

轻工制造

为何我们当前建议重视出口股？本周专题恒林股份拟并购厨博士

出口板块：出口股的预期差在于 2 月下旬市场对于欧美国家抗疫能力担忧，预期对出口业务影响至少在两个季度以上，因此本轮出口股出现一定回调。我们判断进入 5 月，欧美国家或陆续重启经济，时间点超预期，线下门店或陆续开启，同时出口订单也有望逐渐进入复苏期。我们预计对出口企业来说，5 月订单优先恢复，6 月将反馈到出货上。

推荐标的：轻工纺服板块推荐 1、内销 Q2 率先恢复，外销持续复苏的【顾家家居】建议关注【敏华控股】；2、出口为主，细分领域龙头【梦百合】【麒盛科技】【申洲国际】【健盛集团】；此外建议关注【捷昌驱动】【春风动力】（天风机械覆盖）、【八方股份】（天风电新覆盖）。

内销家居板块：

竣工回暖趋势延续，提升全年业绩增长中枢。一至二月住宅竣工面积受疫情影响下滑约 24%，三月份单月竣工面积同比增长 1.2%，竣工数据领先客流发生了快速修复。自去年 8 月以来住宅竣工面积单月增速转正，12 月单月竣工增速超 20%，竣工与销售面积缺口进一步缩小，竣工回暖趋势显著，将提升下游的家居竣工产业链全年增长中枢。我们维持 2020 年竣工回暖的判断。

国内可选消费从 4 月起全面复苏。国内消费最困难是 2-3 月，3 月各大品牌借助线上直播渠道接受预订单蓄客，4 月线下重启，结合 4 月线下促销和五一长假，内销在 4 月和 5 月前半月获得显著的恢复。根据天猫数据，线上衣柜类 4 月销售额 3.34 亿元（+35.7%），沙发类 4 月销售额 17.17 亿元（+47.1%），整体橱柜 4 月销售额 6.95 亿元（+391.8%）。

工程端受疫情影响较小，4 月份增速显著提升。1-3 月份受疫情影响，全国工地工程开工率不足致工程家居业务订单后置。4 月份随着各大地产企业的逐步复工，家居工程业务 4 月份迎来订单修复，5-6 月份预计加速进入订单转化期。此外，工程业务对品牌和资金要求更高，利好龙头企业，持续看好定制家居企业工程业务的发展！

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震荡带来的行业洗牌，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定制家居企业的核心竞争力，看好有品牌力的定制家居企业的持续成长【欧派家居】【顾家家居】【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。

新型烟草和必选消费：看好今年国内加热不燃烧蓄势待发，中烟专营专卖体制下加热不燃烧具有千亿市场规模潜力，看好【集友股份】；必选消费继续推荐【中顺洁柔】【晨光文具】。

风险提示：交房不及预期；原材料价格上涨；汇率波动

证券研究报告

2020 年 05 月 18 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

行业走势图



资料来源：贝格数据

相关报告

- 1 《轻工制造-行业专题研究:4 月单月家居零售·地产销售及竣工持续修复——家居板块数据跟踪报告第 2020 年第三期》 2020-05-15
- 2 《轻工制造-行业研究周报:疫情恢复后的经济复苏或带动内销家居及烟草行业快速回暖》 2020-05-11
- 3 《轻工制造-行业深度研究:19Q4 定制板块持续回暖·短期疫情影响或逐步修复》 2020-05-08



重点标的推荐

股票 代码	股票 名称	收盘价 2020/5/15	投资 评级	EPS(元)			P/E		
				2019A	2020E	2021E	2019A	2020E	2021E
603610.SH	麒盛科技	40.66	买入	2.63	2.86	3.82	15.36	14.21	10.64
603801.SH	志邦家居	27.10	增持	1.48	1.7	1.94	17.53	15.94	13.97
603833.SH	欧派家居	108.8	买入	4.38	5.3	6.25	25.18	20.53	17.41
603816.SH	顾家家居	42.50	买入	1.93	2.22	2.53	21.42	19.14	16.80
603429.SH	集友股份	41.18	买入	0.76	1.64	2.69	53.64	25.11	15.31
002511.SZ	中顺洁柔	18.68	买入	0.46	0.61	0.68	40.37	30.62	27.47
603899.SH	晨光文具	51.76	买入	1.15	1.38	1.69	45.83	37.51	30.63

资料来源：天风证券研究所，注：PE=收盘价/EPS

行业观点：为何我们当前建议重视出口股？本周专题恒林股份拟并购厨博士

核心观点：为何我们当前建议重视出口股？

出口股的预期差：本轮出口股的下跌始于2月下旬，伴随海外疫情扩大，结合一季度国内举国抗疫体制下才艰难控制住疫情，市场对于欧美国家抗疫能力担忧，预期对出口业务影响至少在两个季度以上，因此本轮出口股出现一定回调。我们判断进入5月，欧美国家或陆续重启经济，时间点超预期，线下门店或陆续开启，同时出口订单也有望逐渐进入复苏期。**我们预计对出口企业来说，5月订单优先恢复，6月将反馈到出货上。**

国内疫情后消费复苏复盘。国内消费最困难是2-3月，3月各大品牌借助线上直播渠道接受预订单蓄客，4月线下重启，结合4月线下促销和五一长假，内销在4月和5月前半月获得显著的恢复。根据我们预计，顾家和敏华等品牌4-5月线下或均录得两位数增长，根据天猫数据，4月芝华士旗舰店销售额1.93亿元(+347.3%)，喜临门旗舰店销售额6432万元(+613.9%)，顾家家居旗舰店销售额7610万元(+55.4%)，梦百合旗舰店销售额696万元(+87.1%)。我们预计定制家居企业4月零售和工程业务接单情况或效果喜人，线上衣柜类4月销售额3.34亿元(+35.7%)，沙发类4月销售额17.17亿元(+47.1%)，整体橱柜4月销售额6.95亿元(+391.8%)。**国内可选消费从4月开始全面复苏。**

海外消费将如何演绎？因2月国内疫情影响，所以我们判断3月复工后预计加紧赶工海外订单，但由于3月后半月疫情开始向海外蔓延，因此海外订单或急剧下降并持续到整个4月。我们认为，海外需求或走两极分化，因居家办公，办公桌椅和笔记本、PAD等需求得到一定转化缓解，需求波动相对较小；沙发、床等因线下零售门店关闭、消费者减少出门影响更大，和国内3月一样，4月的海外可选消费或仅靠线上苦苦支撑。后续随着疫情逐步缓解，**我们预计出口市场5月订单开始复苏，6月有望提速。**

推荐标的：轻工纺服板块推荐1、内销Q2率先恢复，外销持续复苏的【顾家家居】建议关注【敏华控股】；2、出口为主，细分领域龙头【梦百合】【麒盛科技】【申洲国际】【健盛集团】；此外建议关注【捷昌驱动】【春风动力】（天风机械覆盖）、【八方股份】（天风电新覆盖）。

内销家居：竣工回暖趋势延续，提升全年业绩增长中枢。一至二月住宅竣工面积受疫情影响下滑约24%，三月份单月竣工面积同比增长1.2%，竣工数据领先客流发生了快速修复。自去年8月以来住宅竣工面积单月增速转正，12月单月竣工增速超20%，竣工与销售面积缺口进一步缩小，竣工回暖趋势显著，将提升下游的家居竣工产业链全年增长中枢。**我们维持2020年竣工回暖的判断。19-20年交房的前瞻指标诸如电梯产量、玻璃产量库存、**

家装订单、建安投资等也持续改善。

国内可选消费从4月起全面复苏。国内消费最困难是2-3月，3月各大品牌借助线上直播渠道接受预订单蓄客，4月线下重启，结合4月线下促销和五一长假，内销在4月和5月前半月获得显著的恢复。根据天猫数据，线上衣柜类4月销售额3.34亿元（+35.7%），沙发类4月销售额17.17亿元（+47.1%），整体橱柜4月销售额6.95亿元（+391.8%）。**工程端受疫情影响较小，4月份增速显著提升。**1-3月份受疫情影响，全国工地工程开工率不足致工程家居业务订单后置。4月份随着各大地产企业的逐步复工，家居工程业务4月份迎来订单修复，5-6月份预计加速进入订单转化期。此外，工程业务对品牌和资金要求更高，利好龙头企业，持续看好定制家居企业工程业务的发展！

