

笔纸家居市占升， 包装个股看拐点

轻工行业我们看好“笔纸家居市占升，包装个股看拐点”策略主线，细分行业龙头具有稀缺性，同时在细分领域具备竞争优势壁垒，成长确定性高，市场系统性风险低，拥有行业内成长性、龙头份额持续提升逻辑，推荐“笔、纸、软体、照明、定制、包装”等细分领域龙头：

小文具到大办公，价值成长双重精选——晨光文具。文具行业规模千亿，办公用品包括家具、耗材等，规模万亿。政府阳光规范采购，行业迎来新发展，美国史泰博 2017 财年做到 1250 亿人民币收入体量；推荐必选消费品龙头，且一体两翼战略顺利落地的晨光文具。

生活用纸确定高，木浆回落拐点至——中顺洁柔。生活用纸市场规模 17 年 1106 亿，09-17 年复合增长 11.79%。消费结构持续优化成新驱动，木浆原料下行带来业绩弹性。A 股推荐中顺洁柔等，通过产品结构优化有效对冲前期浆价，公司业绩稳增，和恒安、维达差距持续缩小。

沙发床垫后劲足，原料汇率促反弹——顾家家居、敏华控股、梦百合等。软体如沙发、床垫等行业空间巨大但集中度低，前期贸易战、原材料上涨、汇率等致使行业承压，当前行业加速整合、格局优化，看好龙头份额持续提升和 TDI、MDI 原料价格松动、汇率贬值预期带来业绩弹性。**顾家家居：**软体格局明朗，业绩稳健扎实，全品类、多层次产品矩阵战略持续推进，职业管理团队优秀，化工原料下跌、汇率贬值带来业绩修复。**敏华控股：**沙发龙头，价值翘楚，产业链一体化，内销快增新驱动，海外建厂有效对冲贸易战，持续分红派息回馈股东，2019 财年估值仅 9 倍。**梦百合：**记忆绵龙头受益国内渗透率提升。公司全球化产能布局，国内多渠道并拓，零压房精准营销，原料跌、汇率贬迎业绩拐点。**定制龙头：**尚品宅配收入仍领跑，整装业务 Q3 环比增长超 50%，公司设计、后端生产优势明显，Q4 管理下沉提效；**欧派家居**衣柜木门仍成长，整装与大家居同时推进应对挑战；**索菲亚**多举措提振接单效果明显，继续推进大家居、稳中求进提效率。

原创之光价值增，产品渠道筑龙头——欧普照明。照明行业高度分散，家居照明集中度提升欧普品牌龙头最受益，产品结构不断丰富，拓展商用照明新领域，与华为、腾讯合作布局智慧家居，服务体验持续升级，线下 4000 家专卖店、10 万多家零售网点构筑强大护城河，三大战略打造全球化照明企业。

木浆废纸虽向下，但造纸龙头新增量低估值。木浆库存持续上行，价格高位稳中有降；外废收紧、需求萎缩，废纸价格继续承压。太阳纸业作为林浆纸一体化龙头，纸、浆产能持续扩充，国外产能布局夯实成本优势，管理优秀稳健，业绩增量最确定。

包装空间广、成本降，龙头高弹性——劲嘉股份、东港股份、裕同科技、合兴包装。包装行业空间万亿，上游废纸包装纸价格松动带来盈利修复，纸包龙头市占稳步提、业绩拐点将至。**劲嘉股份：**卷烟产销拐点回暖，烟标龙头业绩稳、议价强，烟标结构持续优化，新业务不断拓展，提前布局新型烟草，扩大回购显信心。**东港股份：**财税金融综合服务龙头，原纸价跌利好印刷主业毛利提升，银行卡订单放量望继续提升市场份额，技术服务业务快速增长，潜力十足。**裕同科技：**精品包装龙头，客户多元化并拓，酒包、烟包齐发力，环保纸托新增量，2018Q3 毛利率、净利率环比分别大幅增加 7.19、5.08pct，业绩拐点逐步确认，员工持股、公司回购、高管增持彰显发展信心。**合兴包装：**内生 IPS/PSCP 驱动快增，外延收购合众创新并表，18、19 年备考估值 11、14 倍。

风险提示：细分消费领域竞争大幅加剧。

轻工制造

维持

增持

花小伟

huaxiaowei@csc.com.cn

010-85156325

执业证书编号：S1440515040002

孙金琦

sunjinqi@csc.com.cn

010-65608481

执业证书编号：S1440517050002

研究助理：罗乾生

luoqiansheng@csc.com.cn

研究助理：王泽选

wangzexuan@csc.com.cn

发布日期：2018 年 12 月 10 日

相关研究报告

- | | |
|----------|--|
| 18.12.05 | 东港股份：原料跌，订单稳，毛利弹，新业拓 |
| 18.11.08 | 晨光文具：深度研究报告系列四——从日本百乐十年股价十倍路径，再看晨光推荐逻辑 |
| 18.10.25 | 梦百合：原料下跌，汇率贬值，业绩拐点 |
| 18.08.28 | 劲嘉股份：新烟草、新蓝海、新视角，推荐新逻辑 |
| 18.07.18 | 合兴包装：深度推荐二——从国际纸业（IP）、西石公司（WR）等发展路径，再看合兴推荐逻辑 |
| 18.06.05 | 欧普照明：产品渠道筑壁垒，六年激励铸巨头 |
| 18.03.02 | 敏华控股：沙发深度三——从乐至宝壮大记，看国内沙发龙头崛起 |
| 17.10.17 | 中顺洁柔：从“顺恒达金”四大龙头比较，看中顺的竞争崛起 |
| 17.10.10 | 中顺洁柔：激励实效，成本无虞，竞争崛起，延续真成长 |
| 17.02.28 | 裕同科技：纸包龙头，原料无虞，与优质客户齐飞 |
| 17.02.20 | 顾家家居：沙发深度系列二——国际龙头品牌全渠道广，顾家家居产品优盈利强 |

目录

一、从小文具到大办公，价值成长双重精选	1
（一）传统文具超千亿市场，办公直销万亿新蓝海.....	1
（二）个股推荐——晨光文具：国内外文具集大成者，一体两翼稳健成长.....	4
二、生活用纸确定高，木浆回落拐点至	5
（一）千亿生活用纸市场稳增长，龙头受益消费结构升级、浆价下行.....	5
（二）个股推荐——中顺洁柔：消费真成长、业绩确定高.....	7
三、沙发床垫后劲足，原料汇率促反弹	8
（一）我国软体家具潜力大，龙头企业份额提升空间广.....	8
（二）贸易战致行业短期承压，龙头海外布局、多举并措有效对冲.....	10
（三）原料下跌，汇率贬值，软体龙头有望迎业绩拐点.....	10
（四）软体个股推荐——顾家家居、敏华控股、梦百合等.....	12
（五）定制个股推荐——尚品、欧派、索菲亚，大家居与装修并拓.....	14
四、原创之光价值增，产品渠道筑龙头	16
（一）照明行业稳定发展，品牌龙头最受益.....	16
（二）个股推荐——欧普照明：产品渠道筑壁垒，六年激励铸巨头.....	18
五、木浆废纸虽向下，但造纸龙头新增量低估值.....	20
（一）木浆高位稳中有降，外废紧、需求缩致废纸承压.....	20
（二）个股推荐：太阳纸业——林浆纸一体化，新增量新成长.....	22
六、空间广成本降，包装龙头弹性大	23
（一）包装空间超万亿，纸包装集中度低，成本压力渐缓解.....	23
（二）个股推荐：劲嘉股份、东港股份、裕同科技、合兴包装等.....	26
七、风险提示	29

