

轻工制造跟踪周报

积极关注 HNB 产业链的持续发展 增持（维持）

2018 年 12 月 09 日

投资要点

- 包装及必选消费：关注新型烟草布局机会，推荐劲嘉股份。**2016 年以来加热不燃烧烟草发展迅猛，相比电子烟口感接近真烟，市场天花板更高。在传统卷烟业务增长乏力的背景下，烟草巨头纷纷转向已电子烟和加热不燃烧为代表的新型烟草产品。菲莫国际的加热不燃烧产品 IQOS 面世后迅速走红，并在 FDA 审批通过后有望打入美国市场。英美烟草 17 年实现新型烟草（NGO）收入约 5 亿英镑，公司预计 18、19 年将达到 10、50 亿英镑。日本烟草、帝国烟草、韩国烟草与人参公司也积极推出新型烟草产品。IQOS 等加热不燃烧产品在国际上的火爆引起了国内烟草产业的重视。国内在新型烟草领域研发创新力度加强，专利数量快速增加，我国新型烟草的推广或迎来扩容时期。建议关注新型烟草产业链布局深厚的**劲嘉股份**。其他必选消费关注受益于成本优势的**中顺洁柔**。
- 家居及造纸：估值处于底部，关注优质标的。**本周顾家家居发布公告，新一轮增持计划已增持喜临门 221.47 万股股份，强强联手利好行业集中度提升，建议持续关注**顾家家居**多品牌多品类战略的推进。造纸方面预计后续箱板/瓦楞纸价格将有所回升；文化纸进入淡季，价格有所回落。根据我们对各龙头纸企单吨市值的测算，目前单吨市值、PB 均处于历史底部水平。建议长期布局**太阳纸业**、**玖龙纸业**等行业龙头标的。
- 风险提示：**纸价涨幅低于预期，地产调控超预期，环保不及预期

证券分析师 史凡可
 执业证号：S0600517070002
 021-60199793
 shifk@dwzq.com.cn
 证券分析师 马莉
 执业证号：S0600517050002
 010-66573632
 mal@dwzq.com.cn

行业走势



相关研究

- 《轻工制造跟踪周报：关注烟草必选消费属性，推荐烟标龙头劲嘉股份》2018-11-25
- 《轻工制造跟踪周报：持续布局必选消费和低估优质两条主线》2018-11-18
- 《轻工制造跟踪周报：再论纸包装细分赛道的格局与空间》2018-11-11

轻工制造跟踪周报

表 1: 重点公司估值

所属板块	代码	公司	总市值 (亿元)	收盘价 (元)	EPS			PE			投资评级
					2017A	2018E	2019E	2017A	2018E	2019E	
造纸	002078.SZ	太阳纸业	158.67	6.12	0.78	0.92	1.03	7.84	6.67	5.94	买入
	600567.SH	山鹰纸业	146.26	3.20	0.44	0.66	0.75	7.26	4.87	4.26	买入
	000488.SZ	晨鸣纸业	166.17	6.09	1.90	1.45	1.64	4.41	4.13	3.66	增持
	2689.HK	玖龙纸业	380.01	8.13	0.94	1.61	1.77	8.67	5.05	5.55	增持
	2314.HK	理文造纸	311.50	7.09	1.12	1.18	1.28	6.18	5.88	5.36	增持
定制家具	002572.SZ	索菲亚	169.63	18.37	0.98	1.16	1.37	18.71	15.79	13.38	买入
	603833.SH	欧派家居	353.08	84.01	3.09	3.86	4.60	27.16	21.75	18.27	增持
	300616.SZ	尚品宅配	124.21	62.52	3.44	2.58	3.31	32.68	24.26	18.88	买入
	603801.SH	志邦股份	40.77	25.48	1.67	1.83	2.15	17.41	13.96	11.82	买入
	603898.SH	好莱客	54.84	17.13	1.09	1.49	1.87	15.76	11.52	9.14	买入
软体家具	603816.SH	顾家家居	216.98	50.38	1.92	2.41	3.02	26.38	21.05	16.77	买入
	1999.HK	敏华控股	133.81	3.50	0.40	0.42	0.49	8.71	8.28	7.12	—
	603008.SH	喜临门	40.16	10.17	0.72	0.92	1.23	14.16	11.04	8.28	—
成品家具	600337.SH	美克家居	72.78	4.10	0.20	0.27	0.35	19.92	15.19	11.59	买入
	603818.SH	曲美家居	35.58	7.24	0.51	0.34	0.81	14.49	21.31	8.96	增持
包装	002831.SZ	裕同科技	165.00	41.25	2.33	2.40	3.13	17.71	17.19	13.20	买入
	002228.SZ	合兴包装	56.37	4.82	0.13	0.46	0.35	36.63	10.40	13.94	—
	002191.SZ	劲嘉股份	111.37	7.45	0.38	0.48	0.58	19.39	15.40	12.80	买入
	002303.SZ	美盈森	76.57	5.00	0.23	0.28	0.37	21.99	17.69	13.63	—
	601515.SH	东风股份	82.84	7.45	0.59	0.58	0.64	12.70	12.85	11.73	—
其他	603899.SH	晨光文具	258.89	28.14	0.69	0.88	1.10	40.83	32.08	25.66	买入
	1044.HK	恒安国际	754.40	62.55	3.15	3.59	4.03	19.88	17.45	15.53	—
	002511.SZ	中顺洁柔	114.52	8.90	0.46	0.33	0.42	32.81	27.14	21.33	买入
	601828.SH	美凯龙	408.25	11.50	1.15	1.42	1.59	10.01	8.08	7.24	—
	00910.SZ	大亚圣象	60.66	10.95	1.22	1.49	1.73	9.20	7.34	6.31	买入
	603848.SH	好太太	60.55	15.10	0.51	0.70	0.91	29.42	21.52	16.67	—
	603600.SH	永艺股份	22.73	7.50	0.33	0.49	0.64	22.68	15.46	11.66	—
	300729.SZ	乐歌股份	19.69	22.53	0.72	0.83	1.14	31.34	27.13	19.73	—
000902.SZ	新洋丰	120.93	9.27	0.52	0.63	0.76	17.78	14.74	12.23	买入	

注：收盘价为 12 月 7 日数据，标红为 Wind 一致预测，敏华控股、理文造纸单位港币，玖龙纸业、恒安国际单位人民币

资料来源：Wind，东吴证券研究所

内容目录

1. 包装及必选消费：关注新型烟草布局机会，推荐劲嘉股份	7
1.1. 加热不燃烧烟草有望成为新型烟草市场主力	8
1.2. 国际烟草龙头纷纷进军新型烟草领域	8
1.3. 国内市场迎政策东风，新品整装待发	11
1.4. 建议关注新型烟草产业链布局深厚的劲嘉股份	14
1.5. 其他必选消费：关注受益于成本优势的中顺洁柔	15
2. 家居及造纸：估值处于底部，关注优质标的	16
2.1. 家居：关注龙头多品牌运营、前端引流模式创新成效	16
2.2. 造纸：估值处于底部，龙头长期布局	18
3. 板块回顾：大盘上涨，轻工上涨 1.28%	20
4. 重点公司公告	21
4.1. 包装印刷造纸	21
4.2. 家具	22
4.3. 其他可选消费	23
5. 行业上下游数据	24
5.1. 造纸业：原纸价格维稳、纸浆价格继续下跌	24
5.1.1. 价格数据：纸价多数维稳，国废、日废有所下跌	24
5.1.2. 进出口数据：废纸 10 月进口量 130 万吨，同减 27.37%；纸浆 10 月进口量 212 万吨，上升 15.85%	26
5.1.3. 固定资产投资：10 月固定资产投资完成额累计增速为 5.90%	27
5.2. 家具产业：18 年 10 月家具零售额 211.2 亿，同比增长-15.6%	28
5.2.1. 产销量：10 月家具零售额 211.2 亿，同比增长-15.6%	28
5.2.2. 原材料市场：TDI 价格上涨，MDI 价格持平，人造板密度板指数下跌 2.29%	29
5.2.3. 房地产市场：10 月商品新开工面积 16.88 亿平方米，同比增加 16.28%	30
5.3. 文娱行业：10 月办公用品零售额同比下降 3.3%，玩具出口金额同比上升 31.61%，彩票销售额同比上升 12.16%	30
5.4. 塑料包装：WTI、BRENT 原油价格上涨，PVC、LLDPE 价格持平	32
5.5. 金银珠宝业：黄金、白银价格涨跌互现	32
5.6. 卷烟：10 月卷烟产量同比下降 1.70%	33
5.7. 软饮料：10 月软饮料产量同比上升 6.30%	33
6. 下周公司股东大会和限售股解禁提醒	34
7. 增持和回购	35
8. 风险提示	36

图表目录

图 1: 云南中烟周向加热电子烟产品 Ashima Lu Lu	7
图 2: 云南中烟加热不燃烧产品 MC	7
图 3: 四川中烟加热不燃烧产品宽窄 功夫	7
图 4: 湖北中烟加热不燃烧产品烟弹 COO	7
图 5: 全球电子烟市场规模 (亿美元)	8
图 6: 全球加热不燃烧烟草市场规模 (单位: 亿美元)	8
图 7: IQOS 产品收入	9
图 8: IQOS 新一代产品	9
图 9: 英美烟草新型烟草品牌矩阵	10
图 10: 英美烟草电子烟产品 Vype	10
图 11: 英美烟草加热不燃烧产品 glo	10
图 12: 日本烟草加热不燃烧产品 Ploom Tech	11
图 13: 韩国烟草加热不燃烧产品 Lil 及其烟弹	11
图 14: IQOS 产品登陆天猫商城	13
图 15: 劲嘉科技“探索者”加热不燃烧电子烟	14
图 16: 劲嘉科技“蒸汽生活”烟油式电子烟	14
图 17: 针叶浆/阔叶浆价格走势	15
图 18: 顾家家居沙发床垫业务品类开拓	16
图 19: 顾家家居品牌矩阵	16
图 20: 顾家家居海外合作情况一览	17
图 21: 定制家居企业整装业务对比	17
图 22: 欧派家居重点季度数据一览	17
图 23: 造纸板块市净率	19
图 24: 本周市场涨跌幅 (%)	20
图 25: 板块单周涨跌幅前十的股票 (%)	20
图 26: 板块单月涨跌幅前十的股票 (%)	21
图 27: 板块年度涨跌幅前十的股票 (%)	21
图 28: 箱板纸价格走势 (元/吨)	24
图 29: 瓦楞纸纸价格走势 (元/吨)	24
图 30: 白板纸出厂价格 (元/吨)	25
图 31: 白卡纸出厂价格 (元/吨)	25
图 32: 铜板纸价格走势 (元/吨)	25
图 33: 双胶纸最近价格走势 (元/吨)	25
图 34: 国废价格走势 (元/吨)	25
图 35: 美废 13#价格走势 (美元/吨)	25
图 36: 欧废、日废价格走势 (美元/吨)	25
图 37: 国际针叶浆、阔叶浆历史价格 (美元/吨)	25
图 38: 溶解浆内盘价格指数 (元/吨)	26
图 39: 国内主要地区煤炭平均价格 (元/吨)	26
图 40: 粘胶纤维市场价 (元/吨)	26
图 41: 化机浆、内盘浆平均价格 (元/吨)	26
图 42: 废纸月度进口量及同比 (万吨, %)	27

图 43: 纸浆月度进口量及同比 (万吨, %)	27
图 44: 瓦楞纸月度进口量及同比 (万吨, %)	27
图 45: 箱板纸月度进口量及同比 (万吨, %)	27
图 46: 造纸及纸制品制造业固定资产投资完成额累计及同比(亿元, %)	27
图 47: 家具产量累计值与同比 (万件, %)	28
图 48: 家具产量当月值与同比 (万件, %)	28
图 49: 建材家居卖场累计销售额与同比(亿元, %)	28
图 50: 建材家居卖场当月销售额与同比(亿元, %)	28
图 51: 全国家具零售额及同比 (亿元, %)	29
图 52: 家具及零部件出口销售额累计(万美元, %)	29
图 53: 软体家具上游价格变化趋势	29
图 54: 定制家具上游价格变化趋势	29
图 55: 房屋新开工面积累计值及同比 (万平, %)	30
图 56: 商品房销售面积累计值及同比 (万平, %)	30
图 57: 30 大中城市商品房月度成交套数环比 (%)	30
图 58: 30 大中城市商品房月度成交面积同比 (%)	30
图 59: 办公用品当月零售额及同比 (亿元, %)	31
图 60: 文教、工美、体育和娱乐用品 (亿元, %)	31
图 61: 玩具出口金额和累计同比 (亿美元, %)	31
图 62: 彩票销售额及其同比 (亿元, %)	31
图 63: 福利彩票销售额及其同比 (亿元, %)	31
图 64: 体育彩票销售额及其同比 (亿元, %)	31
图 65: 国际原油价格走势 (美元/桶)	32
图 66: 黄金价格走势 (美元/盎司)	32
图 67: 白银价格走势 (美元/盎司)	33
图 68: 产量:卷烟:当月值及同比 (亿支, %)	33
图 69: 产量:卷烟:累计值及同比 (亿支, %)	33
图 70: 产量:软饮料:当月值及同比 (万吨, %)	34
图 71: 产量:软饮料:累计值及同比 (万吨, %)	34
表 1: 重点公司估值	2
表 2: 三类新型烟草制品对比	8
表 3: 国际巨头新型烟草制品研发情况	9
表 4: 我国新型烟草相关政策态度	11
表 5: 加热不燃烧产品加热方式设计	12
表 6: 国内中烟公司加热不燃烧烟草制品	12
表 7: 我国电子烟具市场规模测算	13
表 8: 烟标龙头开展新型烟草业务情况	13
表 9: 盈利弹性测算敏感性分析	15
表 10: 龙头纸企单吨市值测算	18
表 11: 下周限售股解禁	34
表 12: 下周股东大会一览	34
表 13: 2018 年 7 月以来轻工板块增持情况	35
表 14: 2018 年 7 月以来轻工板块回购情况	35

表 15：重点公司估值表（12 月 07 日收盘价） 37

1. 包装及必选消费：关注新型烟草布局机会，推荐劲嘉股份

基于近年全球新型烟草技术的不断发展，以烟油式电子烟、加热不燃烧烟草制品为代表的新型烟草给烟民带来了更健康的新型吸烟方式，成为诸多烟草公司、生产商、资本方关切的新型产业。本周五我们前往上海参加了“2018年 IECIE 上海蒸汽文化周”，感受最前沿的产品和技术。本次上海蒸汽文化周参展商户达 110 家，包括华宝国际、斯莫克（SMOK）、华玉科技（云南中烟旗下新型烟草研发销售公司）等。各大中烟公司亦亮相研发成果，包括云南中烟的 Ashima Lu Lu（11 月发布的新品）及 MC、四川中烟的宽窄 功夫、湖北中烟 10 月发布的烟具 MOK、烟弹 COO 等。其中 Ashima Lu Lu 是全球首款“可燃可烤”的烟具和烟支，采用 360°周向加热技术，获得较高评价。国内新品陆续面市、创新力度大，我们认为国内新型烟草蓝海市场已经迎来投资窗口期。

