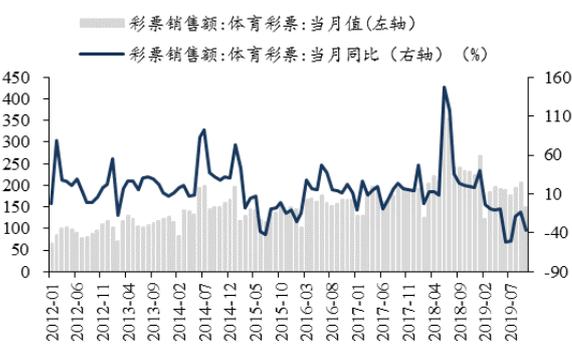
图 49: 彩票销售额及其同比 (亿元, %)

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, %)

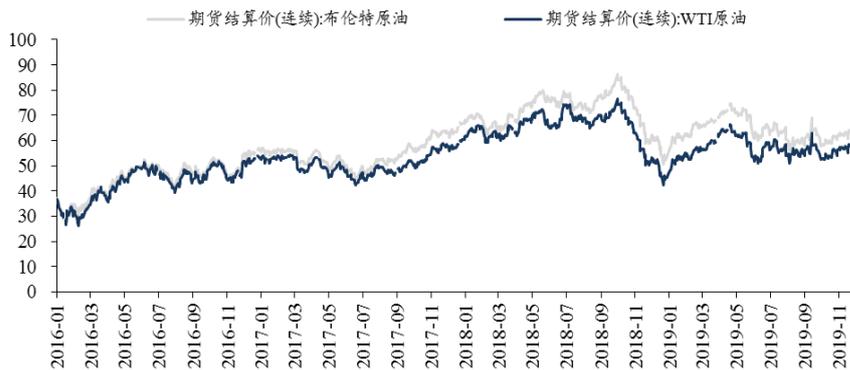


数据来源：Wind，东吴证券研究所

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 62.03 美元/桶（上周均价为 63.66 美元/桶，-2.55%），WTI 本周均价为 57.23 美元/桶（上周均价为 57.59 元/桶，-0.63%）；期货结算价(连续)：聚氯乙烯(PVC)：本周均价 6780 元/吨（上周 6610 元/吨，+2.57%）；期货结算价(连续)：线型低密度聚乙烯(LLDPE)：本周均价 7185 元/吨（上周 7093 元/吨，+1.30%）。

图 52: 国际原油价格走势 (美元/桶)

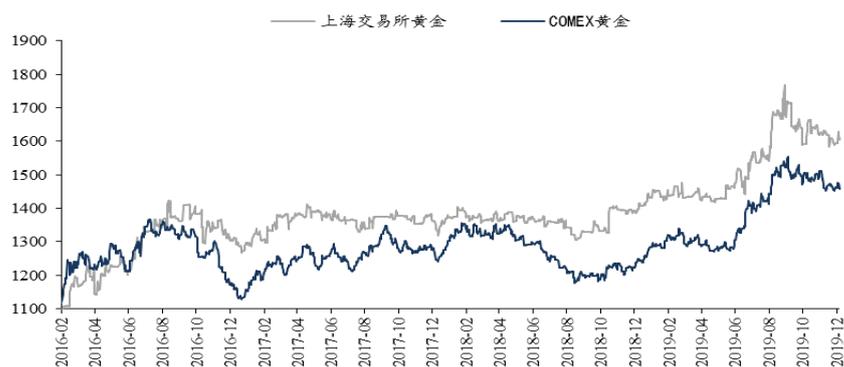


数据来源：Wind，东吴证券研究所

4.5. 金银珠宝业：黄金和白银价格上涨

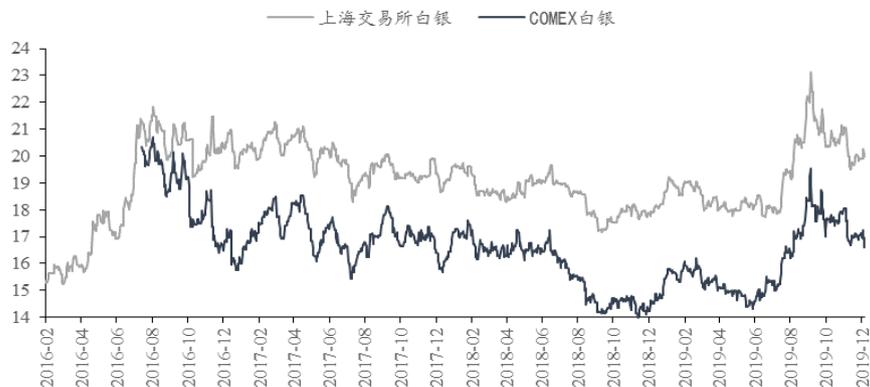
本周（截至 12 月 6 日），上交所黄金均价 1608.68 美元/盎司（+0.95%）、COMEX 黄金均价 1468.92 美元/盎司（+0.87%）；上交所白银均价（截止 12 月 6 日）20.02 美元/盎司（+0.66%）、COMEX 白银均价 16.94 美元/盎司（-0.53%）。

