

# 轻工制造

证券研究报告

2021年12月11日

## 中央经济工作会议传递“稳增长”信号，看好地产链估值修复和双碳推进

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

尉鹏洁

分析师

SAC 执业证书编号: S1110521070001  
weipengjie@tfzq.com

行业走势图



资料来源: 贝格数据

相关报告

- 1 《轻工制造-行业点评:推动家具家装下乡补贴,叠加地产政策缓和预期,利好低估值的内销家居》 2021-12-10
- 2 《轻工制造-行业研究周报:电子烟政策密集出台,政策规范促进行业有序发展》 2021-12-05
- 3 《轻工制造-行业投资策略:2022年策略报告:“2C+线下”促家居龙头高增长持续,包装转型见成效》 2021-12-04

### 林业碳汇:

中国有望成为全球最大的碳交易市场,林业碳汇为 CCER 项目中的“黄金”。全球碳市场覆盖全球 16%温室气体排放、全球 54%GDP 值、近三分之一人口,预计 2021 年全球碳市场配额总量超过 75 亿吨;2019 年中国二氧化碳排放量全球占比 28.8%,有望成为全球最大的碳交易市场!林业碳汇作为“碳中和”进程中的“负碳”途径,具备碳汇量大、成本低、生态附加值高等特点,是 CCER 项目中的“黄金”。

加快形成减污降碳激励约束机制,预计 22 年开放 CCER 交易,看好林业碳汇赛道。12 月 10 日,中央经济工作会议通稿中强调“要科学考核,新增可再生能源和原料用能不纳入能源消费总量控制,创造条件尽早实现能耗“双控”向碳排放总量和强度“双控”转变,加快形成减污降碳的激励约束机制,防止简单层层分解”。建议关注【岳阳林纸】。

### 内销家居板块:

房住不炒背景下也要因城施策,促进房地产行业良性循环。12 月 10 日,中央经济工作会议通稿中强调“要坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位,加强预期引导,探索新的发展模式,坚持租购并举,加快发展长租房市场,推进保障性住房建设,支持商品房市场更好满足购房者的合理住房需求,因城施策促进房地产业良性循环和健康发展”;此外,近期地产政策修复,12 月 3 日,央行等三部委集体回应房企风险问题,恒大事件短期冲击或将进一步改善。12 月 8 日,国新办举行国务院政策例行吹风会,介绍“十四五”推进农业农村现代化规划有关情况。

软体头部公司保持高增长,增速远超行业整体水平。2021 年 1-10 月全国家具零售额 1338 亿元,累计同比增加 18.4%,其中 10 月单月实现零售额 149 亿元,同比上涨 2.4%。软体赛道头部公司保持高增长,21 前三季度顾家家居、喜临门分别实现收入 132.25/50.43 亿元,同比分别+54.8%/+46.1%,归母净利润 12.38/3.74 亿元,同比分别+22.6%/+107.5%;FY22H1 敏华控股实现主营业务收入 102.14 亿港元,同比+53.9%,实现归母净利润 9.88 亿港元,同比+31.9%。原材料涨价对短期利润率有一定影响,考虑到家居产品属于耐用消费品,消费者对其的价格敏感度较低,龙头企业具备向终端传导成本上涨压力的能力,预计随家居企业提价逐步落实,成本上涨对业绩的影响将逐渐减弱。

持续看好“内需+2C”为主的软体家居赛道。渠道力方面,软体家居具有“线上无法取代线下”“大宗无法取代零售”的天然壁垒,头部企业在 KA 卖场逐步占据核心位置,以多品类模式在同一卖场开设系列店,把握线下流量入口,地方性及中小品牌或将逐步失去成交场景,从而退出核心市场竞争;产品力方面,过去几年国内软体企业依托收购海外品牌、和海外设计师合作开发等方式,产品力得到显著提升,叠加“国潮崛起”消费思潮,消费者对国产家居品牌的接受度提升;软体大宗影响小,软体家居消费属于个性化消费,精装房不配套,因此大宗业务收入占比很低,个别地产企业的波动对公司账期及短期业绩几乎不产生影响。结合估值性价比,持续看好“内需+2C”为主的软体龙头【喜临门】、【顾家家居】、【敏华控股】;定制板块优选业务结构良好且管理能力强的【欧派家居】、【志邦家居】。

### 新型烟草板块:

近期电子烟政策密集出台,政策规范促进行业有序发展。2021 年 11 月 30 日,国家烟草局发布关于征求《电子烟》国家标准(征求意见稿)意见的通知,拟在发布后 3-5 个月正式实施。12 月 2 日,国家烟草专卖局公开征求对《电子烟管理办法(征求意见稿)》的意见。我们认为:(1)从监管来看,电子烟整体监管基本与卷烟保持一致。所有环节均需要许可、批准,并采取统一集采平台销售;(2)现有电子烟竞争格局将被打破,电子烟进入专卖时代。产品端看重合规及品质,利好具备高生产标准、高技术储备及高资金储备的生产商;渠道端电子烟国代、省代、市代将面临洗牌,批发类企业需要

申请批发牌照。建议关注【集友股份】、【思摩尔国际】、【劲嘉股份】。

#### 铝塑膜：

**铝塑膜行业整体来看**，目前处于供不应求状态，铝塑膜需求目前核心驱动力是软包电池出货量快速增长，未来增量或源于两轮电动车、储能电池、固态电池等领域。据 EVTank 及利元亨招股说明书数据，全球软包电池出货量占比由 2012 年的 23.93% 提升至 2020 年的 55.83%，2020 年出货量 107.7GWh，YOY+28.1%；**竞争格局来看**，全球铝塑膜主要被日本企业垄断，其中大日本印刷（DNP）占据全球 50% 市场份额，昭和电工占据 20% 市场份额。目前国内铝塑膜技术取得进展，产品性能和可靠性提升，供应体系逐步完善，形成上下游良性循环反馈，处于国产替代化的前夜。推荐【紫江企业】，核心逻辑是国产替代，本质原因是技术进步及上下游供应体系逐步完善，21Q3 公司铝塑膜单价 16.8 元/平米，21H1 均价 16.0 元/平米，20 年均价 15.5 元/平米，单价持续环比提升，行业竞争格局良好。

#### 造纸板块：

目前大多数纸种价格处于低位，其中文化纸、白卡纸价格处于底部，我们认为造纸行业或出现供需紧平衡状态，“双控”政策有助于限产保价、提升下游补库意愿，改善行业供求。（1）短期：关注后续需求（核心因素）、限电政策力度及持续性、新产能投放进度；（2）中长期：“双控”政策有助于加快中小企业产能出清，大厂更易通过新项目审批，行业集中度进一步提升。建议关注自备电比例较高企业【太阳纸业】、【山鹰国际】、【博汇纸业】、【晨鸣纸业】、【岳阳林纸】。

#### 个护&生活纸板块：

**国货品牌崭露头角，生活纸线上渠道重要性凸显**。成人失禁方面，人口老龄化加剧&渗透率提升驱动成人失禁行业快速增长，消费升级促进价格导向的消费者观念转向品牌化阶段，建议关注自主品牌中国市场份额第一的【可靠股份】；卫生巾方面，安心裤、液体卫生巾等创新产品或引领行业发展，建议关注“自由点”区域市场份额领先，布局线上建设全国性品牌力的【百亚股份】；生活纸方面，产品属性契合电商模式，线上渠道重要性凸显，其中 2021H1 维达线上销售占比达到 38%，推动公司业绩增长，建议关注【维达国际】。

**风险提示：**地产销售、竣工不及预期；原材料价格上行风险；行业竞争加剧；中美贸易摩擦风险等。

#### 重点标的推荐

股票代码	股票名称	收盘价	投资评级	EPS(元)				P/E			
				2020A	2021E	2022E	2023E	2020A	2021E	2022E	2023E
600210.SH	紫江企业	8.89	买入	0.37	0.44	0.53	0.65	24.03	20.20	16.77	13.68
603008.SH	喜临门	34.35	买入	0.81	1.42	1.86	2.42	42.41	24.19	18.47	14.19
603816.SH	顾家家居	73.86	买入	1.34	2.64	3.28	4.03	55.12	27.98	22.52	18.33
603833.SH	欧派家居	140.01	买入	3.39	4.42	5.14	5.99	41.30	31.68	27.24	23.37
603801.SH	志邦家居	27.11	买入	1.27	1.61	2.02	2.50	21.35	16.84	13.42	10.84
603899.SH	晨光文具	62.77	买入	1.35	1.63	1.96	2.32	46.50	38.51	32.03	27.06
603208.SH	江山欧派	62.94	买入	4.05	3.95	5.18	6.75	15.54	15.93	12.15	9.32
002572.SZ	索菲亚	19.70	买入	1.31	1.52	1.78	2.08	15.04	12.96	11.07	9.47

资料来源：wind，天风证券研究所，注：PE=收盘价/EPS

## 内容目录

1. 中央经济工作会议传递“稳增长”信号，看好地产链估值修复和双碳推进.....	5
1.1. 房住不炒背景下也要因城施策，持续看好“内需+2C”为主的软体家居赛道.....	5
1.2. 加快形成减污降碳激励约束机制，预计 22 年开放 CCER 交易，看好林业碳汇赛道.....	5
2. 行业观点.....	6
2.1. 新型烟草板块.....	6
2.2. 内销家居.....	7
2.2.1. 成品板块.....	7
2.2.2. 定制板块.....	8
2.3. 出口板块.....	9
2.4. 造纸板块.....	9
2.5. 包装板块.....	9
2.5.1. 铝塑膜.....	9
2.5.2. 金属包装.....	10
2.6. 生活用纸&个人卫生护理板块.....	11
3. 轻工造纸行业数据——核心驱动力与信号指标全跟踪.....	12
3.1. 本周板块整体表现.....	12
3.2. 造纸板块数据跟踪（周度更新）.....	12
3.3. 家具板块数据跟踪（月度更新）.....	17
3.4. 包装板块数据跟踪（月度更新）.....	18
3.5. 消费轻工及其他板块数据跟踪（月度更新）.....	19
4. 本周行业新闻和公告.....	19
4.1. 重点公告.....	19
4.2. 重要股东买卖.....	20
4.3. 近期非流通股解禁情况.....	21
4.4. 股权质押情况.....	21
4.5. 沪深港通情况.....	22

## 图表目录

图 1：维达和恒安国际线上渠道占比（%）.....	11
图 2：进口针叶浆和阔叶浆日度价格（数据截止 21/12/10）（元/吨）.....	12
图 3：针叶浆、阔叶浆进口量月度数据（数据截止 21/10；千吨）.....	12
图 4：中国木浆生活用纸均价（数据截止 21/12/10）（元/吨）.....	13
图 5：中国生活用纸社会和企业库存（数据截止 21/11）（千吨）.....	13
图 6：中国双铜纸日度均价（数据截止 21/12/10）（元/吨）.....	13
图 7：中国双胶纸日度均价（数据截止 21/12/10）（元/吨）.....	13
图 8：中国铜版纸企业+社会库存（数据截止 21/11）.....	14
图 9：中国双胶纸企业+社会库存（数据截止 21/11）.....	14