图表目录

图表 1: 文教办公用品行业主营业务收入和利润.....	1
图表 2: 2012-2018Q3 我国文教办公用品行业前四大上市龙头企业营收 (亿)	2
图表 3: 晨光文具、得力集团、齐心集团、广博股份合计市占率.....	2
图表 4: 政府阳光采购相关重大政策	3
图表 5: Staples 历史业绩 (单位: 亿美元)	3
图表 6: 我国生活用纸市场规模及增速	5
图表 7: 我国人均生活用纸消费量及增速	5
图表 8: 世界各地生活用纸人均消费量	5
图表 9: 2010-2017 年生活用纸各细分品类复合增速 (%)	6
图表 10: 2012-2017 年生活用纸细分品类需求占比	6
图表 11: 我国前 15 大生活用纸企业产能及销售占比.....	6
图表 12: 生活用纸 CR4 合计市场份额变化.....	6
图表 13: 美国生活用纸市场份额 (2016 年)	6
图表 14: 木浆价格自 2018 年 10 月以来呈下滑态势.....	7
图表 15: 全球软体家具消费量 (亿美元) 及增速 (%)	9
图表 16: 2016 年我国软体家具消费总量排名第一.....	9
图表 17: 美国床垫行业维持稳定集中	9
图表 18: 轻工造纸行业涉税清单 (HS 分类)	10
图表 19: FY2018-1HFY2019 沙发主要原材料平均单位成本变动 (%)	11
图表 20: TDI 市场价格.....	11
图表 21: MDI 市场价格.....	11
图表 22: 软体家居企业利润率变化趋势 (2018 年为当季数据)	12
图表 23: 2018 年 4 月以来人民币贬值超过 9.5%	12
图表 24: 中国照明行业市场整体规模营业收入 (单位: 亿元)	16
图表 25: 电光源市场规模营业收入 (单位: 亿元)	17
图表 26: 照明灯具市场规模营业收入 (单位: 亿元)	17
图表 27: 其他电子元件市场规模营业收入 (单位: 亿元)	17
图表 28: 中国照明行业市场业务占比	17
图表 29: 可比公司营业收入规模、同比增速对比.....	18
图表 30: 国内本土照明企业市场份额 (2017 年)	18
图表 31: 国内家居灯具市场各品牌份额 (2017)	18
图表 32: 全球木浆新增产能 (万吨)	20
图表 33: 2018 年前 25 批废纸进口额度获批情况.....	21
图表 34: 木浆价格走势	21
图表 35: 废纸价格走势	21
图表 36: 铜版纸价格走势	22
图表 37: 双胶纸价格走势	22
图表 38: 箱板纸价格走势	22



图表 39: 箱板纸供需格局	22
图表 40: 我国包装行业营业收入、利润及同比.....	23
图表 41: 2017 年我国包装细分领域占比	23
图表 42: 我国前五大纸包装企业营收及市占率.....	23
图表 43: 2012-2018 年 11 月箱板纸、瓦楞纸价格	24
图表 44: 2012-2018Q1-3 合兴包装毛利率与净利率	24
图表 45: 3C 产品纸包装行业市场规模测算.....	25
图表 46: 酒标行业市场规模测算	25
图表 47: 烟标行业市场规模测算	25
图表 48: 我国化妆品零售额保持持续快速增长（单位：亿元）	26
图表 49: 重点公司盈利预测	29

一、从小文具到大办公，价值成长双重精选

（一）传统文具超千亿市场，办公直销万亿新蓝海

1、文具市场超千亿，办公直销新蓝海，龙头份额稳提升

传统文具行业成长稳健，能够有效穿越房地产周期、贸易战、通货膨胀等宏观风险。从传统文具行业狭义规模来看，我国工信部和国家统计局数据显示，2012-2017 年我国文教办公用品行业收入从 604.55 亿增长到 1086 亿，年均复合增长 12.43%，利润由 36.11 亿增长到 66.70 亿，年均复合增长 13.06%。2018 年 1-9 月份我国文教办公用品行业实现收入 695.70 亿，同比增 6.40%。

从广义口径来看，大办公文具行业包括电脑、打印机、复印机等办公器械，墨盒、硒鼓等办公耗材，照相机、摄像机、录音笔等办公数码产品，以及办公家具、书写工具、办公用纸等。其主要消费群体为政府机关和企事业单位，2017 年国内大办公文具（包括办公家具、器材等）的市场规模超过万亿。未来，随着我国经济的持续稳定发展，办公消费能力有望进一步提升，办公文具市场前景良好。

图表 1：文教办公用品行业主营业务收入和利润

	文教办公用品收入	同比	文教办公用品利润	同比
2012 年	604.55	13.72%	36.11	25.04%
2013 年	740.51	15.13%	44.94	18.30%
2014 年	868.81	10.50%	51.31	9.90%
2015 年	970.80	11.00%	57.40	11.00%
2016 年	1095.30	12.40%	69.10	22.10%
2017 年	1086.00	9.10%	66.70	6.50%
2018 年 1-9 月	695.70	6.40%	37.20	2.80%

资料来源：Wind 中信建投证券研究发展部

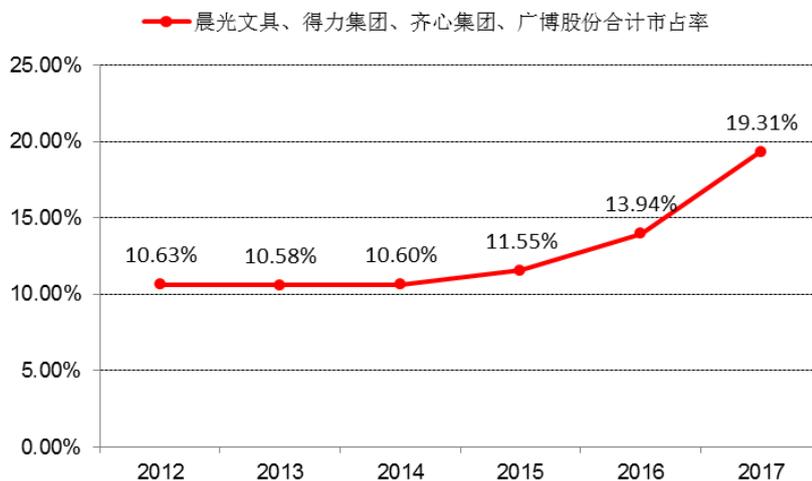
从行业格局看，文教办公用品行业的集中度仍然偏低，但龙头企业市场份额正稳步提升，未来发展可期。文教办公用品行业年销售额能达到 10 亿量级的上市企业目前仅晨光文具、齐心集团、广博股份和真彩文具（之前拟 IPO）4 家。按照 1086 亿元的狭义文具行业市场规模计算（不包括办公设备和家具），2017 年晨光文具、得力集团、齐心集团、广博股份的营收市占率分别为 8.33%、5.85%、2.93%、2.19%，合计市场份额持续提升。

我们认为，随着市场的不断发展，文具行业的市场集中度在逐步提高，上下游并购在提速，行业整合空间进一步打开，品牌文具企业占据市场有利地位。

图表 2：2012-2018Q3 我国文教办公用品行业前四大上市龙头企业营收（亿）

年份	晨光文具	齐心集团	广博股份	真彩文具	行业规模
2012	19.00	14.64	10.41	9.12	604.55
2013	23.60	16.78	8.48	9.32	740.51
2014	30.43	16.33	9.07	10.35	868.80
2015	37.49	15.82	14.57	4.67 (H1)	970.80
2016	46.62	28.65	16.43	--	1095.30
2017	63.57	31.82	23.78		1086.00
2018Q1-3	61.24	27.53	15.89		695.70

资料来源：公司官网 中信建投证券研究发展部

图表 3：晨光文具、得力集团、齐心集团、广博股份合计市占率


资料来源：卓创资讯 中信建投证券研究发展部

2、政府采购规模持续增长，阳光化、规范化趋势明显

根据财政部数据，我国政府采购规模持续快速增长，2002 年为 1009.6 亿元，2009 年则突破 7000 亿元，2015 年、2016 年全国政府采购规模连续突破 2 万亿和 3 万亿，占财政支出的比重分别为 12% 和 16.4%，占 GDP 的比重分别为 3.1% 和 4.2%；2017 年全国政府采购规模持续增长至 32114.3 亿元，占财政支出和 GDP 的比重分别达到 12.2% 和 3.9%。