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）

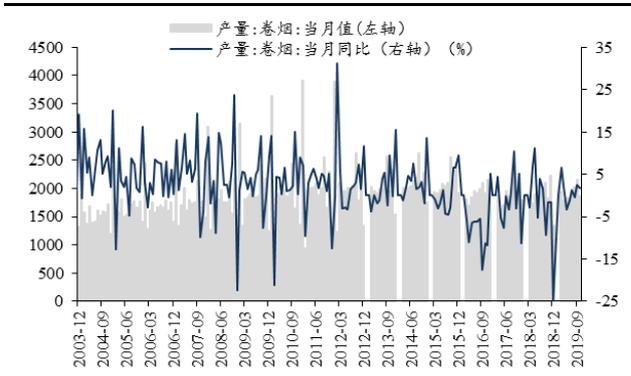


数据来源：Wind，东吴证券研究所

4.6. 卷烟：10月卷烟产量累计同比上升2.8%

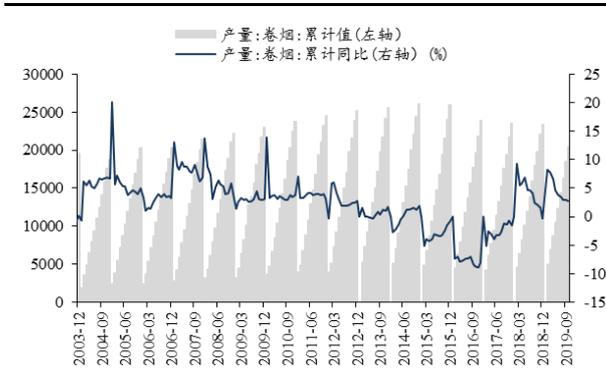
2019年10月卷烟累计产量为20340.9万支，累计同比上升2.8%。

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，%）

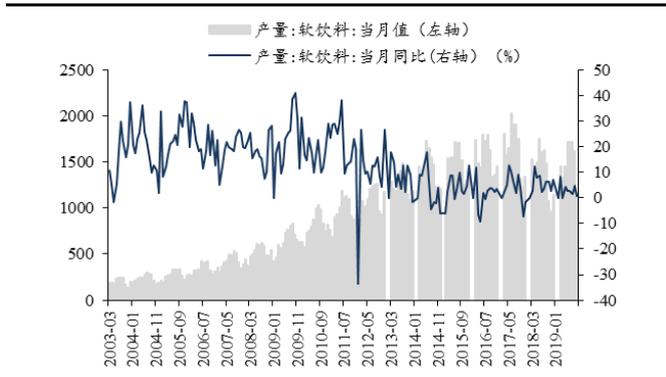


数据来源：Wind，东吴证券研究所

4.7. 软饮料：10月软饮料产量累计同比上升6.6%

2019年10月软饮料累计产量为15231.2万吨，累计同比增加6.6%。

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
002951.SZ	金时科技	2019-12-13	临时股东大会
002862.SZ	实丰文化	2019-12-10	临时股东大会
002605.SZ	姚记科技	2019-12-09	临时股东大会
603429.SH	集友股份	2019-12-09	临时股东大会