图 1：云南中烟周向加热电子烟产品 Ashima Lu Lu



数据来源：上海蒸汽文化周，东吴证券研究所

图 2：云南中烟加热不燃烧产品 MC



数据来源：上海蒸汽文化周，东吴证券研究所

图 3：四川中烟加热不燃烧产品宽窄 功夫



数据来源：上海蒸汽文化周，东吴证券研究所

图 4：湖北中烟加热不燃烧产品烟弹 COO



数据来源：上海蒸汽文化周，东吴证券研究所

1.1. 加热不燃烧烟草有望成为新型烟草市场主力

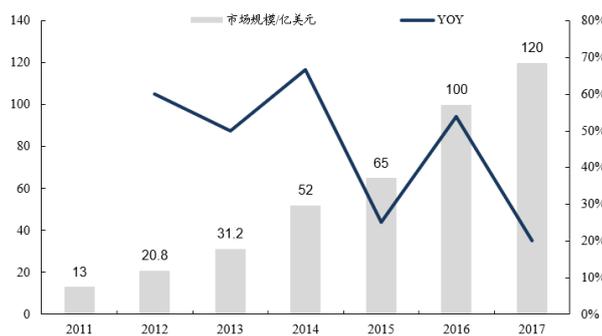
2016 年以来加热不燃烧烟草发展迅猛，相比电子烟口感接近真烟，市场天花板更高。新型烟草制品可进一步划分为电子烟、加热不燃烧烟草制品以及其他无烟气烟草制品（如口含烟等）。目前，发展较快的两类新型烟草制品是电子烟和加热不燃烧烟草制品，2017 年市场规模分别达到 120 亿美元（同增 20%）、50 亿美元（较 16 年翻倍）。区别于蒸汽电子烟中的烟油，加热不燃烧烟草使用的烟弹口味与使用感更接近传统烟草，而只加热不燃烧也大大减少有害物质的吸入，因此消费者更易接受和转换。根据欧睿国际预测，2017 年加热烟草制品销售额约 50 亿美元，同比增长约 150%，预计至 2021 年将达到 154 亿美元，接近电子烟销售额，占比新型烟草制品总销售额的 45%。

表 2：三类新型烟草制品对比

组成	原理	减害	口感	烟雾/烟味	市场规模 (2017)	主要市场	首发企业/代表企业/产品	产品示意图	
加热不燃烧产品	加热棒、充电盒、专用烟弹	将传统卷烟再度深加工，使用电子元器件加热	有害物质降低 90%以上	近似真烟	少	约 50 亿美元	日本、韩国	IQOS 菲莫国际 (美)	
电子烟	雾化器、电池盒、烟油	将含有尼古丁的烟油雾化成蒸汽	产品本身并没有烟草，对人体的危害仅仅是卷烟的 5%	与真烟口感有较大差距	大	约 120 亿美元	美国、英国等	如烟 (中) 英美烟草 (英)	
无烟气烟草制品	吸鼻烟、含烟、嚼烟等	不经燃烧过程，而直接通过口腔或鼻腔吸食消费	对人体危害最小	-	无	-	美国、北欧	火柴公司 (瑞典)	

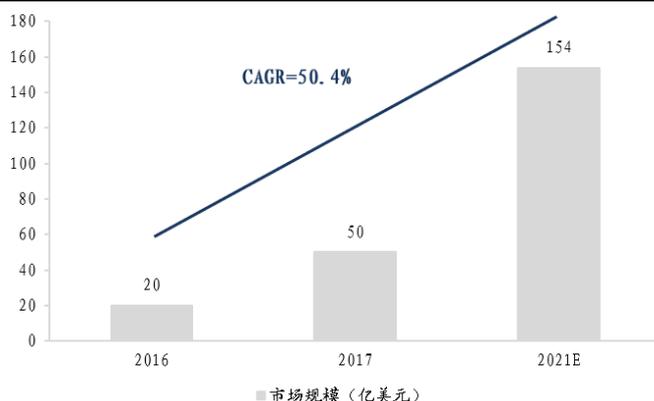
数据来源：2017 世界烟草发展报告，中国烟草资讯网，东方烟草网，烟悦网等，东吴证券研究所整理

图 5：全球电子烟市场规模（亿美元）



数据来源：观研天下，东吴证券研究所

图 6：全球加热不燃烧烟草市场规模（单位：亿美元）



数据来源：欧睿国际，世界烟草发展报告，东吴证券研究所

1.2. 国际烟草龙头纷纷进军新型烟草领域

国际龙头重视新型烟草产品发展。在传统卷烟业务增长乏力的背景下，烟草巨头纷

纷转向已电子烟和加热不燃烧为代表的新型烟草产品。菲莫国际作为入局最早、投资力度最大的跨国烟草公司，明确提出“无烟”战略，表示将用新型烟草制品取代卷烟。公司的加热不燃烧烟草产品 IQOS 目前成为其资源配置的核心，并为公司贡献不菲业绩。自推出开始，IQOS 迅速席卷日本（截止 18H1 市占率达 15.5%）、韩国（截止 18H1 市占率达 8%）等市场，现已切入 30 多个国家和地区。其他三大巨头日本烟草、英美烟草以及帝国烟草也纷纷推出各自的新型烟草产品。

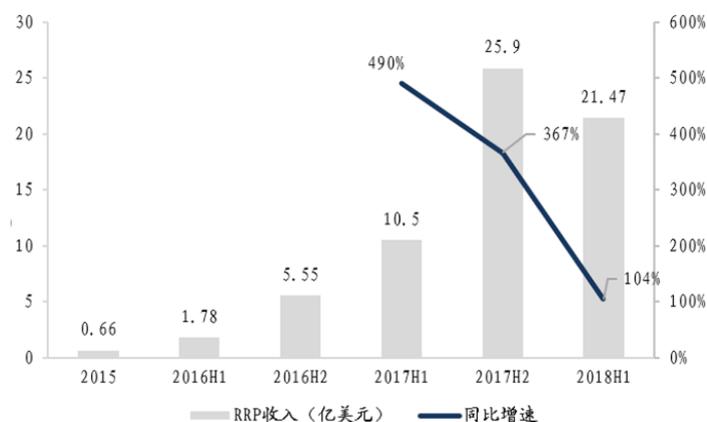
表 3：国际巨头新型烟草制品研发情况

公司名称	研发时间	新型烟草制品	2017收入/亿	2017净利润/亿	销量/万箱	新型烟草收入/亿	新型烟草收入占比
菲莫国际	2008	加热不燃烧烟草 IQOS 加热不燃烧烟草 TEEPS	\$287	\$63	1596	\$36.4	13%
日本烟草	2011	加热不燃烧烟草 Ploom tech 电子烟 logic	¥21,397	¥3,924	983	-	-
英美烟草	2012	加热不燃烧烟草 glo 电子烟 Vype、vuse、Ten Motives、CHIC 等	£203	£377	1373	£2.2	1%
帝国烟草	2012	口嚼烟草 EPOK、granit、 grizzly、KODIAK 等 电子烟 Blu、Puritane 等	£303	£15	530	-	-

数据来源：各公司年报，世界烟草发展报告，东吴证券研究所

菲莫国际——IQOS 走红，FDA 审批通过后有望打入美国市场。菲莫国际最初于 2014 年将其加热不燃烧产品 IQOS 在日本和意大利试点销售，随后于 2016 年开始全面推广并快速切入欧盟、东欧、非洲、韩国等市场。近年表现来看，菲莫国际的 RRP 业务收入（基本为 IQOS 烟弹及烟具）由 2015 年 0.66 亿美元增长至 2017 年的 36.4 亿美元（其中 IQOS 烟具收入约 9 亿美元），在加热不燃烧烟草市场的市占率超过 70%。11 月 15 日，新一代 IQOS 3.0 及 multi 于日本率先发售，基于消费者反馈对产品进行了更新，随后发布全新 HEETS 烟弹；此外菲莫国际已于 17 年向美国 FDA 提交了 IQOS 2.4 产品于美国上市的申请，我们预计有望于明年通过审核并切入美国市场。我们认为产品迭代更新及美国市场的开拓将持续支撑 IQOS 的销量增长。

图 7：IQOS 产品收入



数据来源：公司官网，东吴证券研究所

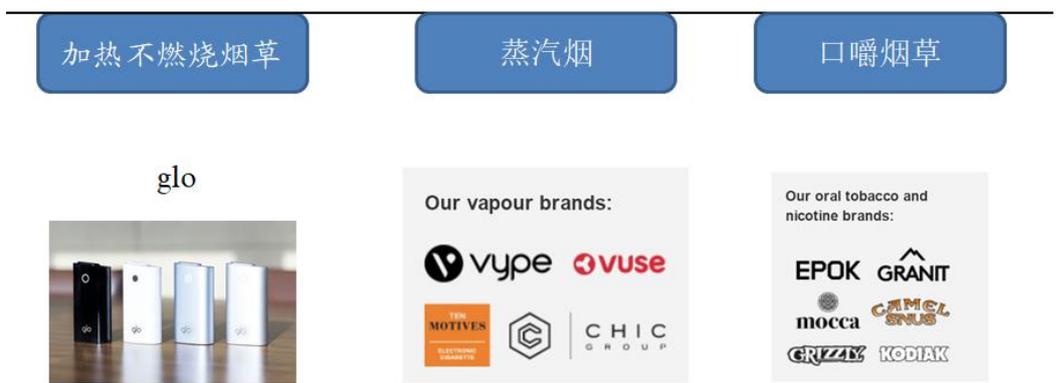
图 8：IQOS 新一代产品



数据来源：玩烟网，东吴证券研究所

英美烟草——外延整合雷诺，大力拓展新型烟草业务。2017年7月，英美烟草收购美国雷诺，丰富其新型烟草产品矩阵，其NGP（下一代产品）业务持续增长。公司加热不燃烧烟草产品以glo为代表，产品于2016年底首发于日本，2017年glo产品销量达4万箱；此外公司旗下另一款加热不燃烧制品Eclipse于18年7月获批上市美国。除加热不燃烧烟草外，公司在电子烟领域拥有vype、vuse、ten motives等多个驰名品牌，口嚼烟草有EPOK、grizzly、kodiak等产品，形成了多品牌多品类的产品矩阵。根据英美烟草年报，公司17年实现新型烟草（NGO）收入约5亿英镑，公司预计18、19年将达到10、50亿英镑。

图9：英美烟草新型烟草品牌矩阵



数据来源：公司官网，东吴证券研究所

图10：英美烟草电子烟产品 Vype



数据来源：公司官网，东吴证券研究所

图11：英美烟草加热不燃烧产品 glo



数据来源：烟草在线，东吴证券研究所

日本烟草、帝国烟草、韩国烟草与人参公司也积极推出新型烟草产品。日本烟草在加热不燃烧领域推出了Ploom Tech，该产品分别已于2016年和2017年在日本和欧洲上市，且在日本本土市场反响颇佳；在电子烟领域推出了Logic。帝国烟草目前主要布局电子烟领域，其电子烟品牌Blu是目前全球最为畅销的电子烟品牌之一，在美国和英国销售强劲；旗下还拥有Puritane品牌，并计划于2019年推出新款产品Pulze，不断拓展

新型烟草业务。韩国烟草与人参公司 (KT&G) 于 2017 年 11 月首次亮相的加热不燃烧产品“Lil”由于续航长、轻量化的优势得以在韩国市场与 IQOS 和 glo 抗衡，其升级版“Lil plus”于 2018 年 5 月亮相较上一代亦有多方面的提升。从国际烟草龙头对新型烟草领域的开拓来看，消费者对新型烟草的认可和使用的已是大势所趋。

图 12: 日本烟草加热不燃烧产品 Ploom Tech



数据来源：公司官网，东吴证券研究所

图 13: 韩国烟草加热不燃烧产品 Lil 及其烟弹



数据来源：IQOS 资讯网，东吴证券研究所

1.3. 国内市场迎政策东风，新品整装待发

我国政策或迎窗口，国内加热不燃烧市场有望扩容。IQOS 等加热不燃烧产品在国际上的火爆引起了国内烟草产业的重视。7 月 5 日召开的新型烟草制品发展座谈会提出要积极稳妥地推进新型烟草制品的发展；7 月 17 日烟草局印发《国家烟草专卖局 2018 年全面深化改革工作要点》，提出三个“推进”深化新型烟草制品创新改革；7 月 25 日国家烟草专卖局新局长张建民(前内蒙古自治区党委常委)走马上任，并在随后浙江烟草、上海烟草的调研中强调，要在新型烟草制品领域积极探索创新。政策东风持续释放积极信号，我国新型烟草的推广或迎来扩容时期。

表 4: 我国新型烟草相关政策态度

时间	政策/态度
2014年1月	全国烟草工作会议：高度重视加热不燃烧卷烟、电子烟、口含烟等新型烟草制品研发
2017年1月	2017年全国烟草工作会议：深入实施新型烟草制品研制重大专项，超前研发储备一批战略性产品
2018年7月	烟草行业新型烟草制品发展座谈会：准确把握新型烟草制品战略定位，紧密结合市场实际，积极稳妥地推进新型烟草制品与传统卷烟协调发展。
2018年7月	国家烟草专卖局印发《国家烟草专卖局2018年全面深化改革工作要点》：推进新型烟草制品监管的政策法规研究；推进新型烟草制品全产业链创新发展；推进新型烟草制品产品国际拓展。

数据来源：国家烟草专卖局，东方烟草网，东吴证券研究所

国内研发创新力度加强，专利数量快速增加。2016-2018年国内加热不燃烧型卷烟专利共计830件，其中2016年加热不燃烧型卷烟的专利数为97件，2017年加热不燃烧型卷烟的专利数为181件，2018年1-10月专利数达到552件，专利数量逐年快速增加，表明国内烟草行业在加热不燃烧型卷烟专利技术研发方面取得了长足进步。例如，加热不燃烧产品主要有中心加热、周向加热、复合加热三种加热方式，IQOS使用的是中心加热技术，而11月22日云南中烟新发布的Ashima Lu Lu（烟具品牌为VIPN）便采用了周向加热的专利技术，同时采用了不对称加热的新颖设计，从而区别于glo，一定程度上减小了专利侵权风险。

表5：加热不燃烧产品加热方式设计

加热方式	特点	代表产品
中心加热型	热量利用率高，隔热能力强	菲莫国际的IQOS
周向加热型	加热面积大，传热效率高	英美烟草公司（BAT）的glo；云南中烟Ashima Lu Lu
复合加热型	具有相对均匀的加热效果及较高的传热面积，可有效降低加热温度，提高烟具的隔热性能及续航能力	个别产品，非主流

数据来源：新烟网，东吴证券研究所

中烟公司陆续发布新品试水海外市场，静候国内市场推广。2017年12月，四川中烟的“宽窄系列”登陆韩国，成为国内上市的首款加热不燃烧产品。在四川中烟的“宽窄”系列之后，云南中烟、广东中烟、湖北中烟、安徽中烟也陆续推出加热不燃烧烟草制品，此外贵州中烟、上海烟草等其他中烟公司也在加强加热不燃烧产品的研发。目前国内新品均处于国外试点销售阶段，预计发展成熟后将在国内进行推广。