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震荡带来的行业洗牌，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定制家居企业的核心竞争力，看好有品牌力的定制家居企业的持续成长【欧派家居】【顾家家居】【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。

新型烟草和必选消费：看好今年国内加热不燃烧蓄势待发，中烟专营专卖体制下加热不燃烧具有千亿市场规模潜力，看好【集友股份】；必选消费继续推荐【中顺洁柔】【晨光文具】。

1.1. 核心推荐标的

集友股份：预计2020年4.47亿净利润，121.47%增长，PE 25 X。烟标进入快速放量期，加热不燃烧薄片技术优势卡位和中烟紧密合作，股权激励归母净利考核目标20/21年4/6亿。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2020年3.73亿归母净利润，13.11%增长，PE 16X。2019年公司主营业务毛利率39.2%，同比提升2.74pct，毛利率提升的原因主要系品类拓展带来的规模效应，以及优化大宗业务客户带来的盈利能力提升。未来的看点是工程业务提速和品类扩张。19年公司工程订单增速快，叠加下半年开发商加速竣工，公司工程业务进入加速放量阶段。19年工程接单高增长，对20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）

顾家家居：预计2020年13.37亿净利润，15.1%增长，PE 19X。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2020年11.7亿净利润，10.3%增长，PE 38X。统线下文具零售业务具有较高的壁垒，且护城河会随着时间的增加而加宽。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2020年21.18亿净利润，15.1%增长，PE 21X。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。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2020年8.0亿净利润，31.86%增长，PE 31X。成本端继续改善，一季

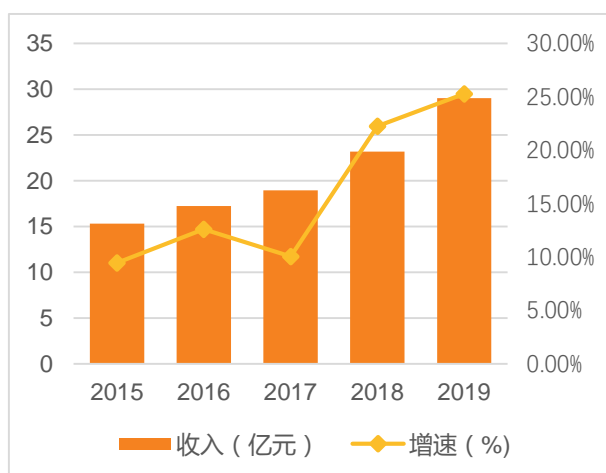
报有望超预期。新产能+差异化产品+渠道构建壁垒，目标三年再造一个洁柔。18 年推出新品棉花柔巾，有望加速进军个护领域。

（风险提示：原材料价格波动；新品销售不及预期）

本周专题：恒林股份拟并购东莞厨博士 100%股权

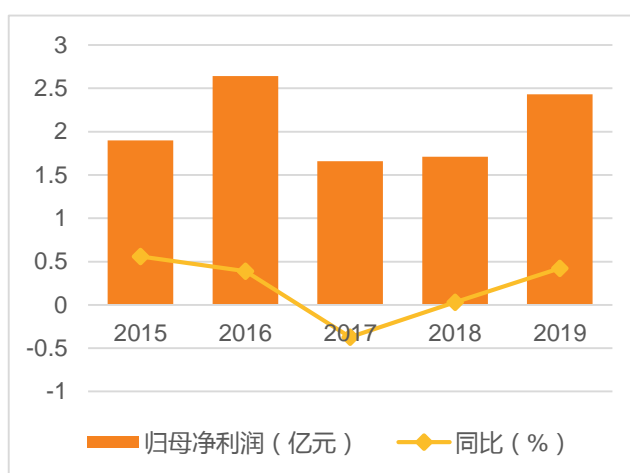
恒林家居股份有限公司自成立以来一直致力于办公椅、沙发、按摩椅以及配件的研发、生产与销售。是目前国内领先的坐具开发商以及最大的办公椅制造商及出口商之一。公司 2019 年实现 29.04 亿的营收，同比增长 25.28%，实现归母净利润 2.43 亿，同比增长 42.38%。近年来，公司专注坐具行业，以“成为世界领先的家居制造商和服务商”为发展目标，通过不断地创新以及合理的经营，实现了营收和利润的稳步上升，2015 年到 2019 年营收分别为 15.3/17.23/18.96/23.18/29.04 亿元，增速分别为 9.46%/12.60%/10.03%/22.25%/25.28%。归母净利润为 1.9/2.64/1.66/1.71/2.43 亿元，增速 55.78%/39.01%/-37.17%/3.15%/42.38%。

图 1：2015-2019 公司营收及增速



资料来源：wind 天风证券研究所

图 2：2015-2019 公司归母净利润及增速

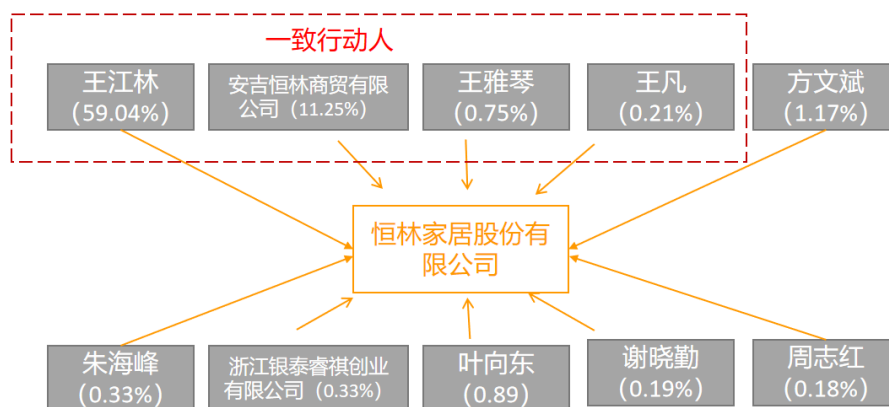


资料来源：wind 天风证券研究所

股权结构

公司股权结构较为稳定，公司董事长，总经理为公司第一大股东，直接和间接持有公司 69.1% 的股份，公司第二大股东为安吉恒林商贸有限公司，持股 11.25%，方文斌为公司第三大股东，持股 1.17%。

图 3：股权结构



资料来源: wind 天风证券研究所

公司成立于 1998 年, 创业初期, 公司主打国内市场。2017 年公司完成上市, 并于 2018/2019 年完成多笔并购。2020 年, 公司发布战略框架协议, 拟以现金收购厨博士 100% 股权, 布局精装工程市场。公司目前成为一家集研发、生产、销售办公椅、沙发、配件等健康坐具产品于一体的国家高新技术企业, 行业龙头地位凸显。

图 4: 发展历史



资料来源: 公司官网 天风证券研究所

公司主业以出口办公椅、沙发等为主。其中美洲业务收入占比持续降低, 目前美洲收入占比低于 25%。公司并通过一些列的并购来整合产业链上下游, 加强品类延展以及纵向的上下游协同发展。

表 1: 恒林股份拆分

品牌	2014	2015	2016	2017	2018	2019
营业收入/ 百万元	1398	1530	1723	1896	2318	2904
YOY		9%	13%	10%	22%	25%
锐德海绵					66.11	116.84
安徽信诺						16.68

<u>FFL</u>						321.89
内生收入		9%	13%	10%	19%	9%
YOY						
净利润/百	122	190	264	166	171	243
万元						
YOY		56%	39%	-37%	3%	42%
<u>锐德海绵</u>						3.58
<u>安徽信诺</u>						1.61
<u>FFL</u>						24.47
内生净利		56%	39%	-37%	1%	27%
润 YOY						

资料来源：公司公告 天风证券研究所

并购厨博士

并购交易内容

恒林家居近期与东莞厨博士签订了《资本合作意向书》的战略框架协议，公司拟以现金收购的方式收购 GLORY WINNER TRADING LIMITED 持有的厨博士 100%的股权，布局精装修工程业务领域。

表 2：并购事项

收购事项	内容
收购内容	以现金收购厨博士 100%股权，对价为 7 亿元，估值 10x，收购后公司将向厨博士增资 3 亿元。
业绩承诺	2020/2021/2022 年度实现平均净利润不低于 7000 万元人民币。三年参照净利润分别不低于 5000/7000/9000 万元
交易对价购买股票	厨博士股东收到对应的全部交易对价后将交易对价扣除相关税费之后的余额至少 50%部分用于购买恒林的股票
锁定期	购买股票锁定期 36 个月且持有期间不得设定股份质押或其他权利限制。