数据来源：Wind，东吴证券研究所

表 17：下周限售股解禁情况一览

代码	名称	解禁日期
300640.SZ	德艺文创	2019-12-09

300749.SZ	顶固集创	2019-12-10
-----------	------	------------

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 18: 公司估值 (12 月 6 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)
白马蓝筹														
家具														
002572.SZ	索菲亚	17.51	-0.06	-0.34	-7.47	159.76	959.1	16.66	1007.0	5.0%	15.86	1103.0	9.5%	14.48
603833.SH	欧派家居	100.96	1.98	-11.35	21.00	424.20	1571.9	26.99	1811.0	15.2%	23.42	2089.0	15.3%	20.31
603816.SH	顾家家居	42.29	9.36	9.99	21.32	254.51	989.4	25.72	1145.0	15.7%	22.23	1320.0	15.3%	19.28
300616.SZ	尚品宅配	68.33	2.52	-5.71	4.92	135.76	477.1	28.46	562.0	17.9%	24.16	648.0	15.3%	20.95
600337.SH	美克家居	3.97	2.06	-1.24	-2.03	70.31	451.2	15.58	499.0	10.7%	14.09	568.0	13.7%	12.38
603818.SH	曲美家居	8.18	1.49	11.29	17.70	39.98	-59.1	-67.69	204.0	445.5%	19.60	380.0	86.1%	10.52
603008.SH	喜临门	15.00	-2.28	-0.20	46.06	58.67	-438.3	-13.39	386.0	-188.1%	15.20	452.9	17.3%	12.95
603898.SH	好莱客	14.65	1.52	-3.62	-12.95	45.36	382.2	11.87	422.0	10.3%	10.75	467.0	10.7%	9.71
603801.SH	志邦家居	19.03	2.98	-13.34	5.45	42.50	272.9	15.57	329.0	20.6%	12.92	395.0	19.9%	10.76
603180.SH	金牌橱柜	61.06	0.93	-0.52	-4.86	41.04	210.2	19.53	243.6	15.9%	16.84	285.4	17.1%	14.38
000910.SZ	大亚圣象	12.17	-0.41	3.84	11.00	67.38	724.8	9.30	799.0	10.2%	8.43	864.0	8.1%	7.80
600978.SH	宜华生活	2.94	-0.68	-8.98	-38.10	43.60	386.8	11.27						
002853.SZ	皮阿诺	17.12	1.30	-5.57	-4.39	26.59	142.1	18.72	182.0	28.1%	14.61	229.0	25.8%	11.61
603208.SH	江山欧派	51.76	1.85	-2.34	88.73	41.83	152.7	27.39	215.1	40.8%	19.45	271.9	26.4%	15.38
002043.SZ	兔宝宝	6.76	-1.02	19.65	24.29	52.37	330.9	15.83	345.8	4.5%	15.15	417.1	20.6%	12.56
002713.SZ	东易日盛	7.83	23.89	13.81	-19.16	32.85	252.6	13.00	265.1	4.9%	12.39	297.1	12.1%	11.06
002084.SZ	海鸥卫浴	6.00	-0.50	-16.55	32.16	30.38	41.9	72.43	122.0	190.9%	24.90	148.6	21.8%	20.45
603600.SH	永艺股份	11.59	4.70	-0.86	59.29	35.06	103.9	33.74	176.2	69.6%	19.90	232.9	32.2%	15.06
603848.SH	好太太	13.44	2.67	-5.55	-6.86	53.89	260.6	20.68	287.1	10.2%	18.77	334.7	16.6%	16.10
601828.SH	美凯龙	10.68	-0.09	-2.73	-7.36	379.14	4477.4	8.47	4806.6	7.4%	7.89	5329.3	10.9%	7.11
300729.SZ	乐歌股份	22.95	0.88	0.75	1.96	20.02	57.6	34.76						
文具														
603899.SH	晨光文具	49.55	7.88	0.55	78.24	455.86	806.8	56.50	1040.0	28.9%	43.83	1298.0	24.8%	35.12
002301.SZ	齐心集团	12.35	-2.83	-5.15	49.60	90.65	191.8	47.27	272.4	42.0%	33.28	368.2	35.2%	24.62
造纸														
000488.SZ	晨鸣纸业	4.57	-3.38	-7.11	-23.46	132.74	2509.8	5.29	1689.0	-32.7%	7.86	1911.0	13.2%	6.95
002078.SZ	太阳纸业	9.08	0.55	8.87	45.85	235.33	2237.6	10.52	2098.0	-6.2%	11.22	2461.0	17.3%	9.56
600966.SH	博汇纸业	4.83	-0.62	1.26	41.54	64.57	255.9	25.23						
600567.SH	山鹰纸业	3.27	0.62	2.83	0.93	149.92	3203.9	4.68	1853.0	-42.2%	8.09	2237.0	20.7%	6.70
002511.SZ	中顺洁柔	13.02	0.93	-1.06	48.23	170.42	407.0	41.87	602.0	47.8%	28.31	716.0	19.0%	23.80
002521.SZ	齐峰新材	5.68	1.43	-5.33	-2.78	28.10	58.4	48.15						

