

轻工制造

交房回暖方向景气度持续回升，推荐 2020 年轻工造纸行业投资策略

 证券研究报告
 2019 年 12 月 22 日

 投资评级
 行业评级 强于大市(维持评级)
 上次评级 强于大市

作者

范张翔 分析师
 SAC 执业证书编号: S1110518080004
 fanzhangxiang@tfzq.com

李杨 分析师
 SAC 执业证书编号: S1110518110004
 liyang@tfzq.com

行业走势图



资料来源: 贝格数据

相关报告

- 《轻工制造-行业专题研究:地产销售稳健,竣工回暖受益方向仍是中期布局主线——家居板块数据跟踪报告第十二期》 2019-12-16
- 《轻工制造-行业研究周报:贸易摩擦边际改善利好沙发出口;新型烟草发展向前推进》 2019-12-15
- 《轻工制造-行业研究周报:家居板块重视低估值业绩改善标的,新型烟草持续看好加热不燃烧》 2019-12-08

本周我们发布《竣工持续回暖,加热不燃烧成长元年——2020 年轻工造纸行业投资策略》, 欢迎交流。

家居板块: 根据我们交房模型判断,明年竣工将持续改善,由于 16-18 年精装修开盘套数都是高增长,结构上未来精装房交付增长更为确定,零售端弹性也需重视。家居行业 1-2 年的逻辑是交房回暖周期,长期逻辑是家居消费属性显现带来的估值修复,从国外经验看新房成交见顶后,家居消费仍会持续增长。选股方面几条思路,一是可以享受精装修工程红利企业,二是管理优异、产品、渠道战略布局领先,可以在行业整合期持续成长的公司,重点推荐:【志邦家居】、【惠达卫浴】、【顾家家居】、【欧派家居】;关注【江山欧派】、【尚品宅配】、【索菲亚】、【好莱客】等。

- 定制家居:** 供给侧端,虽然竞争比较激烈,但是研究各家促销情况后,我们并没有发现今年价格战加剧的有力证据,考虑定制家居非标属性强和产业链其他企业利润率情况,我们认为未来家居企业当前的利润率仍可维持,但是业绩分化会加剧,选股的重要性突出。
- 成品家居:** 成品家居企业成长主要有三大驱动力: 1) 渗透率提升,国内功能沙发、床垫、软床的渗透率还有较大提升空间; 2) 品类拓展,龙头已经开始从“客厅”向“卧室”甚至全屋大家居进军; 3) 市占率提升,小品牌经销商盈利变差,消费者品牌意识增强有利于集中度提升。总体而言,成品家居板块竞争格局较好,在环保趋严和税收减税并规范背景下,龙头的竞争力会越来越强。
- 其他家居:** 精装修开盘量 16-18 年高增长,未来 2-3 年企业工程收入仍有望保持快速增长,目前相关企业估值较低,而业绩弹性较大,推荐【惠达卫浴】,建议关注【江山欧派】。

新型烟草: 加热不燃烧政策支持更明确,低温不燃烧集友股份携手江苏和重庆中烟。美国电子烟雾化器相关事件仍在发酵,近期 CDC 公布最新数据,截至 10 月 1 日已有 1080 例与使用电子烟或雾化相关的肺损伤案例, FDA 发布警告,建议公众停止使用含有 THC 的电子雾化器以及在街头获得的电子烟产品。此前 FDA 对美国电子烟雾化器口味产品出台相关规则,国内加热不燃烧持续实质性推进(详细解读见正文)。集友股份相继签约江苏中烟和重庆中烟,共同推进加热不燃烧烟弹薄片的研发和成果产业化。公司在 HNB 薄片技术的卡位优势获中烟认可,同时彰显中烟体系推动中国版加热不燃烧产品的决心。与众不同观点: 单纯烟具制造并非核心竞争力, A 股公司能否参与国内整条产业链的价值分配(烟具、包装、薄片等环节)是核心! 看好 19 年烟标进入快速放量期、加热不燃烧薄片率先牵手中烟布局领先的【集友股份】,烟标和社会包装双轮驱动,和云烟合作生产加热不燃烧烟具的【劲嘉股份】。【集友股份】发布股权激励计划,公司拟授予限制性股票数量 685 万股,占公司总股本 2.58%,股权激励绑定管理团队利益,核心管理层大比例参与,其中司烟标业务负责人,公司总裁郭曙光获授限制性股票 168.7 万股,占本次限制性股票总数的 24.62%,总股本的 0.63%。公司 2019-2021 业绩考核(不支付股份支出费用的归母净利润)目标分别为 2、4、6 亿元,逐年同比增长 73.3%、100.0%、50.0%,公司出台高业绩考核标准,彰显公司业务发展信心,我们预计公司业绩将逐年保持高速增长。这周集友股份在互动平台透露,公司均质化薄片业务取得阶段性成果,目前正在沟通协调薄片生产资质的解决方案,项目正在有序推进中。

造纸板块: 重点推荐生活用纸板块的【中顺洁柔】,成本端木浆持续低位,量价齐升业绩持续超预期。行业需求稳定,公司产品强,渠道端发力带动业绩增长明显快于行业,受益增值税政策和木浆下跌, Q2 盈利水平大幅提升。本周公司完成激励计划预留部分授予,公司核心管理层大比例参与,彰显团队稳定性和凝聚力。

轻工消费板块: 继续推荐文具行业龙头【晨光文具】,传统业务高护城河,办公直销+新零售的九木杂物社成为增长新驱动力,业务稳定,抗风险能力强。

风险提示: 交房不及预期;原材料价格上涨;汇率波动

重点标的推荐

股票代码	股票名称	收盘价 2019-12-20	投资 评级	EPS(元)			P/E		
				2019E	2020E	2021E	2019E	2020E	2021E
603801.SH	志邦家居	21.25	增持	1.40	1.66	1.89	15.18	12.80	11.24
603385.SH	惠达卫浴	11.20	增持	0.91	0.94	1.10	12.31	11.91	10.18
603833.SH	欧派家居	106.71	买入	4.45	5.30	6.25	23.98	20.13	17.07
603816.SH	顾家家居	42.48	买入	1.93	2.22	2.53	22.01	19.14	16.79
603429.SH	集友股份	36.02	买入	0.79	1.87	2.88	45.59	19.26	12.51
002511.SZ	中顺洁柔	12.65	买入	0.48	0.61	0.69	26.35	20.74	18.33
603899.SH	晨光文具	46.46	买入	1.12	1.38	1.69	41.48	33.67	27.49

资料来源：天风证券研究所，注：PE=收盘价/EPS

1. 行业观点：交房回暖方向景气度持续回升，推荐 2020 年轻工造纸行业投资策略

本周我们发布《竣工持续回暖，加热不燃烧成长元年——2020 年轻工造纸行业投资策略》：

家居板块：根据我们交房模型判断，明年竣工仍将持续改善，由于 16-18 年精装修开盘套数都是高增长，结构上未来精装修交付增长概率大。家居行业 1-2 年的逻辑是交房回暖周期，长期逻辑是家居消费属性显现带来的估值修复，从国外经验看新房成交见顶后，家居消费仍持续增长。选股思路：一是可以享受精装修工程红利的企业，二是管理优异、产品、渠道布局领先公司，20 年零售渠道价值有望回归。重点推荐：【顾家家居】【志邦家居】【惠达卫浴】【欧派家居】；关注【麒盛科技】【江山欧派】【梦百合】【尚品宅配】【索菲亚】【好莱客】等。

图 1：预计未来精装修房交付套数



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 2：美国对家具和家用设备的消费增速在各个时期几乎都高于食品和服装，长期看消费属性凸显

CAGR	美国个人消费:家具和家用设备	美国个人消费:食品	美国个人消费:服装
1929~2018	5.2%	4.7%	4.3%
1929~1949	5.0%	4.6%	3.7%
1949~1969	5.2%	4.4%	4.4%
1969~1989	7.7%	6.9%	7.6%
1989~2009	3.4%	3.8%	2.4%
2009~2018	4.1%	2.9%	2.9%

资料来源：Wind，天风证券研究所

新型烟草：坚定看好加热不燃烧，2020 年有望为成长期元年。HNB 由中烟主导，烟弹明确属于烟草制品。中烟公司积极布局新型烟草，湖北、四川、云南中烟均有加热型新型烟草产品发布，目前广东、四川、湖北、云南均开始海外销售加热不燃烧产品，多省均在积极储备，中烟公司的积极动作反映国内政策态度明朗。HNB 行业市场规模千亿，重点推荐【集友股份】，关注【劲嘉股份】等。

图 3：各中烟 HNB 产品发布情况（目前可外销，禁止内销）

公司	产品名称	发布时间	公司	产品名称	发布时间
四川中烟	宽窄系列	2015	湖北中烟	MOK、MOK Mini	2018.11 (韩国)
安徽中烟	巔“TOOP-ZERO”	2018.1			2019.5 (韩国)
	Webacco	2018	广东中烟	MU+、ING	2018
云南中烟	烟具VIPN、烟支 Ashima Lulu	2018.11 (云南)	黑龙江中烟	LOPATO	2019.4 (深圳)

资料来源：中国香烟网，蒸汽联，天风证券研究所

包装板块：烟标行业结构升级，包装综合服务商战略持续推进，具有设计研发能力及平台优势的企业受益明显。明年 5G 有望带来智能手机换机潮，增加上游包装企业业绩弹性。金属包装筑底恢复。重点推荐【集友股份】，关注【裕同科技】【奥瑞金】【劲嘉股份】。

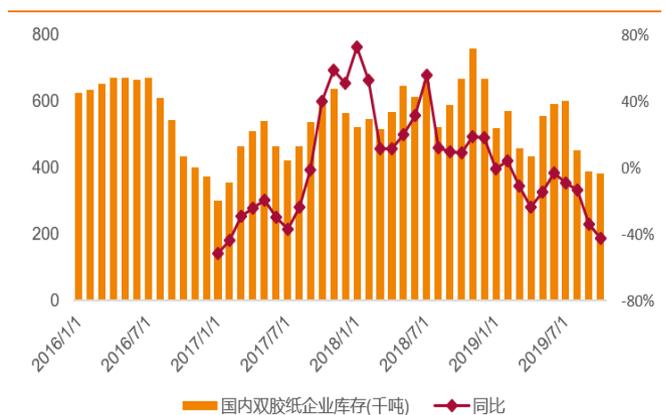
造纸板块：寻找周期里更具 Alpha 属性的标的。文化纸新增产能有限，需求小幅增长，受益下游补库存和浆纸一体化，重点关注【太阳纸业】；包装纸关注新增产能、外废配额缩减、国内消费和出口需求变化与平衡，关注【山鹰纸业】。