图 10: 中国白板纸日度均价 (数据截止 21/12/10) (元/吨)	14
图 11: 中国白卡纸日度均价 (数据截止 21/12/10) (元/吨)	14
图 12: 中国白板纸企业+社会库存 (数据截止 21/11)	15
图 13: 中国白卡纸企业+社会库存 (数据截止 21/11)	15
图 14: 中国废纸日度均价 (数据截止 21/12/10) (元/吨)	15
图 15: 中国瓦楞纸日度均价 (数据截止 21/12/10) (元/吨)	16
图 16: 中国箱板纸日度均价 (数据截止 21/12/10) (元/吨)	16
图 17: 中国瓦楞纸企业+社会库存 (数据截止 21/11)	16
图 18: 中国箱板纸企业+社会库存 (数据截止 21/11)	16
图 19: 荷兰/比利时港口、西班牙港口、法国/瑞士港口木浆月度库存 (千吨) (数据截止 21/10)	16
图 20: 国内港口纸浆平均库存(千吨) (数据截止 21/11)	16
图 21: 商品房销售面积及增速(14.30 亿平方米, 7.30%) (数据截至 21/10)	17
图 22: 住宅销售面积及增速 (12.64 亿平方米, 7.1%) (数据截至 21/10)	17
图 23: 全国家具零售额及同比 (1338 亿元, 18.40%) (数据截止 21/10)	17
图 24: 家具制造利润累计值及同比 (258 亿元, 同比+27.00%) (数据截止 21/09, 亿元)	17
图 25: 刨花板价格 (数据截止 21/12/2)	18
图 26: 中纤板价格 (数据截止 21/12/2)	18
图 27: 社会消费品零售总额累计值及同比增速 (数据截止 21/10)	18
图 28: 烟酒类零售总额累计值及同比增速 (数据截止 21/10)	18
图 29: 软饮料产量累计值及同比增速 (数据截止 21/10)	18
图 30: 卷烟产量累计值及同比增速 (数据截止 21/10)	18
图 31: 日用品类零售额累计值及同比增速 (数据截止 21/10)	19
图 32: 文化办公用品零售额累计值及同比增速 (数据截止 21/10)	19
图 33: 沪深港通情况	22
表 1: 2021 年 10 月新房销售面积、竣工面积、家居零售额	7
表 2: 二片罐近年来发展情况梳理	10
表 3: 近年来二片罐行业收购案例梳理	10
表 4: 子板块行情表现	12
表 5: 本周股东二级市场交易情况	20
表 6: 未来三个月解禁预告	21
表 7: 股权质押情况表 (更新至 2021/12/5)	21



## 1. 中央经济工作会议传递“稳增长”信号，看好地产链估值修复和双碳推进

2021年12月10日，中央经济工作会议通稿公布。“稳增长”仍是中央经济工作会议的核心基调，且延续政治局会议对于2022年经济工作定调。

### 1.1. 房住不炒背景下也要因城施策，持续看好“内需+2C”为主的软体家居赛道

**房住不炒背景下也要因城施策，促进房地产行业良性循环。**12月10日，中央经济工作会议通稿中强调“要坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，加强预期引导，探索新的发展模式，坚持租购并举，加快发展长租房市场，推进保障性住房建设，支持商品房市场更好满足购房者的合理住房需求，因城施策促进房地产业良性循环和健康发展”。我们认为，住房供给总量矛盾较小，但存在结构性问题，政策目的在于促进房地产行业稳定发展，并非大力刺激。

**近期地产政策修复。**（1）央行等三部委集体回应房企风险问题，恒大事件短期冲击或将进一步改善。12月3日，央行有关负责人表示，短期个别房企出现风险，不会影响中长期市场的正常融资功能，近期境内地产销售、购地、融资等行为已经逐步回归常态。证监会有关负责人表示，上市公司债券发行人经营财务指标总体健康，个别房企风险对资本市场运行的外溢影响可控，支持房企合理正常融资。银保监会新闻发言人表示，现阶段重点满足首套房、改善性住房按揭需求，合理发放房地产开发贷、并购贷款及加大保障性租赁住房支持力度。另外，广东省政府正积极指导恒大债务风险稳妥有序化解；（2）12月8日，国新办举行国务院政策例行吹风会，介绍“十四五”推进农业农村现代化规划有关情况。国家发改委农村经济司司长表示，推动农村居民消费梯次升级。实施农村消费促进行动，鼓励有条件的地区开展农村家电更新行动，实施家具家装下乡补贴和新一轮汽车下乡。

**持续看好“内需+2C”为主的软体家居赛道。**软体赛道中，大宗业务打不掉零售，线上模式打不掉线下，头部品类拥有很高壁垒。（1）**渠道力：**软体家居具有“线上无法取代线下”“大宗无法取代零售”的天然壁垒，头部企业在KA卖场逐步占据核心位置，以多品类模式在同一卖场开设系列店，发挥并不断增强不同系列门店间的互相导流能力，满足消费者一站式购物的需求，地方性及中小品牌或将逐步失去成交场景，从而退出核心市场竞争；（2）**产品力：**过去几年国内软体企业依托收购海外品牌、和海外设计师合作开发等方式，产品力得到显著提升。头部企业产品研发能力强，在持续研发原有核心产品的基础上，通过内生、外延的不同方式，补充完善产品矩阵，例如：喜临门在巩固床垫产品优势的同时，收购中高端沙发品牌M&D，并获得夏图系列产品在中国的独家代理权，此举有效拓展了公司沙发产品线的深度，补足高端产品细分领域，实现沙发业务全方位升级。顾家家居深挖沙发品类的消费者需求，坚持打造差异化产品，在皮质、布艺、功能领域均开发了产品，同时将床垫品类作为战略发展的重点方向，进一步扩大顾家家居的品牌影响力。叠加“国潮崛起”消费思潮，消费者对国产家居品牌的接受度提升；（3）**大宗影响小：**软体家居消费属于个性化消费，精装房不配套，因此大宗业务收入占比很低，个别地产企业的波动对公司账期及短期业绩几乎不产生影响。结合估值性价比，持续看好“内需+2C”为主的软体龙头【喜临门】、【顾家家居】、【敏华控股】。

### 1.2. 加快形成减污降碳激励约束机制，预计22年开放CCER交易，看好林业碳汇赛道

**12月10日中央经济工作会议通稿原文：**要正确认识和把握碳达峰碳中和。实现碳达峰碳中和是推动高质量发展的内在要求，要坚定不移推进，但不可能毕其功于一役。要坚持全国统筹、节约优先、双轮驱动、内外畅通、防范风险的原则。传统能源逐步退出要建立在新能源安全可靠的替代基础上。要立足以煤为主的基本国情，抓好煤炭清洁高效利用，增加新能源消纳能力，推动煤炭和新能源优化组合。要狠抓绿色低碳技术攻关。要科学考核，新增可再生能源和原料用能不纳入能源消费总量控制，创造条件尽早实现能耗“双控”向碳排放总量和强度“双控”转变，加快形成减污降碳的激励约束机制，防止简单层层分解。

要确保能源供应，大企业特别是国有企业要带头保供稳价。要深入推动能源革命，加快建设能源强国。

我们认为中央经济工作会议传递关于“双碳”的两点信息：

- (1) **正确认识双碳，纠正运动式减碳：**不可能毕其功于一役，传统能源逐步退出要建立在新能源安全可靠的替代基础上，要立足以煤为主的基本国情，推动煤炭和新能源优化组合。
- (2) **科学考核，加快形成减污降碳激励约束机制：**新增可再生能源和原料用能不纳入能源消费总量控制，创造条件尽早实现能耗“双控”向碳排放总量和强度“双控”转变，防止简单层层分解。

林业碳汇作为“碳中和”进程中的“负碳”途径，具备碳汇量大、成本低、生态附加值高等特点，是 CCER 项目中的“黄金”。预计 22 年开放 CCER 交易，看好林业碳汇赛道。建议关注【岳阳林纸】。

## 2. 行业观点

### 2.1. 新型烟草板块

**国内方面，近期电子烟政策密集出台，政策规范促进行业有序发展。**

- 2021 年 11 月 26 日，国务院正式发布关于修改《中华人民共和国烟草专卖法实施条例》的决定，新增一条“电子烟等新型烟草制品参照本条例中关于卷烟的有关规定执行”，电子烟正式纳入烟草体系监管。**我们认为：**（1）电子烟拥有正式身份，行业进入有序监管阶段；（2）电子烟等新型烟草纳入中烟销售体系，政策规范沿着强化中烟监管方向进行；（3）纳入烟草管理后，中烟管烟碱和烟草销售两头，持续关注税收等细则规定的推进；（4）管理部门确定后，各类标准，例如电子烟国标、生产标准、销售渠道等细则将逐步确定；（5）利好高生产标准、高技术储备及高资金储备的生产商。
- 2021 年 11 月 30 日，国家烟草局发布关于征求《电子烟》国家标准(征求意见稿)意见的通知，拟在发布后 3-5 个月正式实施。12 月 2 日，国家烟草专卖局公开征求对《电子烟管理办法(征求意见稿)》的意见。**我们认为：**（1）从监管来看，电子烟整体监管基本与卷烟保持一致。所有环节均需要许可、批准，并采取统一集采平台销售；（2）现有电子烟竞争格局将被打破，电子烟进入专卖时代。产品端看重合规及品质，利好具备高生产标准、高技术储备及高资金储备的生产商；渠道端电子烟国代、省代、市代将面临洗牌，批发类企业需要申请批发牌照。

**国外方面，PMTA 首次批准雾化烟，行业或迎来利好。**2021 年 10 月 13 日，FDA 首次授权电子烟产品在美国市场合法销售，允许英美烟草旗下雷诺烟草（RJ Reynolds）销售烟草口味 Vuse Solo Power Unit、Vuse Replacement Cartridge Original 4.8% G1 和 Vuse Replacement Cartridge Original 4.8% G2 三款产品，同时拒绝其他 10 款调味烟，薄荷味的申请尚在评估中。**此次审批进度更新我们可以看出 FDA 三点意图：**（1）FDA 认可电子烟相比传统烟草具备减害属性，对于美国及全球电子烟市场具备正面示范效应；（2）非口味烟（尤其是烟草口味）政策友好性更强，后续建议重点关注薄荷醇电子烟过审情况；（3）VuseSolo 是首批提交审查的产品之一，其他品牌在美审批时点或已临近，JUUL、NJOY、Logic 等龙头品牌有望加速过审。

**中国电子烟渗透率仅 0.6%，仍有较大提升空间。**国际烟草巨头将新型烟草作为战略研发重点，新型烟草的全球变革成为趋势，据蒸汽动态数据，2020 年全球电子烟行业的市场销售额达到 424 亿美元，同比增长 15.6%；2013 年中国电子烟市场规模为 5.5 亿元，2020 年市场规模增至 83.8 亿元，八年 CAGR 72.5%，据蒸汽动态数据，预计 2021 年有望超过 100 亿元，中国电子烟市场规模急剧扩张。中国烟民规模世界第一，但电子烟渗透率仅有 0.6%，市场规模预计仍有提升空间。建议关注【集友股份】、【思摩尔国际】、【劲嘉股份】。

## 2.2. 内销家居

2021年1-10月全国住宅商品房销售面积12.64亿平方米，同比上升7.1%，涨幅比2021年1-9月收窄4.3pct，销售面积较19年1-10月增加7.9%。单月数据看，2021年10月全国住宅商品房销售面积1.10亿平方米，同比下降24.1%，单月销售面积环比9月有所下降，较19年10月下降12.0%。

**全国一、二线及重点三线城市1-10月新房销量同比+11.99%，其中10月成交面积同比-26.15%。**整体上看，1-10月全国30大中城市商品房成交面积1.54亿平方米，同比增加11.99%，涨幅较1-9月收窄5pct，成交面积较19年1-10月增加5.71%；单月看，2021年10月全国30大中城市商品房成交面积1180.05万平方米，同比下降26.15%，较19年10月下降19.41%。分城市等级看，2021年1-10月30大中城市中，一线城市成交面积3612万方，累计同比上升23.91%，较19年1-10月增加30.61%；二线城市成交面积7626万方，累计同比上升22.07%，较19年1-10月增加8.04%；三线城市成交面积4205万方，累计同比下降9.14%，较19年1-10月下降12.12%。累计看，2021年1-10月9大城市二手房成交面积5762万平方米，累计同比减少2.24%，较19年1-10月减少9.48%。