表6：国内中烟公司加热不燃烧烟草制品

所属中烟公司	品牌名称	上市时间	上市地点	合作研发单位	出口合作企业
四川中烟	宽窄·功夫 宽窄·子弹头	2017.12	韩国	云南巴菘生物科技有限公司	韩国YM国际科技有限公司
	宽窄二代 宽窄·成	2018.11	-	-	-
云南中烟	MC	2018.4	韩国	自主研发	韩国IF烟草株式会社
	Ashima Lu Lu	2018.11	-	自主研发	-
广东中烟	MU+ ING	2018.7	老挝	华南理工大学等	柬埔寨威尼顿公司
湖北中烟	烟具MOK 烟弹COO	2018.10	韩国	自主研发	-
安徽中烟	巅（Toop）	2018.10	-	自主研发	-

数据来源：国家烟草专卖局，烟草在线，各中烟公司官网，东吴证券研究所

烟具市场较为广阔，烟标龙头多有布局。依照 IQOS 的发展模式，未来中烟公司与烟标企业的合作最有可能以烟具为突破，且烟标龙头依赖于上游产业链地位有望成为综合的供应链整合商。假设我国总人口年增速 0.5%、吸烟率每年下滑 0.2pct，烟具价格 600 元（IQOS 烟具均价约 110 美元），根据我们的测算 2021 年我国的烟具市场规模有望达到 278 亿元。传统烟标龙头如劲嘉股份、集友股份、东风股份等均已通过外延并购或设立合资公司等方式布局新型烟草领域，在该赛道有望领跑。

表 7：我国电子烟具市场规模测算

	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
总人口（亿）	13.75	13.83	13.90	13.97	14.04	14.11	14.18
YOY	-	0.59%	0.53%	0.50%	0.50%	0.50%	0.50%
吸烟率	23.0%	22.8%	22.6%	22.4%	22.2%	22.0%	21.8%
吸烟人数（亿）	3.16	3.15	3.14	3.13	3.12	3.10	3.09
电子烟渗透率	0.30%	0.60%	1%	3%	5%	10%	15%
烟具价格（元）	600	600	600	600	600	600	600
烟具更换频率（次/年）	1	1	1	1	1	1	1
市场规模测算	5.7	11.3	18.8	56.3	93.5	186.3	278.2

数据来源：Wind，中国报告网，《2015 中国成人烟草调查报告》，东吴证券研究所

表 8：烟标龙头开展新型烟草业务情况

时间	涉及企业	主要内容
2017.11	集友股份、安徽中烟	集友股份与安徽中烟签署《关于共建“新型烟草制品及卷烟配套材料联合工程中心”的框架协议》，将成立联合工程中心，以市场需求为导向，推动新型烟草制品及卷烟配套材料等相关产业发展。
2014.2	合元科技、劲嘉股份	劲嘉股份与深圳市合元科技有限公司（下称“合元科技”）签署了合作协议，拟共同出资 1 亿元设立合资公司劲嘉科技，主要从事电子烟的研发、生产与销售。
2013.9	东风股份、上海绿新	东风股份、上海绿新均发布公告称，两家公司和自然人龙功运将共同出资 1 亿元成立上海乐新电子科技有限公司。上海乐新主要从事便携式功能性雾化器、雾化器、电子烟器具等的相关业务。

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

未来国际加热不燃烧烟具产品或将参与国内市场竞争。17 年 6 月国家烟草专卖局下发“关于禁止销售进口新型卷烟的告知书”后实际将 IQOS、Glo 在内的加热不燃烧卷烟划定为烟草专卖品，各正规渠道已无法购买。2018 年 11 月底 IQOS 2.4plus 登陆天猫国际官方直营店，烟具售价为 749-799 元（但仍禁止销售烟弹），截止 12 月 8 日月销量达 2000 件，大幅领先其他同类产品，在国内市场同样深受消费者青睐。我们认为，IQOS 烟具重归正规销售渠道或预示海外烟具产品将参与国内市场竞争，但烟弹仍将严格由国家烟草专卖局严格管制。

图 14：IQOS 产品登陆天猫商城



数据来源：天猫，东吴证券研究所

1.4. 建议关注新型烟草产业链布局深厚的劲嘉股份

劲嘉股份产业合作布局深厚有望率先受益。劲嘉股份自 14 年起就设立劲嘉科技研发电子烟产品；随后陆续取得与英美烟草，雷诺烟草，菲莫国际三家国际烟草龙头电子烟包装盒业务的合作；18 年 8 月，劲嘉科技与小米旗下生态链企业北京米物科技设立合资公司嘉物科技；18 年 10 月，劲嘉科技又与云南中烟下属新型烟草制品企业华玉科技设立合资公司，强强联合共同推进新型烟草的研发销售。我们认为，新型烟草东风在即，劲嘉前期布局深厚有望率先受益。

图 15：劲嘉科技“探索者”加热不燃烧电子烟



数据来源：京东，东吴证券研究所

图 16：劲嘉科技“蒸汽生活”烟油式电子烟



数据来源：京东，东吴证券研究所

在烟草行业企稳的背景下，我们认为劲嘉将大幅受益于卷烟结构升级，并在巩固强势领域的基础上积极拓展业务至其他消费品领域，与茅台合作渐入佳境、酒包业务放量可期，并在新型烟草领域多有布局，业绩增长点较为明确。公司 17 年分红率高达 77.66%，对应股息率为 4.06%；历年经营性现金流稳定且充裕、18Q3 末资产负债率仅 16.43%，资金状况良好。考虑到公司业绩具有较稳健的向上弹性，予以重点推荐。

1.5. 其他必选消费：关注受益于成本优势的中顺洁柔

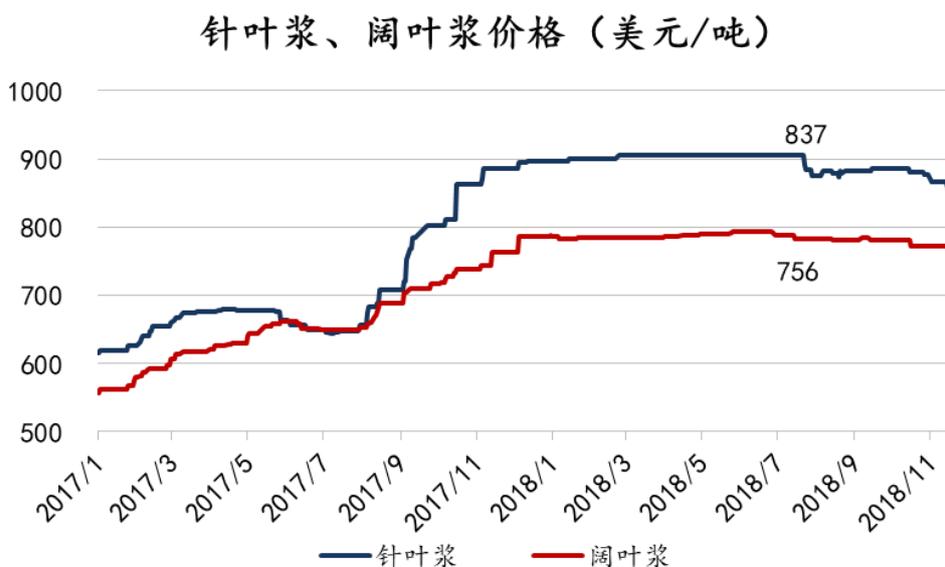
浆价高位下行，看好产品具创新、渠道具活力的生活用纸龙头中顺洁柔。18年8月以来，内盘浆价格持续下跌，公司成本压力有所缓解。11月27日，纸浆期货上市首日即跌停(-10%)，并持续创新低，体现了市场对明年纸浆市场偏弱、浆价下行的预期。我们预计下游生活用纸行业盈利或迎来改善，并测算得在19/20年外盘浆价分别下行10%、2%的预期下，中顺洁柔纸中业务的毛利率分别上升1.99pct/0.76pct，归母净利润增长38.28%/20.71%，具有较大的盈利弹性。三季度以来中顺洁柔表现明显好于同行，公司将持续开拓空白区域、推出高毛利个护新品优化产品结构、产能陆续投放，长期看好！

表9：盈利弹性测算敏感性分析

		中顺洁柔							中顺洁柔				
毛利率预测	针叶浆及阔叶浆价格变动幅度					净利润YOY 预测	美元兑人民币 汇率	针叶浆及阔叶浆价格变动幅度					
	0%	-5%	-10%	-15%	-20%			0%	-5%	-10%	-15%	-20%	
美元兑人民币 汇率	6.70	34.39%	36.43%	38.47%	40.51%	42.54%	6.70	2.62%	26.41%	51.38%	75.77%	100.15%	
	6.80	33.78%	35.85%	37.92%	39.99%	42.06%	6.80	-4.66%	20.08%	44.83%	69.58%	94.33%	
	6.90	33.17%	35.27%	37.37%	39.47%	41.57%	6.90	-11.94%	13.17%	38.28%	63.39%	88.50%	
	7.00	32.56%	34.69%	36.82%	38.95%	41.08%	7.00	-19.22%	6.26%	31.73%	57.21%	82.68%	
	7.10	31.95%	34.11%	36.27%	38.44%	40.60%	7.10	-26.50%	-0.66%	25.18%	51.02%	76.86%	
		维达国际							维达国际				
毛利率预测	针叶浆及阔叶浆价格变动幅度					净利润YOY 预测	美元兑人民币 汇率	针叶浆及阔叶浆价格变动幅度					
	0%	-5%	-10%	-15%	-20%			0%	-5%	-10%	-15%	-20%	
美元兑人民币 汇率	6.70	27.33%	29.15%	30.96%	32.78%	34.59%	6.70	-16.66%	18.26%	53.19%	88.12%	123.05%	
	6.80	26.79%	28.63%	30.47%	32.32%	34.16%	6.80	-27.09%	8.36%	43.81%	79.26%	114.71%	
	6.90	26.25%	28.12%	29.99%	31.86%	33.73%	6.90	-37.52%	-1.55%	34.43%	70.40%	106.37%	
	7.00	25.71%	27.60%	29.50%	31.40%	33.29%	7.00	-47.94%	-11.45%	25.04%	61.53%	98.03%	
	7.10	25.16%	27.09%	29.01%	30.94%	32.86%	7.10	-58.37%	-21.36%	15.66%	52.67%	89.68%	

数据来源：Wind，卓创资讯，公司年报，东吴证券研究所测算

图17：针叶浆/阔叶浆价格走势



数据来源：卓创资讯，东吴证券研究所

2. 家居及造纸：估值处于底部，关注优质标的

2.1. 家居：关注龙头多品牌运营、前端引流模式创新成效

多品牌多品类齐发力，长线看好顾家家居转型品牌零售商。本周顾家家居发布公告，新一轮增持计划已增持喜临门 221.47 万股股份，截止公告日顾家持有喜临门股份已经达到 3.4%，强强联手利好行业集中度提升。公司持续推进多品牌多品类扩张战略，产品目前已涵盖沙发、软床和床垫等多个品类，功能、布艺沙发增势迅猛，床垫业务不断补强，丰富产品举着。2018 年对班尔奇、Benz 和 Natuzzi 等国际知名品牌的收购进一步丰富了其品牌矩阵，拓展覆盖客群，建议持续关注顾家家居多品牌多品类战略的推进。

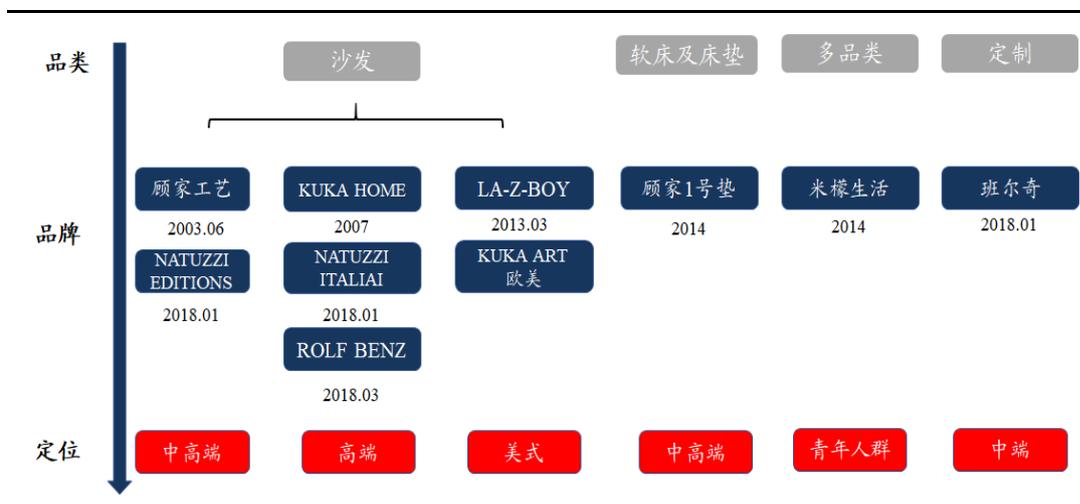
图 18：顾家家居沙发床垫业务品类开拓

		单位：亿元								
		2012	2013	2014	2015	2016	2017	2017H1	2018H1	
沙发	顾家家居	沙发业务收入	13.9	17.43	20.58	22.63	28.4	36.92	18.24	21.44
		YOY	0.65%	25.42%	18.03%	9.98%	25.48%	30.03%	49.15%	17.51%
		占比总收入	65.62%	65.01%	63.51%	61.41%	59.23%	55.40%	58.63%	52.94%
		毛利率	40.20%	41.49%	41.96%	41.50%	40.98%	36.46%	38.34%	32.74%
	其中：	皮类沙发	13.53	14.97	16.08	18.15	20.08	24.50		
		YOY		10.66%	7.40%	12.88%	10.64%	22.00%		
		毛利率		42.34%	43.52%	42.77%				
		功能沙发	0.23	0.84	2.03	2.76	5.00	8.00		
		YOY		260.86%	141.17%	35.95%	81.16%	60.00%		
		毛利率		33.42%	33.68%	34.44%				
	布艺沙发	0.14	1.62	2.47	1.72	3.00	4.50			
	YOY		1075.30%	52.26%	30.22%	74.42%	50.00%			
	毛利率		37.86%	38.55%	39.38%					
床垫	顾家家居	软床及床垫收入	1.23	1.82	2.83	4.35	6.5	8.86	4.3	5.27
		YOY	38.20%	48.47%	55.34%	53.90%	49.26%	36.31%	72.72%	22.44%
		占比总收入	5.79%	6.79%	8.73%	11.82%	13.55%	13.29%	13.82%	13.01%
		毛利率	38.46%	38.99%	42.14%	43.23%	42.41%	38.22%	41.11%	39.97%
	其中：	软床	1.23	1.78	2.34	3.04				
		YOY		45.48%	31.40%	29.67%				
		床垫	0.04	0.48	1.31					
		YOY			1217.39%	171.27%				