资料来源：公司公告 天风证券研究所

交易标的公司（厨博士）概况

厨博士主营业务包括精装修业务内的整体橱柜、整体浴柜、木门、衣柜、鞋柜；以及生产和销售防火门窗、卷帘门、防盗门、金属门窗、火灾防护产品并提供相关产品的售后服务。并且从事木地板的批发及进出口业务，并提供相关商品的售后服务。目前合作地产商包括

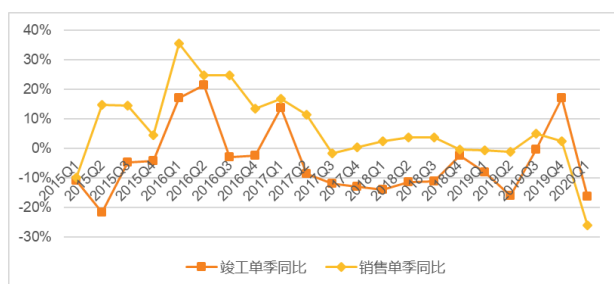
万科、碧桂园、保利等。公司是唯一一家连续七年荣获万科 A 级供应商的定制企业，属精装修工程优秀企业。

厨博士是国内目前精装修工程领域优秀企业，恒林家居此次对厨博士的收购，有意借助厨博士，进军精装修工程市场，在深耕公司传统业办公领域的同时积极布局定制橱柜赛道，有望整合公司传统办公领域资源和研究能力，扩展到家居领域，实现公司全新发展布局。

我国房地产背景简析

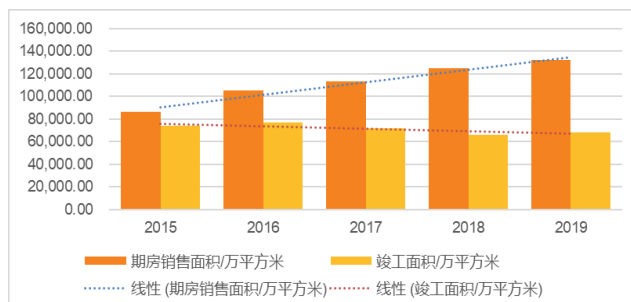
住宅销售面积和竣工面积同比增速存在剪刀差，随着竣工增速回暖，销售竣工缺口有望减小。2016-2017 年时商品房销售的高峰期，由于受到合同约束，一般房屋从销售到竣工约 2-3 年，所以 2016-2017 年期间的销售的商品房预计将于 2019-2020 年进入交付周期。2019 年 6 月以来竣工面积增速持续改善，9 月开始竣工同比增速反超销售面积同比增速且持续扩大，2016 年的去库存热潮得以竣工兑现。近 5 年，总销售面积增量持续走低，而期房销售表现良好，未来交付压力将带动 2020-2022 年竣工持续回暖。

图 5：商品住宅销售面积和竣工面积单季同比增速



资料来源：wind 天风证券研究所

图 6：2015-19 年住宅期房销售与竣工面积对比

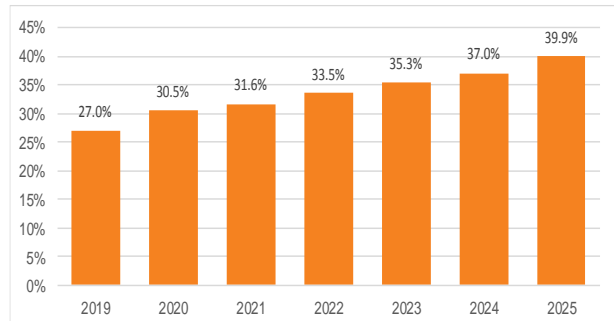


资料来源：wind 天风证券研究所

我国精装房渗透率逐年提升，二线城市为主阵地

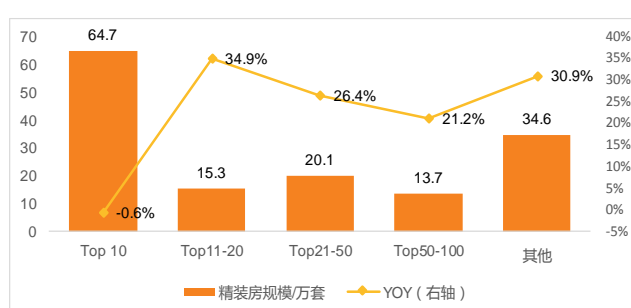
我国全装修市场还有很大的上升空间。大型地产开发商所开发项目的精装修住宅比例持续上升。中国住宅精装修发展历史较短，尚处于发展阶段。欧美日等发达国家全装修市场成熟度高，政策法规也较为完善。

图 7：2012-2018 年精装房渗透率



资料来源：智研咨询 天风证券研究所

图 8：2019 年 1-7 月各地产商精装修体量及增速



资料来源：奥维云网 天风证券研究所

橱柜品类竞争显著加强，零售上市公司和海外品牌入围的比例显著增加。

橱柜品类竞争显著加强，零售上市公司和海外品牌入围的比例显著增加。从 2015-2019 年，橱柜品类入围家数分别为 5/5/7/14/19 家，从 17 年开始入围比例显著增强，在中低

高三个档位都已经实现了覆盖，并且一共已经有 5 家海外企业入围过，19 年入围的 A 股上市公司及其子公司也已经达到了 6 家，算上之前曾入围过的我乐家居等品牌，一共有 9 家 A 股上市公司曾经名列万科合格供应商。连续五年上榜的有三家分别是厨博士、裕丰汉唐和海尔家居。

表 3：万科橱柜类供应商名单情况

品牌	2015	2016	2017	2018	2019
裕丰汉唐（被兔宝宝收购）	A	B	A	A	A
柯拉尼（大自然旗下）	C	B	-	-	-
厨博士	A	A	A	A	A
柏厨（方太旗下）	B	-	-	B	A
青岛海尔家居	A	B	B	B	C
诗尼曼	-	-	C	C	B
万森木业	-	-	-	C	B
欧派家居	-	-	-	新进	B
威乃达（意大利）	-	-	-	新进	B
柏格仕	-	-	-	新进	B
华威家居	-	-	-	新进	B
我乐家居	-	-	C	C	-
皮阿诺	-	-	-	C	-
史丹利（北美）	-	-	C	C	-
江山欧派	-	-	-	新进	C
汉森（韩国）	-	C	B	-	新进
志邦家居	-	-	-	-	新进

资料来源：万科年度合规供应商名录 天风证券研究所；2016 年之前分为 A、B、C、合格四个级别，之后改为 A、B、合格三个级别，为易于比较，将 16 年之前的 C、合格统一为 C 级，16 年之后的合格算作 C 级

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下跌 0.04%，跑赢沪深 300 指数 1.24 个百分点。

表 4：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	-1.37%	1.30%	-1.80%
包装印刷	-1.65%	-0.04%	-8.55%
家具	2.30%	4.35%	-5.48%
其他家用轻工	4.19%	7.73%	-0.03%
珠宝首饰	0.62%	3.38%	-18.89%
文娱用品	-2.11%	-1.61%	1.24%
其他轻工制造	-0.82%	1.48%	-18.12%
轻工制造行业	-0.04%	2.04%	-5.13%
沪深 300	-1.28%	0.01%	-4.49%

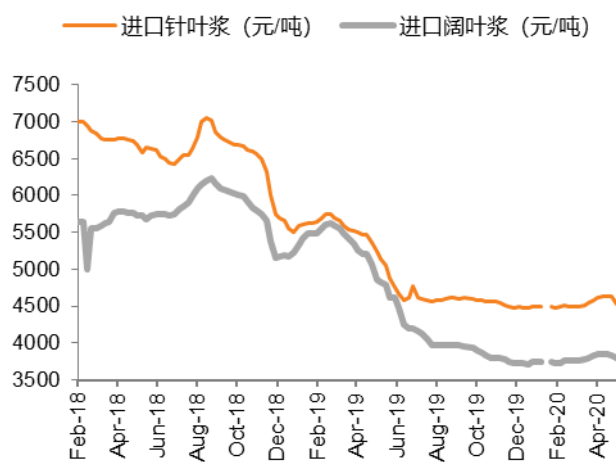
资料来源：Wind，天风证券研究所

2.2. 造纸板块数据跟踪（周度更新）

浆纸系

本周进口针叶浆、阔叶浆价格下跌。进口针叶浆价格 4523 元/吨，较上周下跌 0.10%；进口阔叶浆价格 3800 元/吨，较上周下跌 0.88%。本本周进口木浆现货市场弱势下行，纸厂备货谨慎，商家倾向实单实谈，漂白化学浆价格下滑 50-100 元/吨，本色浆和化机浆窄幅下调。影响价格走势的原因主要有以下几点：第一，下游纸企出货压力大，纸价下行，原料备货积极性不高，浆市气氛清淡；第二，港口和主要地区库存小幅增加，浆市供应量稳定；第三，上期所期货盘面跌幅较大，看空气氛浓郁，现货市场出现低价；第四，贸易商成本压力继续增加，鲜有报盘。整体来看，需求无好转叠加场内悲观情绪，浆价偏弱整理。