**住宅新开工面积1-10月累计同比有所下滑。**2021年1-10月全国住宅新开工面积12.35亿平方米，同比下滑6.8%，较19年1-10月下滑9.83%。2021年10月，全国住宅新开工面积1.0亿平方米，同比减少33.9%，较19年10月减少30.91%。

**商品房住宅累计竣工面积同比+16.85%，单10月同比-21.33%，**2021年1-10月全国住宅竣工面积4.14亿平方米，同比上涨16.85%，较19年1-10月增长7.64%。2021年10月，全国住宅竣工面积4599万平方米，同比减少21.33%，较19年10月减少14.68%。

**9月精装修开盘套数回落，同比减少37.0%。**据奥维云网数据，1-8月精装新开盘房间累计数量204.3万套，同比减少10.4%；9月单月开盘项目21.9万套，同比减少37.0%。精装市场过去几年持续高增长，高基数压力下今年精装市场呈现负增长。

**2021年1-10月全国家具零售额1338亿元，**累计同比增加18.40%，涨幅较1-9月收窄2.3pct，零售额较19年同期降低14.70%。10月单月全国家具零售额149亿元，同比上涨2.4%，零售额较19年10月减少14.61%。

**2021年10月刨花板、中纤板价格环比基本稳定，MDI、TDI价格环比下降。**1-10月，18厘刨花板均价68.96元，同比上升6.96%，较19年1-10月上升7.32%，10月单月均价71.19元，环比9月上升1.80%。1-10月，15厘中纤板均价为79.39元，同比上涨3.10%，较19年1-10月上升4.47%；10月单月均价81.35元/张，环比9月上升1.31%。1-10月，MDI均价22265.37元/吨，同比上涨40.19%，较19年1-10月增加12.17%，10月均价23105.88元/吨，环比9月上升9.84%。1-10月，TDI均价14508.29元/吨，同比上涨19.97%，较19年1-10月增加5.88%，10月均价14617.65元/吨，环比9月上升5.13%。

表1：2021年10月新房销售面积、竣工面积、家居零售额

	2021年1-10月	同比	较19年同期	2021年10月	同比	较19年同期
新房销售面积	12.64 亿方	7.1%	7.9%	1.10 亿方	-24.1%	-12.0%
30 大中城市新房销售面积	1.54 亿方	11.99%	5.71%	1180.05 万方	-26.15%	-19.41%
一线城市新房销售面积	3612 万方	23.91%	30.61%	326.53 万方	-12.79%	+32.28%
二线城市新房销售面积	7626 万方	22.07%	8.04%	526.35 万方	-24.62%	-29.28%
三线城市新房销售面积	4205 万方	-9.14%	-12.12%	327.17 万方	-37.73%	-30.87%
9 城二手房累计成交面积	5838 万方	-0.95%	-8.29%	334 万方	-37.74%	-37.96%
累计住宅竣工面积	4.14 亿方	16.85%	7.64%	4599 万方	-21.32%	-14.67%
家具零售额	1338 亿元	18.4%	-14.67%	149 亿元	2.4%	-14.79%

资料来源：Wind，天风证券研究所

### 2.2.1. 成品板块



**头部企业收入、利润高增，行业集中度持续提升。**21 前三季度顾家家居、喜临门分别实现收入 132.25/50.43 亿元，同比分别+54.78%/+46.05%；归母净利润 12.38/3.74 亿元，同比分别+22.58%/+107.47%。FY22H1 敏华控股实现主营业务收入 102.14 亿港元，同比+53.9%，实现归母净利润 9.88 亿港元，同比+31.9%。原材料涨价对短期利润率有一定影响，考虑到家居产品属于耐用消费品，消费者对其的价格敏感度较快消费品低，龙头企业具备向终端传导成本上涨压力的能力，预计随家居企业提价逐步落实，成本上涨对业绩的影响将逐渐减弱。

**引入职业经理人提升运营效率，精细化管理奠定长期稳健发展的基础。**喜临门剥离影视业务，聚焦床垫、软床、沙发业务；顾家家居受益李东来总搭建的团队收入规模持续高增；敏华控股聘任原微软大中华区企业服务部总经理冯国华先生出任执行董事兼 CEO，主导供应链智能化、信息化改革，推进新零售建设。头部企业正在从较为粗放的主要依赖开店数量增长的发展模式向精细化管理转型，引入职业经理人把控战略发展方向，面向基层门店完善员工培训机制，强化终端门店运营管理，高效的管理体系将为企业的长远发展奠定基础。

**持续看好“内需+2C”为主的软体家居赛道：**

**(1) 渠道力：**软体家居具有“线上无法取代线下”“大宗无法取代零售”的天然壁垒，头部企业在 KA 卖场逐步占据核心位置，以多品类模式在同一卖场开设系列店，发挥并不断增强不同系列门店间的互相导流能力，满足消费者一站式购物的需求，地方性及中小品牌或将逐步失去成交场景，从而退出核心市场竞争。

**(2) 产品力：**过去几年国内软体企业依托收购海外品牌、和海外设计师合作开发等方式，产品力得到显著提升。头部企业产品研发能力强，在持续研发原有核心产品的基础上，通过内生、外延的不同方式，补充完善产品矩阵，例如：喜临门在巩固床垫产品优势的同时，收购中高端沙发品牌 M&D，并获得夏图系列产品在中国的独家代理权，此举有效拓展了公司沙发产品线的深度，补足高端产品细分领域，实现沙发业务全方位升级。顾家家居深挖沙发品类的消费者需求，坚持打造差异化产品，在皮质、布艺、功能领域均开发了产品，同时将床垫品类作为战略发展的重点方向，进一步扩大顾家家居的品牌影响力。叠加“国潮崛起”消费思潮，消费者对国产家居品牌的接受度提升。

**(3) 大宗影响小：**软体家居消费属于个性化消费，精装房不配套，因此大宗业务收入占比很低，个别地产企业的波动对公司账期及短期业绩几乎不产生影响。结合估值性价比，持续看好“内需+2C”为主的软体龙头【喜临门】、【顾家家居】、【敏华控股】；定制板块优选业务结构良好且管理能力强的【欧派家居】、【志邦家居】。

## 2.2.2. 定制板块

**櫥衣木等产品间协同效应逐步显现。**分品类看，21Q3 欧派家居/志邦家居衣柜收入分别为 57.36/11.87 亿元，同比分别+50.53%/+64.19%；櫥柜收入分别为 53.95/18.71 亿元，同比分别+30.63%/+23.36%；木门收入分别为 8.37/0.77 亿元，同比分别+72.49%/+234.85%，多品类间的协同效应逐步显现，同比均实现高增。

**整装模式放量可期。**整装业务方面，欧派家居于 4 月推出的“StarHomes 星之家”品牌形成双翼驱动，整装大家居以“整装赋能”模式重构业态，截至 21 年 7 月 9 日，欧派整装大家居接单业绩累计突破 10 亿，增速超 160%，截至 21Q3 已拥有近 700 家整装大家居门店，代理商覆盖接近 600 座城市；前三季度索菲亚整装业务贡献收入 3.13 亿元，整装模式或将成为定制企业的下一重要增长点。

**短期行业 beta 机会，长期零售是核心竞争力。**短期内竣工回暖和工程业务的高速增长是业绩增长的主要驱动因素，随着客流反弹和疫情带来的行业洗牌，行业增速有望提前修复；长期内，行业集中度仍旧偏低，零售端的品牌实力是家居企业的核心竞争力，看好有品牌力的头部企业的持续成长，推荐【喜临门】【顾家家居】【敏华控股】【欧派家居】【志邦家居】【江山欧派】；关注【金牌厨柜】【皮阿诺】【索菲亚】【好莱客】【尚品宅配】等。



## 2.3. 出口板块

10月家具出口实现64.67亿美元，同比+14.40%，涨幅较9月下降1.6pct。根据海关总署数据，21年1-10月出口额27011.36亿美元，同比+32.3%，其中单10月出口额3002.21亿美元，同比+27.1%，较21年9月的3057.94亿美元环比-1.8%。2021年1-10月家具及零件累计出口597.68亿美元，同比+35%，其中单10月出口64.67亿美元，同比+14.4%，较21年9月单月出口61.56亿美元上升5.05%。

**出口短期承压，长期看好供给端集中度提升、龙头竞争优势进一步加强。**从供需格局角度看：（1）供给端：上半年上市出口企业收入显著增长而盈利承压，下半年依旧受限于海运运力紧张、原材料压力及人民币升值压力，出口板块细分行业增速或逐步下行，同时在行业长期高压下，不排除部分中小产能出清的可能，行业集中度或进一步提升；（2）需求端：20年全球疫情爆发，海外耐用消费品需求持续高增，21年下半年以来伴随疫情好转等影响，海外产能逐步恢复，需求或趋于平稳增长。长期来看，（1）行业层面：中国在全球供应链中的地位稳固，相关产业配套齐全，（2）公司层面：家居出口龙头抗风险能力强，率先布局海外产能，生产供应稳定性较强，在海外市场的竞争优势进一步加强。建议关注出口占比高的家居龙头【敏华控股】、【顾家家居】，细分赛道龙头【梦百合】、【共创草坪】，单品类渗透率提升的【浙江自然】、【凯迪股份】。

## 2.4. 造纸板块

9月20日起，博汇纸业、晨鸣集团、万国纸业、APP（中国）、山鹰纸业等多家规模纸企发布停机通知函，分别计划在9、10月份停机检修7-20天不等，预计白卡纸、铜版纸等多种纸品供应量都将减少，玖龙、山鹰等纸厂宣布涨价50-200元/吨。目前大多数纸种价格处于低位，其中文化纸、白卡纸价格处于底部，**我们认为造纸行业或出现供需平衡状态，“双控”政策有助于限产保价、提升下游补库意愿，改善行业供求。**（1）短期：关注后续需求（核心因素）、限电政策力度及持续性、新产能投放进度；（2）中长期：“双控”政策有助于加快中小企业产能出清，大厂更易通过新项目审批，行业集中度进一步提升。建议关注自备电比例较高企业【太阳纸业】、【山鹰国际】、【博汇纸业】、【晨鸣纸业】。

### ➤ 林业碳汇：

中国有望成为全球最大的碳交易市场，林业碳汇为CCER项目中的“黄金”。全球碳市场覆盖全球16%温室气体排放、全球54%GDP值、近三分之一人口，预计2021年全球碳市场配额总量超过75亿吨；2019年中国二氧化碳排放量全球占比28.8%，有望成为全球最大的碳交易市场！林业碳汇作为“碳中和”进程中的“负碳”途径，具备碳汇量大、成本低、生态附加值高等特点，是CCER项目中的“黄金”。建议关注【岳阳林纸】。

## 2.5. 包装板块

### 2.5.1. 铝塑膜

**包装企业主业稳健增长，看好铝塑膜国产替代机会。**铝塑膜行业整体来看，目前处于供不应求状态，铝塑膜需求目前核心驱动力是软包电池出货量快速增长，未来增量或源于两轮电动车、储能电池、固态电池等领域。据EVTank及利元亨招股说明书数据，全球软包电池出货量占比由2012年的23.93%提升至2020年的55.83%，2020年出货量107.7GWh，YOY+28.1%；**竞争格局来看**，全球铝塑膜主要被日本企业垄断，其中大日本印刷（DNP）占据全球50%市场份额，昭和电工占据20%市场份额。目前国内铝塑膜技术取得进展，产品性能和可靠性提升，供应体系逐步完善，形成上下游良性循环反馈，处于国产替代化的前夜。推荐全球四家可量产动力类铝塑膜企业之一的【紫江企业】，核心逻辑是国产替代，本质原因是技术进步及上下游供应体系逐步完善；建议关注药包材龙头企业，尝试业务延伸锂电铝塑膜的【海顺新材】。