注：顾家16、17年各品类收入测算来自公司业务说明会。

数据来源：公司年报，公司公告，东吴证券研究所

图 19：顾家家居品牌矩阵



数据来源：公司年报，招股说明书，东吴证券研究所

图 20：顾家家居海外合作情况一览

时间	合作公司	合作公司简介	合作模式	相应出资	战略意义
2013.3.17	La-Z-Boy	1927年成立，1972年纽交所上市，主营内饰家具、配件及橱柜的生产、销售、进口、分销和零售，并生产躺椅及制造/经销住宅家具，旗下拥有“纽约客”、“西海岸”、“经典”、“传奇单椅”四大大产品系列	顾家家居成为La-Z-Boy中国市场（除上海市外）的独家经销商	-	发展功能沙发等业务
2018.1.10	Natuzzi S.p.A.	1959年成立，1993年于纽交所上市，是意大利规模最大的家具上市公司，产品包括沙发、皮沙发、扶手椅、组合式家具、运动家具和沙发床、客厅家具和配件，销售网络覆盖约100个国家	签订合作框架协议，拟在大中国区通过合资公司纳图兹贸易（上海）有限公司，建立用于发展并经营Natuzzi Italia和Natuzzi Editions的零售网络。顾家家居将拥有合资公司51%的股权，Natuzzi将拥有合资公司49%的股权。	购买股权投资价款为6,500万欧元（折合人民币约5.01亿元）	在品牌体系中增加高端及中高端两个品牌系列（Natuzzi Italia和Natuzzi Editions），并通过向Natuzzi学习提升公司在空间设计、产品研发与制造、终端零售管理等价值链上关键环节的竞争力
2018.3.1	Rolf Benz RB Management	成立于1964年，是德国知名度最高的软体家具品牌，主营软体家具的研发、设计、生产和销售，旗下拥有“Rolf Benz”“hülsta sofa”和“freistil”三大品牌，销售额80%以上为欧洲市场，所有沙发产品均由两家自有德国工厂生产。 Rolf Benz AG & Co.KG普通合伙人，无实际业务	购买Rolf Benz AG & Co.KG 99.92%的股权 购买RB Management AG 100%的股	总投资价款为4,156.5万欧元（折合人民币约3.20亿元）	完善公司的国际化布局，丰富公司的品牌布局和产品序列，并增强公司研发、设计实力
2018.3.26	Nick Scali	1962年成立，2004年于澳大利亚证券交易所(ASX)上市，是澳大利亚进出口和零售家具领先品牌，产品包括沙发、餐桌、餐椅、茶几、电视柜、地毯等，定位中高端。	购买Nick Scali 11,039,473股股份（占比13.63%）	总投资价款为77,276,311澳币（折合人民币约3.78亿元）	顾家家居将成为Nick Scali的并列第二大股东。 1) 与 Nick Scali在供应链上形成协同效应，扩大公司在澳洲的销售渠道； 2) 与Nick Scali共同进行澳新市场业务扩张； 3) 学习其领先的零售经验。

数据来源：公司年报，公司公告，东吴证券研究所

流量入口变迁下，关注定制龙头前端引流模式。随着精装房占比持续提升、实体卖场客流下滑，整装模式和大宗业务已成为定制龙头业务重要的一环。欧派家居积极深化大宗、电商、整装渠道变革，整装/微型大家居店、多品类融合等多方式推动大家居战略落地，并积极推进信息化建设，不断提高供应链效率，建议持续关注。

图 21：定制家居企业整装业务对比

	尚品宅配	欧派家居	诗尼曼
形式	“HOMKOO”整装云平台&自营整装	整装大家居旗舰店	智慧整装体验馆
定位	整装云平台：打造的F2C供应链平台降低家装企业物流、采购和层级代理成本，提升企业利润率。 自营整装：实际体验整装云项目环节，针对性优化调整项目。	与家装企业合作，整合装修材料、基础施工、定制家具等全套服务项目，使用户仅需购置家电和生活用品即可实现拎包入住，为消费者打造一站式家居空间解决方案。	集合AI整装业务与整屋定制家居产品，搭载O2O模式，升级零售渠道、创新消费体验，实现整装业务与新零售概念的结合。
拓展情况	截止18Q1整装云会员数量达到260家，自营整装在建工地164个	已在宜宾、临沂、清远等城市开店	首家落地于广州
推出时间	2017年Q3	2018年5月	2018年5月
18H1整装收入/亿	0.47	1.92	-
YOY	-	445%	-
累计客户数	782	-	-

数据来源：公司官网，亿欧网，家居热线，东吴证券研究所

图 22：欧派家居重点季度数据一览

--	--	--	--

单位: 百万元	2017Q1	2017Q2	2017Q3	2017Q4	2018Q1	2018Q2	2018Q3
营业总收入	1,448.75	2,426.07	3,028.66	2,806.70	1,906.23	2,939.18	3,351.51
YOY	20.49%	44.89%	40.54%	33.50%	31.58%	21.15%	10.66%
归母净利润	55.52	358.57	530.44	355.60	73.56	476.49	650.17
YOY	33.31%	33.43%	31.21%	51.37%	32.48%	32.89%	22.57%
毛利率	31.00%	35.98%	36.55%	32.90%	33.91%	39.38%	38.83%
期间费用率	25.33%	20.06%	15.54%	18.42%	29.00%	20.01%	16.10%
其中: 销售费用率	13.49%	11.52%	8.59%	7.56%	14.05%	10.09%	8.06%
管理+研发费用率	11.80%	8.77%	7.04%	10.48%	15.10%	9.90%	8.67%
财务费用率	0.04%	-0.23%	-0.09%	0.38%	-0.14%	0.02%	-0.63%
归母净利率	3.83%	14.78%	17.51%	12.67%	3.86%	16.21%	19.40%
ROE	1.42%	6.80%	9.05%	5.76%	1.17%	7.50%	9.57%
YOY (±)	-	-	-	-2.40%	-0.25%	0.70%	0.53%
资产负债率	32.64%	34.63%	32.00%	35.62%	30.44%	37.26%	32.26%
YOY (±)	-	-	-	-12.42%	-2.21%	2.63%	0.27%
存货	687.95	719.02	717.64	786.61	734.24	724.16	672.49
较上年同期增减	-	-	-	29.66	46.29	5.14	-45.15
存货周转天数	65.05	52.04	44.49	43.70	54.32	44.70	38.69
较上年同期增减	10.50	4.98	3.22	-5.49	-10.73	-7.33	-5.80
应收票据	4.39	8.07	27.87	66.24	82.74	61.09	82.81
较上年同期增减	-	-	-	59.03	78.35	53.02	54.94
应收账款	175.75	204.42	268.71	148.62	141.79	267.71	330.97
较上年同期增减	-	-	-	19.16	-33.96	63.28	62.26
应收账款周转天数	9.48	7.76	7.79	5.15	6.86	7.73	7.90
较上年同期增减	3.94	3.13	3.82	0.02	-2.62	-0.02	0.11
应付账款及应付票据	651.91	821.08	882.71	736.64	700.27	848.38	1,007.45
较上年同期增减	-	-	-	47.72	48.36	27.30	124.74
预收账款	952.42	1316.52	1172.07	1381.00	1027.08	1276.96	1162.09
较上年同期增减	-	-	-	301.21	74.67	-39.56	-9.98
经营性现金流净额	-186.76	801.89	284.10	978.64	-376.03	920.10	972.90
较上年同期增减	-121.79	169.90	-464.83	797.82	-189.27	118.21	688.80
筹资性现金流净额	2080.85	285.99	-121.80	21.96	-124.68	114.70	-409.28
较上年同期增减	2142.74	198.59	307.57	-325.90	-2205.53	-171.29	-287.49
资本开支	480.92	556.58	99.58	646.91	841.94	456.51	837.71
较上年同期增减	338.60	216.39	-158.64	165.57	361.03	-100.07	738.12

数据来源: Wind, 东吴证券研究所

2.2. 造纸: 估值处于底部, 龙头长期布局

单吨市值底部, 长期布局龙头标的。进入十二月以来, 由于玖龙、山鹰等龙头均预告停机检修计划, 预计后续箱板/瓦楞纸价格将有所回升, 但下游需求偏弱仍不足以支撑纸价大幅上行。文化纸方面进入淡季, 价格有所回落, 但由于文化纸需求相对刚性, 预计后续价格波动不大。根据我们对各龙头纸企单吨市值的测算, 目前单吨市值、PB 均处于历史底部水平。建议长期布局太阳纸业、玖龙纸业等行业龙头标的。

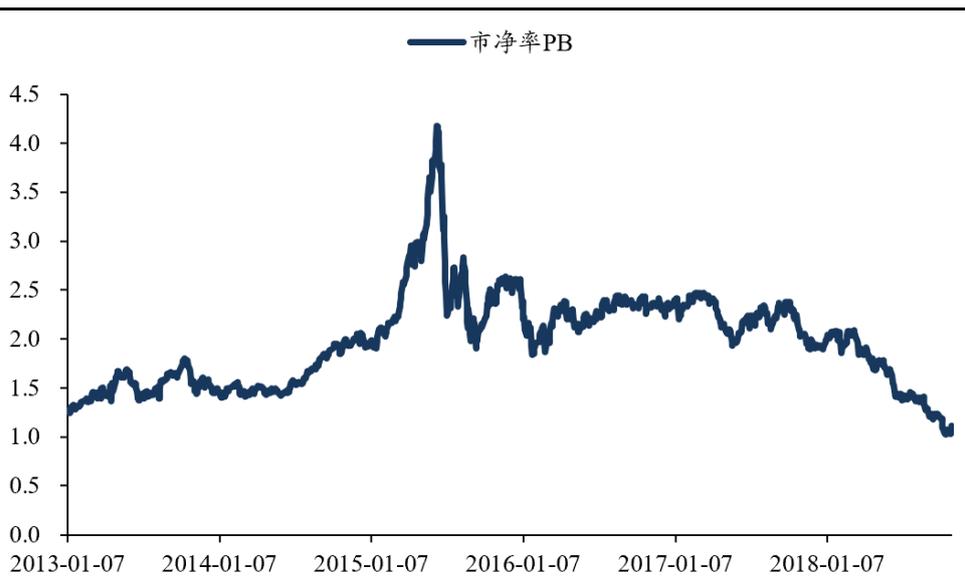
表 10: 龙头纸企单吨市值测算

		2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	
太阳纸业	最高市值/亿	167.62	101.35	83.23	110.51	275.53	190.92	256.65	327.23	
	最低市值/亿	90.57	49.42	53.16	69.79	100.01	98.27	161.35	155.04	
	产能/万吨	纸	160	180	180	196	288	312	312	412
		浆	70	75	100	100	135	120	130	255
	最高单吨市值/元	7287.88	3974.35	2972.52	3733.46	6513.61	4419.51	5806.66	4906.06	
	最低单吨市值/元	3937.92	1938.09	1898.50	2357.78	2364.29	2274.82	3650.54	2324.40	
	ROE	13.44%	4.50%	6.30%	8.92%	10.75%	14.14%	22.14%	16.06%	
	历史分红率	16.37%	18.83%	20.39%	20.76%	20.14%	18.37%	16.50%	13.54%	
	资本支出/亿	26.60	12.36	0.94	19.47	26.27	16.73	39.80	24.35	
	最高PE	33.57	57.47	29.24	23.57	41.33	18.07	12.68	13.76	
	最低PE	18.14	28.03	18.68	14.89	15.00	9.30	7.97	6.52	
	山鹰纸业	最高市值/亿	129.95	131.83	130.97	131.41	337.91	164.81	249.42	234.80
最低市值/亿		66.48	64.63	87.74	82.56	113.95	122.12	148.94	138.95	
产能/万吨		90	90	225	305	305	354	404	500	
最高单吨市值/元		14439.02	14647.92	5820.75	4308.52	11079.05	4655.52	6173.75	4696.00	
最低单吨市值/元		7386.85	7181.02	3899.71	2706.77	3735.96	3449.58	3686.68	2778.96	
ROE		1.47%	-0.95%	4.71%	1.86%	3.46%	4.87%	21.49%	20.66%	
历史分红率		27.21%	27.21%	29.30%	29.82%	30.93%	31.11%	30.53%	18.57%	
资本支出/亿		4.83	6.48	4.53	13.31	3.59	10.21	7.94	10.70	
最高PE		358.80	-471.13	63.00	119.52	95.78	8.18	10.76	7.82	
最低PE		183.56	-230.97	42.21	75.09	32.30	6.06	6.43	4.63	
理文造纸		最高市值/亿	287.47	232.61	296.26	250.77	258.08	326.71	475.15	440.63
		最低市值/亿	105.05	121.46	190.35	180.65	169.52	180.87	267.66	285.58
	产能/万吨	纸	605.00	705.00	523.00	525.50	536.50	598.50	671.50	695.50
		浆	18.00	18.00	15.00	15.00	15.00	18.00	18.00	18.00
	最高单吨市值/元	4614.35	3217.22	5506.63	4639.61	4679.51	5299.40	6891.23	6175.59	
	最低单吨市值/元	1686.16	1679.96	3538.10	3342.24	3073.82	2933.83	3881.91	4002.55	
	ROE	10.48%	9.05%	12.59%	11.26%	13.43%	16.81%	26.02%	12.80%	
	历史分红率	34.70%	-	35.15%	35.02%	35.36%	34.86%	32.93%	29.66%	
	资本支出/亿	16.29	29.02	23.22	22.32	30.16	37.38	31.70	12.89	
	最高PE	15.56	17.21	15.21	13.17	11.07	11.41	9.43	7.27	
	最低PE	5.68	8.99	9.77	9.49	7.27	6.32	5.31	4.71	
	玖龙纸业	最高市值/亿	486.03	290.81	290.78	262.45	304.06	305.98	662.32	533.66
最低市值/亿		116.18	123.52	165.69	186.37	151.01	152.03	298.22	294.38	
产能/万吨		1145	1400	1350	1350	1373	1400	1400	1800	
最高单吨市值/元		4244.80	2077.23	2153.93	1944.06	2214.55	2185.57	4730.85	2964.79	
最低单吨市值/元		1014.68	882.29	1227.36	1380.50	1099.88	1085.89	2130.17	992.94	
ROE		9.91%	6.74%	7.04%	7.49%	5.73%	4.37%	15.71%	-	
历史分红率		22.67%	29.91%	21.25%	22.52%	54.53%	29.59%	25.84%	-	
资本支出/万元		574.69	710.01	423.57	352.20	285.02	606.48	1065.96	-	
最高PE		34.22	18.63	16.57	18.59	27.11	6.98	8.44	6.25	
最低PE		8.18	7.91	9.44	13.20	13.46	3.47	3.80	3.45	

数据来源：Wind，公司公告，东吴证券研究所

短期持续低迷，长期具备投资价值。当前时点由于外废长期清零大势所趋，在原料供给受限的情况下，原料价格大幅向下可能性不大。从供给来说，箱板纸新增产能存在一定压力，但由于原料价格上涨，实际产能利用率预计有所下滑。行业整体毛利率偏低，中小企业盈利承压，加速小企业挤出，而在供给侧改革下小产能继续出清，龙头市占率提升逻辑依旧。需求方面，箱板瓦楞纸以及纸浆库存水平相对较高，预计随着淡季到来短期改善不显著。短期来看，贸易战影响持续，下游需求未见明显改观，行业低迷或将延续。但长期来看，各企业PE、PB均处于历史底部水平，各龙头企业也均通过自身的前瞻性布局获得长期成长动力，具备长期的投资价值。