图 4：双胶纸价格反弹



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 5：双胶纸 19 年企业库存处于历史低位



资料来源：Wind，天风证券研究所

轻工消费板块：看好优质赛道+公司 Alpha 属性突出的公司。重点推荐文具行业龙头【晨光文具】，生活用纸龙头【中顺洁柔】。

家居板块：

长期逻辑：根据欧睿国际的数据，2017 年美国家居市场规模为 2750 亿美元，人均消费约 5800 元/年，中国家居市场规模约 1.2 万亿，人均消费约 857 元/年，虽然短期受到地产波动影响，但长期看国内家居是消费品属性，还有很大增长空间。对家居企业而言，未来不仅市场规模会保持增长，而且可以通过场景化销售、持续拓展品类、赋能经销商来进行泛家居行业的整合，实现收入和利润的大幅增长。

(1) 定制家居：

看好 19-20 年交房回暖和龙头规模管理等优势发力带来的业绩回升。19 年行业需求回暖，业绩有望逐季加速。家居企业集中度提升逻辑仍成立，结束渠道红利的野蛮发展期后，为经销商赋能将成为新成长动力，龙头企业不仅在管理、品牌上具有优势，而且在广告、开店、供应链等费用投入上相比小企业有规模优势。

对定制行业发展趋势的再思考：前几年随着大量企业进入到定制家居，而行业景气度在今年又开始降温，我们认为，未来一阶段定制行业将结束野蛮发展期，进入一个比拼企业内功的整合期。未来定制企业将围绕以下几个方面强化能力，才能实现优胜劣汰：

- 1) **巩固老渠道拓展新渠道。**由于定制家居销售不仅有体验需求，还有设计服务需求，因而渠道的竞争力非常关键，企业一方面要保证经销商的盈利能力，另一方面随着卖场人流下降，开拓线上、整装、线下非卖场等渠道非常重要。而中小定制企业如果在渠道上不能有所突破，就会面临生存难度不断加大的困境。
- 2) **结合新零售为经销商赋能。**定制上半场比拼的是开店速度，下半场将比拼经销商能力，未来企业对经销商的赋能尤为关键，比如降低设计难度提升设计水准；帮助经销商在线上、展会等获客；安装水平提升等。
- 3) **产品创新和服务创新。**龙头企业加大研发投入，增强产品和服务的差异化，从而摆脱价格战陷阱。
- 4) **泛家居行业的整合。**强化供应链整合能力，从场景化销售或整装两条路径入手，做中国的宜家。

2019年，我们建议重点关注能在以上几方面能力取得突破的定制企业，龙头企业的规模优势和品牌优势将发挥更大作用。看好整装渠道拓展领先的欧派家居、线上渠道优势明显且不断为经销商赋能的尚品宅配、智造和品牌优势突出的索菲亚；另外建议关注品类持续扩张，经营稳健，低估值的志邦股份、好莱客等。

(2) 成品家居：

成品家居企业成长主要有三大驱动力：1) 渗透率提升，国内功能沙发、床垫、软床的渗透率还有较大提升空间；2) 品类拓展，龙头已经开始从“客厅”向“卧室”甚至全屋大家居进军；3) 市占率提升，小品牌经销商盈利变差，消费者品牌意识增强有利于集中度提升。总体而言，成品家居板块竞争格局较好，在环保趋严和税收减税并规范的背景下，龙头的竞争力会越来越强。推荐 敏华控股（功能沙发渗透率提升空间大，基本面率先开始修复）；顾家家居（品牌+渠道持续建设，看好大家居战略）。

(3) 其他家居：

精装修开盘量 16-18 年高增长，未来 2-3 年企业工程收入有望快速增长，目前相关企业估值较低，而业绩弹性较大，推荐【惠达卫浴】，建议关注【江山欧派】。

图 6：2018 年开盘口径精装修套数增长 60%



资料来源：奥维云网，天风证券研究所

推荐关注“整体卫浴”板块，整体卫浴行业要实现较快发展需要具备以下几个条件：

1) 技术成熟；2) 价格和传统卫浴相差不大；3) 消费群体的出现。目前来看，前两个条件已基本具备，消费群体一方面是长租公寓的出现带动需求，另一方面万科率先在精装修房试用整体卫浴，效果理想，其他开发商也开始逐渐接受这种模式。

整体卫浴的优势明显，主要在于：1) 施工速度快，两个工人最快 4 个小时装完；2) 大规模生产后，成本可以比普通卫生间更低；3) 使用体验更好，不会有漏水，反味的等问题，易于清洁；4) 使用寿命更长。

投资标的建议关注：惠达卫浴（估值较低，主业稳健，整体卫浴+工程业务+智能马桶成为增长新驱动力，详见我们近期发布的深度报告《惠达卫浴：整体卫浴布局领先迎接需求放量，受益精装修工程业务持续高增长》）、**海鸥住工**。

新型烟草及包装：

10 月 30 日国家烟草专卖局和国家市场监督管理总局联合发布了《关于进一步保护未成年人免受电子烟侵害的通告》（国家烟草专卖局、国家市场监督管理总局通告 2019 年第 1 号），要求各类市场主体不得向未成年人销售电子烟；敦促电子烟生产、销售企业或个人及时关闭电子烟互联网销售网站或客户端，电商平台及时关闭电子烟店铺并将电子烟产品及时下架，电子烟生产、销售企业或个人撤回通过互联网发布的电子烟广告。国家烟草专卖局表示 2018 年 8 月国家市场监督管理总局和国家烟草专卖局联合发布了《关于禁止向未成年人出售电子烟的通告》（国家市场监督管理总局 国家烟草专卖局通告 2018 年第 26 号），自通告发布以来，社会各界保护未成年人免受电子烟侵害意识虽有加强，但未成年人大多还是通过互联网渠道购买吸食电子烟。监管还表示电子烟自身存在较大的健康和安全风险，其对青少年的影响更甚，据最新数据显示，美国国内目前已有 37 人因为与电子烟相关的疾病死亡，超过 1800 人因为使用电子烟产品而导致肺部受到损伤。目前，国内电子烟市场混乱，产品质量参差不齐，大量产品存在不安全成分添加、烟油泄漏、劣质电池等严重质量安全隐患。特别是一些电子烟企业为了提高产品的吸引力，随意添加各类添加剂以改变电子烟口味和烟油颜色，对消费者特别是未成年人身心健康产生严重危害。目前互联网渠道还存在大量虚假宣传，诱导青少年吸食电子烟。监管决定加大对电子烟产品的市场监管力度，加强对通过互联网推广和销售电子烟行为的监测、劝阻和制止，对发现的各类违法行为依法查处或通报相关部门。

9 月 11 日，FDA 发表声明打算在未来几周内制定完成一项合规政策，这项政策将会把 FDA 对非烟草味电子烟（特指雾化器，包括薄荷味和薄荷醇）上市前授权要求的执行情况放在第一位来处理。特朗普政府明确“表示打算清理调味电子烟市场，这样一来就可以彻底转变关于青少年电子烟使用的流行问题的深切忧虑，这种流行问题影响着儿童、家庭、学校和社区”。调味电子烟产品对青少年吸引力极大，加大了青少年烟草使用率，损害了 FDA 减少美国青少年烟草使用的进程，初步显示，2019 年美国有四分之一高中生正在使用电子烟，其中绝大多数电子烟使用者都提到了水果以及薄荷醇或薄荷口味。未来几周内 FDA 预计公布合规政策其中包括对缺少上市前授权的非烟草味电子烟产品的强制执行政策。美国对电子烟引发的青少年烟草成瘾性十分关注，相关警示频出，FDA 于 9 月 9 日向 JUUL Labs 发出警告函，因为 JUUL 进行了未经授权的 MRTP 的营销活动，包括在学校里向青少年进行宣讲，同时 FDA 要求 JUUL 提供涉及问题的更多信息。电子烟由于产品属性处于强监管行业，面临较大的政策风险，未来美国电子烟市场将经历不小变动，调味烟占比较大的电子烟生产企业要面临诸多挑战。近期美国电子烟雾化器相关事件仍在发酵，CDC 公布最新数据，截至 10 月 1 日已有 1080 例与使用电子烟或雾化相关的肺损伤案例，FDA 发布警告，建议公众停止使用含有 THC 的电子烟雾化器以及在街头获得的电子烟产品。

我们认为电子雾化器行业目前存在两个严峻的问题，一是青少年使用，如何防止青少年使用电子烟目前存在管控难度，二是由于监管空白，现阶段市场上存在大量三无产品，产品乱象对行业健康发展造成很大的阻力。有相关行业标准存在，市场才能以健康安全为原则进行发展。电子烟国际分类一般为普通消费品、医药产品、烟草制品，这三种品类在我国属于不同行政主管部门管辖，目前电子烟划分为哪种类别还没有定论。涉及健康问题

产品需做强制性标准，强制性国家标准由国务院有关行政主管部门依据职责提出、组织起草、征求意见和技术审查，由国务院标准化行政主管部门负责立项、编号和对外通报。而作为标准，首先要明确产品属性，然后需要进行风险评估，要有相关权威定量数据支持，目前来看电子烟行业监管政策的制定还面临较多问题。

加热不燃烧 HNB 烟弹明确属于烟草制品，依法纳入烟草专卖局管理，生产及销售由中烟专营专卖。虽然目前我国 HNB 相关监管尚未放开，但是产品属性明确，政策稳定性较电子烟更强。

中烟公司积极布局新型烟草，密切关注能够切入卷烟产业链的民营企业。湖北、四川、云南中烟均有加热型新型烟草产品发布，目前广东、四川、湖北、云南均开始海外销售加热不燃烧产品，多省均在积极储备新型烟草产品。我们认为，**中烟公司的积极储备反映国内政策态度较为明朗。**目前新型烟草板块有两条投资主线，一个是烟具制造企业盈趣科技等，另一个是卷烟产业链企业集友股份、劲嘉股份等。我们认为，**假如未来国内新型烟草政策放开，卷烟产业链企业有望优先受益。**1) **深度绑定中烟公司。**即便国内新型烟草政策放开，烟弹仍归为中烟公司专营，相应的配套生产订单中烟公司可能优先给予前期合作过的企业，将利好集友和劲嘉这种与中烟持续合作的民营企业。2) **烟具+烟标+烟弹，“一条龙”服务提升附加值。**新型烟草中烟具并非盈利的核心，因此未来单纯的烟具制造商竞争力不足，而对于集友和劲嘉等烟标企业，可以顺利切入烟弹产业链，承包烟弹薄片、烟具、整体包装的生产服务，“一条龙”服务不仅有利于风格统一，也提升企业产品附加值，增强盈利能力。

新型烟草领军企业集友股份签约江苏中烟和重庆中烟，推进加热不燃烧薄片的研究和成果产业化；劲嘉股份与云南中烟合作继续深入。未来伴随国内新型烟草政策明朗化，领先布局企业将优势凸显。看好大踏步进军烟标领域，在加热不燃烧薄片技术具有卡位优势的**集友股份**（19 年烟标加速放量，薄片技术唯一具备卡位优势，牵手安徽中烟、江苏中烟、重庆中烟推进新型烟草薄片研发和产业成果化），**劲嘉股份**（新型烟草布局持续深入，传统烟标业务增长稳健，精品烟酒彩盒放量）。