➤ **紫江企业：传统主业贡献稳定利润，铝塑膜业务有望成为核心增长点。**2010年紫江企业薄膜业务转型工业用薄膜，重点研发锂电池铝塑膜等新能源材料；2013年公司锂离子电池用铝塑膜已通过国内部分大型锂电池厂商认证；2017年部分客户进行小批量采

购，产销达 690 万平方米；2020 年控股子公司紫江新材料（持有股权 63%）马鞍山 180 万平方米及上海 600 万平方米铝塑膜新生产基地进入建设阶段，未来有望成为业绩核心增长点。21Q3 公司铝塑膜单价 16.8 元/平米，21H1 均价 16.0 元/平米，20 年均价 15.5 元/平米，单价持续环比提升，行业竞争格局良好。

- **海顺新材：药包企业延伸新材料业务。**公司主要从事直接接触药品的高阻隔包装材料研发及生产，是药包材和化妆品包装龙头企业，20 年收入 7.14 亿同比+15%，利润 1.03 亿同比+53.6%。截至 2020 年，公司拥有 118 项专利，并掌握多项自主知识产权的核心技术，其中高阻隔聚三氟氯乙烯/PVC 复合硬片生产技术、高阻隔多功能聚烯烃薄膜生产技术等产业化效果明显。据 2021 年 5 月公司公告，公司拟定增 6.02 亿元投资高阻隔复合材料项目，下游应用领域尝试向软包电池铝塑膜、奶酪棒、电子烟、高阻隔单一材质可回收包装等方面拓展。

## 2.5.2. 金属包装

**金属包装二片罐历经 5 年的产能出清和行业整合，供需格局改善，竞争格局优化，龙头市占率提高，上下游话语权增强，2021 年中行业实现大幅提价，行业进入提价通道！** 预计 2021 年下半年，盈利能力增强叠加需求端旺盛，金属包装企业业绩实现较高增速。

表 2：二片罐近年来发展情况梳理

时间	概况
2008-2012 年	金属包装行业销售收入由 535 亿元增长到 1050 亿元，CAGR 25.2%；
2010-2012 年	国内外金属包装企业一致看好二片罐，加码二片罐市场；
2014-2015 年	新建产能集中投产，供需失衡，竞争激烈，二片罐价格下滑；
2016-2018 年	行业龙头企业开启整合并购，奥瑞金收购波尔、昇兴股份收购太平洋制罐、中粮包装收购纪鸿包装等，行业集中度提升，龙头议价力加强。

资料来源：昇兴股份、奥瑞金公司公告，天风证券研究所

表 3：近年来二片罐行业收购案例梳理

公司名称	时间	标的	出资额
奥瑞金	2016 年	中粮包装 27%股份	16.2 亿港元
	2017 年	浙江纪鸿包装有限公司 19%股权	760 万美元
	2018 年	波尔佛山 100%股权、波尔北京 100%股权、波尔青岛 100%股权、波尔湖北 95.69%股权	2.05 亿美元
昇兴股份	2019 年	太平洋制罐下属漳州、武汉公司 100%股权	3.31 亿元
	2020 年	太平洋制罐下属沈阳有限公司 100%股权	1.71 亿元
	2021 年	太平洋制罐下属青岛有限公司 100%股权	2.62 亿元
宝钢包装	2021 年	河北宝钢制罐北方有限公司 47.51%股权	11.60 亿元
		武汉宝钢包装有限公司 47.51%股权	
		佛山宝钢制罐有限公司 47.51%股权	
		哈尔滨宝钢制罐有限公司 47.51%股权	
中粮包装	2017 年	浙江纪鸿包装有限公司 51%股权	6675 万元
		成都高森包装容器有限公司 100%股权	7497 万元
	2019 年	浙江纪鸿包装有限公司 14.1%股权	7850 万元

资料来源：公司公告，天风证券研究所

中长期来看，促进二片罐需求端稳定增长有三点因素：**（1）啤酒罐化率提升**：是最主要因素，中国啤酒罐化率由 2006 年的 15.63%提升至 2020 年的 29.20%，其中 2020 年同比 +1.36pct，每年罐化率增长稳定；此外，横向对比海外其他国家，2020 年英国、美国、韩国、巴西和日本啤酒罐化率分别为 66.48%、68.70%、72.50%、85.74%和 90.96%；**（2）两片罐利于外卖、居家等消费场景**；**（3）金属包装在碳排放、运输、回收方面更具经济性**：**碳排放方面**，生产一瓶 330 毫升的易拉罐，碳排放为 170 克；330 毫升的玻璃瓶，碳排放

为 360 克；500 毫升的塑料瓶，碳排放则为 240 克；**运输过程中**，圆柱状易拉罐空间利用率更高，装运成本更低，饮料净重相同的其他材质包装，无法经济地制成与金属易拉罐同强度的圆柱状；**回收方面**，废旧易拉罐可回炉重熔铸造，能耗比开采新矿后制成易拉罐减少 95%碳排放量。

## 2.6. 生活用纸&个人卫生护理板块

**个人护理行业**包括婴儿卫生用品、女性卫生用品和成人失禁用品三个子行业，不同于生活用纸行业，个人护理行业市场份额受到外资品牌的分割，主要依靠品牌驱动，前期品牌建设需要投入较多时间、精力及资金，消费者粘性强，属于易守难攻的品种。但是 2017 年以来，中国以直播电商、社区平台为代表的新兴渠道崭露头角，高品质国货品牌逐步获得消费者青睐，**我们认为国货品牌可以利用新兴渠道及强产品感知力实现突围。**

我们通过量价角度拆分来看，其中子品类**用户基数**和子行业**渗透率**反映子行业的量；子行业**人均消费额**反映子行业的价，现阶段人均消费额提高普遍受消费升级和产品结构优化所驱动。

**A. 婴儿纸尿裤行业处于成长期，量价齐增。**2020 年婴儿卫生用品行业市场规模 703.39 亿元，2006-2020 年 CAGR18.0%。**现阶段量增是主要驱动力**，婴儿卫生用品消费量 369.72 亿片，2006-2020 年 CAGR15.5%；婴儿卫生用品单片价格 1.90 元/片，2006-2020 年 CAGR2.2%。

**婴儿纸尿裤行业未来趋势：从量的方面来看**，2019 年婴儿纸尿裤渗透率 72.2%，仍有提升空间，婴儿纸尿裤用户基数有下降趋势；**从价的方面来看**，行业将受益于消费升级；**总体来看**，未来五年行业整体有望实现约 10%增速。

**B. 女性卫生用品行业处于成熟期，价增为主。**2020 年中国女性卫生用品的市场规模 890.67 亿元，2006-2020 年 CAGR7.9%。**现阶段价增是主要驱动力**，女性卫生用品消费量 1172.24 亿片，CAGR4.0%；女性卫生用品单片价格 0.76 元/片，CAGR3.7%。

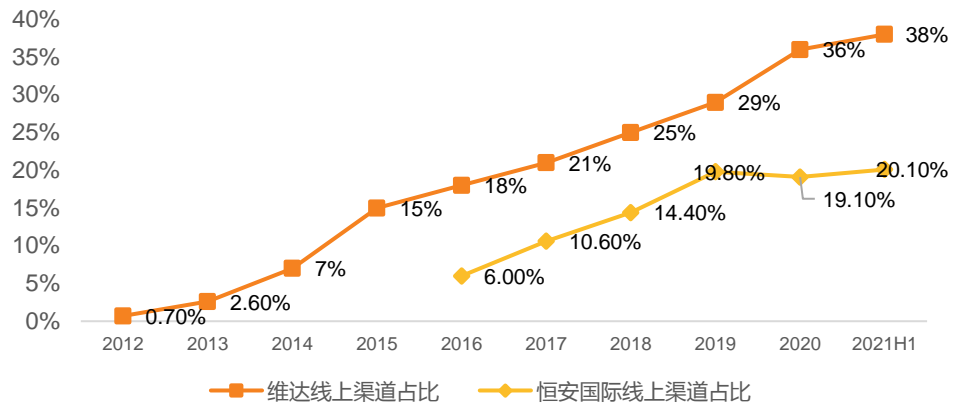
**女性卫生用品行业未来趋势：从量的方面来看**，中国卫生巾渗透率已达到 100%，预计适龄女性用户数量小幅微降；**从价的方面来看**，未来行业受益于安心裤、液体卫生巾等产品升级；**总体来看**，未来五年行业整体有望实现约 4%增速。安心裤、液体卫生巾等**创新产品或引领行业发展**，建议关注“自由点”区域市场份额领先，布局线上建设全国性品牌力的【百亚股份】。

**C. 成人失禁行业处于导入期，价格导向的消费观念主导市场，量增为主。**2020 年中国成人失禁用品市场规模 51.21 亿元，2006-2020 年 CAGR 为 21.7%。**现阶段量增是主要驱动力**，成人失禁用品消费量 20.47 亿片，2006-2020 年 CAGR18.5%；成人失禁用品单片价格 2.5 元/片，2006-2020 年 CAGR2.7%。

**成人失禁行业未来趋势：从量的方面来看**，受中国人口老龄化影响，成人失禁用品的人口基数快速提升，据中国造纸协会数据，2017 年 65 岁以上老人中的渗透率仅为 4.2%；**从价的方面来看**，目前中国消费者教育尚在进行时，尚未进入品牌化阶段，消费者对于产品价格的敏感性较高；**总体来看**，未来五年行业整体有望实现约 20%的高增速。**人口老龄化加剧&渗透率提升驱动成人失禁行业快速增长**，消费升级促进价格导向的消费者观念转向品牌化阶段，建议关注自主品牌中国市场份额第一的【可靠股份】。

**生活用纸消费属性契合电商模式，线上渠道重要性凸显。**纸巾作为必需生活用品，标准化程度高，天然适合电商销售。尤其 2020 年受疫情影响，生活用纸使用场景增加，且消费者更倾向于线上消费，加速电商渠道发展。线上渠道成为生活用纸公司整体增速的关键影响因素，其中维达国际线上渠道占比较高，2021H1 线上销售占比达到 38%，带动公司整体业绩增长，增速高于行业平均水平。

图 1: 维达和恒安国际线上渠道占比 (%)



资料来源：公司公告，天风证券研究所

### 3. 轻工造纸行业数据——核心驱动力与信号指标全跟踪

#### 3.1. 本周板块整体表现

本周轻工制造板块整体上涨 2.53%，跑输沪深 300 指数 0.61 个百分点。

表 4：子板块行情表现

行业	本周涨跌幅(%)	本月涨跌幅(%)	本年涨跌幅(%)
造纸	-0.61%	2.82%	-1.21%
包装印刷	-1.53%	-1.27%	23.13%
家具	11.21%	10.96%	14.06%
其他家用轻工	3.52%	3.80%	-9.19%
珠宝首饰	-0.01%	-0.19%	14.30%
文娱用品	5.32%	5.26%	-21.30%
其他轻工制造	3.74%	4.16%	17.27%
轻工制造行业	2.53%	3.38%	6.00%
沪深 300	3.14%	4.62%	-3.00%

资料来源：wind，天风证券研究所

#### 3.2. 造纸板块数据跟踪（周度更新）

##### 浆纸系

进口木浆现货市场报盘延续震荡上行态势，调整空间在 50-250 元/吨，其中针叶浆价格提涨 50-250 元/吨，阔叶浆提涨 50-150 元/吨，化机浆提涨 150-250 元/吨，本色浆提涨 100-150 元/吨，高价成交匮乏。卓创资讯监测数据显示，12 月 3 日到 12 月 9 日，进口针叶浆周均价 5855 元/吨，较上周上涨 4.59%，同比上升 20.34%；进口阔叶浆周均价 4769 元/吨，较上周上涨 1.81%，同比上升 32.26%；进口本色浆周均价 5960 元/吨，较上周上涨 1.02%，同比上升 26.58%；进口化机浆周均价 3998 元/吨，较上周上涨 3.18%，同比上升 9.14%。