600308.SH	华泰股份	4.22	0.72	-2.99	-8.35	49.27	719.1	6.85						
600103.SH	青山纸业	2.00	0.00	-2.44	-8.19	46.12	154.8	29.79						
包装														
002831.SZ	裕同科技	23.90	-0.50	-1.36	23.22	209.63	945.6	22.17	1071.0	13.3%	19.57	1308.0	22.1%	16.03
002191.SZ	劲嘉股份	11.79	5.83	7.87	60.52	172.71	725.3	23.81	898.0	23.8%	19.23	1071.0	19.3%	16.13
601515.SH	东风股份	6.62	2.80	-1.93	9.84	88.34	747.9	11.81	774.0	3.5%	11.41	840.5	8.6%	10.51
002303.SZ	美盈森	5.04	5.00	-20.25	1.78	77.18	401.2	19.24	414.0	3.2%	18.64	477.0	15.2%	16.18
002228.SZ	合兴包装	3.99	2.05	-2.44	-17.61	46.66	233.1	20.02	261.3	12.1%	17.86	314.5	20.3%	14.84
002701.SZ	奥瑞金	4.16	-2.12	-4.15	-15.55	97.98	225.4	43.47	810.5	259.6%	12.09	958.8	18.3%	10.22
002014.SZ	永新股份	8.33	2.46	4.00	43.22	41.95	225.3	18.62	281.0	24.8%	14.93	314.0	11.7%	13.36
珠宝首饰日化														
600612.SH	老凤祥	48.36	0.96	-5.77	26.50	252.98	1204.5	21.00	1409.7	17.0%	17.95	1614.4	14.5%	15.67
002094.SZ	青岛金王	4.52	4.39	-10.85	-24.79	31.23	104.4	29.90	294.0	181.5%	10.62	189.0	-35.7%	16.52
000026.SZ	飞亚达 A	9.13	8.18	13.98	23.18	40.44	183.8	22.00	218.5	18.9%	18.51	259.3	18.7%	15.60
002345.SZ	潮宏基	3.90	1.83	-4.18	-21.37	35.31	71.0	49.70	217.1	205.5%	16.27	251.7	15.9%	14.03
002740.SZ	爱迪尔	6.17	0.00	-3.74	-0.64	28.02	28.1	99.53						
002721.SZ	金一文化	5.50	9.78	7.84	-12.56	45.91	-54.6	-84.11						
600439.SH	瑞贝卡	3.35	1.52	-2.33	13.35	37.92	234.2	16.19						
主题类														
互联网彩票														
600433.SH	冠豪高新	3.14	0.64	-3.38	-18.02	39.92	109.2	36.55						
000829.SZ	天音控股	6.14	4.96	-2.23	-1.29	63.69	-230.7	-27.61						
002229.SZ	鸿博股份	6.26	1.46	-1.42	-8.66	31.20	5.1	606.57						
002235.SZ	安妮股份	9.05	8.00	-16.51	29.47	52.65	75.5	69.71						
电子发票														
002117.SZ	东港股份	11.84	5.24	-8.71	25.66	64.61	256.8	25.16	291.9	13.7%	22.13	336.8	15.4%	19.18
600271.SH	航天信息	21.08	2.08	-1.86	-8.39	392.62	1618.0	24.27	1912.5	18.2%	20.53	2223.8	16.3%	17.66
教育														
300329.SZ	海伦钢琴	7.95	5.86	5.86	7.83	20.16	54.5	36.99						
002678.SZ	珠江钢琴	8.02	-0.25	-3.61	31.26	108.94	176.3	61.81	204.0	15.7%	53.40	237.0	16.2%	45.97
002348.SZ	高乐股份	3.18	-1.85	-6.47	-8.36	30.12	11.3	266.96						
002599.SZ	盛通股份	4.11	2.24	-0.48	-29.53	22.54	124.2	18.15	148.3	19.4%	15.20	192.0	29.5%	11.74
603398.SH	邦宝益智	10.26	5.56	-6.64	25.43	30.41	42.1	72.18						
小市值														
600189.SH	吉林森工	3.85	7.54	2.39	-7.89	27.60	42.0	65.75						
002243.SZ	通产丽星	14.31	-2.25	-3.05	118.85	52.22	82.1	63.61						
其他														
002925.SZ	盈趣科技	42.79	-0.21	7.00	-11.56	196.04	813.7	24.09	960.0	18.0%	20.42	1171.0	21.9%	16.74