造纸板块：

1) 木浆系：

生活用纸：下游需求较稳定抗周期性较强，业绩弹性凸显。生活用纸偏刚需品，受经济周期影响较小，需求仍将平稳增长。对于生活用纸企业，木浆成本在总成本中占比 60% 以上，木浆价格下跌带来业绩弹性；而需求的平稳使得生活用纸价格相对稳定，并为销量的增长提供保障，从而将成本下降带来的利润留存在企业中。**看好中顺洁柔，详细推荐逻辑请参考公司深度《中顺洁柔：藏器于身，趁机在速！》。**

长期看，国内人均生活用纸量仅 6.8kg 远低于欧美发达国家（瑞典 24kg、美国 22kg），人均生活用纸支出逐年提升，生活用纸属于刚需，与宏观经济关联性差，未来需求端将稳健增长。供给端行业具有难攻难守特征，产能门槛低，但渠道和品牌壁垒很高，中小产能加速淘汰。短期看好生活用纸龙头企业通过产能和渠道扩张实现收入业绩扩张式增长；中长期看好龙头企业在产品创新和高端差异化、营销渠道服务能力的核心能力，看好**企业洁柔**。

文化纸：需求端仍需跟踪。铜板双胶纸价自 18 年 5 月开始持续下跌，目前已处历史地位，并且库存不高。3-4 月规模纸厂陆续发布涨价函，同时供给短期减少叠加成本端浆价上涨支撑，补库需求存在，后市铜板双胶纸涨价动力较为充足。看好**太阳纸业**（化学浆和废纸浆产能逐步落地提升公司原材料自给率，浆纸产能布局确定明年持续增长能力）。

2) 废纸系：

需求依旧疲弱，原纸和废纸价格疲软。固废中心下发第十五批外废审批批文，合计审核通过 1.07 万吨。前十五批外废配额总量为 1075 万吨，玖龙/理文/山鹰获得配额在总量中分别占比 31.3%/13.9%/11.8%，前三龙头企业占比 57.1%。国内对废纸审批配额趋紧，18 年总量同比下降 35.4%，预计今年配额总量还将继续下降。在外废配额限制下，国内对外废进口量下降，外废价格均出现下降，本周美废#8 价格 122.5 美元/吨，持平上周。在此影响下，国废价格开始上涨，由于外废配额限制，预计国内将产生 1500 万吨的废纸缺口，将推升国废价格上涨。拥有外废配额的龙头企业将享受成本端优势，加速市场整合。

需求较弱短期承压，中长期看好行业格局优化，龙头纸企海外废纸浆产能布局优势。今年受宏观经济环境影响，包装纸需求承压，箱板瓦楞纸市场交投降温。贸易战影响下，推高废纸价格，国内箱板瓦楞纸成本增加，进口替代国产瓦楞纸效应开始显现，进口量大幅增长（18 年 5~7 月份瓦楞纸进口量同比增长 28.2%/83.9%/129.9%）；另一方面，国内主要因为 1) 菜鸟物流等快递纸箱回收业务发展迅速；2) 精确算法运用于包装箱，可减少 15% 包材使用，减少需求量；3) 推出轻型绿色包装，5 层瓦楞纸减少为 3 层，较同等体积的原标准箱减重 20%，减少用量；4) 17 年包装纸高价导致塑料、泡沫等替代物盛行。包装纸需求端仍存在压力，中长期看完全依赖国废的中小产能加速淘汰，龙头企业玖龙、理文、山鹰、太阳纸业等今年来持续考察和布局海外废纸浆产能，产业链延伸和资源优势更加明显。看好山鹰纸业（并表北欧和联盛纸业增加产能，外废渠道资源丰富，激励基金业绩 18-20 考核 30/40/50 亿增添业绩保障）。

3) 本周原材料和成品纸价格走势：

本周进口针叶浆上涨、阔叶浆价格下跌。进口针叶浆价格 4487 元/吨，较上周上涨 0.16%；进口阔叶浆价格 3732 元/吨，较上周下跌 0.03%。本周进口木浆现货市场走势持续平稳，局部地区浆价根据供需情况窄幅调整。影响价格走势的原因主要有以下几个方面：第一，纸浆期货主力合约价格区间震荡整理，属于相对中性影响因素；第二，Suzano2020 年投资计划及 Canfor 私有化进程终止对短期市场的影响力度有限；第三，纸厂根据自身采买原料，需求偏弱，浆价承压；第四，商家倒挂操盘，低价出货意向不高。

本周铜版纸均价 6075 元/吨，持平上周。本周铜版纸市场行情平稳为主。纸厂价格维持稳定，库存压力不大。下游经销商表示订单一般，销售平平，多控制库存水平，谨慎采购。多数业者观望市场，价格环比上周持平，表示节前价格调整意义不大，平稳操盘；零星业者为回笼资金，现款价格稳中窄幅有降。**本周双胶纸均价 6275 元/吨，持平上周。**本周双胶纸市场行情主流平稳。目前规模纸厂价格多维持稳定，排产正常，订单平稳，库存压力不大。中小规模纸企价格环比持平，销售基本正常。下游经销商多表示订单有限，需求平平，随行就市，市场交投一般，控制库存为主。少数经销商为回笼资金，价格微降。

本周灰底白板纸均价 4140 元/吨，较上周上涨 0.75%。本周各地区规模纸厂多无调价，江苏纸厂恢复生产白板纸，然部分规格依旧缺货，市场货源紧张局面无明显改善。浙江部分纸厂清理库存，白底白板纸价格优惠处理。本周湖南、河北停机纸厂尚未恢复生产，无货。湖北地区部分纸厂补涨 100 元/吨。本周经销商价格稳中上调，根据到货成本及出货情况适当调整，对于春节前价格走势看稳居多。**本周白卡纸均价 5710 元/吨，持平上周。**19 日万国纸业、晨鸣纸业通知本月 25 日起上调白卡纸 200 元/吨，博汇纸业本月 26 日起上调 200 元/吨，宁波中华纸业、亚洲浆纸业、广西金桂浆纸业、亚太森博浆纸 2020 年 1 月 1 日起上调 200 元/吨。本周经销商价格普遍调整不多，对于纸厂提价观望为主，高价采购更为谨慎，部分开始关注进口纸。

本周国废黄板纸价格 2127 元/吨，较上周上涨 0.90%。本周国废黄板纸到厂价逐步止跌。价格止跌原因如下：1. 打包站库存下降；2. 局部降雪影响物流；3. 部分纸厂废纸到货量越过短期高峰。**本周美废 ONP、OCC 价格与上周持平。ONP #8 报 122.5 美元/吨，与上周持平；OCC #11 报 93.5 美元/吨，与上周持平。**本周外废市场基本呈现无价无市的格局，由于国内纸企手中批文很少，目前市场几无询盘。外废供应商也在观望，也多半

报盘。据悉日废 11#报盘跌至 90 美元/吨，8#在 125-130 美元/吨。OBM11 月美废 13# 东海岸报盘下跌了 30 美元/吨，报在 117-120 美元/吨。美废、欧废贸易商还是多采取实单实谈的方式，但很少听到实盘成交。11 月 5 日固废中心公布了第 14 批外废审批额度，共计 4.24 万吨，市场几无反应。

本周瓦楞纸均价 3495 元/吨，较上周上涨 0.78%。影响本周瓦楞纸市场走势的因素有以下几个方面：首先，原料废纸价格松动，成本面利好支撑减弱，导致观望人士增多；其次，下游采购积极性一般，近期以按需拿货为主，纸企出货速度放缓；最后，因目前纸企库存水平不高，报价仍以坚挺为主，个别根据自身情况继续上调。**本周箱板纸均价 4210 元/吨，较上周上涨 1.27%。**当前影响市场的主要因素有：首先，供需面无较大压力。目前纸厂库存压力仍较小，下游囤货意愿虽有降低，但拿货节奏尚可支撑，整体价格坚挺偏强运行；其次，北方部分地区停机检修，供应压力有所缓解，虽新项目投产对供应端有增量预期，但投产时间较短，市场流通领域暂无明显压力；最后，原料废纸稳中窄幅调整，成本支撑尚可维持。

1.1. 核心推荐标的

集友股份：预计 2019 年 2.11 亿净利润，83%增长，PE45.59X。未来伴随国内新型烟草政策明朗化，领先布局企业将优势凸显。看好公司大踏步进军烟标领域，公司在加热不燃烧薄片技术方面具有卡位优势。

（风险提示：新业务拓展不及预期；新型烟草政策不及预期。）

志邦家居：预计 2019 年 3.14 亿净利润，14.95%增长，PE15.18X。三季度“锦鲤节”促销活动达到预期，效果会在四季度逐渐体现，预收款改善明显。未来的看点是工程业务提速和品类扩张。公司今年工程接单高增长，对明年业绩的拉动将很明显。橱柜同衣柜、木门联动良好。

（风险提示：交房低于预期；精装修对橱柜零售冲击过大）

惠达卫浴：预计 2019 年 2.83 亿净利润，18.49%增长，PE12.31X。受益工程放量和利润率提升今年内生增速超 50%，但由于参股公司达丰焦化拖累，总体业绩增速 13%。未来达丰出售后，能收回 5 亿现金且增加投资收益。今年零售业务也在改善。

（风险提示：新投产的卫生陶瓷和整体卫浴产能利用率不足）

顾家家居：预计 2019 年 11.62 亿净利润，17.40%增长，PE22.01X。多品牌、多品类布局，渠道优势突出，持续渠道下沉加速开店。子品类事业部制文化，职业经理人团队激励充分。

（风险提示：交房低于预期；渠道拓展不达预期；并购整合不达预期）

晨光文具：预计 2019 年 10.29 亿净利润，27.5%增长，PE41.48X。统线文具零售业务具有较高的壁垒，且护城河会随着时间增加而加宽。科力普的办公文具直销，九木杂物社的新零售等新业务布局前瞻，将在未来中长期助力公司保持较快成长。

（风险提示：传统业务增速大幅放缓；科力普净利率提升不达预期）

欧派家居：预计 2019 年 18.70 亿净利润，18.97%增长，PE23.98X。整装大家居重塑了产业链的利益分配格局，相比其他模式优势明显，预计 19 年将放量。欧派做为体量最大的定制家居企业，规模优势逐步显现，战略布局前瞻，管理层优秀。

（风险提示：交房低于预期；整装大家居发展低于预期。）

中顺洁柔：预计 2019 年 6.31 亿净利润，54.96%增长，PE26.35X。成本端继续改善，一季报有望超预期。新产能+差异化产品+渠道构建壁垒，目标三年再造一个洁柔。18 年推出新品棉花柔巾，有望加速进军个护领域。

(风险提示：原材料价格波动；新品销售不及预期)