图 23：造纸板块市净率



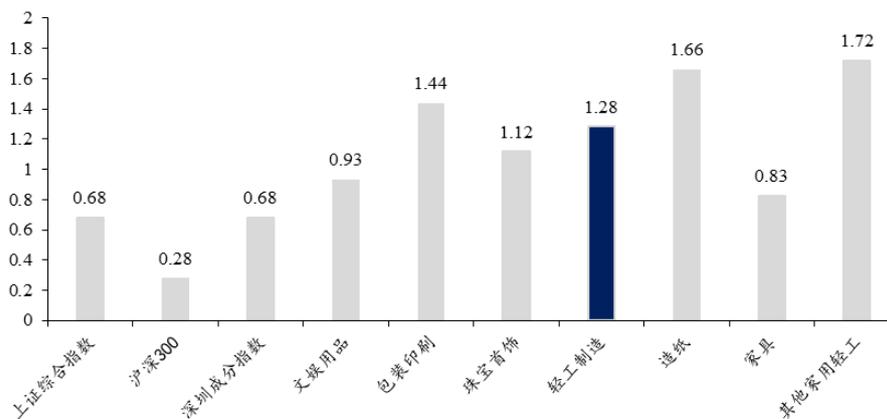
数据来源：Wind，东吴证券研究所

3. 板块回顾：大盘上涨，轻工上涨 1.28%

本周上证综指上涨 0.68% 收于 2605.89 点；深证成指上涨 0.68% 收于 7733.89 点；沪深 300 上涨 0.28% 收于 3181.56 点。其中轻工制造板块上涨 1.28%。从行业各细分子板块来看，其他家用轻工(+1.72%)表现最好，其次为造纸(+1.66%)，包装印刷(+1.44%)、珠宝首饰(+1.12%)、文娱用品(+0.93%)，而家具(+0.83%)表现最差。

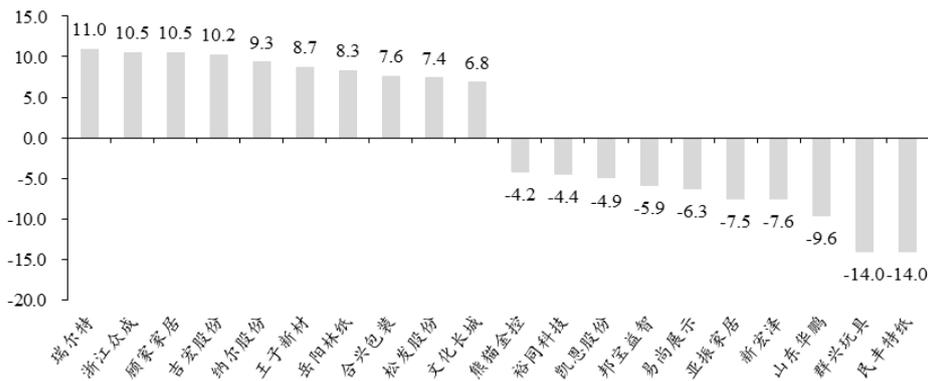
个股表现来看，本周涨幅靠前的公司有瑞尔特(+11.0%)、浙江众成(10.5%)，顾家家居(+10.5%)、吉宏股份(+10.2%)、纳尔股份(+9.3%)、王子新材(+8.7%)、岳阳林纸(+8.3%)、合兴包装(+7.6%)、松发股份(+7.4%)、文化长城(+6.8%)；民丰特纸为板块内本周最大跌幅公司，跌幅达-14.0%。

图 24：本周市场涨跌幅 (%)



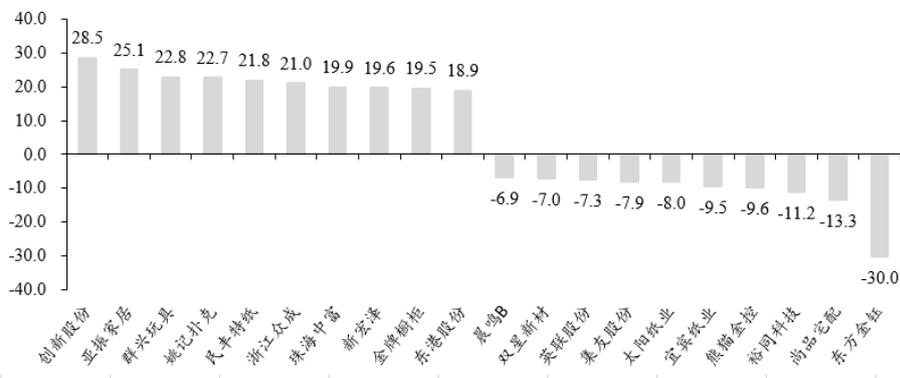
数据来源：Wind 资讯，东吴证券研究所

图 25：板块单周涨跌幅前十的股票 (%)



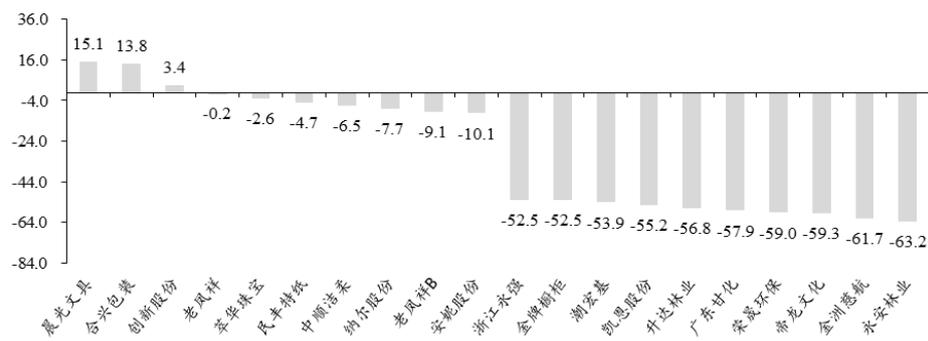
数据来源: Wind 资讯, 东吴证券研究所

图 26: 板块单月涨跌幅前十的股票 (%)



数据来源: Wind 资讯, 东吴证券研究所

图 27: 板块年度涨跌幅前十的股票 (%)



数据来源: Wind 资讯, 东吴证券研究所

4. 重点公司公告

4.1. 包装印刷造纸

太阳纸业: 公司拟回购注销因个人原因离职的高碧灵等 17 人所持已获授但尚未

解除限售的限制性股票。本次回购注销部分限制性股票将涉及注册资本减少，特此通知债权人，债权人自本公告之日起 45 日内，有权要求公司清偿债务或者提供相应的担保。

山鹰纸业：公司发行 2018 年度第六期超短期融资券，发行总额 2 亿元，发行利率 6.5%，期限 270 天，发行价格为 100 元/张。

恒安国际：公司发行第五期超短期融资券，发行总额人民币 10 亿元，发行利率 3.9%，期限 270 天。

昇兴股份：公司于 2018 年 9 月 25 日同意使用不超过 6400 万元闲置募集资金暂时补太阳纸业：公司限制性股票激励计划（2017-2019）第一个解除限售期符合解锁条件的激励对象为 657 人，本次解锁的限制性股票数量为 2228.80 万股，占目前公司总股本比例为 0.8597%，上市流通日为 2018 年 12 月 5 日。

劲嘉股份：截至 2018 年 11 月 30 日，公司累计回购股份 2996.39 万股，占公司目前总股本的 2.0045%，最高成交价为 8.74 元/股，最低成交价为 6.46 元/股，成交金额为 2.3 亿元（不含交易费用）

裕同科技：截止 2018 年 11 月 30 日，公司通过集中竞价方式累计回购股份 23 万股，占公司总股本的 0.0575%，最高成交价为 43.80 元/股，最低成交价为 42.84 元/股，成交总金额为 996.19 万元。

中顺洁柔：2018 年 11 月 2 日至 2018 年 12 月 4 日回购期间，公司股份回购专用账户累计回购股份 1,170.96 万股，占公司总股本的 0.9101%，最高成交价为 8.9 元/股，最低成交价为 7.5 元/股，支付总金额是 9,458.15 万元（不含交易费用）。截止今日公司股份回购事项已实施完毕。

东风股份：2018 年 12 月 3 日，公司接到香港东风投资通知，香港东风投资将所持有的部分公司股份（合计 1.45 亿股，占公司总股本的 13.04%）办理了解除质押及质押登记。

4.2. 家具

金牌厨柜：公司拟与自然人陆继毅等人及有限合伙企业厦门年之轮投资合伙企业等共同出资设立厦门金牌桔家云整装科技有限公司，近日，公司已完成设立（控股）子公司的相关工作，并收到厦门市市场监督管理局颁发的营业执照。

顾家家居：公司公告截至 12 月 6 日，公司已增持喜临门股份 221.47 万股，占喜临门总股本的 0.56%，增持总金额 2,231.56 万元

公司公告变更部分募集资金投资项目。本次拟变更的募投项目为“信息化系统建设项目”，公司拟投入总金额为人民币 0.70 亿元。截至本公告日，本项目已投入人

民币 0.41 亿元。公司拟将该项目尚未投入的人民币 0.29 亿元募集资金全部补充公司流动资金。

梦百合：公司于 2018 年 11 月 8 日公开发行百合转债 510 万张（人民币 5.10 亿元），其中，公司控股股东倪张根先生配售百合转债 225 万张，占发行总量的 44.12%。截至本公告日，倪张根先生累计出售百合转债 510,000 张，占发行总量的 10%，减持后占发行总量的 34.12%。

4.3. 其他可选消费

海鸥住工：公司拟使用自有资金或自筹资金以集中竞价交易的方式回购公司 5%~10% 的社会公众股份。凡公司债权人均有权于本公告披露之日起 45 日内，凭有效债权证明文件及凭证向公司要求清偿债务或要求公司提供相应担保。

周大生：持公司股份 6421.82 万股（占本公司总股本比例 13.23%）的股东北极光投资有限公司计划自本减持计划公告之日起 3 个交易日后 6 个月内以大宗交易方式或集中竞价方式或协议转让方式减持股份。

海伦钢琴：公司公告拟使用调整后结余募集资金中的 8,359.71 万元收购海伦川音 38.98% 股权、海伦新巴赫 39% 股权和海伦爱乐 39% 股权；拟将调整后结余募集资金中的 1,975.29 万元用于补充流动资金。

高乐股份：公司全资子公司广东高乐教育科技有限公司，于 2018 年 11 月 30 日在汕头市潮南区“互联网+智慧教育”信息化项目招标采购中中标，成交金额 1.39 亿元。

兔宝宝：公司截至 2018 年 11 月 30 日，回购股份数量为 1,760.56 万股，占公司总股本的 2.12%，成交最高价为 6.81 元/股，成交最低价为 5.16 元/股，支付的总金额为 9,998.87 万元（不含交易费用）。

齐心集团：截至 2018 年 11 月 30 日，公司以集中竞价方式实施回购股份，累计回购股份数量 471.77 万股，占公司总股本的 0.7351%，最高成交价为 10.87 元/股，最低成交价为 8.07 元/股，总成交金额为 4,679.20 万元（不含交易费用）。

鸿博股份：截止到 2018 年 11 月 30 日，公司累计回购股份数量 140.79 万股，占公司总股本的 0.2808%，购买股份最高成交价为 6.56 元/股，购买股份最低成交价为 6.02 元/股，回购金额总计 885.86 万元。

广东甘化：公司公告同意以支付现金方式购买冯骏、彭玫、成都升华共创企业管理合伙企业（有限合伙）、成都升华同享企业管理合伙企业（有限合伙）持有的升华电源 100% 股权。截至本公告披露之日，本次重大资产重组的标的资产已完成过户。

5. 行业上下游数据

5.1. 造纸业：原纸价格维稳、纸浆价格继续下跌

5.1.1. 价格数据：纸价多数维稳，国废、日废有所下跌

截止 12 月 7 日周原纸价格：箱板纸市场价 4510 元/吨（周变化+33 元/吨，月变化+116.7 元/吨）；瓦楞纸 3765 元/吨（周变化-25 元/吨，月变化-12.5 元/吨）；白板纸 4300 元/吨（周变化 0 元/吨，月变化-50 元/吨）；白卡纸 5143 元/吨（周变化 0 元/吨，月变化-500.33 元/吨）；双胶纸 6383 元/吨（周变化-184 元/吨，月变化-425.33 元/吨）；铜版纸 6033 元/吨（周变化-267 元/吨，月变化-700.33 元/吨）。

截止 12 月 7 日的废纸价格：国内各地废纸到厂平均价格 2150 元/吨（周变化-73 元/吨，月变化-238 元/吨）。截止 12 月 7 日的外废价格：美废 13#外商平均价 313 美元/吨（本周变化 0 美元/吨，过去一个月变化 0 美元/吨）；日废平均价 284 美元/吨（本周变化 0 美元/吨，过去一个月变化-4 美元/吨）；欧废平均价 210 美元/吨（本周变化-5 美元/吨，过去一个月变化-12 美元/吨）。

截止 12 月 7 日的纸浆价格：国际方面阔叶浆外商平均价 756 美元/吨（本周变化-5 美元/吨，过去一个月变化-17 美元/吨）；针叶浆外商平均价 837 美元/吨（本周变化-3 美元/吨，过去一个月变化-43 美元/吨）。截止 12 月 7 日，内盘浆平均价 5598 元/吨（本周变化-155 元/吨，过去一个月变化-552 元/吨）。

截止 12 月 7 日的煤炭价格：国内主要地区煤炭平均价格 601 元/吨（本周变化 0 元/吨，过去一个月变化+4 元/吨，过去一年变化+10 元/吨）。

截止 12 月 7 日，溶解浆内盘价格指数 7620 元/吨（本周变化-60 元/吨，过去一个月变化-140 元/吨，过去一年变化-80 元/吨）。本周粘胶短纤 13900 元/吨（本周变化 0 元/吨，过去一个月变化-550 元/吨，过去一年变化-300 元/吨）；粘胶长丝 37700 元/吨（本周变化 0 元/吨，过去一个月变化-100 元/吨，过去一年变化-100 元/吨）。

图 28：箱板纸价格走势（元/吨）



数据来源：卓创资讯，东吴证券研究所

图 29：瓦楞纸价格走势（元/吨）



数据来源：卓创资讯，东吴证券研究所

图 30: 白板纸出厂价格 (元/吨)



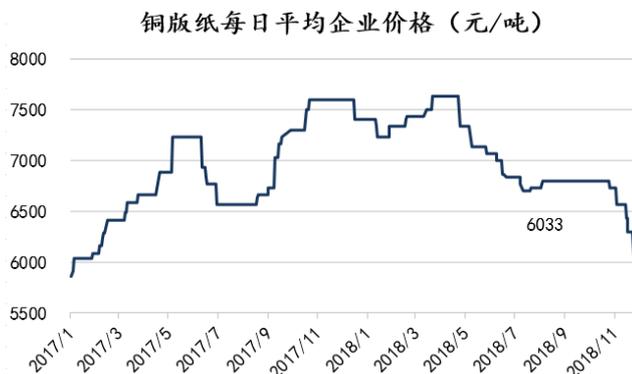
数据来源: 卓创资讯, 东吴证券研究所

图 31: 白卡纸出厂价格 (元/吨)