影响价格走势的因素主要有以下几点：第一，纸浆期货博弈心态仍存，业者交易供应面预期居多，高位盘整的盘面，带动现货市场调价节奏；第二，全球物流紧张问题导致中国纸浆到货速度减缓，巴西 11 月出口到中国阔叶浆量环比、同比均下挫，业者低价惜售；第三，新一轮外盘存大幅提涨预期，业者观望气氛浓郁；第四，虽基本面无明显改善，文化用纸市场价格暂未提涨，但生活用纸、白卡纸局部地区市场价格月内落实 100-200 元/吨，支撑市场信心。

图 2：进口针叶浆和阔叶浆日度价格（数据截止 21/12/10）（元/

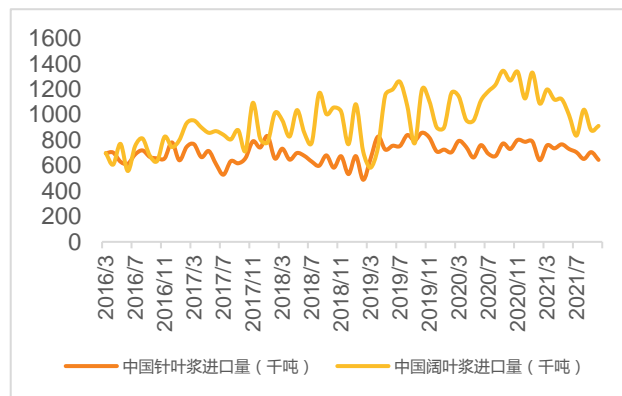
图 3：针叶浆、阔叶浆进口量月度数据（数据截止 21/10；千吨）



吨)



资料来源：卓创资讯，天风证券研究所



资料来源：卓创资讯，天风证券研究所

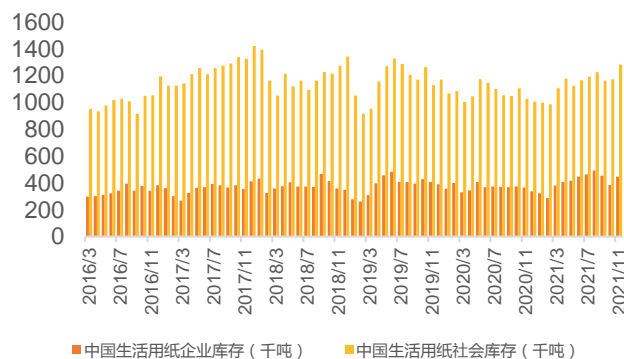
**本周生活用纸市场局部略有趋强。**据卓创资讯监测数据显示，本周生活用纸均价 6381.25 元/吨，环比上周走高约 27.50 元/吨，涨幅约 0.43%，其中木浆生活用纸均价约 6305.00 元/吨，环比走高约 0.53%。影响价格走势的主要因素分析如下：第一，本周进口木浆价格高位运行，成本面红利仍在延续；第二，本周川渝、北方等地部分厂家积极推进涨价函落实，但下游对高价接受度一般，周内纸价实际变动较为有限；第三，终端放量不佳，掣肘下游采购原纸的积极性，对纸价继续提涨存在一定阻力。

图 4：中国木浆生活用纸均价（数据截止 21/12/10）（元/吨）



资料来源：卓创资讯，天风证券研究所

图 5：中国生活用纸社会和企业库存（数据截止 21/11）(千吨)



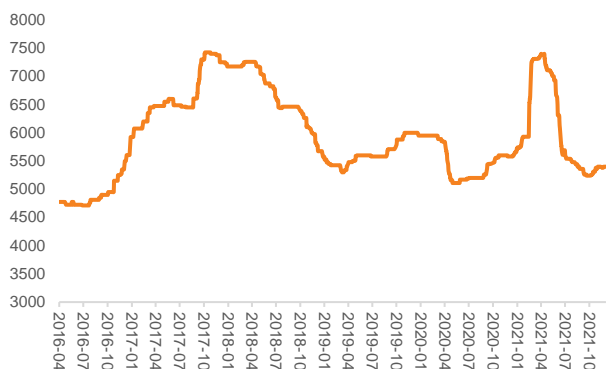
资料来源：卓创资讯，天风证券研究所

**本周铜版纸市场稳中略涨。**据卓创资讯数据显示，本周 157g 铜版纸市场均价为 5400 元/吨，环比上涨 0.19%，较去年同期下调 3.23%。影响价格走势的主要因素有：第一，纸企挺价意向较强；第二，下游经销商成交持续偏弱，局部受纸厂挺价态度影响，价格略有上探，产销倒挂情况略有缓解；第三，下游印厂多维持刚需，需求利好难见；第四，纸浆价格高位震荡，成本面支撑尚存。

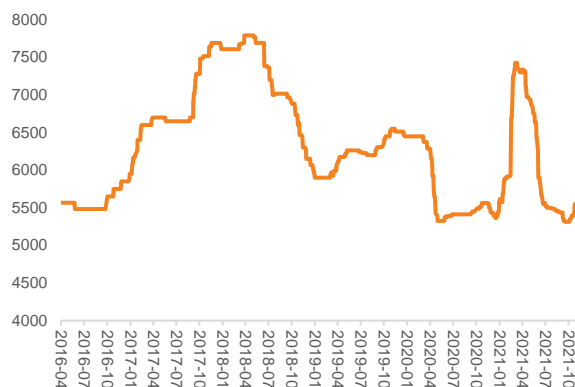
**本周双胶纸市场波动有限。**据卓创资讯数据显示，本周 70g 双胶纸市场均价为 5417 元/吨，环比持平，同比上调 4.81%；70g 木浆双胶纸市场均价为 5575 元/吨，环比上调 0.22%，同比上调 2.91%。影响价格走势的主要因素有：第一，规模纸厂报盘坚挺；中小纸厂订单一般，利润收窄，价格短线持稳；第二，下游经销商交投有限，价格多整理为主，业者备货积极性偏低，市场观望气氛较浓；第三，下游印厂补库积极性不高，需求支撑不足；第四，纸浆价格高位震荡，成本面支撑尚存。

图 6：中国双铜纸日度均价（数据截止 21/12/10）（元/吨）

图 7：中国双胶纸日度均价（数据截止 21/12/10）（元/吨）

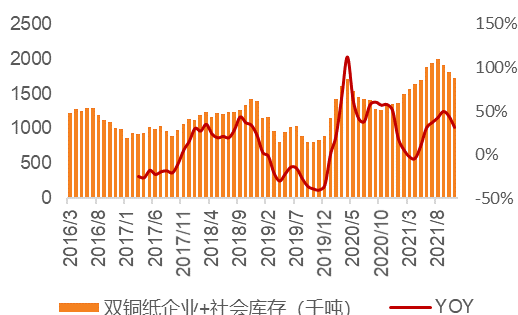


资料来源：卓创资讯，天风证券研究所



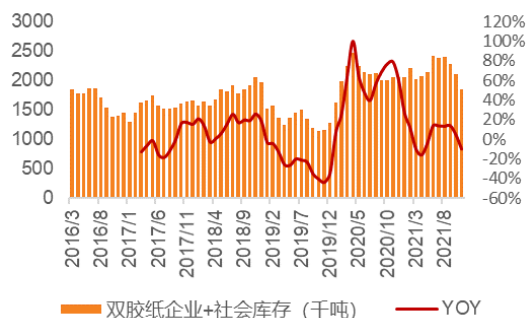
资料来源：卓创资讯，天风证券研究所

图 8：中国铜版纸企业+社会库存（数据截止 21/11）



资料来源：卓创资讯，天风证券研究所

图 9：中国双胶纸企业+社会库存（数据截止 21/11）



资料来源：卓创资讯，天风证券研究所

**本周白板纸市场价格弱势整理，市场交投清淡。**卓创资讯数据显示，本周（12月3日至12月9日）A级250g灰底白板纸出厂含税周均价5105元/吨，较上周下滑0.10%，同比上升4.08%。目前250g白板纸市场主流成交含税参考价5000-5400元/吨。影响本周白板纸价格走势的主要原因为：第一，国废黄板纸价格局部上移，成本面形成一定支撑，纸厂稳价意向强烈；第二，规模纸厂库存压力持续增加，价格优惠政策仍存，加之部分中小厂价格不断下滑，市场成交疲软；第三，北方地区部分中小厂为刺激下游拿货，计划于12月10日上调50-100元/吨，但市场接受度不高，下游终端仍偏刚需，经销商补库积极性欠佳，市场观望为主。

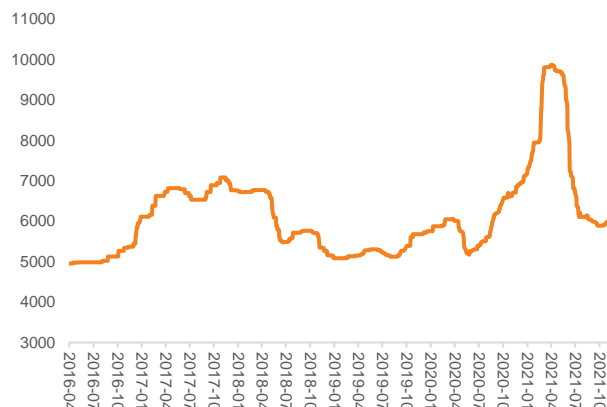
本周白卡纸市场交投一般，纸价小幅涨跌调整，整体重心较前期略有上移。据卓创资讯数据显示，本周（12月3日至12月9日）250-400g平张白卡纸市场含税周均价6091.43元/吨，较上周涨0.52%，同比下滑11.35%。目前250-400g平张白卡纸现金含税主流参考价5800-6000元/吨。影响本周价格走势的原因有：第一，纸厂稳盘为主，在维持出口订单等因素下，对国内市场供应有限。广西、江西及山东社会卡或食品卡在投产初期对市场尚未形成明显的冲击；第二，市场部分规格货源不足，且在年度任务已完成的情况下，贸易商拿货有限，因此整体库存不多，部分低价惜售，部分则促量回笼资金；第三，市场新单不多，多数下游客户随用随拿，买卖双方博弈，成交偏于商谈，市场价差拉大；第四，原料纸浆震荡上扬对市场心态有一定支撑，但市场供需不匹配，且年底供应增大，市场观望心态较浓。