2. 轻工造纸行业数据——核心驱动力与信号指标全跟踪

2.1. 本周板块整体表现

本周轻工制造板块整体上涨 2.97%，跑赢沪深 300 指数 1.74 个百分点。

表 1：子板块行情表现

行业	上周涨跌幅(%)	本月涨跌幅(%)	本年涨跌幅(%)
造纸	1.14%	3.40%	17.73%
包装印刷	3.52%	7.66%	15.39%
家具	5.05%	7.52%	20.34%
其他家用轻工	1.89%	3.95%	22.36%
珠宝首饰	7.80%	11.71%	-11.51%
文娱用品	-1.97%	3.11%	38.03%
其他轻工制造	9.33%	20.04%	24.39%
轻工制造行业	2.97%	6.27%	17.11%
沪深 300	1.24%	4.93%	33.43%

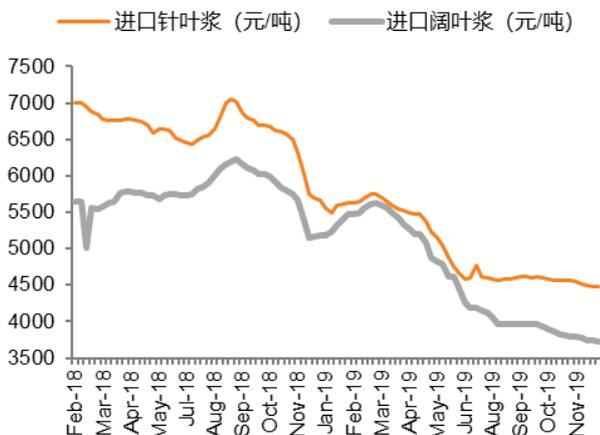
资料来源：Wind，天风证券研究所

2.2. 造纸板块数据跟踪（周度更新）

浆纸系

本周进口针叶浆上涨、阔叶浆价格下跌。进口针叶浆价格 4487 元/吨，较上周上涨 0.16%；进口阔叶浆价格 3732 元/吨，较上周下跌 0.03%。本周进口木浆现货市场走势持续平稳，局部地区浆价根据供需情况窄幅调整。影响价格走势的原因主要有以下几个方面：第一，纸浆期货主力合约价格区间震荡整理，属于相对中性影响因素；第二，Suzano2020 年投资计划及 Canfor 私有化进程终止对短期市场的影响力度有限；第三，纸厂根据自身采买原料，需求偏弱，浆价承压；第四，商家倒挂操盘，低价出货意向不高。

图 7：本周进口针叶浆上涨、阔叶浆价格下跌。(数据截止 19/12/19)



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 8：本周国内木浆价格下跌。(数据截止 19/12/19)



资料来源：Wind，天风证券研究所

本周铜版纸均价 6075 元/吨，持平上周。本周铜版纸市场行情平稳为主。纸厂价格维持稳定，库存压力不大。下游经销商表示订单一般，销售平平，多控制库存水平，谨慎采购。多数业者观望市场，价格环比上周持平，表示节前价格调整意义不大，平稳操盘；零星业者为回笼资金，现款价格稳中窄幅有降。

本周双胶纸均价 6275 元/吨，持平上周。本周双胶纸市场行情主流平稳。目前规模纸厂价格多维持稳定，排产正常，订单平稳，库存压力不大。中小规模纸企价格环比持平，销售基本正常。下游经销商多表示订单有限，需求平平，随行就市，市场交投一般，控制库存为主。少数经销商为回笼资金，价格微降。

图 9：本周铜版纸均价 6075 元/吨，持平上周。（数据截止 19/12/19）



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 10：本周双胶纸均价 6275 元/吨，持平上周。（数据截止 19/12/19）



资料来源：Wind，天风证券研究所

本周灰底白板纸均价 4140 元/吨，较上周上涨 0.75%。本周各地区规模纸厂多无调价，江苏纸厂恢复生产白板纸，然部分规格依旧缺货，市场货源紧张局面无明显改善。浙江部分纸厂清理库存，白底白板纸价格优惠处理。本周湖南、河北停机纸厂尚未恢复生产，无货。湖北地区部分纸厂补涨 100 元/吨。本周经销商价格稳中上调，根据到货成本及出货情况适当调整，对于春节前价格走势看稳居多。

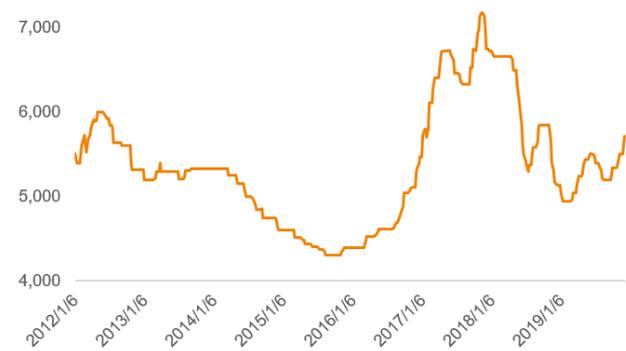
本周白卡纸均价 5710 元/吨，持平上周。19 日万国纸业、晨鸣纸业通知本月 25 日起上调白卡纸 200 元/吨，博汇纸业本月 26 日起上调 200 元/吨，宁波中华纸业、亚洲浆纸业、广西金桂浆纸业、亚太森博浆纸 2020 年 1 月 1 日起上调 200 元/吨。本周经销商价格普遍调整不多，对于纸厂提价观望为主，高价采购更为谨慎，部分开始关注进口纸。

图 11：本周灰底白板纸均价 4140 元/吨，较上周上涨 0.75%。（数据截止 19/12/19）



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 12：本周白卡纸均价 5710 元/吨，持平上周。（数据截止 19/12/19）



资料来源：Wind，天风证券研究所

废纸系

本周国废黄板纸价格 2127 元/吨，较上周上涨 0.90%。本周国废黄板纸到厂价逐步止跌。价格止跌原因如下：1.打包站库存下降；2.局部降雪影响物流；3.部分纸厂废纸到货量越过短期高峰。

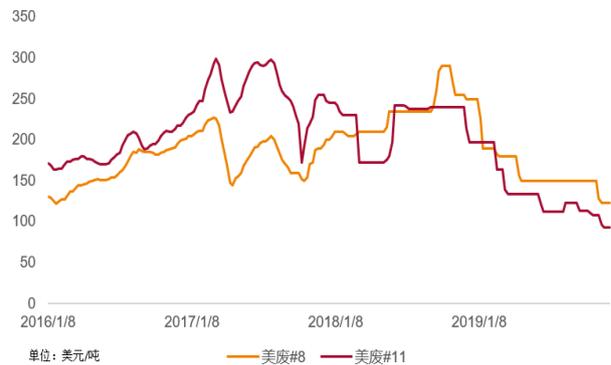
本周美废 ONP、OCC 价格与上周持平。ONP #8 报 122.5 美元/吨，与上周持平；OCC #11 报 93.5 美元/吨，与上周持平。本周外废市场基本呈现无价无市的格局，由于国内纸企手中批文很少，目前市场几无询盘。外废供应商也在观望，也多不报盘。据悉日废 11#报盘跌至 90 美元/吨，8#在 125-130 美元/吨。OBM11 月美废 13#东海岸报盘下跌了 30 美元/吨，报在 117-120 美元/吨。美废、欧废贸易商还是多采取实单实谈的方式，但很少听到实盘成交。11 月 5 日固废中心公布了第 14 批外废审批额度，共计 4.24 万吨，市场几无反应。

图 13: 本周国废黄板纸价格 2127 元/吨，较上周上涨 0.90%。(数据截止 19/12/19)



资料来源: Wind, 天风证券研究所

图 14: ONP #8 报 122.5 美元/吨，与上周持平；OCC #11 报 93.5 美元/吨，与上周持平。(数据截止 19/12/19)



资料来源: Wind, 天风证券研究所

本周瓦楞纸均价 3495 元/吨，较上周上涨 0.78%。影响本周瓦楞纸市场走势的因素有以下几个方面：首先，原料废纸价格松动，成本面利好支撑减弱，导致观望人士增多；其次，下游采购积极性一般，近期以按需拿货为主，纸企出货速度放缓；最后，因目前纸企库存水平不高，报价仍以坚挺为主，个别根据自身情况继续上调。

本周箱板纸均价 4210 元/吨，较上周上涨 1.27%。当前影响市场的主要因素有：首先，供需面无较大压力。目前纸厂库存压力仍较小，下游囤货意愿虽有降低，但拿货节奏尚可支撑，整体价格坚挺偏强运行；其次，北方部分地区停机检修，供应压力有所缓解，虽新项目投产对供应端有增量预期，但投产时间较短，市场流通领域暂无明显压力；最后，原料废纸稳中窄幅调整，成本支撑尚可维持。

图 15: 本周瓦楞纸均价 3495 元/吨，较上周上涨 0.78%。(数据截止 19/12/19)



资料来源: Wind, 天风证券研究所

图 16: 本周箱板纸均价 4210 元/吨，较上周上涨 1.27%。(数据截止 19/12/19)

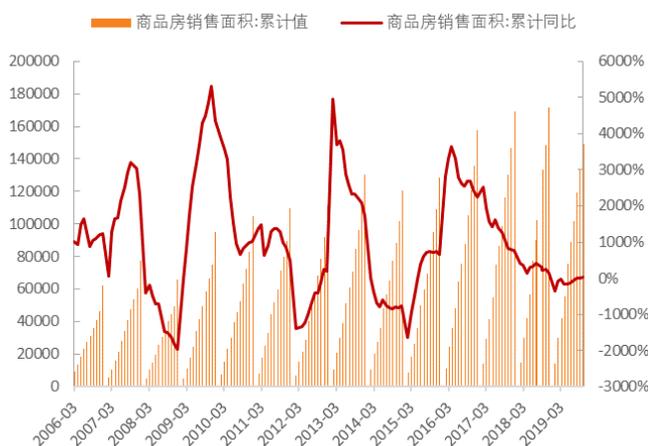


资料来源: Wind, 天风证券研究所

2.3. 家具板块数据跟踪（月度更新）

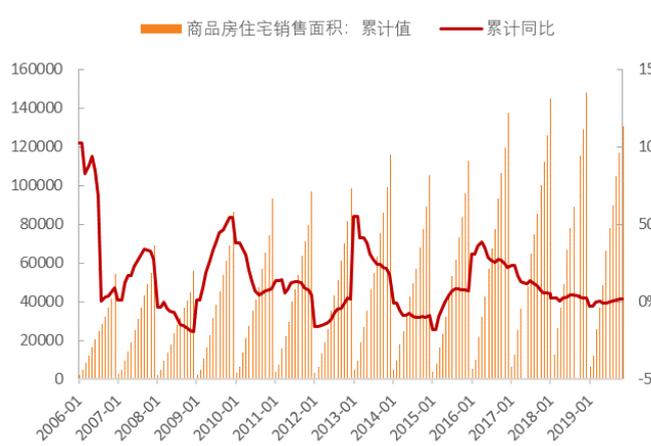
从地产相关数据来看，2019年11月全国商品房销售面积当月值为15654.3万平方米，同比增长1.1%；其中住宅销售面积当月值为13672.6万平方米，同比增长2.9%，增速较上月下降1.5pct。