图 9：本周进口针叶浆下跌、阔叶浆价格上涨。（数据截止 20/05/14；元/吨）



资料来源：卓创资讯，天风证券研究所

图 10：本周国内木浆价格下降。（数据截止 20/04/25；元/吨）



资料来源：卓创资讯，天风证券研究所

本周铜版纸均价 5110 元/吨，较上周下跌 0.24%。本周铜版纸市场震荡整理为主，交投有限。目前社会订单平平，市场观望气氛较为浓厚，纸厂转产现象仍存，整体开工负荷率不高。经销商销售一般，价格整理为主，库存情况不一，然整体库存呈现缓慢减少的趋势，谨慎操盘。

本周双胶纸均价 5325 元/吨，较上周下跌 1.22%。本周双胶纸市场行情震荡波动。规模纸厂陆续参加各地出版社招标工作。中小纸厂多接单生产，积极性不高，实单实谈。经销商订单有限，观望为主，整体库存水平缓慢下滑。目前各个地区陆续公布非毕业季学生开学时间，后期学生用纸量存增加预期。

图 11：本周铜版纸均价 5110 元/吨，较上周下跌 0.24%。（数据截止 20/05/16；元/吨）

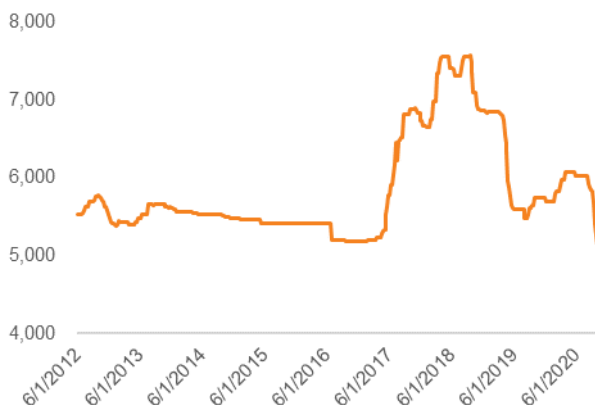
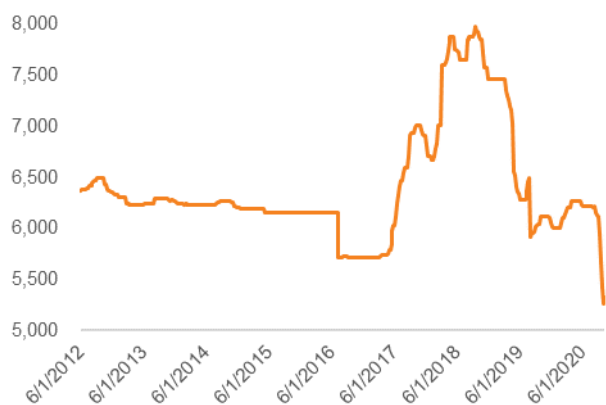


图 12：本周双胶纸均价 5325 元/吨，较上周下跌 1.22%。（数据截止 20/05/16；元/吨）



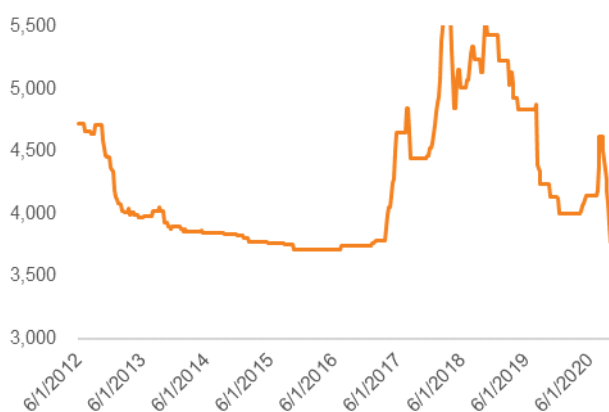
资料来源：卓创资讯，天风证券研究所

资料来源：卓创资讯，天风证券研究所

本周灰底白板纸含税均价 3772.5 元/吨，较上周持平。本周白板纸市场大稳小动。规模纸企延续月初报价，中小纸企根据库存订单量窄幅调整。影响价格的主要因素为：第一，规模纸企库存高位，华南部分纸企停机降库存。而中小纸企按照订单量排产或根据库存情况调整促销政策，库存维持在 15-20 天，虽较前期有所增加，但本身处于行业淡季，库存符合预期；第二，自月初价格下调后，规模纸厂价格趋于稳定，下游经销商观望心态增加；第三，白卡替代品价格下行，冲击部分白板市场；第四，高速路费恢复后，偏远地区运输费用增加，缩小流通半径；第五，废纸窄幅震荡，成本面支撑有限。

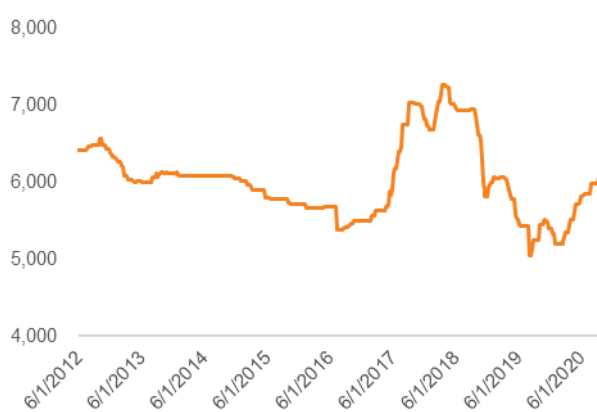
本周白卡纸含税均价 5813.3 元/吨，较上周下跌 1.24%。本周白卡纸市场延续下调，高位报盘持续回落，高低价差缩减，市场增量变化有限。影响价格走势的主要原因为：第一，市场需求有限，新签订单量较少，终端出口包装需求尚未改观，部分纸企出口转内销增多，国内市场供货宽松，市场需求刚需拿货；第二，华东部分纸企虽有轮产操作，但整体市场供应能力并未减弱；第三，市场需求低迷，低端白板替代品价格延续下行，加之来自于白板持续下调，两者价差增大带来的市场竞争压力，部分业者悲观后市，高端价格不断下调；第四，终端印刷仍有考虑目前白卡价格有失理性，暂不选择白板替代品；第五，国际原油仍不乐观，进口木浆港口库存量高位，浆价承压下行。

图 13：本周灰底白板纸含税均价 3772.5 元/吨，较上周持平。（数据截止 20/05/16；元/吨）



资料来源：卓创资讯，天风证券研究所

图 14：本周白卡纸含税均价 5813.3 元/吨，较上周下跌 1.24%。（数据截止 20/05/16；元/吨）



资料来源：卓创资讯，天风证券研究所

废纸系

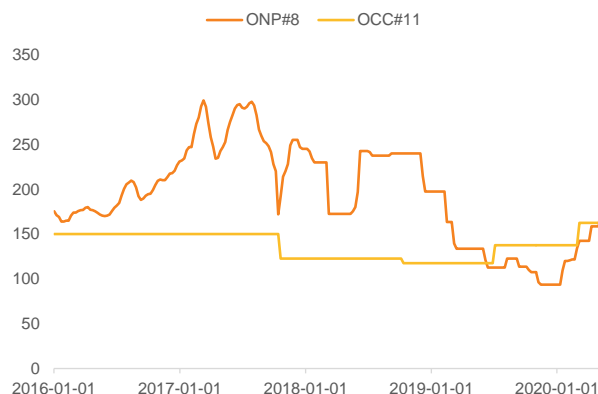
本周国废黄板纸价格 1816 元/吨，较上周上涨 1.79%。（数据截止 20/05/16）本周国废黄板纸周均价为 1816 元/吨，环比上涨 1.79%，同比下跌 19.68%。本周国废黄板纸到厂价止涨后局部下滑。本周纸厂成品纸销售尚可，但对成品纸销售预期并不乐观，由此部分纸厂及时退出废纸涨价联盟，其后废旧黄板纸到厂价局部下调。