近年来，我国政府采购制度保障机制逐渐完善，政府采购阳光化、规范化趋势明显。首先，以 2003 年颁发的《中华人民共和国政府采购法》为基础，2015 年 3 月我国再颁发《中华人民共和国政府采购法实施条例》，在政府采购的回避、公开、追责等方面作出了明确规定。之后，我国对政府阳光采购的规范政策频出，根据统计，2015 年以来国务院层面颁发的关于约束政府采购的政策文件 8 个，财政部层面颁布的包括规章和规范性文件超过 60 个。2018 年 2 月，财政部颁发《国有金融企业集中采购管理暂行规定》，提高国有金融企业集中采购效率，规范国有金融企业集中采购行为。

图表 4：政府阳光采购相关重大政策

时间	部门	政策	核心内容
2018-02-05	财政部	国有金融企业集中采购管理暂行规定	提高国有金融企业集中采购效率，规范国有金融企业集中采购行为
2018-01-03	财政部	中华人民共和国财政部令 第 94 号--政府采购质疑和投诉办法	规范政府采购质疑和投诉行为
2018-01	财政部	政府采购代理机构管理暂行办法	加强政府采购代理机构监督管理,促进政府采购代理机构规范发展
2017-07-18	财政部	政府采购货物和服务招标投标管理办法	采购人应当按照行政事业单位内部控制规范要求，建立健全本单位政府采购内部控制制度，在编制政府采购预算和实施计划、确定采购需求、组织采购活动、履约验收、答复询问质疑、配合投诉处理及监督检查等重点环节加强内部控制管理。
2017-12-19	国务院办公厅	关于推进公共资源配置领域政府信息公开的意见	明确主要任务：（一）突出公开重点。（二）明确公开主体。（三）拓宽公开渠道。（四）强化公开时效。
2016-12-27	国务院办公厅	关于印发中央预算单位 2017—2018 年政府集中采购目录及标准的通知	政府采购货物或服务项目，单项采购金额达到 200 万元以上的，必须采用公开招标方式。政府采购工程公开招标数额标准按照国务院有关规定执行。
2016-06-21	国务院办公厅	关于成立政府购买服务改革工作领导小组的通知	统筹协调政府购买服务改革，组织拟订政府购买服务改革重要政策措施，指导各地区、各部门制定改革方案、明确改革目标任务、推进改革工作，研究解决跨部门、跨领域的改革重点难点问题，督促检查重要改革事项落实情况。

资料来源：中信建投证券研究发展部

3、美国史泰博巅峰规模超 250 亿美元，国内办公巨头值得期待

借鉴国外零售巨头发展经验，典型如美国史泰博（Staples），公司创建于 1986 年，从一家文具超市起步，通过不断的并购和精细化管理成长为文具行业巨头。1986 年 5 月，史泰博在全球率先推出“办公用品超市”概念，并在美国马萨诸塞州布莱顿开出其第一家办公用品超市；之后在 1990-2000 年，随着美国文具行业的快速发展，公司历经十几起大小并购进入快速发展期；2004 年，Staples 在中国成立了史泰博（上海）有限公司，正式进军中国市场；在 2012 年公司业务规模最鼎盛时期，公司年销售额一度达到 250 亿美元，市值超过 190 亿美元。

图表 5：Staples 历史业绩（单位：亿美元）

	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017H1
营业总收入	181.61	193.73	230.84	242.75	245.45	250.22	243.81	231.14	224.92	210.59	182.47	80.55
同比(%)	12.95	6.67	19.16	5.16	1.11	1.94	-2.56	-5.20	-2.69	-6.37	-13.35	-18.25
分地区收入	-	193.73	230.84	242.75	245.45	250.22	243.81	231.14	224.92	210.59	182.47	80.55
国际市场	-	27.38	46.64	52.71	51.66	53.05	44.44	39.69	37.73	31.60	9.49	-
美国	-	141.61	157.87	163.43	164.63	166.43	167.84	162.12	160.22	155.67	149.74	-
加拿大	-	24.74	26.32	26.61	29.16	30.74	31.53	29.33	26.97	23.32	23.24	-
毛利率(%)	-	28.65	27.06	26.67	26.91	26.94	26.62	26.10	25.79	26.18	26.08	25.77
净利润	9.74	9.96	8.05	7.39	8.82	9.85	-2.11	6.20	1.35	3.79	-14.97	-7.60
同比(%)	16.79	2.26	-19.18	-8.20	19.35	11.68	-121.42	393.84	-78.23	180.74	-494.99	-4.83
净利率(%)	5.36	5.14	3.53	3.12	3.62	3.93	-0.86	2.68	0.60	1.80	-8.20	-9.44

资料来源：Wind 中信建投证券研究发展部

2013年之后，史泰博由盛转衰，2015年2月，Staples宣布计划再次收购Office Depot；2016年5月，美国联邦贸易委员会否决了Office Depot和Staples的合并，导致两家公司股票暴跌，公司面临大额解约费，并于2017年9月最终退市，一代文具巨头从资本市场谢幕。

我们认为，中国文具市场和美国市场存在差异。史泰博、欧迪2013年之后由盛转衰主要是在美国办公文具行业已经进入稳定发展期的大背景下，同时受到电子商务如亚马逊等冲击所致，而中国文具行业一方面在政府采购阳光化背景下正进入快速发展期，另一方面当前中国电子商务行业仍然未完全成熟。整体上，当前中国办公文具行业风险与机遇并存，利好拥有强品牌、高质量和专业化服务能力的办公文具龙头发展。

（二）个股推荐——晨光文具：国内外文具集大成者，一体两翼稳健成长

1、传统业务稳健，科力普高增长，九木持续发展

公司业务结构目前是一体两翼，传统核心业务（书写工具、学生用品、儿童美术、办公产品）+增量一（晨光科力普，提供一站式办公解决方案）+增量二（晨光科技、九木杂物社、晨光生活馆）。

（1）传统核心业务：一体两翼之“体”，深耕渠道+推进四赛道

传统核心业务上，公司一方面全面推进四条产品赛道，另一方面聚焦和深耕渠道，驱动公司传统业务稳步增长。2017年公司传统业务实现营收约64亿元，同比增长36%；2018年前三季度实现营收约42.25亿元，同比增长16%。截至2018年6月末，公司在全国拥有31家一级（省级）合作伙伴、超过1200个城市的二、三级合作伙伴，超过7.6万家零售终端，较年初净增加超过1000家。2018年第三季度，我们预计公司门店继续新增1000家左右，店面数量预计超过7.7万家。同时公司持续推进单店质量提升，积极推广二代加盟店，持续推进配送中心升级，打造精品文创专区、办公专区和儿童美术专区，提升商圈占比，扩大市场份额。

（2）晨光科力普：两翼之一，收入保持高速增长，大办公持续推进

晨光科力普保持高速增长，2017年实现营收12.55亿元，同比增长143%，2018年前三季度实现营收16.8亿元，同比增长140%+。主要驱动原因在于科力普客户开发和市场拓展成绩优异：客户开发方面，2018年以来公司相继成功入围多家政府客户、央企客户和金融企业客户的采购项目，如北京市市级行政事业单位2018-2019年度办公设备协议采购项目、中央国家机关2018年网上商城定点采购项目、国税系统政府采购信息系统网上超市等政府客户采购项目、中国大唐集团公司办公采购项目，中国邮政储蓄银行电商平台采购项目、中国建设银行办公用品电商采购项目等。市场拓展方面，公司新设武汉、广州、成都双流分公司，正式拓展华西和华中市场。华西仓（成都）和华中仓（武汉）已建成并正式运营，服务范围辐射整个华西和华中地区，极大地提高了配送效率和客户体验，促进了市场的成功开拓。同时，2018年中报科力普已实现扭亏为盈，未来随着规模效应的继续显现，发展可期。

（3）生活馆+九木：两翼之二，产品结构优化+店铺升级，坪效稳步提高

2018年公司继续发展九木杂物社、晨光生活馆等零售大店，前三季度晨光生活馆（含九木杂物社）实现总营业收入2.19亿，同比增长40%。其中晨光生活馆持续推进店铺升级，优化产品结构，提升晨光产品占比，打造精品文创专区，店面运营质量和坪效进一步提高；九木杂物社进一步加快从江浙沪向全国的市场拓展，不断完善和调整产品品类，通过满足消费升级带来的文创产品的消费需求，公司在精品文创市场品牌力和占有率逐步提升。截至2018年9月末，生活馆拥有145家门店，九木杂物社拥有79家（69家自营、10家加盟）。