图 17：商品房销售面积及增速（万平方米，%）（数据截止 19/11）



资料来源：Wind，天风证券研究所

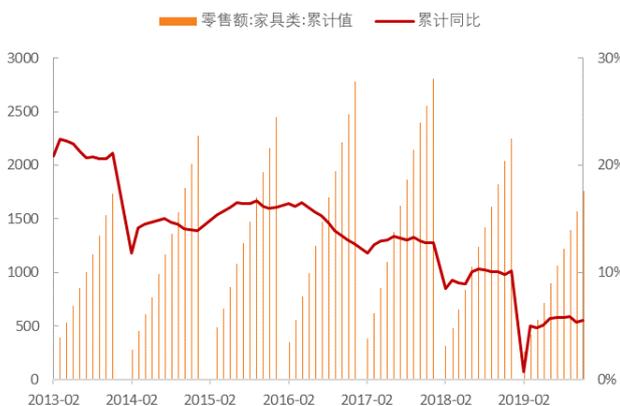
图 18：住宅销售面积及增速（万平方米，%）（数据截止 19/11）



资料来源：Wind，天风证券研究所

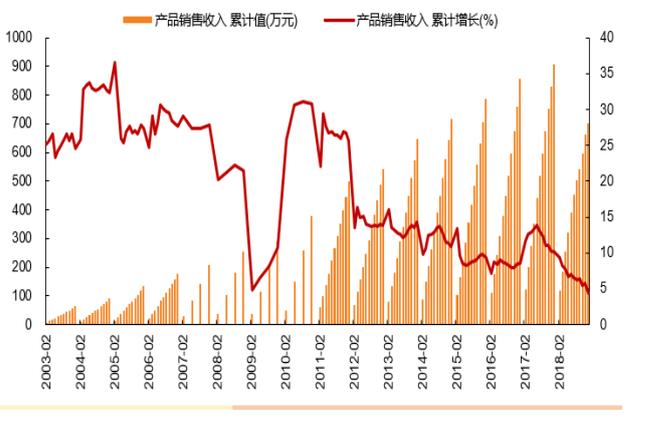
2019年11月全国家具零售额193.3亿元，同比增长6.5%。1-11月累计零售额1757.50亿元，累计同比增长5.5%，增速比前10月上升0.1pct。2018年12月家具制造业整体累计实现收入7011.9亿元，累计同比增长4.3%，增速较上月下降1.4pct。

图 19：全国家具零售额及同比（亿元，%）（数据截止 19/10）



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 20：家具制造企业收入及同比（数据截止 18/12）

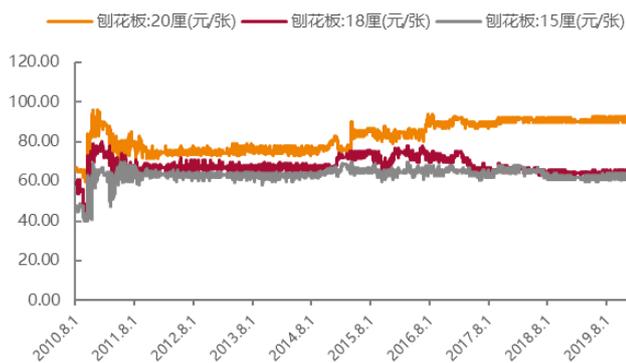


资料来源：Wind，天风证券研究所

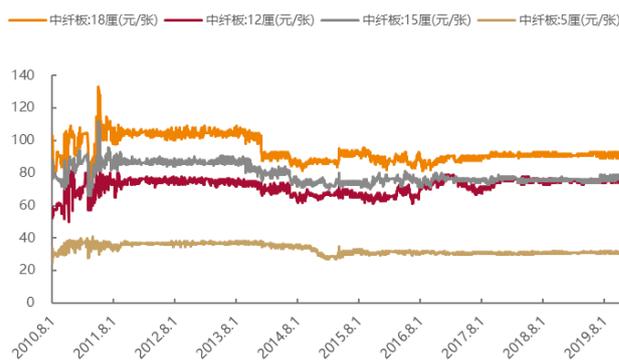
主要板材现货价格方面，15厘、18厘和20厘刨花板价格分别为62元/张（持平上周）、64元/张（持平上周）、92元/张（持平上周）；5厘、12厘、15厘和18厘中纤板价格分别为31元/张（持平上周）、75元/张（持平上周）、79元/张（持平上周）、91元/张（较上周持平0.0%）。

图 21：刨花板价格（数据截止 19/12/19）

图 22：中纤板价格（数据截止 19/12/19）



资料来源: Wind, 天风证券研究所

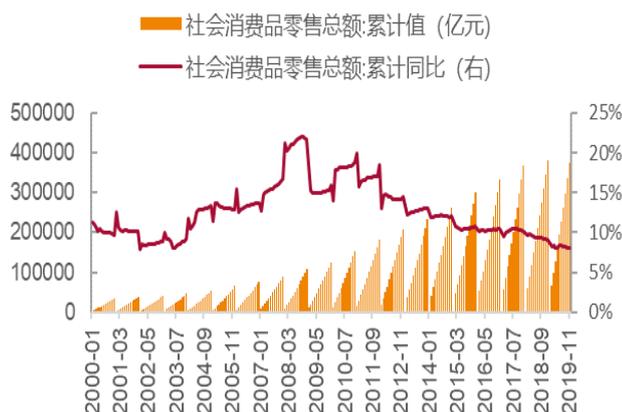


资料来源: Wind, 天风证券研究所

2.4. 包装板块数据跟踪 (月度更新)

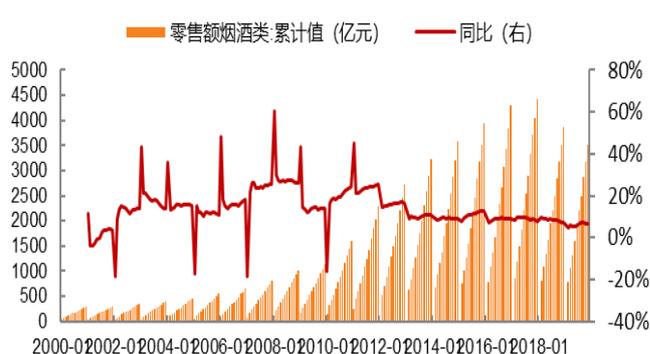
2019年11月全国社会消费品零售总额累计值为372872亿元,同比增长8.0%,增速较上月下降0.1pct;2019年11月烟酒类零售总额累计值为3503.3亿元,同比增长6.8%,增速较上月上升0.1pct。

图 23: 社会消费品零售总额累计值及同比增速 (数据截止 19/11)



资料来源: 国家统计局, 天风证券研究所

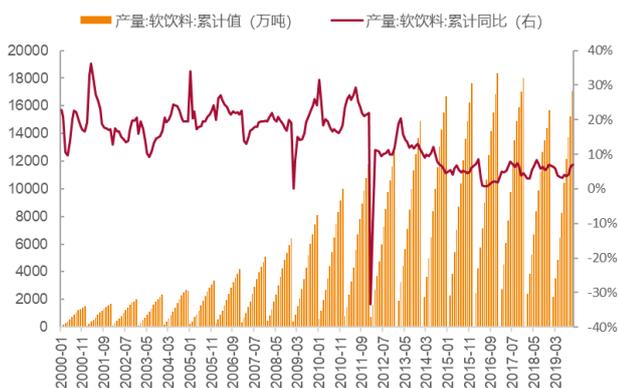
图 24: 烟酒类零售总额累计值及同比增速 (数据截止 19/11)



资料来源: 国家统计局, 天风证券研究所

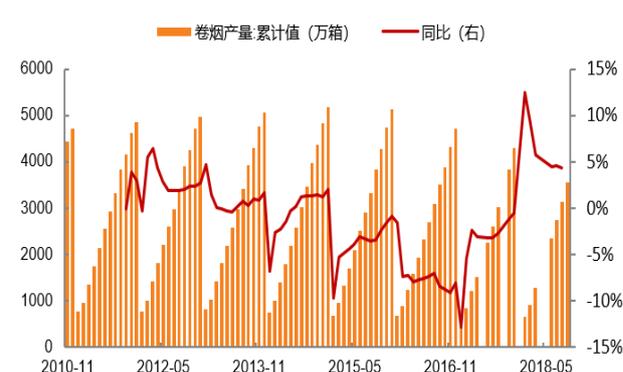
2019年11月全国软饮料产量累计值为17098.6万吨,同比增长6.9%,增速较上月上升0.3pct;2018年9月全国卷烟产量累计值为3557.5万箱,持平上月。

图 25: 软饮料产量累计值及同比增速 (数据截止 19/11)



资料来源: 国家统计局, 天风证券研究所

图 26: 卷烟销量累计值及同比增速 (数据截止 18/09)

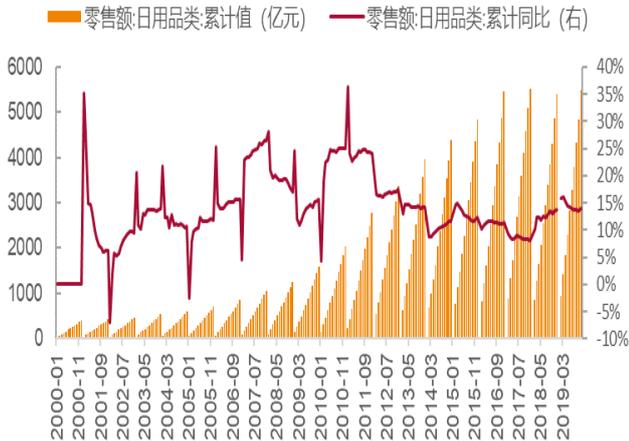


资料来源: 国家统计局, 天风证券研究所

2.5. 消费轻工及其他板块数据跟踪（月度更新）

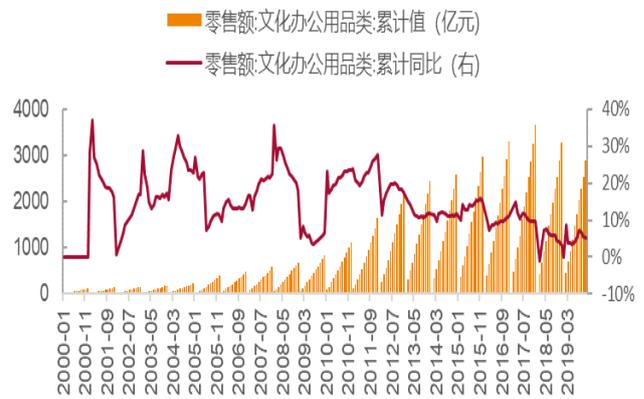
2019年11月全国日用品类零售总额累计值为5489亿元，同比上升13.9%，增速较上月上升0.5pct；文化办公用品类零售总额累计值为2899亿元，同比上升5.3%，增速较上月下降0.1pct。