图 15：本周国废黄板纸价格 1816 元/吨，较上周上涨 1.79%。（数据截止 20/05/16；元/吨）

图 16：ONP #8 报 160 美元/吨，较上周下降 1.54%；OCC #11 报 158.5 美元/吨，较上周持平。（数据截止 20/05/08；美元/吨）



资料来源：卓创资讯，天风证券研究所

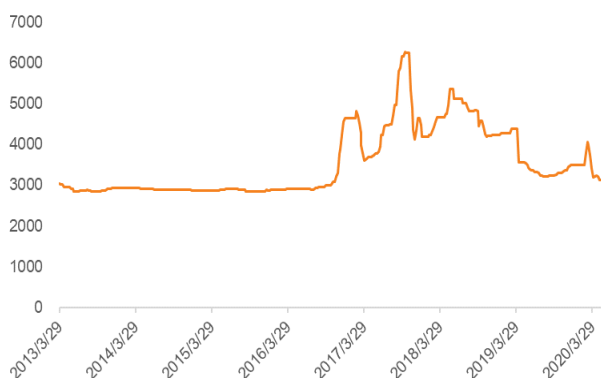


资料来源：卓创资讯，天风证券研究所

本周瓦楞纸均价 3133 元/吨，较上周上涨 0.22%。本周瓦楞纸市场稳中个别报价上调。从企业价格来看，规模纸企报价维持稳定，部分中小纸企上调 50 元/吨左右。影响本周瓦楞纸市场走势的因素有以下几方面：首先，因前期纸企整体出货尚可，库存水平不高探涨意愿偏强；其次，本周纸企生产线虽陆续恢复，但整体供应量不大；最后，原料废纸价格转势局部下行，成本面支撑减弱，下游持币观望，纸企接单放缓调价谨慎。

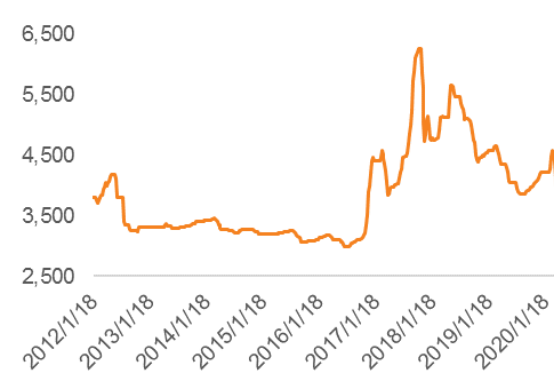
本周箱板纸均价 3777 元/吨，较上周上涨 0.11%。本周箱板纸整体盘稳，个别纸企窄幅拉涨 50 元/吨。从企业价格来看：规模纸企价格政策延续稳定，中小纸厂调价动能亦不足。当前影响市场的主要因素有：首先，原料废纸价格涨后局部松动，市场看涨心态出现分化，加之纸浆期货大跌，整体原料面支撑转弱；其次，下游客户阶段性补货后，整体采购节奏放缓，除部分商家恐慌性小量采购外，市场成交气氛平平；最后，下游需求短期难放量，关注下游需求跟进情况。

图 17：本周瓦楞纸均价 3133 元/吨，较上周上涨 0.22%。（数据截止 20/05/16；元/吨）



资料来源：卓创资讯，天风证券研究所

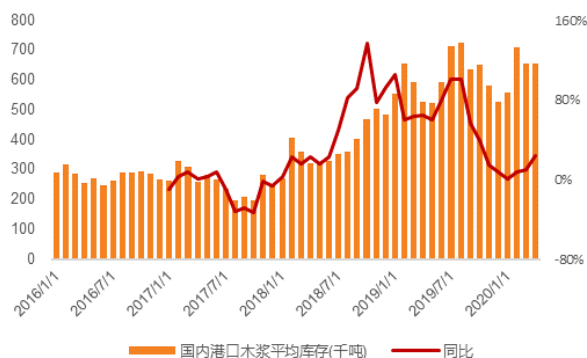
图 18：本周箱板纸均价 3777 元/吨，较上周上涨 0.11%。（数据截止 20/05/16；元/吨）



资料来源：卓创资讯，天风证券研究所

2020 年 4 月国内主要港口木浆平均库存 65.59 万吨，同比提升 23.92%，环比提升 0.15%。整体市场供应量增加，青岛港库存较上月底增长 22%，常熟港内库存较上月底增长 27%，保定港内库存较上月增长 83%，整体库存大幅增长；随着出货速度逐步提升，浆市有望放量，港口库存将逐渐下降。

图 19：2020 年 4 月国内主要港口木浆平均库存 65.59 万吨，同比提升 23.92%，环比提升 0.15%（万吨）

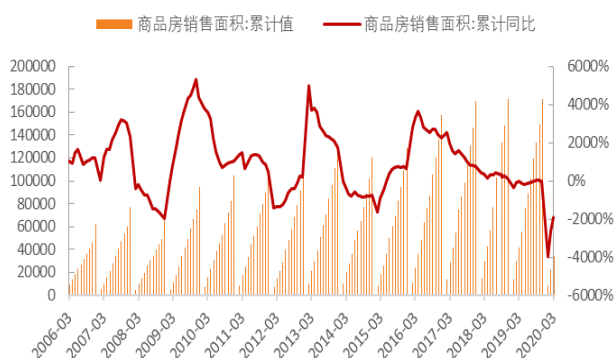


资料来源：卓创资讯、天风证券研究所

2.3. 家具板块数据跟踪（月度更新）

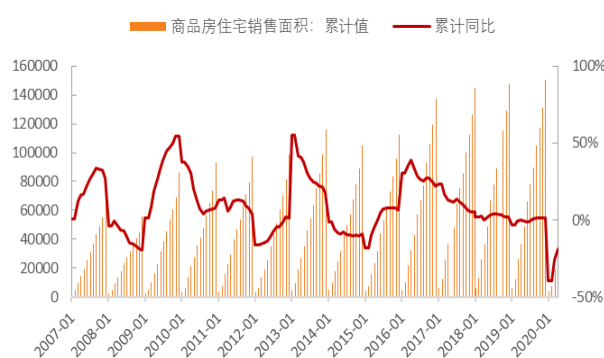
从地产相关数据来看，2020 年 1-4 月全国住宅商品房销售面积 33973 万平方米，同比下降 19.30%，增速环比前 3 月回升 7pct.；其中住宅销售面积当月值为 29,916.00 万平方米，同比下降 18.70%。

图 20：商品房销售面积及增速（21978 万平方米，-26.30%）（数据截止 20/04；万平方米）



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 21：住宅销售面积及增速（19235 万平方米，-25.90%）（数据截止 20/04；万平方米）



资料来源：Wind，天风证券研究所

2020 年 1-4 月全国家具零售额 359 亿元，同比下滑 23.1%，降幅较 1-3 月收窄 6.2pct。2019 年 1-12 月累计零售额 1970.00 亿元，累计同比增长 5.1%，增速比前 11 月下降 0.4pct。

图 22：全国家具零售额及同比（248 亿元，-29.30%）（数据截止 20/04）

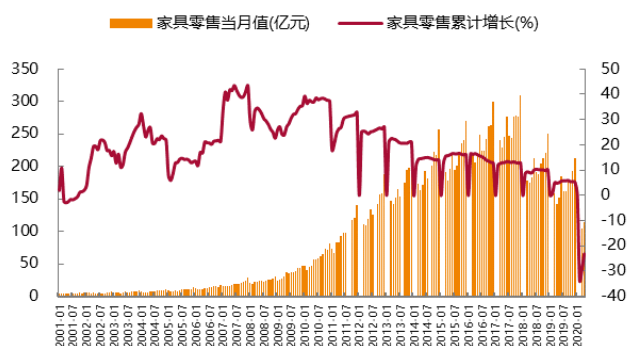
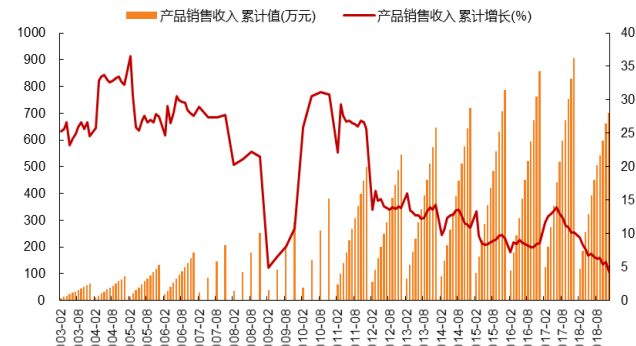