2、投资建议

晨光文具作为必选消费品龙头，不用担心地产、周期、汇率风险，成长逻辑顺畅，业绩增长确定性高，长

期坚定看好。我们预计公司 2018-2019 年营业收入为 85.80、112.83 亿元，同比增长 34.97%、31.50%；净利润为 8.00、10.01 亿元，同比增长 26.17%、25.13%，对应当前 PE 为 32.4x、25.9x，维持“买入”评级。

二、生活用纸确定高，木浆回落拐点至

（一）千亿生活用纸市场稳增长，龙头受益消费结构升级、浆价下行

1、市场规模迈入千亿，消费结构持续优化

受益于国内经济增长、二胎开放、消费升级等多重利好因素叠加的影响，国内生活用纸市场高速扩容、展现巨大潜力。2009-2017 年，我国生活用纸市场规模由 453.70 亿元稳步增长至 1106.40 亿元，年均复合增长率达 11.79%，成功迈入千亿级市场。

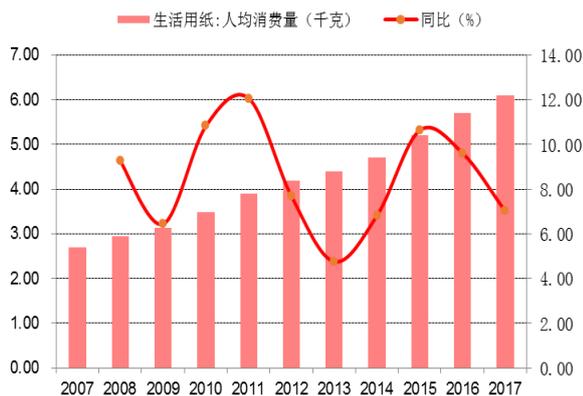
从人均消费量来看，尽管我国生活用纸人均消费量稳步增长，但与发达国家相比尚存在较大差距。2017 年我国生活用纸人均消费量为 6.10 千克/年，而 2016 年北美、西欧、日本、大洋洲四个地区分别为 24.9、15.9、15.3、11.2 千克/年；2009-2017 年我国人均生活用纸消费量年均复合增长率为 8.66%。

图表 6：我国生活用纸市场规模及增速

	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
生活用纸市场规模（亿元）	453.70	543.20	662.00	689.40	776.90	810.90	881.70	988.00	1106.40
同比（%）		19.73	21.87	4.14	12.69	4.38	8.73	12.06	11.98

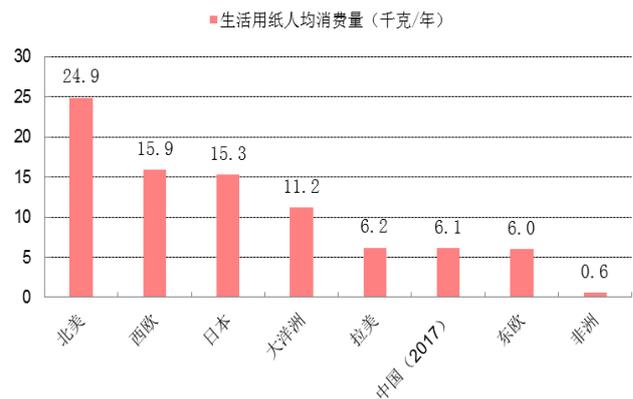
资料来源：Wind 中信建投证券研究发展部

图表 7：我国人均生活用纸消费量及增速



数据来源：Wind 中信建投证券研究发展部

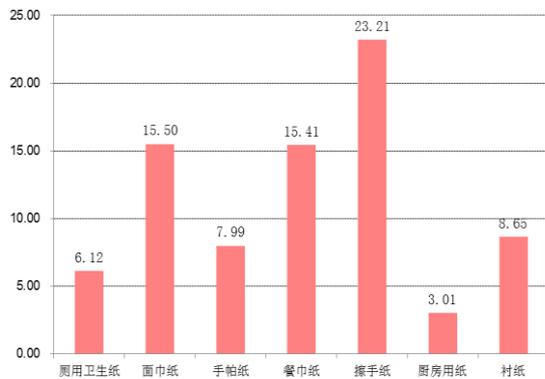
图表 8：世界各地生活用纸人均消费量



数据来源：Wind 中信建投证券研究发展部

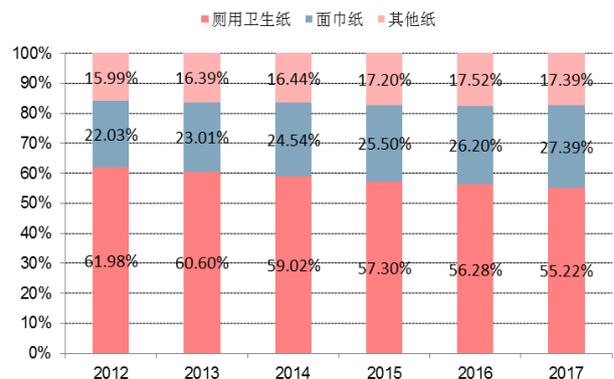
细分品类来看，厕用卫生纸仍为我国主要生活用纸产品，但面巾纸等中高端纸增速更快。2010-2017 年厕用卫生纸的复合增速仅为 6.12%，而面巾纸、手帕纸、餐巾纸、擦手纸和衬托的复合增速分别为 15.50%、7.99%、15.41%、23.21%和 8.65%；同时，厕用卫生纸的占比也逐年缩减，从 2012 年的 61.98%下降至 2017 年的 55.22%，面巾纸的占比则分别从 22.03%上升至 27.39%，消费升级背景高端生活用纸占比提高为行业带来结构性成长机会。

图表 9: 2010-2017 年生活用纸各细分品类复合增速(%)



数据来源: 中国造纸年鉴 中信建投证券研究发展部

图表 10: 2012-2017 年生活用纸细分品类需求占比



数据来源: 中国造纸年鉴 中信建投证券研究发展部

2、环保趋严逐步淘汰落后产能，龙头企业市占率仍有提升空间

2016 年以来，我国环保政策日趋严格，严重挤压中小企业生存空间，从《水污染防治行动计划》的颁布到企业排污许可证的推出，政府通过关、停、并、转、对企业整合升级等方式，以前所未有的力度取缔技术工艺落后的生产线和污染严重的造纸企业，《环境保护法》也提出从 2018 年开始，企业污染物排放浓度的高低将直接影响其环保税的支出数额，中小企业难以投入足够资本进行技术革新和升级，必将承担更高的环保成本。同时，造纸行业是供给侧改革的重点去产能行业，而技术落后、污染严重的中小型企业更是重点的产能出清对象。

近年来，我国生活用纸市场集中度不断提升，国内前四大企业恒安国际、金红叶、维达国际、中顺洁柔合计市场份额从 2010 年的 37.88% 上升至 2017 年的 41.77%；同时根据 RISI 数据，2010-2016 年我国生活用纸 CR15 由 41% 上升至 55%。对标美国，2016 年 CR4 即达到 70%。我们预计，在行业去产能和环保政策的双重影响下，龙头企业将凭借规模、品牌、渠道和技术优势进一步吞噬中小企业的市场份额，市场集中度仍有较大提升空间。

图表 11: 我国前 15 大生活用纸企业产能及销售占比

	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
产能占比 (%)	36.8	45.3	51.0	53.1	53.5	55.3	55.6
销售占比 (%)	41.3	43.5	48.3	51.1	51.9	52.3	54.8

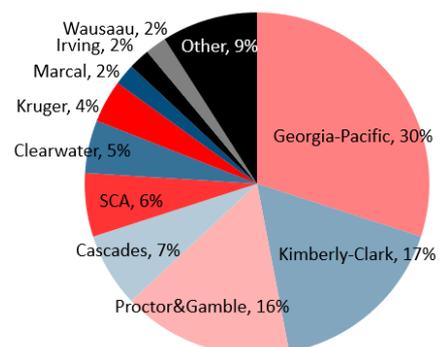
资料来源: 中国产业信息网 中信建投证券研究发展部

图表 12: 生活用纸 CR4 合计市场份额变化



资料来源: RISI 中信建投证券研究发展部

图表 13: 美国生活用纸市场份额 (2016 年)