图 27：日用品类零售额累计值及同比增速（数据截止 19/11）



资料来源：国家统计局，天风证券研究所

图 28：文化办公用品零售额累计值及同比增速（数据截止 19/11）



资料来源：国家统计局，天风证券研究所

3. 本周行业新闻和公告

3.1. 重点公告

1.【通产丽星】①2019年12月14日，公司全资孙公司创新发展与丹阳市人民政府、江苏省丹阳高新技术产业开发区管理委员会签署了《江苏力合智能制造产业园合作协议》，公司全资子公司力合科创与镇江市人民政府签署了《镇江市人民政府与力合科创集团有限公司合作建设“江苏力合智能制造产业园”框架协议》，如合作能顺利实施，将为公司带来新的效益增长点，对公司后续发展将产生积极影响；②公司向清研投控等9家企业发行股份购买其持有的力合科创100%股权已完成，本次新增股份数量为7.997亿股，发行价格为6.88元/股，本次发行后公司总股本为11.65亿股，公司控股股东由通产集团变更为清研投控。本次交易标的资产交易价格为55.02亿元，已由公司发行的新增股份7.997亿股支付全部交易对价。

2.【*ST升达】①截至2019年12月13日，公司未经董事会、股东大会审议为控股股东升达集团提供担保金额总计为2.34亿元，占公司最近一期经审计净资产15.67%。升达集团占用公司资金金额约11.68亿元，占最近一期经审计净资产78.18%；②由于公司原实际控制人、原董事长、原法定代表人未经董事会、股东大会审议同意，用公司款项偿还控股股东债务等，因控股股东难以偿还相关债务，公司被迫代为清偿债务，造成公司未能拥有充足的运营资金来进行股份回购。现股份回购期届满，经公司审慎决定，终止实施本次回购股份事项。

3.【中顺洁柔】公司湖北中顺新建20万吨高档生活用纸项目第一期工程完成竣工验收。

4.【惠达卫浴】公司与东华钢铁签订股权转让协议，约定公司将持有的达丰焦化40%股权以4814.39万元的价格转让给东华钢铁，东华钢铁代达丰焦化向公司支付达丰焦化尚欠本公司应付股利3.52亿元，合计东华钢铁需向本公司支付4亿元。该股权转让协议已生效，公司已不再是达丰焦化的股东。

5.【志邦家居】①公司将部分募集资金合计1.05亿元（最终金额以股东大会审议通过后，实际结转当日项目专户资金余额为准）的资金投向由“年产20万套整体厨柜建设项目”

变更为“定制衣柜生产线技术改造项目”。新项目计划建设期为 18 个月。达产后，预计可实现年销售收入 2.6 亿元，年均利润总额 2923.66 万元；②公司 2019 年限制性股票激励计划限制性股票授予登记工作已完成，授予的限制性股票合计 129 万股，均来自于公司从二级市场上回购的公司 A 股普通股股票，因此公司注册资本与总股本不变。

6.【奥瑞金】①公司控股股东上海原龙通过大宗交易减持公司股份 2210.45 万股，占总股本 0.94%；②证监会核准公司向社会公开发行面值总额 10.868 亿元可转换公司债券，期限 6 年。

7.【齐心集团】公司控股股东齐心控股所持公司股份中共计 610 万股解除质押，占其所持股份 2.20%，占总股本 0.83%，并将其所持公司股份中共计 430 万股办理质押，占其所持股份 1.55%，占总股本 0.59%，本次解除质押及质押后，齐心控股及其一致行动人合计质押公司股份数量为 2.21 亿股，占其所持股份 65.81%，占总股本 30.12%。

8.【永艺股份】永艺越南以 1506.50 万美元的对价收购 DSVK 工业股份公司现股东所持有的标的公司 100% 股份。本次收购标的公司的目的是为了取得位于越南平阳省土龙木市福新坊神浪 3 工业区总面积为 12.39 万平方米的土地的使用权，用于建设第二期越南生产基地。

9.【创源文化】公司董事、副总经理柴孝海减持计划数量已过半，合计减持公司股份 97.85 万股，占总股本 0.536%。

10.【*ST 赫美】公司控股股东汉桥机器厂因司法强制执行导致的被动减持公司股份计划期限已届满，共减持公司股份 34.46 万股，占总股本 0.065%，减持均价为 2.658 元/股，成交金额为 91.59 万元。

11.【华泰股份】公司控股股东华泰集团所持公司股份中共计 1.8 亿股解除质押，占其所持股份 43.25%，占总股本 15.42%，本次解除质押后，华泰集团累计质押公司股份数量为 0 股。

12.【海伦钢琴】公司全资子公司海艺投使用自有资金收购上海联焉持有的海伦新天 39% 股权，该部分股权的评估价值为 5864.57 万元，经双方协商确定该部分股权的交易金额为 5864.57 万元。

13.【安妮股份】公司大股东、董事长张杰目前累计减持公司股份 494.34 万股，占总股本 0.85%。

14.【浙江众成】公司控股股东、实际控制人陈大魁拟通过集中竞价交易或大宗交易方式减持所持公司股份不超过 4528.90 万股，即不超过总股本的 5%。陈大魁的一致行动人李明华拟通过集中竞价交易或大宗交易方式减持所持公司股份不超过 124.56 万股，即不超过总股本的 0.14%。

15.【青山纸业】①公司股东沈利红所持公司股份中合计 450 万股解除质押，占其所持股份比例为 3.76%，占总股本 0.20%。本次解除质押后，沈利红所持公司股份剩余被质押数量为 1.15 亿股，占其所持股份比例为 96.24%，占总股本 4.9988%；②公司持股 5% 以上非第一大股东沈利红累计减持公司股份 1694 万股，占总股本 0.73%。减持后，沈利红持有公司股份 1.15 亿股，占总股本 4.9988%，沈利红先生不再是公司持股 5% 以上的股东。

16.【爱迪尔】公司董事朱新武拟通过集中竞价交易或大宗交易方式减持所持公司股份不超过 200.95 万股，即不超过总股本的 0.44%。

17.【德艺文创】公司 2018 年限制性股票激励计划预留部分授予登记工作已完成，授予的限制性股票合计 26.5 万股，公司总股本增加 26.5 万元，资本公积增加 81.89 万元。

18.【大亚圣象】公司 2016 年限制性股票激励计划第三个解锁期解锁条件已成就，解锁的限制性股票合计 76.8 万股（占总股本 0.14%）将于 2019 年 12 月 24 日上市流通，涉及激励对象共 51 人。

19.【老凤祥】公司子公司老凤祥典当公司与上海意邦置业有限公司、中科建飞投资控股集团集团有限公司的诉讼中，上海金融法院一审判决被告之一上海意邦置业有限公司向老凤祥典当公司返还当金 1 亿元及违约金等，判决被告之二中科建飞投资控股集团集团有限公司承担连带清偿责任。

20.【昇兴股份】①公司限售股份合计 418.60 万股（占总股本 0.50%）解除限售，将于 2019 年 12 月 23 日上市流通；②公司于 2017 年 3 月完成的对博德真空、王策、黄明金等 3 名交易对象发行股份及支付现金购买该 3 名交易对象合计持有的博德科技 70% 股权的收购中的《业绩承诺与补偿协议》中，博德真空承诺在博德新材料成立后，自新生产线项目具备生产能力后 12 个月内，博德新材料产品销售数量不低于 5000 万支。该承诺目前已完成。

21.【易尚展示】公司控股股东刘梦龙所持有的公司股份中合计 302.15 万股解除质押，占其所持股份 7.02%，占总股本 1.95%；刘梦龙所持有的公司股份中合计 302.17 万股被质押，占其所持股份 7.02%，占总股本 1.95%。本次解除质押与质押后，刘梦龙剩余质押股份数量为 4304.58 万股，占其所持股份 99.9998%，占总股本 27.84%。

22.【康欣新材】公司股东李洁家族中，李洁将其质押给无锡市建设发展投资有限公司的公司股份 4400.03 万股以及将其质押给刘翔的公司股份 6977 万股解除质押；郭志先将其质押给无锡市建设发展投资有限公司的公司股份 1514.23 万股解除质押；周晓璐将其质押给无锡市建设发展投资有限公司的公司股份 1128.71 万股解除质押。

23.【王子新材】公司控股股东王进军所持有的公司股份中合计 1788 万股被质押，占其所持股份 32.67%，占总股本 12.53%。王进军所持有的公司股份中合计 2890 万股解除质押，占其所持股份 52.8%，占总股本 20.25%。本次质押与解除质押后，王进军剩余质押股份数量为 2988 万股，占其所持股份 54.59%，占总股本 20.94%。

24.【太阳纸业】公司控股股东太阳控股所持公司股份中合计 7700 万股解除质押，占其所持公司股份 6.23%，占总股本 2.98%。本次解除质押后，太阳控股所持公司股份累计质押数量为 8400 万股，占其所持公司股份 6.80%，占总股本 3.24%。

25.【劲嘉股份】公司全资子公司丰彩丽获得高新技术企业认证，其三年内企业所得税按 15% 的税率征收，对公司 2019 年度及未来两年业绩有一定积极影响。

26.【东风股份】公司公开发行 2.95 亿元可转换债券，每张面值 100 元，共计 295.33 万张（29.53 万手），按面值发行。原股东优先配售日和网上申购日为 2019 年 12 月 24 日，网下申购日为 2019 年 12 月 23 日。可转债的期限为发行之日起六年。第一年至第六年票面利率分别为 0.4%、0.6%、1.0%、1.5%、1.8%、2.0%。付息方式为每年付息一次，到期归还本金和最后一年利息。转股期为 2020 年 6 月 30 日至 2025 年 12 月 23 日，初始转股价格为 6.9 元/股。该可转债无持有期限限制。

27.【永安林业】①公司以公开受让方式出售连城县森威林业有限责任公司 95% 股权，经评估，标的公司股东全部权益价值为 1.65 亿元，公司所持有的部分股权权益价值为 1.57 亿元；②公司持股 5% 以上股东苏加旭及其一致行动人固鑫投资质押给兴业证券的公司股份因涉及违约，被兴业证券强制平仓。苏加旭及其一致行动人合计被动减持公司股份 319.28 万股，占总股本 0.95%。

28.【丰林集团】公司于 2018 年 8 月向 7 名特定投资者非公开发行股票所募集的资金原定的投资项目为“新西兰卡韦劳年产 60 万立方米刨花板生产线建设项目”，由于当地土地问题短期内难以解决，公司决定终止原募集资金投资项目，将全部募集资金变更用于“新西兰吉斯伯恩年产 40 万立方米可饰面定向刨花板项目”。该项目建设期 2 年，投资回收期 7.4 年（含建设期），项目投资财务内部收益率 15.1%。