数据来源: 卓创资讯, 东吴证券研究所

图 32: 铜板纸价格走势 (元/吨)



数据来源: 卓创资讯, 东吴证券研究所

图 33: 双胶纸最近价格走势 (元/吨)



数据来源: 卓创资讯, 东吴证券研究所

图 34: 国废价格走势 (元/吨)



数据来源: 卓创资讯, 东吴证券研究所

图 35: 美废 13# 价格走势 (美元/吨)



数据来源: 卓创资讯, 东吴证券研究所

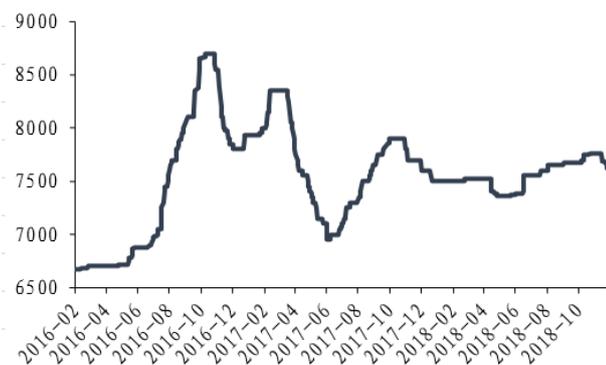
图 36: 欧废、日废价格走势 (美元/吨)

图 37: 国际针叶浆、阔叶浆历史价格 (美元/吨)



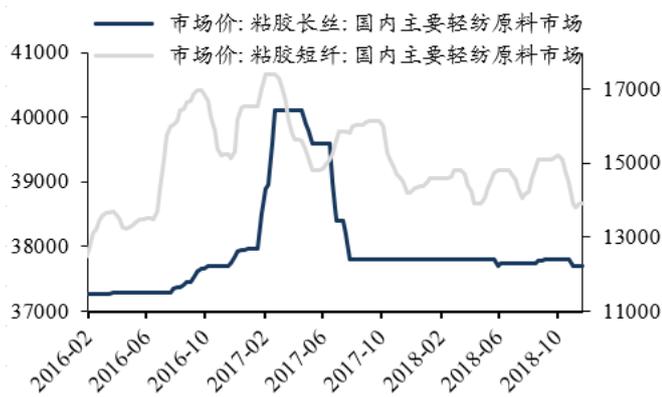
数据来源：卓创资讯，东吴证券研究所

图 38：溶解浆内盘价格指数（元/吨）



数据来源：卓创资讯，东吴证券研究所

图 40：粘胶纤维市场价（元/吨）

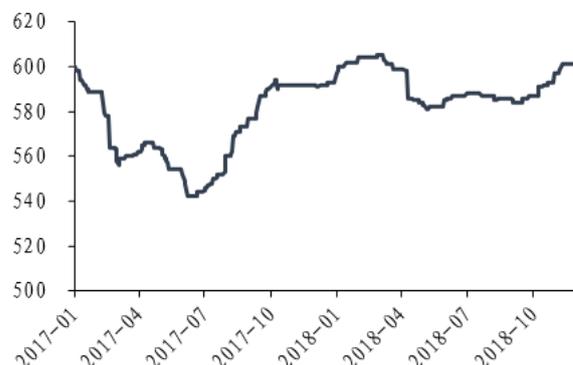


数据来源：Wind，东吴证券研究所



数据来源：卓创资讯，东吴证券研究所

图 39：国内主要地区煤炭平均价格（元/吨）



数据来源：卓创资讯，东吴证券研究所

图 41：化机浆、内盘浆平均价格（元/吨）



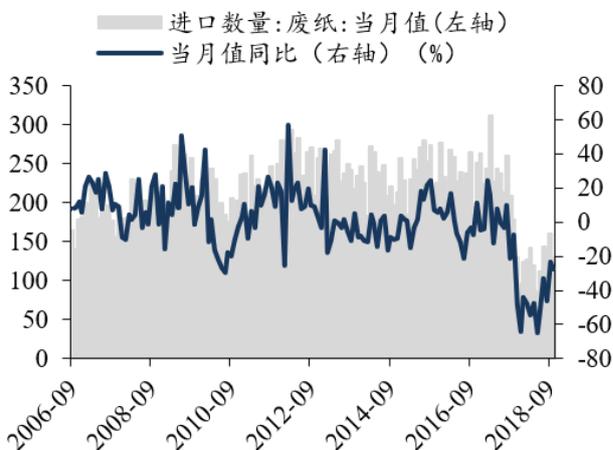
数据来源：Wind，东吴证券研究所

5.1.2. 进出口数据：废纸 10 月进口量 130 万吨，同减 27.37%；纸浆 10 月进口量 212 万吨，上升 15.85%

原材料方面纸浆进口量有所下降。18 年 10 月进口废纸 130 万吨，同比下滑 27.37%；

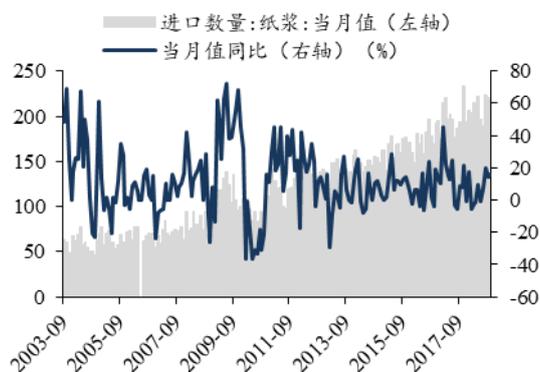
18年10月进口纸浆212万吨，同比上升15.85%。

图 42：废纸月度进口量及同比（万吨，%）



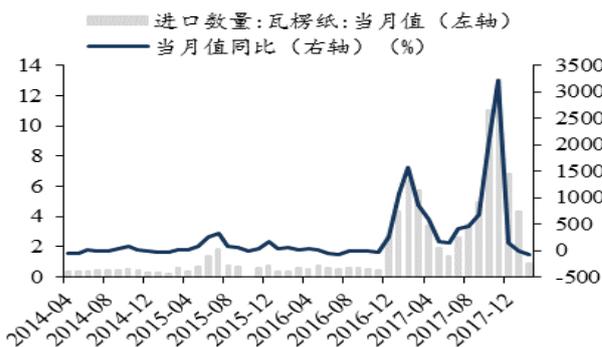
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图 43：纸浆月度进口量及同比（万吨，%）



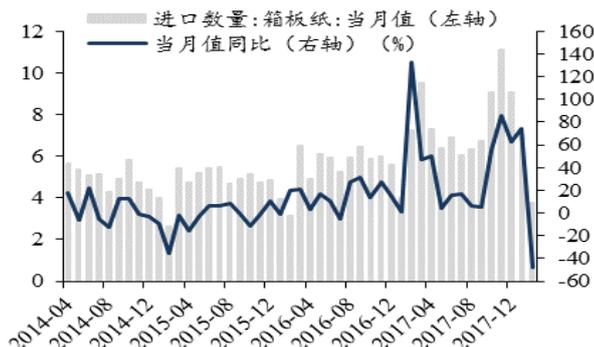
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图 44：瓦楞纸月度进口量及同比（万吨，%）



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图 45：箱板纸月度进口量及同比（万吨，%）

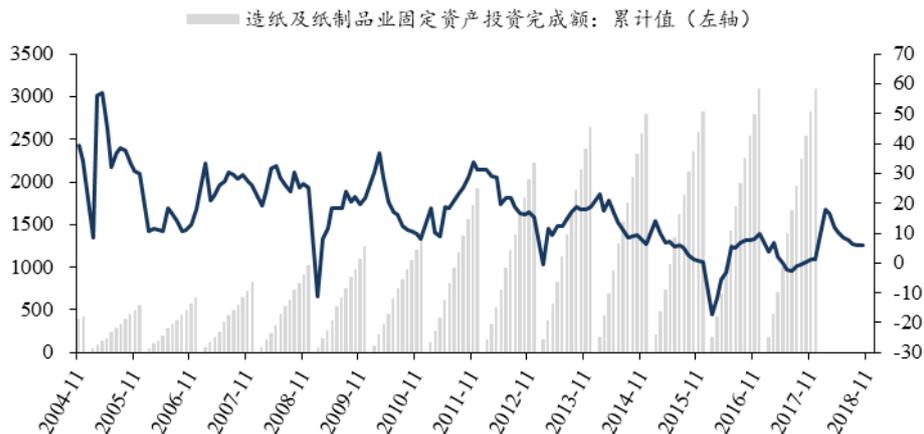


数据来源：Wind，东吴证券研究所

5.1.3. 固定资产投资：10月固定资产投资完成额累计增速为5.90%

17年12月造纸及纸制品制造业固定资产投资完成额累计实现3090.96亿元，累计同比增速达到1.2%。18年10月造纸及纸制品制造业固定资产投资完成额的累计增速5.90%。

图 46：造纸及纸制品制造业固定资产投资完成额累计及同比(亿元，%)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

5.2. 家具产业: 18年10月家具零售额211.2亿, 同比增长-15.6%

5.2.1. 产销量: 10月家具零售额211.2亿, 同比增长-15.6%

18年10月我国家具及零件累计出口销售额433亿美元, 累计同比上升7.70%; 18年10月全国家具零售211.2亿, 同比增长-15.6%; 建材家居卖场销售额970.3亿元, 同比下降5.94%。

图 47: 家具产量累计值与同比 (万件, %)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

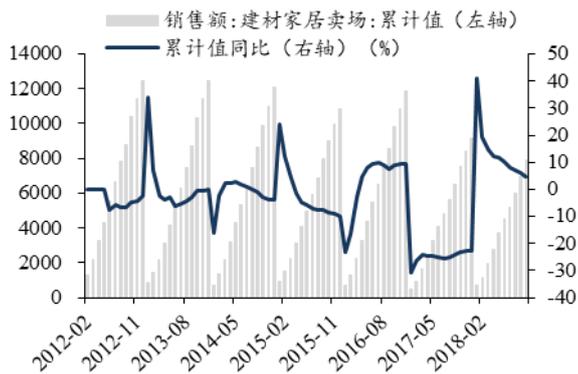
图 49: 建材家居卖场累计销售额与同比(亿元, %)

图 48: 家具产量当月值与同比 (万件, %)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图 50: 建材家居卖场当月销售额与同比(亿元, %)



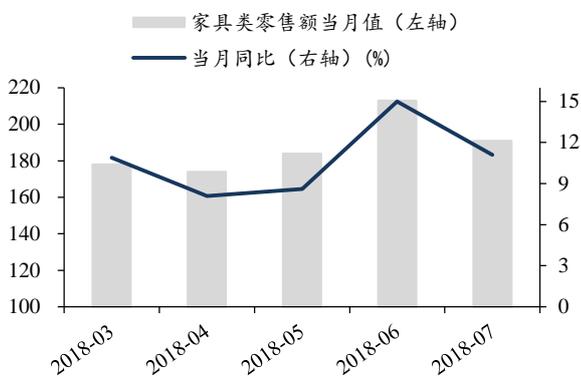
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图 51: 全国家具零售额及同比 (亿元, %)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图 52: 家具及零部件出口销售额累计(万美元, %)



数据来源: 国家统计局, 东吴证券研究所



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

5.2.2. 原材料市场: TDI 价格上涨, MDI 价格持平, 人造板密度板指数下跌 2.29%

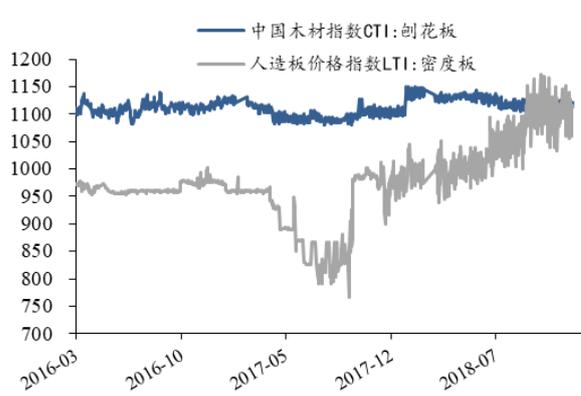
截至 12 月 6 日, 软体家具上游 TDI 国内现货价 22,000 元/吨 (周涨跌幅+2.33%), 纯 MDI 现货价 23,000 元/吨 (周涨跌幅 0.00%)。

截至 12 月 6 日, CIT 刨花板指数 1,121.70 (周涨跌幅+1.01%), 人造板密度板指数 1,112.70 (周涨跌幅-2.29%)。

图 53: 软体家具上游价格变化趋势



图 54: 定制家具上游价格变化趋势



数据来源：Wind，东吴证券研究所

数据来源：Wind，东吴证券研究所

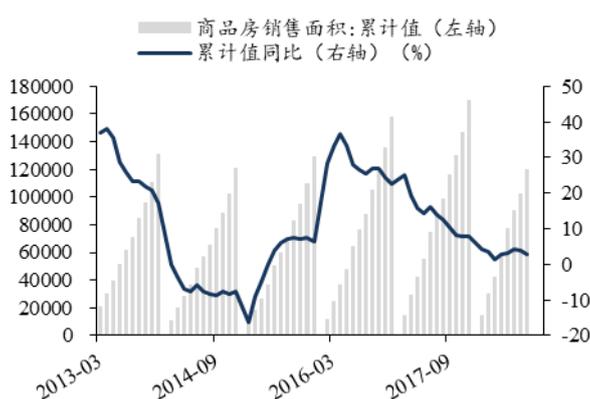
5.2.3. 房地产市场：10月商品新开工面积16.88亿平方米，同比增加16.28%

18年10月，房屋新开工面积累计168,754万平，同比增加16.28%；2018年10月，商品房累计销售面积133,117万平方米，同比增加2.20%；累计销售额115,914亿元，同比增加12.25%。

18年11月，30大中城市中**一线城市**（北京、上海、广州、深圳）成交22395套，同比下降12.85%，环比上升4.64%，成交面积233.53万平，同比下降13.51%，环比上升6.65%；**二线城市**（天津、杭州、南京、武汉、成都、青岛、苏州、南昌、福州、厦门、长沙、哈尔滨、长春）成交78780套，同比上升4.66%，成交面积883.80万平，同比上升9.21%；**三线城市**（无锡、东莞、昆明、石家庄、惠州、包头、扬州、安庆、岳阳、韶关、南宁、兰州、江阴）成交54876套，同比上升34.45%，成交面积511.35万平，同比上升20.93%。