图 23：家具制造企业收入及同比（数据截止 18/012）

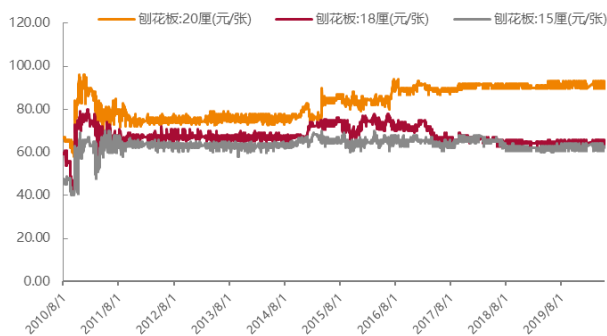


资料来源: Wind, 天风证券研究所

资料来源: Wind, 天风证券研究所

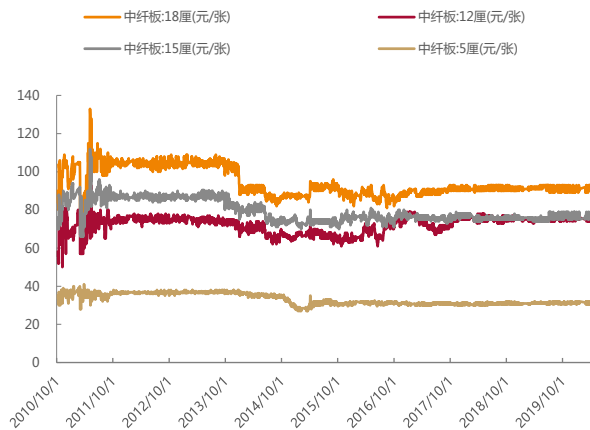
主要板材现货价格方面, 15 厘、18 厘和 20 厘刨花板价格分别为 63 元/张 (较上周持平)、66 元/张 (较上周上升 3.13%)、92 元/张 (较上周上涨 1.1%); 5 厘、12 厘、15 厘和 18 厘中纤板价格分别为 32 元/张 (与上周持平)、75 元/张 (较上周下降 1.32%)、75 元/张 (较上周上升 1.35%)、93 元/张 (较上周上升 2.2%)。

图 24: 刨花板价格 (数据截止 20/05/13)



资料来源: Wind, 天风证券研究所

图 25: 中纤板价格 (数据截止 20/05/13)

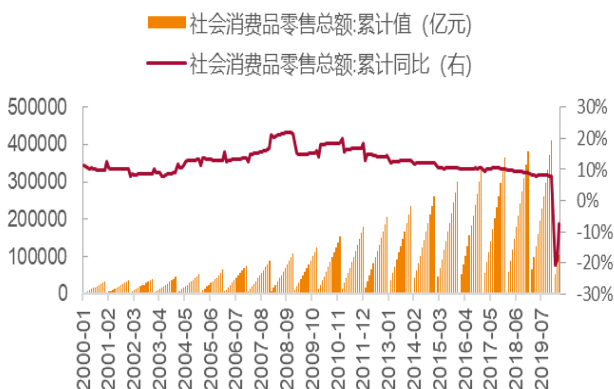


资料来源: Wind, 天风证券研究所

2.4. 包装板块数据跟踪 (月度更新)

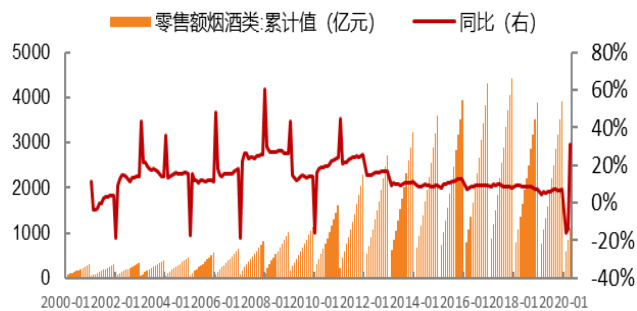
2020 年 4 月全国社会消费品零售总额累计值为 106758.00 亿元, 同比下降-7.5%;
2020 年 4 月烟酒类零售额累计值为 1109.00 亿元, 同比上升 31%。

图 26: 社会消费品零售总额累计值及同比增速 (数据截止 20/04)



资料来源: Wind, 天风证券研究所

图 27: 烟酒类零售总额累计值及同比增速 (数据截止 20/04)

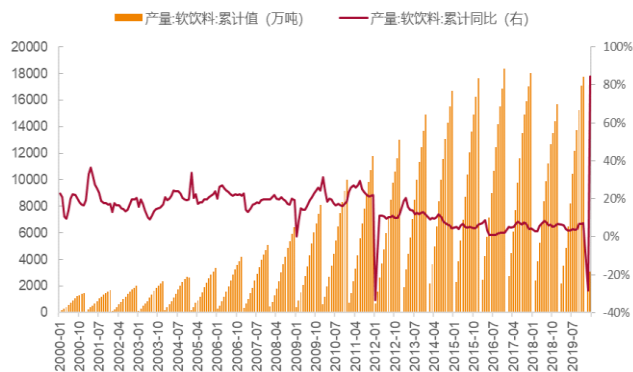


资料来源: Wind, 天风证券研究所

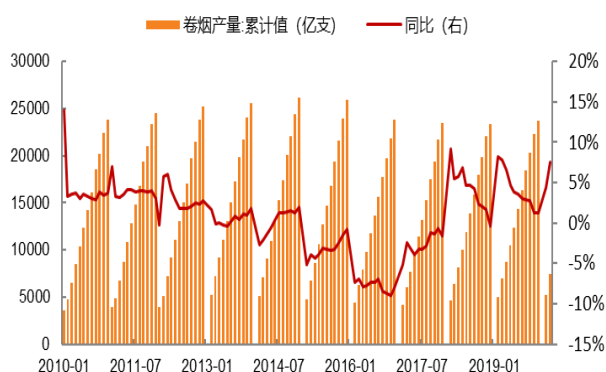
2020 年 3 月全国软饮料产量累计值为 3086.10 万吨, 同比上升 84.33%; 2020 年 3 月全国卷烟产量累计值为 7429.60 亿支, 同比增长 7.50%。

图 28: 软饮料产量累计值及同比增速 (数据截止 20/03)

图 29: 卷烟产量累计值及同比增速 (数据截止 20/03)



资料来源：Wind，天风证券研究所



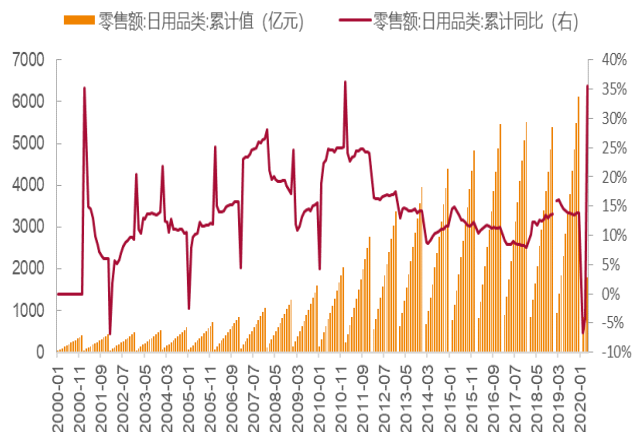
资料来源：Wind，天风证券研究所

2.5. 消费轻工及其他板块数据跟踪（月度更新）

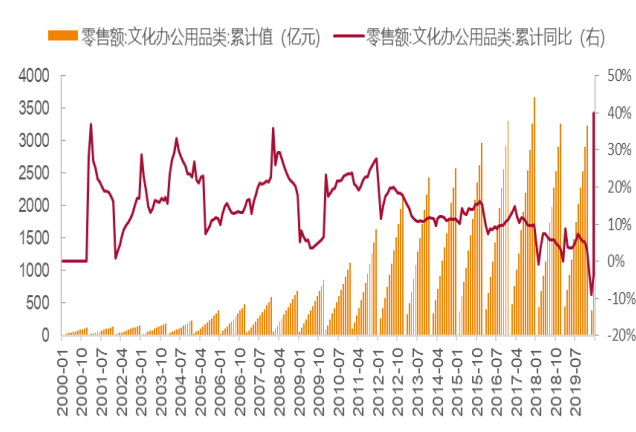
2020 年 4 月全国日用品类零售总额累计值为 1787.00 亿元，同比上升 35.48%；文化办公用品类零售额累计值为 923 亿元，同比上升 40.06%。