29.【金一文化】公司将持有的江苏艺术品 51% 股权转让给江阴市金渠企业管理有限公司，转让价格为 510 万元；公司将持有的卡尼小贷 60% 股权转让给深圳市卡尼珠宝首饰有限公司，转让价格为 6.42 亿元。

30.【英联股份】公司特定股东方平计划 3 个交易日后的六个月内，通过集中竞价交易或大宗交易方式合计减持公司股份不超过 238.89 万股，即不超过总股本 1.23%。

31.【顾家家居】公司决定使用自筹资金 4.49 亿元投资建设“越南基地年产 45 万标准套软体家具产品项目”。公司全资孙公司庄盛家具（越南）有限公司（简称“庄盛家具越南”）使用 1884.38 亿越南盾租赁 12.48 万平方米土地 46 年的使用权，庄盛家具越南作为越南基地项目的实施主体。经估算，本项目正常年营业收入约 19 亿元，税后内部收益率 31.30%，税后财务净现值（折现率为 17%）2.38 亿元，投资回收期（含建设期）5.95 年。本项目预计于 2020 年一季度开工建设，一期预计在 2020 年四季度竣工投产，二期预计在 2020 年三季度开工建设，2021 年底全面竣工投产，项目预计在 2024 年底前达纲

32.【好莱客】公司 2017 年非公开发行股票募集资金投入项目中的“定制家居智能生产建设项目”与“信息系统升级建设项目”达到预定可使用状态的时间均由 2019 年 12 月调整至 2020 年 12 月。

33.【好太太】公司曾于 2018 年 4 月 13 日拟出资 2.15 亿元购买房产（占公司 2017 年度经审计净资产的 19.8%），但直至 2019 年 9 月 18 日在对上交所问询函的回复公告方才进行披露，因此广东证监局决定对公司及公司董秘周秋英采取出具警示函措施。

34.【梦百合】公司财务总监刘涛因个人原因辞去公司财务总监职务。

35.【金一文化】公司控股股东所持部分公司股份合计 4000 万股由碧空龙翔控股股东北京海淀科技金融资本控股集团股份有限公司全资子公司北京海鑫资产管理有限公司通过司法拍卖成功竞得。

36.【永新股份】公司本次回购股份期限已届满，在回购期内，公司累计回购股份 1080.68 万股，占总股本 2.15%，最高成交价为 7.59 元/股，最低成交价为 6.47 元/股，支付总金额为 7501.41 万元。

37.【晨鸣纸业】公司第一大股东晨鸣控股所持公司股份中共计 3770 万股解除质押，占其所持股份 4.66%，占总股本 1.30%。本次解除质押后，晨鸣控股累计质押公司股份 281,67 万股，占其所持股份 34.79%，占总股本 9.70%。

38.【珠江钢琴】公司与全资子公司恺撒堡公司收到政府补助 120 万元，预计增加集团公司及恺撒堡公司当期利润 120 万元。

3.2. 重要股东买卖

表 2：本周股东二级市场交易情况

名称	变动截止日期	股东名称	方向	变动数量(万股)	通过大宗交易系统的变动数量(万股)	变动数量占流通股比(%)	交易平均价
永安林业	2019-12-18	苏加旭	减持	244.31	244.31	0.96	4.70
永安林业	2019-12-18	福建省固鑫投资有限公司	减持	74.97	74.97	0.29	4.70
安妮股份	2019-12-16	张杰	减持	405.34	0.00	0.75	9.39
安妮股份	2019-12-17	张杰	减持	89.00	0.00	0.16	9.34
*ST 赫美	2019-11-18	汉桥机器厂有限公司	减持	15.30	0.00	0.03	0
浙江众成	2019-12-19	黄旭生	减持	29.99	29.99	0.04	6.67
浙江众成	2019-12-18	马黎声	减持	35.91	35.91	0.04	5.45
浙江众成	2019-12-18	潘德祥	减持	30.00	30.00	0.04	5.44
盛通股份	2019-12-13	贾则平	减持	86.80	0.00	0.25	4.08
盛通股份	2019-12-17	蔡建军	减持	33.17	0.00	0.10	4.19
盛通股份	2019-12-17	贾则平	减持	58.00	0.00	0.17	4.21
盛通股份	2019-12-19	侯景刚	减持	8.00	0.00	0.02	4.67

盛通股份	2019-12-19	贾则平	减持	41.00	0.00	0.12	4.71
盛通股份	2019-12-19	董颖	减持	159.00	0.00	0.47	4.71
盛通股份	2019-12-18	侯景刚	减持	17.00	0.00	0.05	4.20
姚记科技	2019-12-13	宋秀文	减持	1.50	0.00	0.01	17.41
奥瑞金	2019-12-13	上海原龙投资控股(集团)有限公司	减持	2,500.00	2,500.00	1.07	4.16
奥瑞金	2019-12-16	上海原龙投资控股(集团)有限公司	减持	2,210.45	2,210.45	0.95	4.20
奥瑞金	2019-12-16	北京华彬庄园绿色休闲健身俱乐部有限公司	增持	2,210.45	2,210.45	0.95	4.20
华源控股	2019-12-17	王卫红	减持	4.00	0.00	0.02	7.32
华源控股	2019-12-19	王卫红	减持	17.00	0.00	0.10	7.43
华源控股	2019-12-18	王卫红	减持	1.00	0.00	0.01	7.22
恩捷股份	2019-12-17	庞启智	减持	2.00	0.00	0.00	47.08
英联股份	2019-12-17	蔡彤	减持	0.36	0.00	0.01	16.00
英联股份	2019-12-19	蔡彤	减持	0.36	0.00	0.01	17.20
创源文化	2019-12-13	柴孝海	减持	96.70	0.00	0.98	12.48
青山纸业	2019-12-17	沈利红	减持	450.00	450.00	0.20	0
青山纸业	2019-12-16	沈利红	减持	600.00	600.00	0.26	0
青山纸业	2019-11-18	沈利红	减持	400.00	400.00	0.17	0
青山纸业	2019-11-11	沈利红	减持	244.00	244.00	0.11	0

资料来源: Wind, 天风证券研究所

3.3. 近期非流通股解禁情况

表 3: 未来三个月解禁预告

简称	解禁日期	解禁数量(万股)	解禁市值(万元, 按最近交易日收盘价)	占解禁后流通股比例	占总股本比例
昇兴股份	2019-12-23	418.60	2,536.74	0.50%	0.50%
永吉股份	2019-12-23	19,349.40	144,153.03	46.33%	46.17%
大亚圣象	2019-12-24	73.80	983.02	0.14%	0.13%
新宏泽	2019-12-30	10,363.20	128,296.42	64.77%	64.77%
爱迪尔	2020-01-03	3,058.69	19,942.66	13.86%	6.74%
荣晟环保	2020-01-16	13,300.00	224,371.00	74.99%	74.99%
集友股份	2020-01-23	12,066.60	434,638.93	48.75%	45.34%
华源控股	2020-01-31	687.89	5,007.84	3.96%	2.21%
永吉股份	2020-01-31	30.00	223.50	0.13%	0.07%
英联股份	2020-02-07	13,440.00	230,630.40	71.74%	69.09%
江山欧派	2020-02-10	5,000.00	251,650.00	61.87%	61.87%
丰林集团	2020-02-17	296.40	838.81	0.27%	0.26%
盛通股份	2020-02-20	3,680.76	18,587.86	9.73%	6.71%
尚品宅配	2020-03-09	10,789.40	765,292.29	60.96%	54.31%
皮阿诺	2020-03-10	9,731.08	173,699.70	66.11%	62.64%

资料来源: Wind, 天风证券研究所

3.4. 股权质押情况

表 4：股权质押情况表（更新至 2019/12/20）

简称	质押总股数（万股）	质押股占大股东所持股比例	质押股占总股本比例
永安林业	4037.20	100.0%	3.0%
翔港科技	120.00	100.0%	0.3%
德力股份	2040.00	100.0%	1.3%
宜华生活	350.00	100.0%	2.3%
周大生	3490.00	100.0%	4.6%
浙江永强	3700.00	99.9%	7.0%
英派斯	8067.00	94.5%	12.3%
爱迪尔	100.00	92.8%	0.3%
合兴包装	26849.00	91.7%	48.5%
江山欧派	112.00	88.7%	0.1%
山东华鹏	100.00	83.9%	0.2%
ST 升达	3250.00	79.8%	7.9%
我乐家居	4364.00	79.8%	1.0%
晨鸣纸业	34676.01	76.3%	23.7%
恩捷股份	200.00	74.7%	0.1%
赫美集团	21500.00	70.2%	43.1%
集友股份	315.00	69.8%	0.8%
银鸽投资	1099.37	69.8%	2.6%
金牌厨柜	200.00	66.9%	0.4%
浙江众成	1675.00	66.3%	20.9%
哈尔斯	3000.00	66.2%	2.0%
德艺文创	800.00	64.6%	0.9%
金一文化	196.00	64.1%	0.2%
盛通股份	565.00	63.3%	2.9%
岳阳林纸	1145.00	60.3%	3.9%
康欣新材	1660.00	59.8%	2.8%
高乐股份	1435.00	59.2%	2.0%
梦百合	600.00	56.3%	2.3%
明牌珠宝	2242.90	56.2%	1.5%
群兴玩具	990.00	55.6%	0.4%
博汇纸业	6070.00	55.6%	6.7%
顺灏股份	160.00	54.6%	1.1%
帝欧家居	225.00	53.5%	1.0%
邦宝益智	141.00	52.8%	2.1%
永艺股份	2450.00	52.1%	1.1%
劲嘉股份	27544.13	50.9%	23.6%
永新股份	11510.00	47.2%	10.2%
乐歌股份	10774.47	47.1%	9.7%
安妮股份	3600.00	44.9%	4.0%
潮宏基	1308.90	44.5%	4.1%
顾家家居	3050.00	44.0%	4.6%
万顺股份	16.82	43.7%	0.0%
东港股份	2651.35	41.8%	8.8%
奥瑞金	3000.00	39.5%	7.7%
喜临门	400.00	38.8%	3.3%