603429.SH	集友股份	35.99	6.01	5.33	79.90	95.78	115.4	82.99	204.7	77.3%	46.80	363.8	77.8%	26.33
002798.SZ	帝欧家居	22.50	-1.49	-8.46	68.08	86.62	380.6	22.76	542.0	42.3%	15.98	679.0	25.4%	12.76
002791.SZ	坚朗五金	28.08	1.19	-7.08	164.23	90.29	172.1	52.45	322.3	87.3%	28.01	436.6	35.4%	20.68
600076.SH	康欣新材	4.27	1.43	0.23	-5.08	44.16	467.6	9.44						
002565.SZ	上海绿新	6.45	3.04	-5.56	128.48	68.38	101.4	67.45						
002735.SZ	王子新材	17.17	3.68	-3.81	32.03	24.50	49.8	49.24						
港股、美股(单位原始货币计)														
1999.HK	敏华控股	5.78	2.30	9.77	68.60	220.54	1363.8	16.17	1508.0	10.6%	14.62	1854.7	23.0%	11.89
2689.HK	玖龙纸业	7.85	-1.51	3.56	2.37	368.34	3860.0	9.54	3735.0	-3.2%	9.86	4230.0	13.3%	8.71
2314.HK	理文造纸	5.50	3.77	11.79	-20.00	240.55	4880.2	4.93	3764.0	-22.9%	6.39	3706.0	-1.5%	6.49
3331.HK	维达国际	14.98	9.50	1.49	15.08	179.02	649.3	27.57	702.42	8.2%	25.49	1,164.67	65.8%	15.37
1044.HK	恒安国际	51.15	-1.06	-8.17	-17.00	608.52	3799.8	16.01	3931.0	3.4%	15.48	4307.0	9.6%	14.13
0906.HK	中粮包装	3.34	-2.62	5.70	4.79	38.78	255.1	15.20	297.4	16.6%	13.04	337.4	13.5%	11.49
2083.HK	大自然家居	1.40	0.00	5.26	-0.71	19.31	156.8	12.32						
1371.HK	华彩控股	0.19	-3.09	-10.48	-77.62	1.94	-169.5	-1.14						
WBALN	500彩票网	9.38	-1.78	-5.35	14.11	4.03	-451.7	-0.89						
0555.HK	御泰中彩控股	0.02	0.00	0.00	-4.55	3.16								
家电														
白电														
000651.SZ	格力电器	62.39	8.11	-2.64	74.28	3,753.21	26202.8	14.32	28368.2	8.3%	13.23	31643.6	11.5%	11.86
000333.SZ	美的集团	56.20	3.50	-5.37	44.22	3,899.66	20230.8	19.28	23766.5	17.5%	16.41	27083.0	14.0%	14.40
600690.SH	青岛海尔	17.05	-0.06	-5.33	21.07	1,093.74	7440.2	14.70	8852.5	19.0%	12.36	9258.7	4.6%	11.81
000418.SZ	小天鹅A	57.39	0.00	0.00	29.99	362.98	1862.5	19.49						
黑电														
000100.SZ	TCL集团	3.96	3.13	14.78	60.58	535.73	3468.2	15.45	3764.3	8.5%	14.23	4188.4	11.3%	12.79
600060.SH	海信电器	9.70	1.68	4.19	3.47	126.92	392.4	32.34	322.4	-17.9%	39.37	480.3	49.0%	26.42
002429.SZ	兆驰股份	3.02	3.42	-0.98	44.50	136.71	445.4	30.70	671.6	50.8%	20.36	764.5	13.8%	17.88
000810.SZ	创维数字	10.83	4.03	-0.82	69.13	114.61	327.9	34.95	572.3	74.5%	20.03	680.8	19.0%	16.84
厨电小家电														
002959.SZ	小熊电器	60.89	4.82	-17.67	23.46	73.07	185.5	39.39	242.5	30.7%	30.14	303.6	25.2%	24.07
002508.SZ	老板电器	30.61	3.06	-6.31	46.03	290.50	1473.6	19.71	1604.2	8.9%	18.11	1787.7	11.4%	16.25
002035.SZ	华帝股份	11.90	5.22	-6.00	31.48	103.84	676.9	15.34	780.0	15.2%	13.31	904.8	16.0%	11.48
002242.SZ	九阳股份	23.09	2.21	-10.16	65.52	177.17	754.3	23.49	833.5	10.5%	21.26	956.0	14.7%	18.53
002032.SZ	苏泊尔	75.22	4.76	-6.40	39.25	617.65	1669.9	36.99	1931.7	15.7%	31.97	2252.8	16.6%	27.42

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>