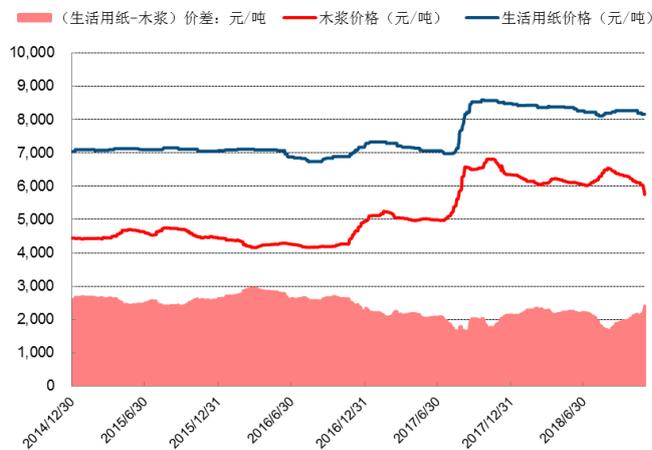
资料来源: 中国产业信息网 中信建投证券研究发展部

3、木浆原材料价格下行，业绩修复弹性可期

木浆是生活用纸企业的主要成本，约占 55%-60%，木浆价格波动对企业盈利能力影响较大。木浆价格 2017 年 11 月达到近年高点 6818 元/吨，随后尽管由于人民币贬值等小幅回升，但国内纸厂出货不佳、库存上升等引致 2018 年 10 月以来的浆价持续下行。截至 2018 年 11 月 30 日，木浆最新价格为 5752.50 元/吨，较 17 年底的 6342.50 元/吨下跌 590 元/吨，跌幅达到 9.30%。

我们认为，一方面在环保趋严、供给侧改革且前期浆价高位冲击下，中小企业产能有所出清，生活用纸竞争格局持续优化；另一方面，在前期浆价高企的情况下，行业内尤其是各大龙头已纷纷提价转嫁压力，在目前浆价稳中有降趋势下，看好木浆成本型企业的业绩弹性。

图表 14：木浆价格自 2018 年 10 月以来呈下滑态势



资料来源：卓创资讯 中信建投证券研究发展部

（二）个股推荐——中顺洁柔：消费真成长、业绩确定高

我们推荐生活用纸行业真成长之中顺洁柔，公司通过产品提价、节能降耗，有效对冲前期木浆成本的上涨，业绩稳增，位列生活用纸的第四龙头，和前三龙头的差距在持续地收窄。公司 2018 年前三季度实现收入 40.81 亿，同比增 21.74%，实现归母净利润 3.13 亿，同比增 26.85%。目前原材料木浆价格进入下行周期，有望带来业绩弹性。

1、产品结构持续优化，有效消化浆价上涨

公司以创新引领产品结构持续优化。一方面加大高端、高毛利产品新棉初白、Face 和 Lotion 系列的推广力度，通过制定各渠道的分销标准来提高市场占有率，2017 年非卷纸产品占比已达 57.40%，较 2014 年提升 9 个百分点；另一方面积极把握市场对本色纸的新需求，推出自然木系列产品，迅速抢占高毛利的本色纸市场份额。公司多管齐下，及时收缩促销力度，有效应对 2017 年 10 月起浆价上涨导致的成本提升，自 2017 年底开始累计提价幅度约 14%。2018Q1-3 公司毛利率为 35.28%，净利率为 7.67%，保持相对稳定。

2018 年 7 月公司新推出高端新品“新棉初白”棉花柔巾，采用 100%新棉花，完全“0”漂白，符合美国 FDA 及欧盟 AP 食品接触纸检测标准。“新棉初白”棉花柔巾干湿两用、柔厚亲肤，可做化妆棉、洗脸巾等个人清洁护理产品，特别适用母婴尤其是新生儿、女性消费人群。新棉初白为公司目前最高端的产品，预计毛利率 60% 以上。

2、渠道、营销并拓，多元渠道夯实成长基础

营销体系建设方面，公司一方面着力打造“8+2”销售区域布局模式，将原有的五大区域细分为华南、西南、云贵广、华中、华东、华北、西北和东北八大区域，且单独成立了 EC（电商渠道）和港澳区，各区域之间独立运营和专业管理；另一方面也对管理架构进行了调整，将原来的渠道管理体系“营销副总经理-各大区副总-省级总监-城市经理-业务员”调整为“全国营销总监-大区总监-省级总监-城市经理-业务员”，通过销售渠道体系的优化，各层级人员责任分工更清晰，有利于营销资源的精准配置，提高公司的运营效率。

公司目前主要有四大销售渠道，分别是 GT（传统经销商）、KA（直营卖场）、AFH（商销）和 EC（电商），2016-2018 年被公司定为“渠道建设年”，公司重点完善四大渠道的管理建设，实现线上线下产品的互动销售；目前，公司的营销网络覆盖全国绝大部分地（县）级城市，采取直销到县、分销到镇的渠道下沉策略，不断细分与扁平化市场经营、扩大经销商的网络布局；同时公司与沃尔玛、华润万家、大润发、家乐福和永辉等等大型连锁卖场建立良好的合作关系，并逐步将一些重点的卖场转为公司直营；此外，公司加大在天猫、淘宝、京东、唯品会、苏宁、拼多多等电商平台的投入，并强化与搭建配置相应的供应链系统，同时强化日常的运营管理，组建专业的电商运营团队。

3、扩产计划发布，全国性产能布局稳步推进

自 2009 年上市之初至今，中顺洁柔的全国性产能布局不断完善。2016 年，公司产能达 50.5 万吨，依托其下属的七个子分公司形成了华东、华南、华西、华北和华中的生产布局；2017 年底，公司分别在云浮和唐山新增了 12 万吨、2.5 万吨的高档生活用纸产能建设，且已全部投产，公司产能规模达到 65 万吨；据公司公告，未来公司还将根据市场发展和销售规划进行产能扩充，新建项目包括湖北孝感 20 万吨、河北唐山 5 万吨产能，项目完成后预计公司总产能将达到 90 万吨；2018 年 3 月，公司发布公告，拟在四川省彭州工业开发区扩建 5 万吨高档生活用纸项目，以满足西南、西北和云贵市场未来销售增长的需求。

4、投资建议

我们预计公司 2018-2019 公司营业收入为 56.64、67.97 亿元，同比增长 22.12%、20.00%；净利润为 4.40、5.37 亿元，同比增长 26.07%、22.05%，当前 PE 为 26.0x、21.3x，维持“买入”评级。

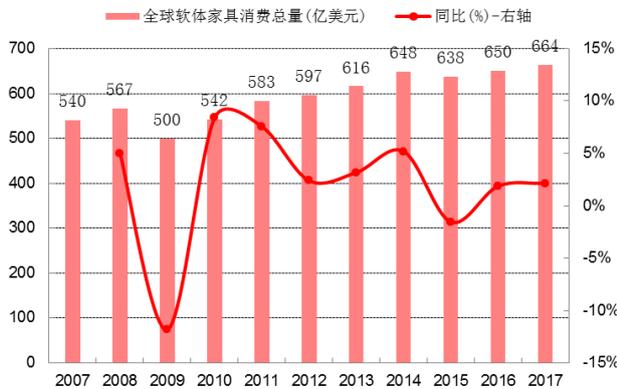
三、沙发床垫后劲足，原料汇率促反弹

（一）我国软体家具潜力大，龙头企业份额提升空间广

全球软体家居消费稳健成长。根据 CSIL 数据，全球软体家具消费量由 2007 年的 540 亿美元增长至 2016 年的 650 亿美元，年均复合增长率达 2.08%，以同样增速测算，2017 年全球消费量约 664 亿美元。从消费总量看，最大的软体家具市场依次为：中国、美国、德国、英国，分别占比 31%、25%、5%、5%。