志邦家居	30.00	35.7%	0.1%
东方金钰	37058.47	34.8%	12.8%
齐心集团	1300.00	34.7%	8.3%
景兴纸业	8400.00	33.4%	6.0%
松发股份	850.00	33.2%	1.2%
姚记扑克	826.00	30.1%	3.1%
昇兴股份	400.00	29.3%	2.6%
山鹰纸业	8477.00	25.0%	38.4%
尚品宅配	501.98	25.0%	3.5%
凯恩股份	9098.74	22.5%	104.3%
易尚展示	1900.00	18.4%	2.4%
大亚圣象	25636.00	14.4%	85.8%
金陵体育	8729.27	13.4%	9.6%
新通联	77.60	10.1%	0.3%
美克家居	11595.00	8.0%	24.8%
太阳纸业	42820.00	6.8%	16.5%
皮阿诺	104.82	3.2%	0.1%
英联股份	120.00	0.0%	0.3%
永吉股份	161.90	0.0%	0.8%
华源控股	79.90	0.0%	0.1%
青山纸业	2845.00	0.0%	3.0%
瑞贝卡	15200.00	0.0%	118.1%
鸿博股份	12060.00	0.0%	6.8%
德尔未来	11776.00	0.0%	23.4%
威华股份	5946.00	0.0%	10.2%
索菲亚	5400.00	0.0%	23.9%
恒丰纸业	5000.00	0.0%	14.9%
美盈森	4000.00	0.0%	1.7%
王子新材	3375.18	0.0%	6.2%
吉宏股份	850.00	0.0%	6.8%
实丰文化	650.00	0.0%	3.3%
海顺新材	575.00	0.0%	7.1%
裕同科技	488.00	0.0%	0.8%
萃华珠宝	177.00	0.0%	0.3%

资料来源：Wind，天风证券研究所

3.5. 沪深港通情况

表 5：沪深港股通持股比例变化表

轻工 A 股标的的沪/深港通持股占全部 A 股比例 (%)									
行业	代码	名称	2017/9/29	2017/12/29	2018/3/29	2019/12/20	近 1 日变动	近 10 日变动	近 30 日变动
造纸	002511.SZ	中顺洁柔	-	-	-	6.91	-0.03	0.17	0.18
	002078.SZ	太阳纸业	0.24	0.22	0.11	1.42	0.04	0.42	0.22
	600567.SH	山鹰纸业	0.27	0.50	0.61	1.74	-0.09	-0.14	0.41
	000488.SZ	晨鸣纸业	0.61	0.14	0.27	0.75	0.06	0.42	0.39

	002067.SZ	景兴纸业	0.10	0.32	0.07	0.01	-	-	-
	603165.SH	荣晟环保	0.00	0.03	0.07	0.77	0.01	0.19	0.15
行业	代码	名称	2017/9/29	2017/12/29	2018/3/29	2019/12/20	近1日变动	近10日变动	近30日变动
家居	002572.SZ	索菲亚	5.48	4.60	7.11	14.95	0.05	2.32	3.66
	603816.SH	顾家家居	0.11	0.68	3.86	3.73	0.02	0.22	-0.12
	600337.SH	美克家居	0.08	0.15	0.18	0.87	0.08	0.57	0.58
	000910.SZ	大亚圣象	0.19	0.22	0.32	2.64	0.07	0.30	0.59
	603833.SH	欧派家居	-	0.33	1.61	2.93	0.01	0.21	0.13
	300616.SZ	尚品宅配	-	-	0.98	3.64	-0.02	-0.09	-0.17
	603801.SH	志邦家居	-	-	-	1.22	0.05	0.44	0.72
	600978.SH	宜华生活	0.17	0.07	0.19	0.52	-0.09	-0.25	-0.09
	603818.SH	曲美家居	0.15	0.04	0.05	0.00	-	-	-
	603898.SH	好莱客	0.29	0.18	0.27	1.99	0.02	0.16	0.22
	603008.SH	喜临门	0.09	0.03	0.05	1.52	-0.03	-0.40	0.11
行业	代码	名称	2017/9/29	2017/12/29	2018/3/29	2019/12/20	近1日变动	近10日变动	近30日变动
包装印刷	002191.SZ	劲嘉股份	0.10	0.16	0.22	2.72	-0.02	-0.48	1.33
	601515.SH	东风股份	0.85	0.85	0.85	0.69	-	-	-
	002831.SZ	裕同科技	0.10	0.19	0.18	0.99	0.02	0.36	0.60
	002701.SZ	奥瑞金	0.05	0.05	0.04	0.95	0.03	0.48	0.45
	002117.SZ	东港股份	0.16	0.21	0.46	0.33	-	-	-
	002303.SZ	美盈森	0.01	0.10	0.15	0.30	-0.03	0.07	-
	002752.SZ	昇兴股份	0.02	0.02	0.03	0.01	-	-	-
	600210.SH	紫江企业	0.07	0.08	0.06	1.55	0.05	0.19	0.06
	002522.SZ	浙江众成	0.05	0.18	0.02	0.03	-	-	-
行业	代码	名称	2017/9/29	2017/12/29	2018/3/29	2019/12/20	近1日变动	近10日变动	近30日变动
其它轻工	603899.SH	晨光文具	0.37	0.47	0.23	3.82	-0.10	0.01	0.55
	002345.SZ	潮宏基	0.14	0.28	0.28	0.00	-	-	-0.01
	002678.SZ	珠江钢琴	0.03	0.04	0.03	0.03	-	-	-
	600439.SH	瑞贝卡	0.36	0.27	0.33	2.14	-	0.42	0.36
	002301.SZ	齐心集团	0.24	0.19	0.15	0.06	-0.01	0.06	0.06
	002489.SZ	浙江永强	0.00	0.00	0.01	0.59	0.03	0.02	-0.27
	002721.SZ	金一文化	0.08	0.05	0.07	0.00	-	-	-
	600612.SH	老凤祥	0.41	0.51	0.80	0.76	-	-0.21	-0.27
	002867.SZ	周大生	0.00	0.00	0.51	0.34	0.04	-0.20	0.06
	002631.SZ	德尔未来	0.00	0.00	0.01	0.00	-	-	-
	002348.SZ	高乐股份	0.02	0.02	0.17	0.00	-	-	-
	603600.SH	永艺股份	0.21	0.23	0.04	2.21	0.08	0.72	0.97
港股轻工港股通持股占港股股本比例(%)									
行业	代码	名称	2017/9/29	2017/12/29	2018/3/29	2019/12/19	近1日变动	近10日变动	近30日变动
港股轻工	1528.HK	红星美凯龙	6.75	7.05	10.27	15.01	-	0.02	-0.04
	1044.HK	恒安国际	0.50	0.50	0.95	0.56	-	-0.02	-0.02

	2689.HK	玖龙纸业	1.43	1.65	2.40	1.71	-0.02	0.05	0.21
	2314.HK	理文造纸	0.89	1.34	0.97	1.12	-0.01	-0.03	0.10
	1999.HK	敏华控股	5.55	8.31	13.10	15.23	-0.11	-0.41	-1.45
	3331.HK	维达国际	0.09	0.07	0.07	0.05	-	-	-

资料来源: Wind, 天风证券研究所

3.6. 重点公司估值表

表 6: 重点公司估值表

行业	证券代码	证券简称	股价 (元/股)	总股本 (亿股)	总市值 (亿元)	净利润 (百万元)			PE			EPS		
			2019.12.21			18E	19E	20E	18E	19E	20E	2018E	2019E	2020E
家居	603833.SH	欧派家居	106.7	4.2	448.4	1572	1924	2289	28.5	23.3	19.6	3.74	4.58	5.45
	002572.SZ	索菲亚	20.5	9.1	187.0	959	1100	1281	19.5	17.0	14.6	1.05	1.21	1.40
	300616.SZ	尚品宅配	70.9	2.0	140.9	477	594	725	29.5	23.7	19.4	2.40	2.99	3.65
	603898.SH	好莱客	15.5	3.1	48.0	382	391	446	12.6	12.3	10.8	1.23	1.26	1.44
	603801.SH	志邦股份	21.3	2.2	47.5	273	314	370	17.4	15.1	12.8	1.22	1.41	1.66
	603816.SH	顾家家居	42.5	6.0	255.6	989	1206	1448	25.8	21.2	17.7	1.64	2.00	2.41
	600978.SH	宜华生活	3.0	14.8	44.5	920	1136	1353	4.8	3.9	3.3	0.62	0.77	0.91
	600337.SH	美克家居	4.4	17.7	78.3	496	642	820	15.8	12.2	9.5	0.28	0.36	0.46
	000910.SZ	大亚圣象	13.3	5.5	73.7	838	1005	1138	8.8	7.3	6.5	1.51	1.81	2.06
	603008.SH	喜临门	15.1	3.9	59.2	383	537	695	15.5	11.0	8.5	0.98	1.37	1.78
	603818.SH	曲美家居	8.1	4.9	39.4	319	398	501	12.3	9.9	7.9	0.65	0.81	1.03
	603313.SH	梦百合	19.8	3.2	63.9	166	222	297	38.4	28.7	21.5	0.52	0.69	0.92
造纸	002078.SZ	太阳纸业	9.0	25.9	233.3	2852	3215	3578	8.2	7.3	6.5	1.10	1.24	1.38
	000488.SZ	晨鸣纸业	4.9	29.0	116.7	4146	4768	5245	3.4	3.0	2.7	1.43	1.64	1.81
	600567.SH	山鹰纸业	3.6	45.8	162.8	2742	3382	4068	5.9	4.8	4.0	0.60	0.74	0.89
	002511.SZ	中顺洁柔	12.7	13.1	165.6	451	567	721	36.7	29.2	23.0	0.34	0.43	0.55
	600963.SH	岳阳林纸	4.4	14.0	61.1	643	839	978	9.5	7.3	6.2	0.46	0.60	0.70
	600308.SH	华泰股份	4.4	11.7	50.8	887	1191	1459	5.7	4.3	3.5	0.76	1.02	1.25
	600966.SH	博汇纸业	4.7	13.4	63.2	1069	1471	1938	5.9	4.3	3.3	0.80	1.10	1.45
	002521.SZ	齐峰新材	5.8	4.9	28.9	228	290	373	12.7	10.0	7.7	0.46	0.59	0.75
包装印刷	002191.SZ	劲嘉股份	11.4	14.6	167.4	719	844	962	23.3	19.8	17.4	0.49	0.58	0.66
	601515.SH	东风股份	6.9	13.3	91.8	731	836	950	12.6	11.0	9.7	0.55	0.63	0.71
	002228.SZ	合兴包装	4.1	11.7	48.1	246	328	413	19.5	14.7	11.6	0.21	0.28	0.35
	002117.SZ	东港股份	12.4	5.5	67.8	300	342	383	22.6	19.8	17.7	0.55	0.63	0.70
家用轻工	002565.SZ	顺灏股份	6.5	10.6	69.0	151	174	170	45.6	39.7	40.6	0.14	0.16	0.16
	603899.SH	晨光文具	46.5	9.2	427.4	807	1029	1271	53.0	41.5	33.6	0.88	1.12	1.38
	002345.SZ	潮宏基	3.9	9.1	35.7	348	411	500	10.3	8.7	7.1	0.38	0.45	0.55
000026.SZ	飞亚达A	13.9	4.4	55.3	189	230	272	32.6	26.8	22.7	0.43	0.52	0.61	

资料来源: Wind, 天风证券研究所

注: 美克家居、大亚圣象、东风股份、合兴包装、东港股份、顺灏股份、晨光文具、潮宏基、飞亚达 A 来自 wind 一致预测, 其他来自天风预测

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100031	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-68815388	电话：(86755)-23915663
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-68812910	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com