图 10：中国白板纸日度均价（数据截止 21/12/10）（元/吨）

图 11：中国白卡纸日度均价（数据截止 21/12/10）（元/吨）



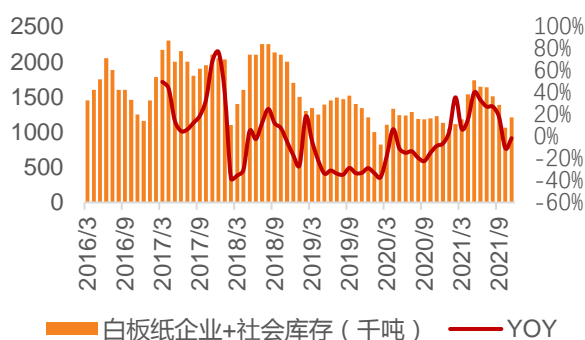
资料来源：卓创资讯，天风证券研究所



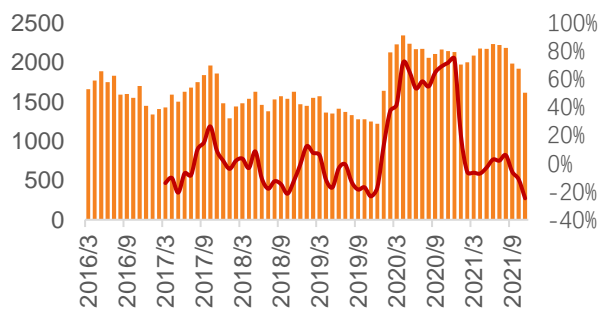
资料来源：卓创资讯，天风证券研究所

图 12：中国白板纸企业+社会库存（数据截止 21/11）

图 13：中国白卡纸企业+社会库存（数据截止 21/11）



白纸板企业+社会库存（千吨） YOY



白卡纸企业+社会库存（千吨） YOY

资料来源：卓创资讯，天风证券研究所

资料来源：卓创资讯，天风证券研究所

### 废纸系

**本周国废黄板纸市场价格局部上移。**据卓创资讯监测数据显示，本周（12月03日至12月09日）国废黄板纸周均价为2448元/吨，环比上涨1.96%，同比上涨11.48%。价格上移主要因为以下几个方面：1. 纸厂成品纸价格正在推涨，废纸价格上涨对其形成较强辅助；2. 大型纸厂对废纸采购兴趣较高，特别是龙头纸企价格领涨；3. 成品纸需求旺季预期偏强。

图 14：中国废纸日度均价（数据截止 21/12/10）（元/吨）

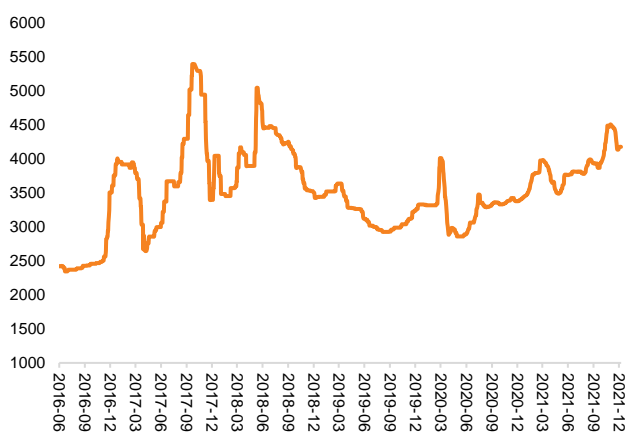


资料来源：卓创资讯，天风证券研究所

**本周瓦楞纸市场主流维稳，局部补涨，观望气氛浓厚。**据卓创资讯监测数据显示，本周中国 AA 级瓦楞纸 120g 市场周均价 4181 元/吨，环比上期均价上调 26 元/吨，涨幅 0.63%，同比涨幅 23.48%。影响本周瓦楞纸市场走势的因素有以下几方面：首先，龙头纸厂发布 12 月 16 日提涨计划，拉涨意愿明显，中小纸厂多持稳去库存为主；其次，原料废纸价格整体上调，北方市场因局部纸企停机，废纸下滑，因此业者心态略有分化，加重市场观望气氛；最后，业者多观望春节订单释放情况，下游包装厂采购心态偏谨慎，局部走货稍有放缓。

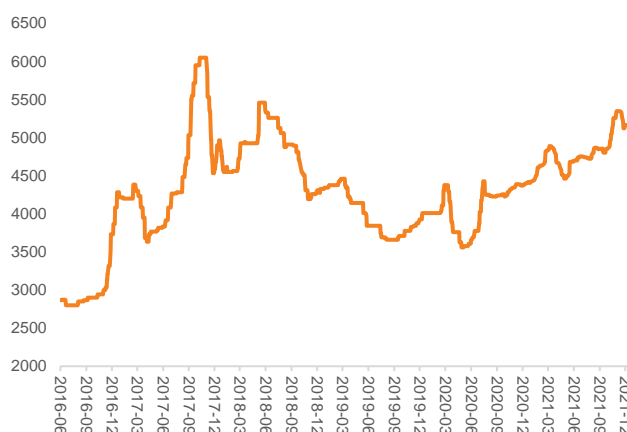
**本周箱板纸市场稳中探涨，拉涨较为僵持。**据卓创资讯监测数据显示，本周中国箱板纸市场周均价 5166 元/吨，较上周均价上涨 25 元/吨，环比涨幅 0.49%，同比涨幅 17.89%。当前影响市场的主要因素有：首先，市场对传统消费旺季仍有一定预期，规模纸厂价格政策仍倾向于挺价，龙头纸企提前发布 16 日提涨 100 元/吨，刺激市场心态；其次，下游包装厂备货意愿一般，终端订单表现不及预期，市场刚需补库为主，需求释放有限；最后，废纸价格局部上行，成本面支撑作用尚存。

图 15：中国瓦楞纸日度均价（数据截止 21/12/10）（元/吨）



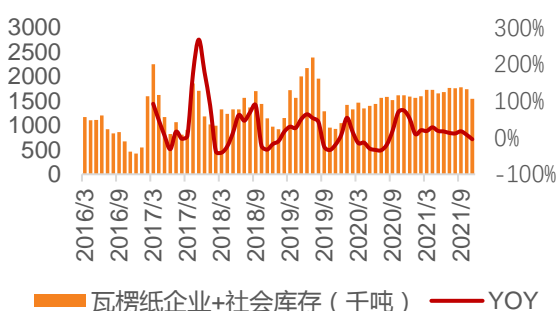
资料来源：卓创资讯，天风证券研究所

图 16：中国箱板纸日度均价（数据截止 21/12/10）（元/吨）



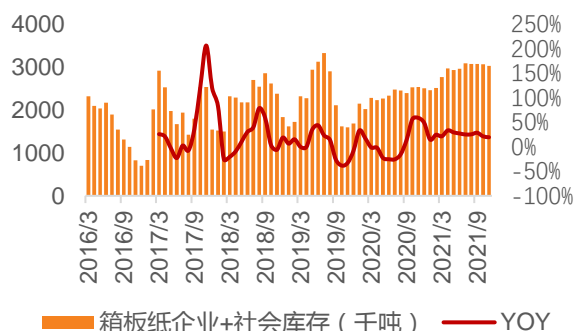
资料来源：卓创资讯，天风证券研究所

图 17：中国瓦楞纸企业+社会库存（数据截止 21/11）



资料来源：卓创资讯，天风证券研究所

图 18：中国箱板纸企业+社会库存（数据截止 21/11）



资料来源：卓创资讯，天风证券研究所

### 库存情况

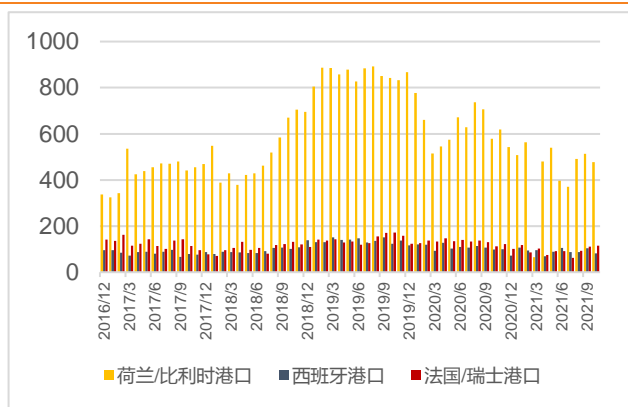
12 月第 1 周国内主要港口及地区纸浆库存较上周下降 4.3%，进口木浆现货市场价格持续攀升，纸厂提货速度有提升，预计本周库存窄幅下挫。

图 19：荷兰/比利时港口、西班牙港口、法国/瑞士港口木浆月度库

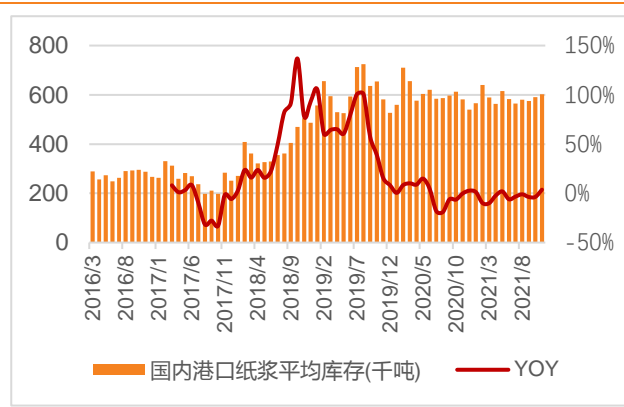
图 20：国内港口纸浆平均库存(千吨)（数据截止 21/11）



存(千吨)(数据截止 21/10)



资料来源: 卓创资讯, 天风证券研究所

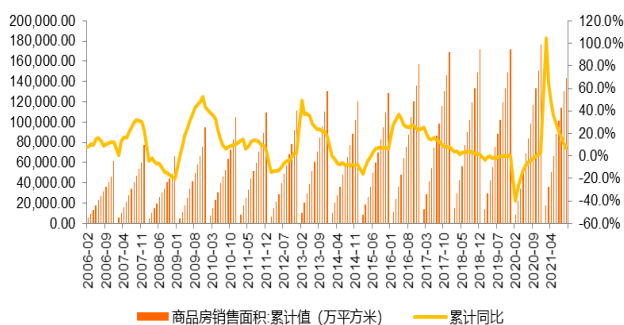


资料来源: 卓创资讯, 天风证券研究所

### 3.3. 家具板块数据跟踪 (月度更新)

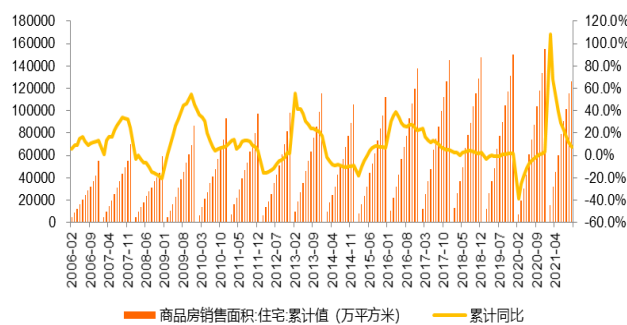
2021年1-10月全国住宅商品房销售面积12.64亿平方米, 同比上升7.1%, 涨幅比2021年1-9月收窄4.3pct, 销售面积较19年1-10月增加7.9%。单月数据看, 2021年10月全国住宅商品房销售面积1.10亿平方米, 同比下降24.1%, 单月销售面积环比9月有所下降, 较19年10月下降12.0%。

图 21: 商品房销售面积及增速(14.30 亿平方米, 7.30%) (数据截至 21/10)



资料来源: Wind, 天风证券研究所

图 22: 住宅销售面积及增速 (12.64 亿平方米, 7.1%) (数据截至 21/10)

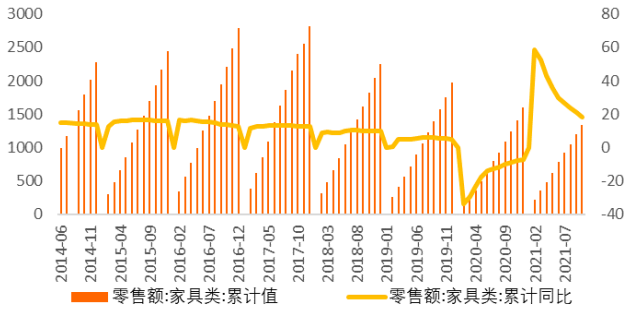


资料来源: Wind, 天风证券研究所

2021年1-10月全国家具零售额1338亿元, 累计同比增加18.40%, 涨幅较1-9月收窄2.3pct, 零售额较19年同期降低14.67%。10月单月全国家具零售额149亿元, 同比上涨2.4%, 零售额较19年10月减少14.79%。