图 55：房屋新开工面积累计值及同比（万平，%）

图 56：商品房销售面积累计值及同比（万平，%）

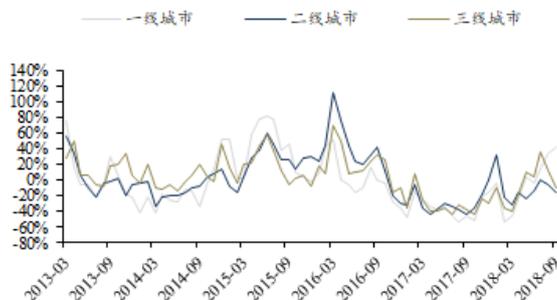
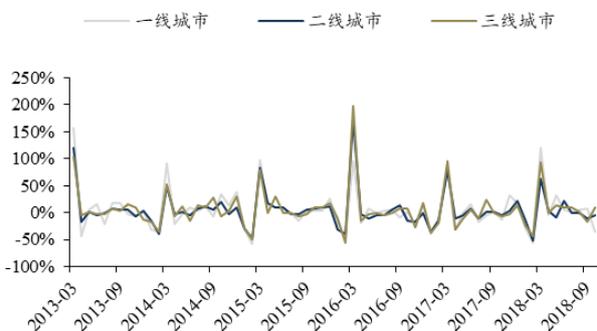


数据来源：Wind，东吴证券研究所

数据来源：Wind，东吴证券研究所

图 57：30大中城市商品房月度成交套数环比（%）

图 58：30大中城市商品房月度成交面积同比（%）



数据来源：Wind，东吴证券研究所

数据来源：Wind，东吴证券研究所

5.3. 文娱行业：10月办公用品零售额同比下降3.3%，玩具出口金额同比上

升 31.61%，彩票销售额同比上升 12.16%

2018 年 10 月办公用品零售额为 265.9 亿元，同比下降 3.3%。

2018 年 10 月玩具出口金额为 30.6 亿美元，出口金额同比变化 0%；累计出口金额为 210.1 亿美元，累计同比上升 31.61%。

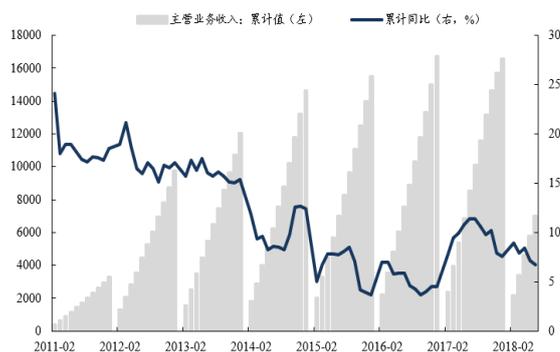
2018 年 10 月，体育彩票销售额为 233.08 亿元，同比上升 20.51%；福利彩票销售额 189.23 亿元，同比上升 3.34%；彩票销售总额为 422.32 亿元，同比上升 12.16%。

图 59：办公用品当月零售额及同比（亿元，%）



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图 60：文教、工美、体育和娱乐用品（亿元，%）



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图 61：玩具出口金额和累计同比（亿美元，%）



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图 62：彩票销售额及其同比（亿元，%）



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图 63：福利彩票销售额及其同比（亿元，%）

图 64：体育彩票销售额及其同比（亿元，%）



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

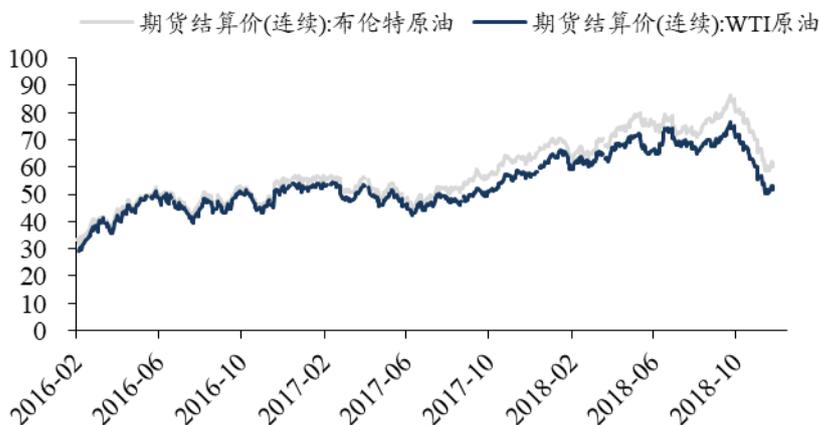


数据来源: Wind, 东吴证券研究所

5.4. 塑料包装: WTI、BRENT 原油价格上涨, PVC、LLDPE 价格持平

英国 BRENT 原油本周均价为 61.35 美元/桶(上周均价为 59.53 美元/桶, +3.05%), WTI 本周均价为 52.65 美元/桶(上周均价为 51.17 元/桶, -2.88%); 期货结算价(连续): 聚氯乙烯(PVC): 本周均价 6505 元/吨(上周 6505 元/吨, 0.00%); 期货结算价(连续): 线型低密度聚乙烯(LLDPE): 本周均价 9035/吨(上周 9035 元/吨, 0.00%)

图 65: 国际原油价格走势(美元/桶)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

5.5. 金银珠宝业: 黄金、白银价格涨跌互现

本周(截至 12 月 6 日), 上交所黄金均价 1320.43 美元/盎司(-0.11%)、COMEX 黄金均价 1233.06 美元/盎司(+0.96%); 上交所白银均价(截止 12 月 6 日) 16.98 元/盎司(+0.28%)、COMEX 白银均价 14.49 美元/盎司(+1.74%)。

图 66: 黄金价格走势(美元/盎司)



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图 67：白银价格走势（美元/盎司）

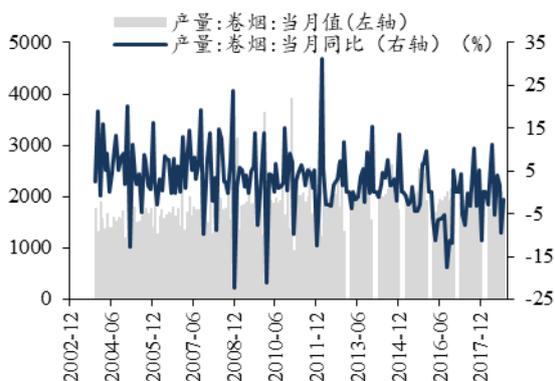


数据来源：Wind，东吴证券研究所

5.6. 卷烟：10月卷烟产量同比下降1.70%

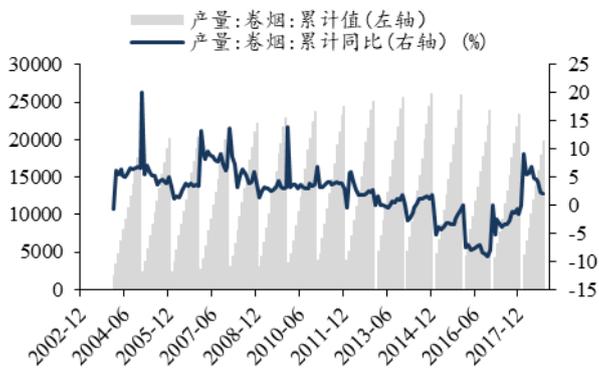
2018年10月卷烟产量为1825亿支，同比下降1.70%。2018年1-10月卷烟累计产量为19788亿支，累计同比上升2.00%。

图 68：产量:卷烟:当月值及同比（亿支，%）



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图 69：产量:卷烟:累计值及同比（亿支，%）

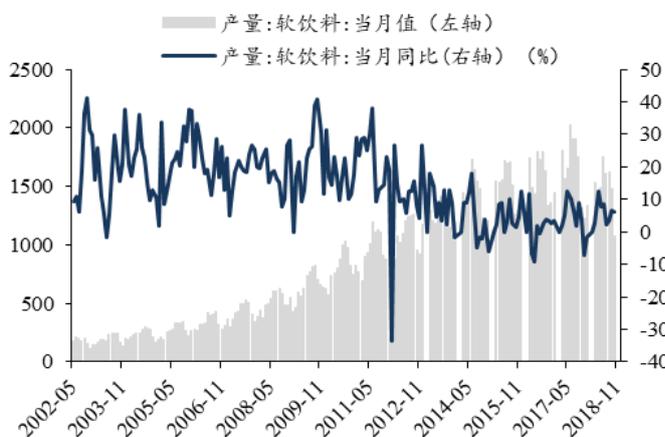


数据来源：Wind，东吴证券研究所

5.7. 软饮料：10月软饮料产量同比上升6.30%

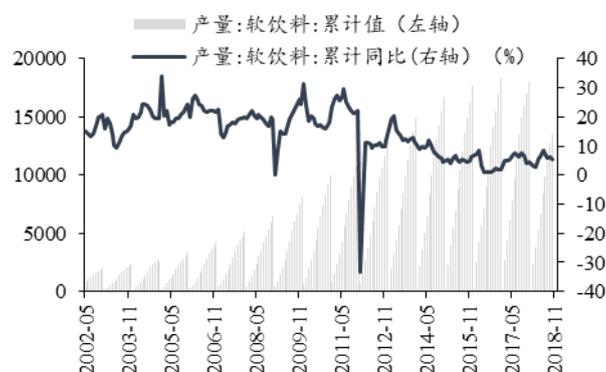
2018年10月软饮料产量为1079.30万吨，同比上升6.30%。2018年10月软饮料累计产量为13487.00万吨，同比增加5.40%。

图 70：产量:软饮料:当月值及同比（万吨，%）



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图 71：产量:软饮料:累计值及同比（万吨，%）



数据来源：Wind，东吴证券研究所

6. 下周公司股东大会和限售股解禁提醒

表 11：下周限售股解禁

代码	简称	解禁日期
600679.SH	上海凤凰	2018/12/10
603398.SH	邦宝益智	2018/12/10

数据来源：Wind，东吴证券研究所

表 12：下周股东大会一览

代码	名称	会议日期	会议类型
002078.SZ	太阳纸业	2018/12/7	临时股东大会
002084.SZ	海鸥住工	2018/12/7	临时股东大会
601968.SH	宝钢包装	2018/12/7	临时股东大会
000910.SZ	大亚圣象	2018/12/6	临时股东大会
601996.SH	丰林集团	2018/12/6	临时股东大会
603058.SH	永吉股份	2018/12/5	临时股东大会
000815.SZ	美利云	2018/12/4	临时股东大会
002348.SZ	高乐股份	2018/12/4	临时股东大会
002356.SZ	赫美集团	2018/12/3	临时股东大会
600337.SH	美克家居	2018/12/3	临时股东大会

数据来源：Wind，东吴证券研究所

7. 增持和回购

表 13: 2018 年 7 月以来轻工板块增持情况

代码	名称	变动次数	涉及股 东人数	总变动 方向	净买入股份数 合计(万股)	占总股本比
002615.SZ	哈尔斯	3	1	增持	91.07	0.22%
002572.SZ	索菲亚	2	1	增持	3,023.34	3.27%
002522.SZ	浙江众成	1	1	增持	0.52	0.00%
002812.SZ	恩捷股份	8	5	增持	14.12	0.03%
200168.SZ	舜喆B	1	1	增持	20.00	0.06%
002853.SZ	皮阿诺	4	3	增持	89.28	0.57%
002831.SZ	裕同科技	10	7	增持	9.26	0.02%
002521.SZ	齐峰新材	5	1	增持	386.00	0.78%
000910.SZ	大亚圣象	2	2	增持	196.99	0.36%
000659.SZ	珠海中富	1	1	增持	6,428.52	5.00%
000488.SZ	晨鸣纸业	2	2	增持	10.53	0.00%
002078.SZ	太阳纸业	4	4	增持	198.51	0.08%
002511.SZ	中顺洁柔	5	3	增持	59.70	0.05%
002240.SZ	威华股份	6	2	增持	469.29	0.88%
002228.SZ	合兴包装	1	1	增持	0.10	0.00%
600356.SH	恒丰纸业	2	1	增持	815.39	2.73%
601996.SH	丰林集团	3	1	增持	30.62	0.03%
603008.SH	喜临门	12	7	增持	1,151.84	2.92%
600567.SH	山鹰纸业	2	1	增持	4,828.00	1.06%
600978.SH	宜华生活	2	1	增持	700.84	0.47%
603816.SH	顾家家居	2	2	增持	197.26	0.46%
603898.SH	好莱客	8	1	增持	33.65	0.11%
603313.SH	梦百合	1	1	增持	14.39	0.06%
603600.SH	永艺股份	27	1	增持	322.20	1.06%
600439.SH	瑞贝卡	2	1	增持	1,149.16	1.02%
600539.SH	*ST狮头	18	1	增持	256.38	1.11%

数据来源: Wind, 东吴证券研究所

表 14: 2018 年 7 月以来轻工板块回购情况

代码	简称	区间已回购金额/万	区间已回购股数/万股	已回购占总股本比例	区间预计回购股数/万股	预计回购占总股本比例	区间回购最高价	区间回购最低价	现价	总股本/亿股
600337.SH	美克家居	19720.63	4271.13	2.41%	17750.53	10.00%	5.61	3.92	4.08	17.75
002831.SZ	裕同科技	996.19	23.00	0.06%	333.33	0.83%	43.80	42.84	42.40	4.00
002301.SZ	齐心集团	4679.19	471.77	0.74%	4166.67	6.49%	10.87	8.07	8.80	6.42
002303.SZ	美盈森	6100.84	1100.00	0.72%	3750.00	2.45%	5.79	5.31	4.98	15.31
002572.SZ	索菲亚	12477.76	624.02	0.68%	857.14	0.93%	22.15	18.29	18.60	9.23
603816.SH	顾家家居	649.75	25.00	0.06%	72.50	0.17%	25.99	25.99	49.60	4.31
002751.SZ	易尚展示	651.94	26.49	0.17%	500.00	3.23%	24.80	24.19	21.81	1.55
002240.SZ	威华股份	3703.79	433.14	0.81%	625.00	1.17%	9.09	7.93	8.52	5.35
603180.SH	金牌厨柜	2973.66	54.06	0.80%	60.00	0.89%	64.38	46.55	62.80	0.68
603398.SH	邦宝益智	27.46	2.50	0.01%	6.55	0.03%	10.98	10.98	10.91	2.13
300061.SZ	康旗股份	4151.01	623.86	0.91%	870.32	1.27%	7.34	5.43	6.76	6.85
002565.SZ	顺灏股份	3601.83	700.00	0.99%	1666.67	2.35%	5.29	4.69	4.14	7.09
002701.SZ	奥瑞金	12465.14	2209.04	0.94%	2571.00	1.09%	5.98	5.21	5.05	23.55
002345.SZ	潮宏基	9237.95	1512.80	1.67%	2000.00	2.21%	6.95	4.66	4.84	9.05
002191.SZ	劲嘉股份	23022.22	2996.39	2.00%	6452.00	4.32%	8.74	6.46	7.39	14.95
002812.SZ	思捷股份	79.93	5.58	0.01%	5.58	0.01%	14.33	14.33	52.70	4.74
300616.SZ	尚品宅配	86.04	2.34	0.01%	2.34	0.01%	36.77	36.77	62.86	1.99
300089.SZ	文化长城	7408.82	878.04	1.83%	834.00	1.73%	9.85	7.58	5.75	4.81
603165.SH	荣晟环保	69.58	2.80	0.02%	261.80	1.45%	24.85	24.85	16.70	1.80
002599.SZ	盛通股份	5204.21	539.99	1.66%	1182.34	3.64%	10.42	9.16	9.69	3.25
002511.SZ	中顺洁柔	9624.57	1270.66	0.99%	2204.96	1.71%	8.90	1.67	8.71	12.87
603898.SH	好莱客	5705.40	312.55	0.98%	1070.68	3.34%	21.45	13.42	16.98	3.20
002229.SZ	鸿博股份	2035.65	282.40	0.56%	1453.84	2.90%	8.12	6.02	6.65	5.01
000910.SZ	大亚圣象	1420.08	129.00	0.23%	160.05	0.29%	11.44	6.80	11.05	5.54