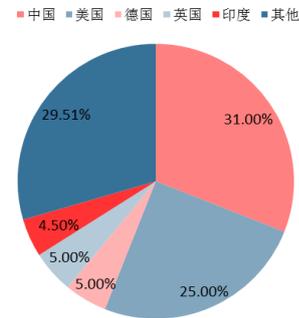
我国软体家居消费增速较快。我国软体家具消费量由 2006 年的 44.74 亿美元增长至 2016 年的 201.50 亿美元，年均复合增长率达 16.24%，以此测算 2017 年消费量约为 234.22 亿美元。其中 2016 年我国软体家具消费量超越美国成为第一大软体家具消费国。

图表 15: 全球软体家具消费量(亿美元)及增速(%)



资料来源: CSIL 中信建投证券研究发展部

图表 16: 2016 年我国软体家具消费总量排名第一

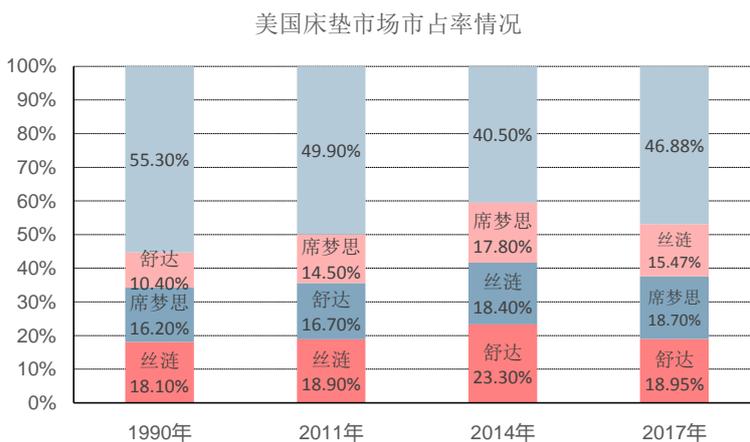


资料来源: CSIL 中信建投证券研究发展部

具体测算沙发与床垫行业规模: 2017 年我国新建商品房住宅销售面积为 14.48 亿平方米, 按户均 90 平米测算, 约 1608 万套; 考虑二手房交易数据, 则全年需装修的商品房住宅约为 2000 万套。假设每户 1 套沙发, 单价为 3500 元/套, 则国内沙发行业市场规模约 700 亿元; 假设每户 2 个床垫, 单价为 2000 元/张, 则国内床垫行业市场规模约 800 亿元。我国软体市场空间巨大, 沙发与床垫市场规模合计达 1500 亿元。

行业集中度低, 龙头企业份额提升空间大。 目前我国软体家具行业集中度低, 区域品牌林立, 中小企业占据主导地位。沙发行业龙头敏华控股、顾家家居 2017 年内销售收入分别约为 31、22 亿元, 市占率分别仅为 3.90%、2.75%; 2017 年床垫行业龙头慕斯市占率为 2.5%, 喜临门、顾家家居、敏华控股床垫市占率分别为 1.64%、1.11%、0.49%。反观美国, 软体尤其是床垫行业高度集中, 竞争格局稳定, 且床垫单品已超百亿人民币。舒达、席梦思、丝涟组成的“3S”美国市占率一直超过 53%。SERTA(舒达)、SIMMONS(席梦思)两大品牌销售收入分别达到 16.62、16.40 亿美元, 按最新人民币汇率计算均已超百亿。

图表 17: 美国床垫行业维持稳定集中



资料来源: Furniture Today 中信建投证券研究发展部

我们认为, 随着前期床垫原材料如 TDI、MDI 等价格上涨, 以及供给侧改革的循序渐进, 中小企业产能有所出清, 且行业整合正在加速。伴随着龙头家居渠道红星美凯龙、居然之家等的共同成长, 品牌效应将尤为凸显, 规模龙头企业的市场份额有望逐渐扩大, 我国软体行业集中度将进一步提升。

（二）贸易战致行业短期承压，龙头海外布局、多措并举有效对冲

美国关税清单短期冲击我国轻工行业。贸易战中美国对中国商品加征关税的三份清单，关税保护商品规模达到 2500 亿美元。其中自 2018 年 9 月 24 日起，美方对来自中国的第三批、价值 2000 亿美元进口商品加征关税，税率为 10%；中美两国元首在 12 月初 G20 峰会达成共识，停止升级关税等贸易限制措施，包括不再提高现有针对对方的关税税率，及不对其他商品出台新的加征关税措施。贸易战利空短期有所缓解。

图表 18：轻工造纸行业涉税清单（HS 分类）

HS 二级 分类代码	类别商品	税则号 个数	2017 年中国对美国 出口金额（亿美元）	2017 年中国对全球 出口金额（亿美元）	对美出口在中国全 球出口中占比（%）
48	纸及纸板；纸浆、纸或纸板制品	222	31.41	188.12	16.70
44	木及木制品；木炭	180	36.56	137.60	26.57
94	家具；寝具、振垫、弹簧床垫、软坐垫及 类似的填充品等；灯具；活动房	77	297.24	907.19	32.77
47	木浆等纤维状纤维素浆；废纸及纸板	21	0.07	1.35	5.28
45	软木及软木制品	19	0.06	0.21	30.17

资料来源：USTR 中信建投证券研究发展部

家居内销整体崛起，贸易战长期影响有限。我国家居出口自 2012 年开始放缓，2012-2017 年我国家居出口占比从 56.42% 下滑至 36.02%；同时国内家居消费金额从 2370 亿元快速增长到 5794 亿元，年复合增速 19.58%，内销市场崛起成为家居行业成长的主要力量。分子行业看，定制家居行业主要上市公司的内销占比超过 95%，出口占比较少，影响甚微；成品软体家居行业主要上市公司的出口占比尽管相对较高，但近年随着内销市场快速发展而逐步将重心向国内转移，国内业务收入增速、占比均普遍高于国外。其中，敏华控股主要销售市场已由北美转向中国，FY2018 中国、北美地区营收占比 48.18%、35.81%，且目前公司国内功能沙发市场份额超过 40%，稳居第一；顾家家居 2018H1 来自国内、海外的收入占比分别为 62.55%、33.22%，2017 年及 2018H1 国内市场毛利率相比海外高 13pct 以上。

海外建厂、多措并举，家居龙头长期受益行业集中度提升。在前期中美贸易战持续升温的情况下，家居龙头一方面纷纷海外建厂对冲，另一方面多措并举、通过各类方式来抵御负面影响。其中敏华控股在越南投资 37.3 万平方米新厂房对接美国订单，预计 2019 年第四季度投产使用、年沙发生产产能将超 60 万套，另外公司长期位列美国功能沙发行业三甲，产业链议价能力强，可通过与供应商、客户合作让利来共面时艰；顾家家居则继续落实越南建设 4 万平米工厂（预计 2018 年底试生产），同时收购床垫出口领军企业玺堡家居，全球化布局有效应对。

（三）原料下跌，汇率贬值，软体龙头有望迎业绩拐点

软体家居企业主要成本为原材料及人工成本。以敏华控股为例，2018 财年（2017.04.01-2018.03.31）其沙发生产成本中钢材、包装纸、化学品的价格分别同比上涨 28.9%、34.8%、27.3%；2019 上半财年（2018.04.01-2018.09.30）则分别上涨 3.8%、24.0%、12.7%。

从化学品来看，2017 年软体家居主要原材料之一 MDI 市场均价 28436 元/吨，同比 2016 年上涨 59.07%；TDI 均价 31909 元/吨，同比 2016 年上涨 68.95%。但 2018 年 7 月开始原材料价格开始松动，2018Q3 华东地区

纯 MDI 市场价格均价约为 27973 元/吨, 较上年同期下跌 1.76%; 华东地区 TDI 平均价格约为 27688 元/吨, 较上年同期下跌 16.45%。

图表 19: FY2018-1HFY2019 沙发主要原材料平均单位成本变动 (%)

主要原材料	2018 财年平均单位成本变动 (%)	2019 财年上半年平均单位成本变动 (%)
真皮	-1.3%	-0.6%
钢材	28.9%	3.8%
PVC 仿皮	-0.8%	1.0%
木夹板	3.2%	4.6%
印花布	-1.7%	-4.1%
包装纸	34.8%	24.0%
材料运费	19.0%	-
化学品	27.3%	12.7%