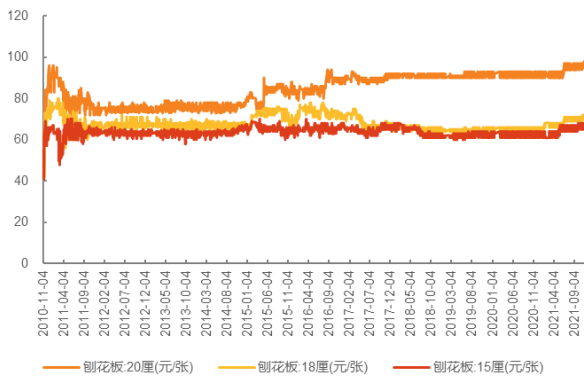
图 23: 全国家具零售额及同比 (1338 亿元, 18.40%) (数据截止 21/10)

图 24: 家具制造利润累计值及同比 (258 亿元, 同比+27.00%) (数据截止 21/09, 亿元)



资料来源: Wind, 天风证券研究所

图 25: 刨花板价格 (数据截止 21/12/2)

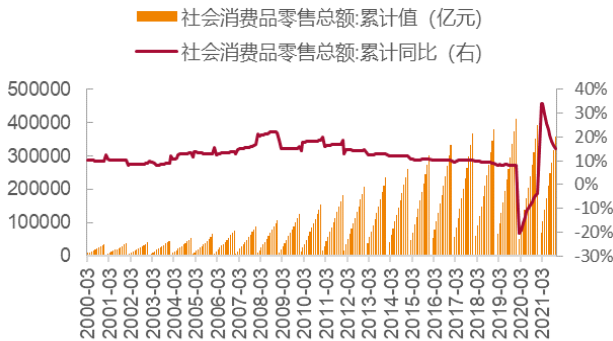


资料来源: Wind, 天风证券研究所

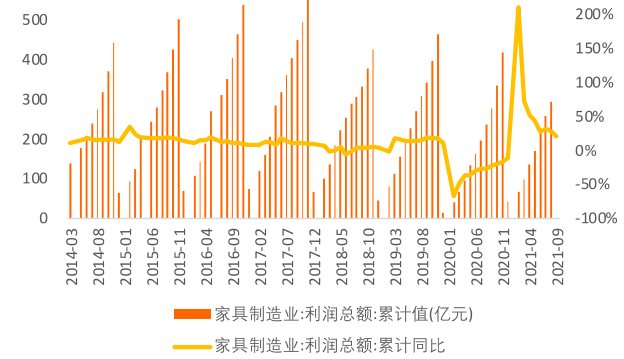
### 3.4. 包装板块数据跟踪 (月度更新)

2021 年 1-10 月全国社会消费品零售总额累计值为 358511.10 亿元, 同比上升 14.90%; 2021 年 1-10 月烟酒类零售额累计值为 3817.10 亿元, 同比增长 24.50%, 累计增幅较 2021 年 1-9 月减小 1.3pct。

图 27: 社会消费品零售总额累计值及同比增速 (数据截止 21/10)

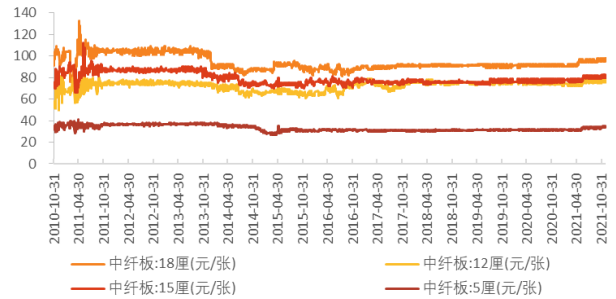


资料来源: Wind, 天风证券研究所



资料来源: Wind, 天风证券研究所

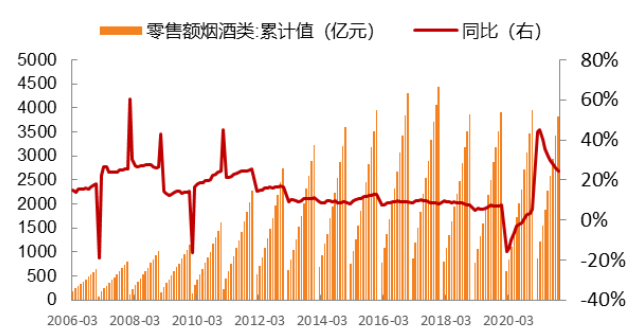
图 26: 中纤板价格 (数据截止 21/12/2)



资料来源: Wind, 天风证券研究所

图 29: 软饮料产量累计值及同比增速 (数据截止 21/10)

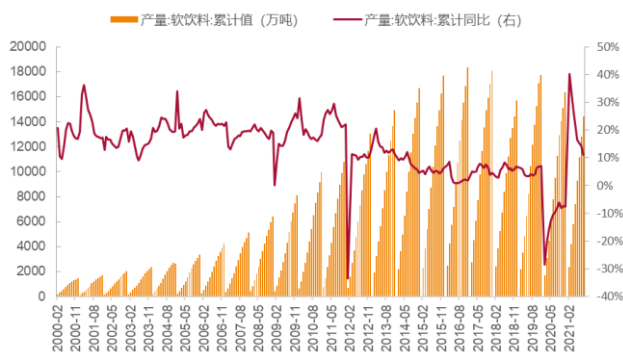
图 28: 烟酒类零售总额累计值及同比增速 (数据截止 21/10)



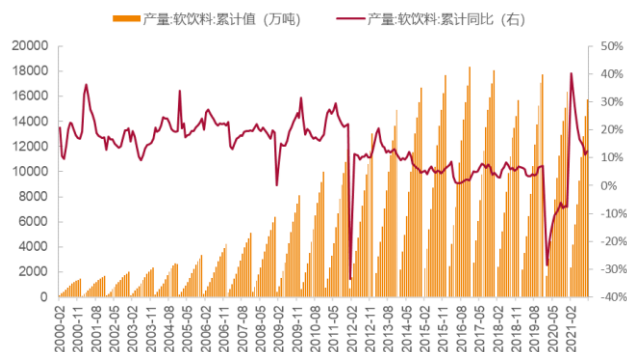
资料来源: Wind, 天风证券研究所

图 30: 卷烟产量累计值及同比增速 (数据截止 21/10)

2021 年 1-10 月全国软饮料产量累计值为 15725.30 万吨, 同比增加 12.20%; 2021 年 1-10 月全国卷烟产量累计值为 21172.20 亿支, 同比增长 2.4%。



资料来源: Wind, 天风证券研究所

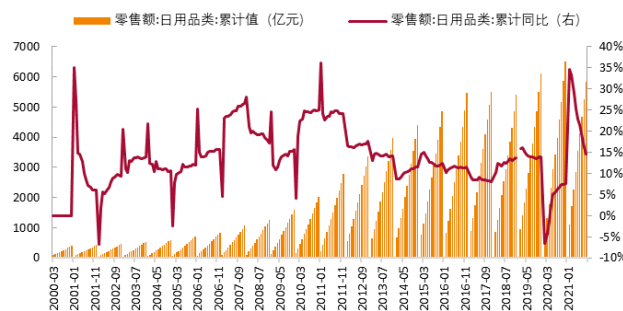


资料来源: Wind, 天风证券研究所

### 3.5. 消费轻工及其他板块数据跟踪 (月度更新)

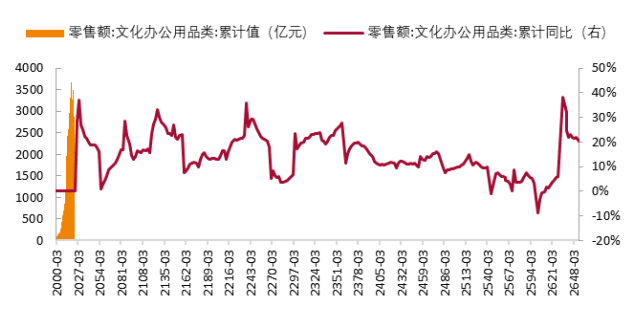
2021年1-10月全国日用品类零售总额累计值为5837.70亿元,同比上升14.60%;文化办公用品类零售总额累计值为3210.60亿元,同比上升20.50%。

图 31: 日用品类零售额累计值及同比增速 (数据截止 21/10)



资料来源: Wind, 天风证券研究所

图 32: 文化办公用品零售额累计值及同比增速 (数据截止 21/10)



资料来源: Wind, 天风证券研究所

## 4. 本周行业新闻和公告

### 4.1. 重点公告

【喜临门】(1) 公司发布《2021 年股票期权激励计划 (草案) 摘要公告》, 本激励计划拟授予激励对象的股票期权数量为 400 万份, 约占本激励计划草案公告日公司股本总额的 1.03%。其中, 首次授予股票期权 320 万份, 约占本激励计划草案公告日公司股本总额的 0.83%, 占本激励计划拟授予股票期权总数的 80%; 预留授予股票期权 80 万份, 约占本激励计划草案公告日公司股本总额的 0.21%, 占本激励计划拟授予股票期权总数的 20%; (2) 公司发布《2021 年员工持股计划管理办法》, 宣布本员工持股计划规模不超过 676.7 万股, 约占本员工持股计划草案公告日公司股本总额的 1.75%。本员工持股计划实施后, 公司全部有效的员工持股计划所持有的公司股票总数累计不超过公司股本总额的 10%。任一持有人所持有本员工持股计划份额所对应的标的股票数量不得超过公司股本总额的 1%。本激励计划首次授予的股票期权在授权日起满 12 个月后分三期行权, 每期行权的比例分别为 40%、30%、30%, 22-24 年的收入考核目标分别为 93.35/116.96/146.21 亿, 利润考核目标分别为 7.14/9.25/12.07 亿, 每期考核需满足收入/利润两个条件中的一个。

【顾家家居】公司发布《关于大股东股票质押的公告》, 宣布公司股东 TB Home 本次质押股数 632.3 万股, 本次股票质押后, TB Home 累计质押股票 5680.5 万股, 占其所持有公司股数的 64.32%, 占公司总股本的 8.98%。

【五洲特纸】公司发布《关于获得政府补助的公告》, 宣布自 2020 年 12 月 10 日至本报告日累计获得政府补助款项人民币 4407 万元, 与收益相关的政府补助为人民币 4307 万

元，与资产相关的政府补助为人民币 100 万元。

【仙鹤股份】浙江仙鹤控股集团有限公司所持有公司的部分股份被质押，质押股数为 2200 万股，占其所持股份比例的 4.07%，占公司总股本比例的 3.12%；质押起始日 2021 年 12 月 7 日，到期日 2022 年 12 月 8 日。截至公告披露日，浙江仙鹤控股集团有限公司持有公司股份累计质押数量（含本次）1.51 亿股，占其持股数量比例 27.96%。

【中顺洁柔】公司《2018 年股票期权与限制性股票激励计划》预留部分的股票期权第二期行权时，18 名激励对象在行权前离职失去激励资格，已经授予但未行权的股票期权有 103950 份；11 名激励对象个人考核达标但不足满分，未能行权的股票期权有 1575 份，公司董事会同意注销上述 29 名激励对象已获授但不可行权的股票期权合计 105525 份。2021 年 12 月 7 日，经中国证券登记结算有限责任公司深圳分公司审核确认，上述 105525 份股票期权的注销事宜已办理完成。