图 30：日用品类零售额累计值及同比增速（数据截止 20/04）

图 31：文化办公用品零售额累计值及同比增速（数据截止 20/04）



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. 本周行业新闻和公告

3.1. 重点公告

【大亚圣象】股东大亚集团将其所持有的公司 700 万股股份办理解除质押手续，本次解除质押股份占其所持股份的 2.75%，占公司总股本的 1.27%。大亚集团累计质押股份数量(含本次)占其所持公司股份数量比例超过 80%。

【吉宏股份】公司非公开发行限售股 2539.37 万股将于 5 月 18 日解除限售并上市流通，该部分股份占公司总股本的 11.41%。

【永吉股份】公司股东圣泉实业减持公司股份 130 万股，减持比例 0.31%。此次减持后，圣泉实业持有公司股份 2079.69 万股，占总股本比例 4.96%。

【梦百合】公司 62.9 万股限售股将于 5 月 19 日上市流通。

【恒林股份】公司拟以现金收购的方式收购 GLORYWINNER TRADING LIMITED 持有的厨博士 100% 的股权。厨博士是目前国内房地产精装修工程业务领域的优秀企业。

【金一文化】股东钟慈于 2020 年 5 月 13 日被动减持公司股份约为 224 万股，减持价格 3.22 元/股。

【乐歌股份】公司发布 2019 年年度权益分派方案为，以 86,821,450 股为基数，其中回购股份 0 股，向全体股东每 10 股派 3 元人民币现金(含税)，股权登记日为：2020 年 5 月 18 日，除权除息日为：2020 年 5 月 19 日。

【青山纸业】股份解质：控股股东福建省轻纺（控股）有限责任公司持有本公司股份数量为 193,673,889 股，占本公司总股本比例为 8.3993%，本次解除质押 78,000,000 股，解质后剩余质押股份数量为 0 股，占其持股数量比例为 0，占本公司总股本比例为 0。

【东风股份】吸收合并全资子公司：为进一步优化公司管理架构，降低经营成本，提高运营效率，拟由公司对全资子公司广东凯文实施整体吸收合并。公司将通过整体吸收合并的方式合并全资子公司广东凯文的全部资产、负债、权益和业务，吸收合并基准日为 2020 年 3 月 31 日。

【王子新材】股份减持：深圳王子新材料股份有限公司接到公司持股 5%以上股东梁建宏减持公司股份的告知函。梁建宏由于自身资金需求，计划通过大宗交易和集中竞价交易方式合计减持不超过公司股份 285.40 万股（占公司总股本比例 2.00%）

3.2. 重要股东买卖

表 5：本周股东二级市场交易情况

公司名称	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	变动期间股票均价
金一文化	2020-05-11	陈宝祥	高管	减持	12.3400	0.02	0.01	4.06	4.05
德艺文创	2020-05-11	王斌	高管	减持	3.0000	0.03	0.01	11.96	11.55
永吉股份	2020-05-12	贵州圣泉实业发展有限公司	公司	减持	130.0000	0.58	0.31	6.72	7.32
中顺洁柔	2020-05-13	刘金峰	个人	减持	89.5200	0.07	0.07	18.78	18.68
尚品宅配	2020-05-13	广州尚品宅配家居股份有限公司-第一期员工持股计划	公司	增持	13.2500	0.10	0.07	60.34	
岳阳林纸	2020-05-13	李飞	高管	减持	0.5000	0.00	0.00	3.87	3.85
中顺洁柔	2020-05-14	岳勇	高管	减持	14.5100	0.01	0.01	19.05	19.02
盛通股份	2020-05-14	栗延秋	高管	减持	211.0000	0.56	0.38	3.65	3.91
乐歌股份	2020-05-14	姜艺	高管	增持	33.7200	1.34	0.39	22.99	23.05
安妮股份	2020-05-15	张杰	高管	减持	567.5000	1.06	0.98	8.62	8.65

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 6：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)	占解禁后流通股比例	占总股本比例
吉宏股份	2020-05-18	2,539.37	80,193.30	16%	11%
宜宾纸业	2020-05-18	2,106.00	29,484.00	17%	17%
岳阳林纸	2020-05-19	46,094.62	167,323.47	26%	26%
梦百合	2020-05-19	62.91	1,470.14	0%	0%
*ST 永林	2020-05-20	3,244.00	11,516.20	11%	10%
顾家家居	2020-05-20	608.29	25,852.16	1%	1%
菲林格尔	2020-06-15	10,985.00	177,957.00		73%
我乐家居	2020-06-16	15,963.36	269,780.78		71%

松炆资源	2020-06-22	5,717.00	78,037.05	28%
志邦家居	2020-06-30	10,748.46	291,283.35	48%
美克家居	2020-07-13	414.00	1,701.54	0%
潮宏基	2020-07-20	1,206.03	4,064.32	1%
集友股份	2020-07-27	1,859.93	76,591.73	7%
大胜达	2020-07-27	9,178.80	124,372.78	22%

资料来源：Wind，天风证券研究所

3.4. 股权质押情况

表 7：股权质押情况表（更新至 2020/5/15）

代码	简称	质押股占大股东所持股比例
000812.SZ	陕西金叶	100.0%
600836.SH	界龙实业	100.0%
002751.SZ	易尚展示	100.0%
603008.SH	喜临门	100.0%
002229.SZ	鸿博股份	99.6%
000910.SZ	大亚圣象	94.4%
603818.SH	曲美家居	86.6%
002740.SZ	爱迪尔	83.9%
600337.SH	美克家居	82.9%
002615.SZ	哈尔斯	79.8%
002240.SZ	威华股份	79.4%
600567.SH	山鹰纸业	78.9%
600539.SH	ST 狮头	78.1%
603021.SH	山东华鹏	75.0%
600966.SH	博汇纸业	75.0%
603058.SH	永吉股份	69.8%
002701.SZ	奥瑞金	66.2%
002345.SZ	潮宏基	64.8%
002752.SZ	昇兴股份	64.0%
002846.SZ	英联股份	63.3%
002731.SZ	萃华珠宝	61.8%
603816.SH	顾家家居	59.2%
002735.SZ	金时科技	54.6%
603313.SH	梦百合	53.2%
603180.SH	金牌厨柜	52.8%
002489.SZ	浙江永强	52.1%
000695.SZ	滨海能源	50.0%
002301.SZ	齐心集团	48.7%
002605.SZ	姚记科技	48.2%
600439.SH	瑞贝卡	47.2%
002522.SZ	浙江众成	44.9%
002631.SZ	德尔未来	44.0%
300057.SZ	万顺新材	43.7%
600308.SH	华泰股份	43.5%
601515.SH	东风股份	40.5%
603499.SH	翔港科技	40.5%

002571.SZ	德力股份	39.5%
002899.SZ	英派斯	38.8%
002867.SZ	周大生	34.8%
300501.SZ	海顺新材	34.7%
002803.SZ	吉宏股份	34.2%
600963.SH	岳阳林纸	33.4%
603165.SH	荣晟环保	32.3%
603733.SH	仙鹤股份	30.7%
603429.SH	集友股份	30.1%
603600.SH	永艺股份	29.6%
002585.SZ	双星新材	28.6%
300749.SZ	顶固集创	23.5%
300729.SZ	乐歌股份	22.5%
600356.SH	恒丰纸业	14.4%
002572.SZ	索菲亚	13.4%
603801.SH	志邦家居	10.1%
002565.SZ	顺灏股份	3.2%