资料来源: 公司年报 中信建投证券研究发展部

图表 20: TDI 市场价格


资料来源: Wind 中信建投证券研究发展部

图表 21: MDI 市场价格


资料来源: Wind 中信建投证券研究发展部

前期受原材料涨价影响, 行业主要上市公司盈利能力有所下滑, 但 2018Q3 原材料价格开始下跌, Q3 单季盈利能力稳中有升。其中梦百合 2018Q1-3 销售毛利率为 30.10%, 同比减少 0.62pct; 销售净利率为 5.55%, 同比减少 3.12pct。2018Q3 销售毛利率为 32.72%, 同比增加 3.79pct, 销售净利率为 9.10%, 同比增加 3.89pct, 梦百合 Q3 单季盈利能力显著回升。同时, 人民币汇率仍预期贬值。2018 年 4 月以来, 美元兑人民币中间价从最低点 6.2764 跌至 11 月 30 日的 6.9357, 人民币贬值超 9.5%, 一定程度上对冲加征关税的影响。原材料回落、人民币贬值预期下, 业绩弹性已在梦百合上充分体现, 预计软体龙头盈利能力继续回升。

图表 22: 软体家居企业利润率变化趋势 (2018 年为当季数据)

公司简称	综合毛利率 (%)					净利润率 (%)				
	2016 年	2017 年	2018Q1	2018Q2	2018Q3	2016 年	2017 年	2018Q1	2018Q2	2018Q3
顾家家居	40.44	37.26	36.45	35.58	35.28	11.94	12.47	15.07	10.22	13.30
喜临门	36.98	34.70	31.48	30.94	31.81	9.18	8.86	6.42	7.63	4.07
梦百合	33.60	29.54	24.90	31.61	32.72	11.53	6.56	1.30	5.10	9.10
	FY2017	FY2018	1HFY2019			FY2017	FY2018	1HFY2019		
敏华控股	41.88	37.33	32.23			22.43	14.99	12.24		

资料来源: Wind 中信建投证券研究发展部 (注: 敏华控股财年为 04.01-03.31)

图表 23: 2018 年 4 月以来人民币贬值超过 9.5%


资料来源: Wind 中信建投证券研究发展部

(四) 软体个股推荐——顾家家居、敏华控股、梦百合等

1、顾家家居：因为顾家，所以爱家，软装龙头启航

(1) 行业集中度低，公司为国内市场软体家居行业龙头，市场份额提升空间大。按照我们测算，2017 年我国沙发行业市场规模约 700 亿元、床垫行业市场规模约 800 亿元，顾家家居作为行业龙头，沙发、床垫行业国内市占率分别仅为 2.75%、1.11%。

(2) 以沙发为核心产品，推进全品类、多层次的产品矩阵战略，外延标的不断落地。顾家家居主要产品包括沙发、软床、床垫、餐椅和配套产品，其中沙发占比 55.4%，床垫和软床占比 13.3%，公司战略上拓展品类，以沙发为主，兼拓床垫及餐椅配套产品。在保持传统优势产品沙发稳定增长的基础上，公司不断推进“全品类、多层次的产品矩阵”战略，丰富产品品类，横向上实现软体家具全品类覆盖，纵向上形成高销量产品、高毛利产品、高品牌产品三个梯度产品布局。2017 年以来，公司先后收购纳图兹上海、德国品牌 Rolf Benz、定制家居品牌班尔奇并入国内高端布艺沙发第一品牌爱依瑞斯，目前公司拟收购国内床垫龙头喜临门不超过 30% 股权、床垫出口领军企业玺堡家居 51% 股份，进一步巩固国内软体龙头地位，迈向全球化软体龙头。

(3) 销售网络覆盖全国，渠道数量优势明显。2017 年末公司拥有品牌店超过 3500 家（皮沙发 1500 多家，

布艺 600 多家，功能沙发 200 多家，软床床垫 1000 多家），其中超过 90% 为经销店，我们测算，2018 年 9 月末达到 4200 家。公司计划每年净增 400-500 家店，2020 年达到 5000 家。

(4) 自有产能扩张及委外采购，保障产销规模不断扩大。2018 年设计产能为 60 万套软体及 400 万方定制家居产品的黄冈基地预计开工，预计全部产能达产后顾家将拥有：沙发 185 万套产能，床类 80 万套产能，餐椅 21 万套产能。同时公司外购配套产品，有效缓解产能压力，其中公司沙发、床类产品等主打产品基本为自制，配套产品全部为外购。2017 年顾家外购产品金额为 7.19 亿元，同比增长 42.51%，主要系配套产品销量增长。

(5) 原材料价格与人民币汇率走势有望带来业绩弹性。公司原材料结构中，占比最大的为皮革（占比约为 32%），2018 年以来皮革价格持续走低。2017 年人民币持续升值一方面使公司出口换汇减少，另一方面给公司带来了 0.47 亿元的汇兑损失，2018 年二季度以来人民币持续贬值，有望增强公司出口产品的竞争力并提高利润弹性。

(6) 股权结构稳定，职业经理团队管理优秀。截至 2018 年 3 月末，公司实际控制人顾江生、顾玉华和王火仙合计间接控制公司 64.25% 的股份。顾家是软装行业中最先引入职业经理人团队进行管理的企业，多位高管均为职业经理人团队中优秀代表，现任公司董事兼总裁李东来曾任美的电器副总裁兼经营管理部总监。公司推行的事业部制度更能维持管理层与股东利益一致，有助于公司管理保持高效运转。

暂时不考虑玺堡家居的并表影响，我们预计公司 2018-2019 年营业收入分别为 88.54 亿元和 108.20 亿元，同比分别增长 32.84% 和 22.21%；净利润分别为 10.47 亿元和 12.89 亿元，同比分别增长 27.36% 和 23.12%，对应的 P/E 分别为 20.7x 和 16.8x，维持“买入”评级。

2、敏华控股：功能沙发龙头，价值翘楚待布局

(1) 软体行业空间广，敏华功能沙发市占率领先。按照我们测算，2017 年我国沙发行业市场规模约 700 亿元、床垫行业市场规模约 800 亿元，敏华控股作为行业龙头，沙发、床垫行业国内市占率分别仅为 3.90%、0.49%。另外，敏华在美国功能沙发市场长期稳居前三甲，国内功能沙发市场占有率达 44.8%，远超其他企业。

(2) 行业翘楚，功能沙发主业突出。敏华控股主要产品是功能沙发的生产制造，FY2018 功能沙发及配套占比达 80.54%。据 Euromonitor 报告，2017 年公司在大陆功能沙发市场占有率由 2012 年 24.1% 提高 20.7pct 至 44.8%，自 2010 年以来连续八年排名第一。沙发及配套产品占比约 75%。1HFY2019 公司毛利率同比降约 6pct，一方面是由于原材料价格上涨，另一方面是由于公司有意转向聚焦批发业务，将零售业务转让给经销商。

(3) 渠道全球化布局，国内销售网络持续拓展。敏华始终专注于品牌全球化发展战略，在全球拥有超过 3000 个销售终端，同时旗下品牌芝华仕零售店数量近年在全国迅速扩张，零售店数量由 2014 财年末的 1182 家扩张至 2019 财年中期的 2516 家。受益于此，主要销售市场已由北美转向中国，FY2018 中国、北美地区营收占比 48.18%、35.81%。未来公司将继续扩展中国的门店网络，2019 财年预计在中国增加 200-300 家新门店，并强化现有门店的精细化管理，使现有门店的收入保持稳定增长。

(4) 产能亚洲第一，产业链一体化布局，规模成本优势明显。公司拥有亚洲最大的功能沙发生产基地，产能总量将达 188 万套。另外，公司全产业链布局，精细化管理。制造端向产业链上游延伸，公司是国内最大的海绵制造商，沙发核心材料铁架的产能位列世界前三；同时公司吸收日本丰田精细化管理理念，在组织、生产、库存、配送网络等精耕细作，降低成本。