数据来源：Wind，东吴证券研究所

8. 风险提示

纸价涨幅低于预期，地产调控超预期，环保不及预期。

表 15: 重点公司估值表 (12 月 07 日收盘价)

证券代码	证券简称	收盘价 (元)	周涨 跌 幅%	月涨跌 幅%	年涨跌 幅%	总市值 亿元	2017 年 净利润 (百万)	PE (2017e)	预测 2018 年 净利润 (百万)	预测 2018 年 净利润 yoy	预测 PE (2018e)	预测 2019 年 净利润 (百万)	预测 2019 年 净利润 yoy	PE (2019e)
白马蓝筹														
家具														
002572.SZ	索菲亚	18.37	-0.97	-3.97	-48.15	169.63	906.8	18.71	1074.0	18.4%	15.79	1268.0	18.1%	13.38
603833.SH	欧派家居	84.01	5.01	4.17	-23.86	353.08	1300.1	27.16	1623.0	24.8%	21.75	1933.0	19.1%	18.27
603816.SH	顾家家居	50.38	10.48	2.19	-7.63	216.98	822.4	26.38	1031.0	25.4%	21.05	1294.0	25.5%	16.77
300616.SZ	尚品宅配	62.52	-3.34	-13.31	-25.86	124.21	380.0	32.68	512.0	34.7%	24.26	658.0	28.5%	18.88
600337.SH	美克家居	4.10	-0.73	-0.73	-25.27	72.78	365.4	19.92	479.0	31.1%	15.19	628.0	31.1%	11.59
603818.SH	曲美家居	7.24	5.23	4.02	-48.57	35.58	245.7	14.49	167.0	-32.0%	21.31	397.0	137.7%	8.96
603008.SH	喜临门	10.17	0.10	-4.78	-40.85	40.16	283.6	14.16	363.7	28.3%	11.04	484.8	33.3%	8.28
603898.SH	好莱客	17.13	2.15	0.18	-38.01	54.84	348.0	15.76	476.0	36.8%	11.52	600.0	26.1%	9.14
603801.SH	志邦股份	25.48	0.87	-5.31	-46.77	40.77	234.2	17.41	292.0	24.7%	13.96	345.0	18.2%	11.82
603180.SH	金牌橱柜	62.30	-2.46	19.49	-46.35	42.05	166.7	25.22	211.3	26.7%	19.90	259.8	23.0%	16.18
000910.SZ	大亚圣象	10.95	3.69	-1.08	-48.93	60.66	659.2	9.20	827.0	25.5%	7.34	962.0	16.3%	6.31
600978.SH	宜华生活	4.82	1.05	12.09	-46.41	71.47	752.8	9.49	623.9	-17.1%	11.46	694.3	11.3%	10.29
002853.SZ	皮阿诺	18.03	1.29	-6.04	-42.96	28.01	103.0	27.20						
603208.SH	江山欧派	27.35	-0.58	6.05	-35.60	22.10	137.5	16.07	161.8	17.6%	13.66	210.2	29.9%	10.52
002043.SZ	兔宝宝	5.51	0.00	-2.13	-50.57	45.75	364.9	12.54	379.1	3.9%	12.07	459.0	21.1%	9.97
002713.SZ	东易日盛	17.81	10.35	7.03	-15.96	46.78	217.6	21.50	286.6	31.7%	16.32	366.2	27.8%	12.77
002084.SZ	海鸥卫浴	4.44	5.46	10.17	-33.01	22.48	92.0	24.45						
603600.SH	永艺股份	7.50	3.45	4.75	-46.91	22.73	100.2	22.68	147.0	46.7%	15.46	195.0	32.7%	11.66
603848.SH	好太太	15.10	7.78	4.50	0.43	60.55	205.8	29.42	281.3	36.7%	21.52	363.3	29.1%	16.67
601828.SH	美凯龙	11.50	0.44	-2.29	-20.27	408.25	4077.9	10.01	5052.6	23.9%	8.08	5640.7	11.6%	7.24
300729.SZ	乐歌股份	22.53	0.36	-1.14	-26.35	19.69	62.8	31.34	72.6	15.5%	27.13	99.8	37.5%	19.73
文具														
603899.SH	晨光文具	28.14	2.70	-0.64	21.53	258.89	634.0	40.83	807.0	27.3%	32.08	1009.0	25.0%	25.66
002301.SZ	齐心集团	8.65	6.53	10.33	-26.00	55.52	140.1	39.63	221.1	57.8%	25.11	300.3	35.8%	18.49
造纸														
000488.SZ	晨鸣纸业	6.09	3.75	-0.16	-42.47	166.17	3769.3	4.41	4019.0	6.6%	4.13	4543.0	13.0%	3.66
002078.SZ	太阳纸业	6.12	1.66	-7.97	-28.20	158.67	2024.2	7.84	2379.0	17.5%	6.67	2673.0	12.4%	5.94
600966.SH	博汇纸业	3.35	0.90	-4.29	-38.41	44.78	856.1	5.23	910.2	6.3%	4.92			
600567.SH	山鹰纸业	3.20	2.56	0.00	-24.80	146.26	2014.5	7.26	3003.0	49.1%	4.87	3431.0	14.3%	4.26
002511.SZ	中顺洁柔	8.90	4.09	12.80	3.30	114.52	349.1	32.81	422.0	21.0%	27.14	537.0	27.3%	21.33
002521.SZ	齐峰新材	5.78	1.05	0.52	-34.83	28.59	160.5	17.81						
600308.SH	华泰股份	4.63	3.35	0.00	-23.68	54.06	673.7	8.02	834.5	23.9%	6.48	935.5	12.1%	5.78
600103.SH	青山纸业	2.79	0.72	1.82	-29.19	49.49	105.4	46.95						
包装														
002831.SZ	裕同科技	41.25	-4.43	-11.16	-30.35	165.00	931.9	17.71	960.0	3.0%	17.19	1250.0	30.2%	13.20
002191.SZ	劲嘉股份	7.45	-0.13	-1.46	-12.20	111.37	574.4	19.39	723.0	25.9%	15.40	870.0	20.3%	12.80
601515.SH	东风股份	7.45	2.90	7.50	-22.15	82.84	652.1	12.70	644.5	-1.2%	12.85	706.5	9.6%	11.73

002303.SZ	美盈森	5.00	3.95	3.73	-32.54	76.57	348.2	21.99	432.8	24.3%	17.69	561.9	29.8%	13.63
002228.SZ	合兴包装	4.82	7.59	-5.86	11.42	56.37	153.9	36.63	542.2	252.3%	10.40	404.3	-25.4%	13.94
002701.SZ	奥瑞金	5.05	-0.59	-4.72	-13.97	118.94	703.9	16.90	795.5	13.0%	14.95	927.8	16.6%	12.82
珠宝首饰日化														
600612.SH	老凤祥	39.85	4.87	8.46	1.70	208.46	1136.2	18.35	1279.7	12.6%	16.29	1454.7	13.7%	14.33
002094.SZ	青岛金王	5.84	1.04	14.06	-42.09	40.45	402.9	10.04	375.7	-6.8%	10.77	471.8	25.6%	8.57
000026.SZ	飞亚达 A	7.52	1.21	3.72	-27.17	32.99	140.2	23.53	173.4	23.7%	19.02	209.6	20.8%	15.74
002345.SZ	潮宏基	4.90	1.45	-5.41	-53.74	44.37	284.2	15.61	307.1	8.0%	14.45	381.9	24.4%	11.62
002740.SZ	爱迪尔	5.85	-0.34	7.14	-40.41	19.34	60.3	32.05						
002721.SZ	金一文化	5.97	-2.61	1.36	-56.10	49.83	182.4	27.32						
600439.SH	瑞贝卡	2.90	0.00	-1.69	-47.70	32.83	215.1	15.26	269.5	25.3%	12.18	346.0	28.4%	9.49
主题类														
互联网彩票														
600433.SH	冠豪高新	3.80	0.00	11.44	-18.43	48.31	52.8	91.51						
000829.SZ	天音控股	6.03	6.35	4.51	-33.80	62.57	234.2	26.72	298.5	27.5%	20.96	362.0	21.3%	17.28
002229.SZ	鸿博股份	6.85	3.79	-5.52	-28.13	34.34	10.8	319.15	15.0	39.4%	228.94	84.0	460.0%	40.88
002235.SZ	安妮股份	6.15	-2.69	0.82	-7.62	38.37	(365.1)	-10.51	145.0	-139.7%	26.47	185.2	27.7%	20.73
电子发票														
002117.SZ	东港股份	14.73	3.73	18.89	-22.89	53.58	232.1	23.09	278.6	20.0%	19.24	342.5	23.0%	15.64
600271.SH	航天信息	23.15	-6.09	-5.82	5.59	431.17	1556.6	27.70	1614.5	3.7%	26.71	2025.8	25.5%	21.28
教育														
300329.SZ	海伦钢琴	7.27	0.97	-3.84	-18.41	18.44	41.0	44.99	61.9	51.0%	29.80	78.4	26.7%	23.52
002678.SZ	珠江钢琴	6.09	-0.81	-0.98	-29.84	82.72	164.7	50.23	192.3	16.8%	43.01	226.3	17.7%	36.55
002348.SZ	高乐股份	3.32	1.84	4.73	-43.05	31.45	55.1	57.08	62.5	13.5%	50.32	86.0	37.6%	36.57
002599.SZ	盛通股份	9.71	-3.77	-2.41	-19.69	31.53	92.5	34.07	138.0	49.1%	22.84	180.1	30.5%	17.50
603398.SH	邦宝益智	10.75	-5.87	-4.19	-30.87	22.87	62.1	36.86						
小市值														
600189.SH	吉林森工	4.36	8.46	7.13	-20.64	31.26	12.0	260.85						
002014.SZ	永新股份	6.03	4.69	3.08	-26.95	30.37	205.5	14.78	223.0	8.5%	13.62	256.0	14.8%	11.86
002243.SZ	通产丽星	6.56	0.00	-4.09	-17.27	23.94	42.2	56.67						
其他														
600076.SH	康欣新材	4.63	5.47	13.48	-40.53	47.89	466.3	10.27	573.3	22.9%	8.35	673.6	17.5%	7.11
002565.SZ	上海绿新	4.06	0.25	5.18	-36.08	28.79	103.2	27.90						
002735.SZ	王子新材	23.32	8.72	1.04	-27.08	19.64	38.6	50.83						
000902.SZ	新洋丰	9.27	-1.80	3.58	4.77	120.93	680.2	17.78	820.4	20.60%	14.74	989.0	20.50%	12.23
港股、美股														
(单位原始货币计)														
1999.HK	敏华控股	3.50	2.94	-9.58	-44.48	133.81	1535.9	8.71	1615.6	5.2%	8.28	1880.6	16.4%	7.12
2689.HK	玖龙纸业	8.13	2.52	5.45	-32.86	380.01	4383.7	8.67	7521.5	71.6%	5.05	6842.0	-9.0%	5.55
2314.HK	理文造纸	7.09	0.00	8.58	-18.51	311.50	5040.3	6.18	5301.4	5.2%	5.88	5807.0	9.5%	5.36
3331.HK	维达国际	13.12	-2.67	12.91	-13.19	156.76	621.0	25.25	516.24	-16.9%	30.37	702.42	36.1%	22.32
1044.HK	恒安国际	62.55	-2.19	-0.24	-13.27	754.40	3794.0	19.88	4322.0	13.9%	17.45	4858.0	12.4%	15.53
0906.HK	中粮包装	3.30	2.48	18.71	-41.00	38.76	310.5	12.48	310.0	-0.2%	12.50	365.0	17.7%	10.62

2083.HK	大自然家居	1.41	0.71	-4.08	34.29	20.30	68.2	29.77						
1371.HK	华彩控股	0.08	-3.49	-4.60	-40.71	8.10	(192.6)	-4.21						
WBALN	500彩票网	7.72	-1.53	3.76	-18.74	3.28	(317.1)	-1.03						
0555.HK	御泰中彩控股	0.02	-4.35	69.23	-56.29	3.31	(704.3)	-0.47						

家电

白电

000651.SZ	格力电器	36.48	-1.00	-7.43	-13.04	2,194.54	22401.6	9.80	28488.7	27.2%	7.70	31397.6	10.2%	6.99
000333.SZ	美的集团	38.48	-0.54	-4.23	-22.73	2,556.86	17283.7	14.79	20587.6	19.1%	12.42	23615.2	14.7%	10.83
600690.SH	青岛海尔	13.75	0.00	2.77	-21.20	875.66	6925.8	12.64	7852.5	13.4%	11.15	8972.9	14.3%	9.76
000418.SZ	小天鹅A	45.19	-0.64	-4.10	-20.90	285.82	1506.4	18.97	1819.6	20.8%	15.71	2185.1	20.1%	13.08

黑电

000100.SZ	TCL集团	2.56	3.64	1.59	-36.13	346.87	2664.4	13.02	3633.4	36.4%	9.55	4247.9	16.9%	8.17
600060.SH	海信电器	9.26	1.76	5.83	-35.19	121.17	941.9	12.86	901.7	-4.3%	13.44	1129.4	25.3%	10.73
002429.SZ	兆驰股份	2.05	1.49	4.06	-49.63	92.80	602.9	15.39	629.5	4.4%	14.74	900.8	43.1%	10.30
000810.SZ	创维数字	6.29	0.48	0.32	-24.49	67.56	94.3	71.62						

厨电小家电

002508.SZ	老板电器	20.95	0.43	-3.01	-52.72	198.82	1461.2	13.61	1559.7	6.7%	12.75	1761.9	13.0%	11.28
002035.SZ	华帝股份	9.05	2.96	-5.83	-48.02	79.79	509.6	15.66	696.0	36.6%	11.46	886.0	27.3%	9.01
002242.SZ	九阳股份	14.66	3.68	1.73	-9.75	112.52	688.9	16.33	756.8	9.8%	14.87	846.1	11.8%	13.30
002032.SZ	苏泊尔	53.81	0.20	6.77	39.16	441.91	1307.6	33.80	1620.5	23.9%	27.27	1971.4	21.7%	22.42

数据来源：Wind 资讯，东吴证券研究所(未标红数据为 Wind 一致预期)

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准：

公司投资评级：

- 买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上；
- 增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5% 与 15% 之间；
- 中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -5% 与 5% 之间；
- 减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -15% 与 -5% 之间；
- 卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 -15% 以下。

行业投资评级：

- 增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于大盘 5% 以上；
- 中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对大盘 -5% 与 5%；
- 减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于大盘 5% 以上。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号
邮政编码：215021

传真：(0512) 62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>