资料来源：Wind，天风证券研究所

3.5. 沪深港通情况

表 8：沪深港股通持股比例变化表

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	2017/9/29	2017/12/29	2018/3/29	2020/5/14	近1日变动	近10日变动	近30日变动
造纸	002511.SZ	中顺洁柔	-	-	-	7.38	-0.10	7.38	-0.90
	002078.SZ	太阳纸业	0.24	0.22	0.11	1.33	0.06	1.33	-0.31
	600567.SH	山鹰纸业	0.27	0.50	0.61	0.88	-0.04	0.88	0.05
	000488.SZ	晨鸣纸业	0.61	0.14	0.27	1.14	-0.08	1.14	-0.33
	002067.SZ	景兴纸业	0.10	0.32	0.07	0.00	-	-	-
	603165.SH	荣晟环保	0.00	0.03	0.07	1.37	0.12	1.37	0.22
行业	代码	名称	2017/9/29	2017/12/29	2018/3/29	2020/5/14	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	16.70	0.19	16.70	1.22
	603816.SH	顾家家居	0.11	0.68	3.86	2.78	0.04	2.78	-0.05
	600337.SH	美克家居	0.08	0.15	0.18	0.40	-0.01	0.40	0.04
	000910.SZ	大亚圣象	0.19	0.22	0.32	3.12	0.17	3.12	-0.12
	603833.SH	欧派家居	-	0.33	1.61	5.31	0.07	5.31	0.96
	300616.SZ	尚品宅配	-	-	0.98	3.02	0.01	3.02	0.18
	603801.SH	志邦家居	-	-	-	2.00	-0.17	2.00	-2.15
	600978.SH	宜华生活	0.17	0.07	0.19	0.22	-	0.22	-
	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	1.86	-0.01	1.86	0.11
	603008.SH	喜临门	0.09	0.03	0.05	2.89	0.13	2.89	0.34
行业	代码	名称	2017/9/29	2017/12/29	2018/3/29	2020/5/14	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	2.26	-0.08	2.26	-0.25
	601515.SH	东风股份	0.85	0.85	0.85	0.69	-	0.69	-
	002831.SZ	裕同科技	0.10	0.19	0.18	1.17	0.01	1.17	0.07
	002701.SZ	奥瑞金	0.05	0.05	0.04	1.80	-0.01	1.80	0.40
	002117.SZ	东港股份	0.16	0.21	0.46	0.00	-	-	-
	002303.SZ	美盈森	0.01	0.10	0.15	0.35	-0.02	0.35	-0.46
	002752.SZ	昇兴股份	0.02	0.02	0.03	0.01	-	0.01	-
	600210.SH	紫江企业	0.07	0.08	0.06	1.72	-0.03	1.72	0.11
	002522.SZ	浙江众成	0.05	0.18	0.02	0.01	-	0.01	-0.01
行业	代码	名称	2017/9/29	2017/12/29	2018/3/29	2020/5/14	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	0.37	0.47	0.23	3.02	-0.08	3.02	0.13
	002345.SZ	潮宏基	0.14	0.28	0.28	0.00	-	-	-
	002678.SZ	珠江钢琴	0.03	0.04	0.03	0.03	-	0.03	-
	600439.SH	瑞贝卡	0.36	0.27	0.33	1.61	-	1.61	-0.11
	002301.SZ	齐心集团	0.24	0.19	0.15	0.35	-0.11	0.35	0.19
	002489.SZ	浙江永强	0.00	0.00	0.01	1.01	0.43	1.01	0.62
	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	0.82	-0.03	0.82	-0.16
	002867.SZ	周大生	0.00	0.00	0.51	1.51	0.10	1.51	1.03
	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	0.56	-0.63	0.56	-0.17
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	2020/5/14	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	16.00	0.04	0.21	0.42
	1044.HK	恒安国际	0.50	0.50	0.95	1.75	0.01	0.01	0.11
	2689.HK	玖龙纸业	1.43	1.65	2.40	1.54	-	-0.01	-0.13
	2314.HK	理文造纸	0.89	1.34	0.97	0.51	-0.01	-0.25	-0.37
	1999.HK	敏华控股	5.55	8.31	13.10	16.16	0.06	0.15	0.37
	3331.HK	维达国际	0.09	0.07	0.07	0.69	0.01	0.10	0.26

资料来源: Wind, 天风证券研究所

3.6. 重点公司估值表

表 9: 重点公司估值表

行业	证券代码	证券简称	股价	总股本 (亿股)	总市值 (亿元)	净利润 (百万元)			PE			EPS		
			2020/5/17			18E	19E	20E	18E	19E	20E	2018E	2019E	2020E
家居	定制家居	603833.SH 欧派家居	108.8	4.2	457.1	1708	2195	2781	26.8	20.8	16.4	4.07	5.23	6.62
		002572.SZ 索菲亚	20.3	9.1	185.5	959	1077	1265	19.3	17.2	14.7	1.05	1.18	1.39
		300616.SZ 尚品宅配	64.7	2.0	128.6	526	684	903	24.4	18.8	14.2	2.65	3.44	4.54
		603898.SH 好莱客	13.9	3.1	42.9	461	612	804	9.3	7.0	5.3	1.49	1.98	2.60
		603801.SH 志邦股份	27.1	2.2	60.5	273	331	379	22.2	18.3	16.0	1.22	1.48	1.70
	成品家居	603816.SH 顾家家居	42.5	6.0	255.7	1092	1426	1824	23.4	17.9	14.0	1.81	2.37	3.03
		600978.SH 宜华生活	1.2	14.8	17.9	920	1136	1353	2.0	1.6	1.3	0.62	0.77	0.91
		600337.SH 美克家居	4.1	17.7	72.8	496	642	820	14.7	11.3	8.9	0.28	0.36	0.46
		000910.SZ 大亚圣象	12.1	5.5	66.7	838	1005	1138	8.0	6.6	5.9	1.52	1.82	2.06
		603008.SH 喜临门	12.6	3.9	49.3	383	537	695	12.9	9.2	7.1	0.98	1.37	1.78
		603818.SH 曲美家居	7.3	4.9	35.7	319	398	501	11.2	9.0	7.1	0.65	0.81	1.03
		603313.SH 梦百合	23.4	3.4	79.7	166	222	297	47.9	35.8	26.8	0.49	0.65	0.87
造纸	002078.SZ 太阳纸业	8.5	25.9	220.8	2852	3215	3578	7.7	6.9	6.2	1.10	1.24	1.38	
	000488.SZ 晨鸣纸业	4.9	29.0	114.5	4146	4768	5245	3.5	3.0	2.7	1.43	1.64	1.81	
	600567.SH 山鹰纸业	3.0	46.0	138.3	2742	3382	4068	5.0	4.1	3.4	0.60	0.74	0.89	
	002511.SZ 中顺洁柔	18.7	13.1	244.5	407	607	800	60.1	40.3	30.6	0.31	0.46	0.61	
	600963.SH 岳阳林纸	3.6	18.1	65.5	643	839	978	10.2	7.8	6.7	0.36	0.46	0.54	
	600308.SH 华泰股份	4.4	11.7	51.0	887	1191	1459	5.8	4.3	3.5	0.76	1.02	1.25	
	600966.SH 博汇纸业	8.1	13.4	107.7	1069	1471	1938	10.1	7.3	5.6	0.80	1.10	1.45	
	002521.SZ 齐峰新材	5.3	4.9	26.2	228	290	373	11.5	9.0	7.0	0.46	0.59	0.75	
包装印刷	002191.SZ 劲嘉股份	8.7	14.6	126.7	719	844	962	17.6	15.0	13.2	0.49	0.58	0.66	
	601515.SH 东风股份	6.1	13.3	80.9	731	836	950	11.1	9.7	8.5	0.55	0.63	0.71	
	002228.SZ 合兴包装	3.6	11.7	42.1	246	328	413	17.1	12.8	10.2	0.21	0.28	0.35	
	002117.SZ 东港股份	11.2	5.5	61.2	300	342	383	20.4	17.9	16.0	0.55	0.63	0.70	
	002565.SZ 顺灏股份	4.2	10.6	45.0	151	174	170	29.7	25.8	26.4	0.14	0.16	0.16	
家用轻工	603899.SH 晨光文具	51.8	9.2	476.2	814	1032	1308	58.5	46.1	36.4	0.89	1.12	1.42	
	002345.SZ 潮宏基	3.4	9.1	30.5	348	411	500	8.8	7.4	6.1	0.38	0.45	0.55	
	000026.SZ 飞亚达A	9.1	4.3	36.1	189	230	272	20.7	17.0	14.4	0.44	0.54	0.63	

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