## 4.2. 重要股东买卖

表 5：本周股东二级市场交易情况

代码	名称	变动截止日期	股东名称	股 东 类 型	方 向	变动数量 (万股)	变动数量 占流通股 比(%)	变动数 量占总 股本比 例(%)	交易平 均价 (元)	变动 期间 股票 均价 (元)
300749.SZ	顶固集创	2021-12-01	曹岩	个 人	减 持	194.4900	1.25	0.94	10.05	
002925.SZ	盈趣科技	2021-09-07	厦门赢得未来创业投资合伙企业(有限合伙)	公 司	减 持	170.3400	0.23	0.22	29.50	33.11
603818.S H	曲美家居	2021-12-02	赵瑞海	高 管	减 持	150.0000	0.26	0.26	9.54	11.09
603818.S H	曲美家居	2021-12-02	赵瑞宾	高 管	减 持	150.0000	0.26	0.26	9.54	11.09
603818.S H	曲美家居	2021-12-02	张家港产业资本投资有限公司	公 司	减 持	870.0000	1.50	1.50	9.54	11.09
000785.SZ	居然之家	2021-11-26	王鹏	高 管	增 持	1.2500	0.00	0.00	4.90	4.92
000785.SZ	居然之家	2021-11-26	王宁	高 管	增 持	20.3200	0.03	0.00	4.91	4.92
000785.SZ	居然之家	2021-11-29	张健	高 管	增 持	1.0000	0.00	0.00	4.75	4.78
000587.SZ	*ST 金洲	2021-11-30	北京首拓泽瑞咨询管理合伙企业(有限合伙)	公 司	增 持	1,561.440 0	1.29	0.74	1.34	1.41
000695.SZ	滨海能源	2021-12-01	天津泰达投资控股有限公司	公 司	减 持	55.2100	0.25	0.25		7.78
002243.SZ	力合科创	2021-11-29	北京嘉实元泰投资中心(有限合伙)	公 司	减 持	304.7000	0.56	0.25		10.79
002787.SZ	华源控股	2021-11-29	李志聪	高 管	减 持	303.0000	1.69	0.96	5.38	5.67
002803.SZ	吉宏股份	2021-11-15	曹鑫明	个 人	减 持	0.3000	0.00	0.00	16.89	16.89



002803.SZ	吉宏股份	2021-11-12	曹鑫明	个人	减持	0.3200	0.00	0.00	16.22	16.13
002803.SZ	吉宏股份	2021-11-09	曹鑫明	个人	增持	0.1400	0.00	0.00	16.16	16.02
002803.SZ	吉宏股份	2021-11-05	曹鑫明	个人	增持	0.3700	0.00	0.00	16.32	16.22
002803.SZ	吉宏股份	2021-11-04	曹鑫明	个人	增持	0.1100	0.00	0.00	15.76	15.79
300849.SZ	锦盛新材	2021-11-29	洪煜	高管	减持	10.5000	0.12	0.07	12.41	12.47
300849.SZ	锦盛新材	2021-11-30	洪煜	高管	减持	4.5000	0.05	0.03	12.70	12.68
300849.SZ	锦盛新材	2021-12-01	洪煜	高管	减持	32.7000	0.37	0.22	12.90	12.94
300883.SZ	龙利得	2021-11-30	上海金浦创新股权投资管理 有限公司-上海金浦 国调并购股权投资 基金合伙企业 (有限合伙)	公司	减持	196.0000	0.82	0.57		8.36

资料来源: wind, 天风证券研究所

### 4.3. 近期非流通股解禁情况

表 6: 未来三个月解禁预告

代码	简称	解禁日期	解禁数量(万股)	解禁市值(万元)	占总股本比例(%)	占解禁后流通比例(%)
605299.SH	舒华体育	2021-12-15	6,355.12	116,807.08	15.44%	55.97%
301009.SZ	可靠股份	2021-12-17	316.37	6,669.16	1.16%	5.17%
000785.SZ	居然之家	2021-12-20	202,433.16	975,727.83	31.01%	72.70%
300920.SZ	润阳科技	2021-12-27	2,937.94	107,939.85	29.38%	54.03%
301004.SZ	嘉益股份	2021-12-27	128.90	2,712.02	1.29%	5.16%
605377.SH	华旺科技	2021-12-27	6,258.00	106,573.74	21.80%	46.72%
300501.SZ	海顺新材	2022-02-07	103.95	2,130.98	0.54%	0.67%
603408.SH	建霖家居	2022-02-07	1,685.65	23,194.55	3.77%	14.53%
300945.SZ	曼卡龙	2022-02-10	3,529.87	95,235.99	17.30%	40.90%
605268.SH	王力安防	2022-02-24	738.00	8,730.54	1.69%	9.92%
601968.SH	宝钢包装	2022-03-02	10,884.04	104,813.31	9.61%	11.50%

资料来源: Wind, 天风证券研究所

### 4.4. 股权质押情况

表 7: 股权质押情况表 (更新至 2021/12/11)

代码	简称	质押股占大股东所持持股比例	质押总股数 (万股)
002575.SZ	群兴玩具	97.1%	6,690.0
002751.SZ	易尚展示	95.4%	3,699.8
002740.SZ	爱迪尔	83.9%	17,697.8
600735.SH	新华锦	80.0%	14,835.0

600539.SH	ST 狮头	78.1%	4,798.2
000910.SZ	大亚圣象	77.1%	19,600.0
600836.SH	上海易连	76.6%	10,000.0
603021.SH	山东华鹏	75.0%	8,285.3
002191.SZ	劲嘉股份	73.1%	42,675.7
600337.SH	美克家居	72.2%	28,265.0
603398.SH	邦宝益智	70.2%	5,890.0
002240.SZ	威华股份	68.8%	8,104.5
600439.SH	瑞贝卡	67.6%	25,780.0
002798.SZ	帝欧家居	66.7%	11,538.3
000812.SZ	陕西金叶	65.5%	16,342.0
603058.SH	永吉股份	64.8%	14,443.4
600966.SH	博汇纸业	62.9%	38,264.8
002846.SZ	英联股份	62.3%	12,495.5
002752.SZ	昇兴股份	61.6%	37,200.0
600567.SH	山鹰纸业	59.2%	82,010.0
002229.SZ	鸿博股份	57.4%	8,094.0
603008.SH	喜临门	55.8%	4,923.6
000695.SZ	滨海能源	50.0%	3,613.8
603818.SH	曲美家居	49.2%	12,440.0
002731.SZ	萃华珠宝	48.5%	3,790.0
603313.SH	梦百合	46.4%	11,898.9
002803.SZ	吉宏股份	45.9%	4,210.7
002489.SZ	浙江永强	45.8%	48,804.0

资料来源：Wind，天风证券研究所

## 4.5. 沪深港通情况

图 33：沪深港通情况

轻工A股标的沪/深股通持股占全部A股比例 (%)										
行业	代码	名称	2020/12/31	2021/3/31	2021/6/30	2021/9/30	2021/12/9	近1日变动	近10日变动	近30日变动
造纸	002511.SZ	中顺洁柔	6.28	6.72	7.12	4.48	4.92	0.29	0.35	-0.14
	002078.SZ	太阳纸业	1.98	1.62	2.06	1.50	1.13	0.09	0.13	0.12
	600567.SH	山鹰纸业	1.46	1.62	1.95	1.64	1.29	0.06	0.12	-0.02
	000488.SZ	晨鸣纸业	1.95	2.29	1.61	0.62	0.79	0.11	0.07	0.13
	002067.SZ	景兴纸业	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	-	-	-
	603165.SH	荣晟环保	0.13	0.13	0.07	0.07	0.05	-	-	-0.01
行业	代码	名称	2020/12/31	2021/3/31	2021/6/30	2021/9/30	2021/12/9	近1日变动	近10日变动	近30日变动
家居	002572.SZ	索菲亚	17.85	18.61	21.12	20.14	16.35	0.27	0.66	-0.79
	603816.SH	顾家家居	4.50	3.70	4.29	5.06	4.88	-0.11	-0.08	-0.72
	600337.SH	美克家居	0.54	0.98	3.68	0.59	0.87	0.14	0.19	0.25
	000910.SZ	大亚圣象	2.68	1.93	2.86	4.32	4.73	0.08	0.10	0.36
	603833.SH	欧派家居	7.17	6.61	6.38	6.67	7.33	-0.04	-0.04	0.37
	300616.SZ	尚品宅配	0.68	0.69	1.04	0.89	0.85	0.27	0.32	0.17
	603801.SH	志邦家居	2.54	3.51	3.20	3.44	3.36	-0.30	-0.83	-0.19
	603818.SH	曲美家居	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	-	-	-
	603898.SH	好莱客	0.48	0.47	0.47	0.47	0.47	-	-	-
603008.SH	喜临门	1.08	2.47	2.76	1.35	2.63	-0.05	0.21	0.66	
行业	代码	名称	2020/12/31	2021/3/31	2021/6/30	2021/9/30	2021/12/9	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	1.76	1.21	2.96	5.81	4.48	-0.29	-1.02	-0.07
	601515.SH	东风股份	0.60	0.60	0.60	0.60	0.52	-	-	-
	002831.SZ	裕同科技	4.91	7.70	7.34	6.85	7.83	-0.01	-0.47	0.17
	002701.SZ	奥瑞金	3.41	4.49	3.50	3.41	3.23	-0.02	0.44	-
	002117.SZ	东港股份	0.17	0.37	0.14	0.06	0.06	-	-	-
	002303.SZ	美盈森	0.47	0.51	0.27	0.26	0.19	-	-	-
	002752.SZ	昇兴股份	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	-	-	-
	600210.SH	紫江企业	2.56	3.16	2.75	2.04	1.08	-0.02	0.01	-0.54
	002522.SZ	浙江众成	0.29	1.43	0.17	0.12	0.10	-	-	-0.01
行业	代码	名称	2020/12/31	2021/3/31	2021/6/30	2021/9/30	2021/12/9	近1日变动	近10日变动	近30日变动
其它家用轻工	603899.SH	晨光文具	3.55	4.12	5.62	6.24	5.36	-0.01	0.04	-0.19
	002345.SZ	潮宏基	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	-	-	-
	002678.SZ	珠江钢琴	0.03	0.03	0.03	0.03	0.03	-	-	-
	600439.SH	瑞贝卡	0.49	0.33	0.31	0.31	0.21	-0.01	-0.01	-0.07
	002301.SZ	齐心集团	0.32	0.31	0.26	0.29	0.70	-0.03	-0.38	-0.29
	002489.SZ	浙江永强	0.98	1.39	1.12	0.96	0.91	-0.02	-0.09	-0.12
	002721.SZ	金一文化	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	-	-	-
	600612.SH	老凤祥	1.05	0.73	1.19	1.10	1.30	0.02	-0.04	0.06
	002867.SZ	周大生	4.40	3.27	3.33	2.59	2.07	0.10	-0.76	-0.91
	002631.SZ	德尔未来	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	-	-	-
	002348.SZ	高乐股份	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	-	-	-
603600.SH	永艺股份	1.58	1.32	0.63	0.56	0.72	-0.05	0.07	0.25	
港股轻工港股通持股占港股股本比例 (%)										
行业	代码	名称	2020/12/31	2021/3/31	2021/6/30	2021/9/30	2021/12/9	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	19.10	21.65	22.97	21.83	22.49	-0.05	0.13	0.13
	1044.HK	恒安国际	1.55	1.56	1.48	1.55	1.64	-	-	-
	2689.HK	玖龙纸业	1.59	2.42	2.05	1.70	1.71	-	-	-0.02
	2314.HK	理文造纸	0.37	0.45	0.35	0.30	0.42	-	0.05	0.10
	1999.HK	敏华控股	21.84	25.46	26.25	23.44	23.14	0.04	-0.27	-0.47
	3331.HK	维达国际	1.55	1.88	1.73	1.74	1.68	-0.02	-0.04	-0.09

资料来源: Wind, 天风证券研究所

### 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	上海市虹口区北外滩国际	深圳市福田区益田路 5033 号
邮编：100031	号保利广场 A 座 37 楼	客运中心 6 号楼 4 层	平安金融中心 71 楼
邮箱：research@tfzq.com	邮编：430071	邮编：200086	邮编：518000
	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-65055515	电话：(86755)-23915663
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-61069806	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com