(5) 贸易战使行业短期承压，敏华海外建厂对冲，长期无虞。公司积极应对贸易战，一方面积极通过产能转移，消化贸易战的影响。如公司在越南的产能布局，投资的 Timberland Company Limited 新厂房项目已开工，工厂新厂房总建筑面积约为 24.3 万平方米，加上约 13 万平方米的现有厂房（已经可生产 8 万套，且产能爬坡率

持续提升)，预计新厂房 2019 年第四季度投产使用、年沙发生产产能将超 60 万套，公司亦可凭借现有工厂快速扩建生产线从而向美国出口产品。另一方面，公司亦可凭借美国市场强大产业链议价能力，与供应商、客户合作让利来共面时艰。

我们预计公司 FY2019（2018.03~2019.03）、FY2020（2019.03~2020.03）净利润为 15.00 亿港元、18.08 亿港元，同比增-2.34%和 20.50%，对应 PE 分别为 8.9x 和 7.4x。考虑到公司内销比例快速提升，分红、派息持续进行股东回馈，我们认为公司的估值也存在上修空间，维持“买入”评级。

3、梦百合：原料下跌，汇率贬值，记忆绵龙头迎来业绩拐点

我国床垫市场迅猛发展，记忆绵龙头有望随渗透率提升而成长。国内床垫市场发展迅速，2017 年床垫行业销售规模约为 600 亿元（出厂价），记忆绵细分品类仍处于导入期阶段，目前渗透率仅为 5% 左右，相较美国记忆绵床垫 15% 的市场份额仍有较大提升空间。梦百合作为国内记忆绵行业龙头，有望持续提升市场占有率。

全球化布局，多渠道并进，加速国内拓展。公司全球化布局，已逐步在美国、加拿大、英国、法国、德国、意大利、韩国、日本、泰国、澳大利亚、东南亚、以色列等地区进行品牌布局，下半年更是将与曼联的合作从 5 年增加至 10 年，快速提升品牌知名度。渠道方面，一方面，公司独创连锁酒店零压房模式，设立上海恒旅专推酒店零压房，精准营销的同时巧妙地将酒店变为 C 端销售渠道；同时，公司线下渠道加速拓展，与红星美凯龙、居然之家、索菲亚等携手合作，目前公司共有约 300 家门店，计划未来三年达到 1500 家门店。另外，公司正尝试 4S 店、母婴店、百货等渠道的合作，南通子公司也正与三四线的批发市场进行合作。外销方面，经过多年国际市场的拓展，公司拥有较为稳定的客户群体，目前公司 80% 以上收入来自海外。

公司全球化产能布局有效应对前期贸易战影响。公司产品未列入目前已实施的 500 亿关税清单，25% 的产品未列入 2000 亿关税清单。预计今年底，塞尔维亚生产基地能够覆盖公司在美贸易的 20%，未来美国生产基地能够覆盖 30%，再加上不在关税清单上的 25% 的部分，预计有 75% 的贸易额不受关税影响，公司西班牙生产基地在非常时期也可以为美提供产能。此外，主要客户均表示加征关税不会影响与公司的采购。2018 年 12 月公司发布定增预案，拟募资不超 8 亿元，分别投入美国生产基地建设、塞尔维亚（三期）生产基地建设和补充流动资金，继续助力全球化产能布局。

原材料价格有所回落，2018Q3 单季盈利能力显著回升。2018 年前三季度梦百合销售毛利率为 30.10%，同比减少 0.62pct；销售净利率为 5.55%，同比减少 3.12pct。分季度来看，2018Q3 公司销售毛利率为 32.72%，同比增加 3.79pct，销售净利率为 9.10%，同比增加 3.89pct。2018Q3 公司盈利能力显著回升。我们认为 2018Q3 公司盈利能力显著回升，主要是受原材料价格下跌影响。公司生产所需主要原材料包括 TDI、MDI 等化工原料，原材料占成本比例约为 75%。2018Q3 华东地区纯 MDI 市场价格均价约为 27973 元/吨，较上年同期下跌 1.76%；华东地区 TDI 平均价格约为 27688 元/吨，较上年同期下跌 16.45%。

投资建议：我们预计公司 2018-2019 公司营业收入分别为 29.50 亿元和 36.90 亿元，同比增长分别为 26.12%、25.10%；归母净利润分别 2.00 亿元、3.50 亿元，同比分别增长 28.05%、75.50%，对应 PE 分别为 23.8x、13.5x，维持“买入”评级。

（五）定制个股推荐——尚品、欧派、索菲亚，大家居与装修并拓

1、尚品宅配：收入仍领跑，管理提效，整装业务保持高增

（1）Q3 收入增速略放缓，配套、O2O、整装业务仍保持高速增长。家居行业受地产后周期影响，整体增速放缓。2018 年前三季度公司实现营业收入 46.38 亿元，同比增长 29.24%；实现归母净利润为 2.93 亿元，同

比增长 42.28%，Q3 收入增速较前两个季度有所放缓。分业务看，2018Q1-3 公司定制家居业务增长约 21%，配套家居增长约 62%，O2O 增长约 51%，整装业务 Q3 环比增长超 50%。

2018Q1-3 公司实现归母净利润为 2.93 亿元，同比增长 42.28%，远高于收入增速，主要是由于报告期内公司非经常性损益为 1.03 亿元，其中投资收益约 0.69 亿元，政府补助约 0.56 亿元。投资收益是较高的预收账款孳生的理财收益所致，预计未来仍可持续并且稳定。

(2) 渠道增长顺利。从渠道数量增长来看，公司招商形式良好，截至 2018 年 9 月末，公司直营店达到 100 家，相比年初净增长 15 家；加盟达到 1958 家，相比年初净增长 401 家。全年可顺利完成开店目标。

(3) 公司设计、后端生产优势明显，Q4 管理下沉提效，业绩成长可期。尚品信息化技术优势行业领先，从开始就以全屋定制切入家居领域，相比从橱柜单品或衣柜单品向全屋定制或大家居转型的同业来说，尚品在后端的定制化生产能力、个性化的设计服务积累了丰富经验、具备明显优势，在地产红利逐步消退、家居企业竞争进入下半场、一站式大家居逐步成为消费主流背景下，尚品宅配综合竞争力将逐步凸显。此外，公司 Q4 将强化从管理端要利润，通过多种途径加强终端客户服务以提升成交率和满意度，通过提升中后台服务能力更好的赋能经销商运营，共同驱动公司的业绩增长。

我们预计公司 2018-2019 年营业收入为 69.48 和 87.79 亿元，同比增长 30.52%和 26.35%，净利润分别为 5.00、6.29 亿元，同比增长 31.66%和 25.63%，对应 P/E 为 24.8x 和 19.8x。

2、欧派家居：衣柜木门仍成长，整装与大家居应对挑战

(1) 橱柜增速暂缓，衣柜较为稳定，卫浴、木门依然快速增长。公司持续推动信息化升级、渠道变革以及公司内部控制管理，但在房地产销售下行的大环境下，公司收入、业绩增速今年前三季度略有放缓。

(2) 整装业务着手推进。整装业务中，以橱柜贡献较多。截至 2018 年 6 月末橱柜事业线有 600 家经销商开展了整装渠道。欧派整装业务可以分为 3 个业务模式，分为总部层面和经销商层面。经销商层面，要求地级城市以上开展整装渠道，利用当地资源与整装公司进行合作。总部层面，一方面整装大家居直接与当地头部整装公司合作，是未来开拓整装业务主要模式；另一方面与全国性整装公司合作，8 月与生活家达成合作协议。

(3) 渠道建设持续。截至 2018 年 6 月末，公司共有约 6711 家门店，新增 400 多家，其中 橱柜新增 50 多家门店，衣柜新增 100 多家，欧铂丽新开 100 多家；拥有经销商数量 4800 多家，新增加 200 多家。公司继续渠道投入，如活动促销、店面装修整改，深化经销商营销管理改革，给经销商释放利润空间。

我们预计公司 2018-2019 年营业收入分别为 117.32 亿元和 138.88 亿元，同比分别增长 20.82%和 18.38%；净利润分别为 16.96 亿元和 20.89 亿元，同比分别增长 30.49%和 23.17%，对应的 P/E 分别为 20.8x 和 16.9x。

3、索菲亚：多管齐下，稳中求进，大家居持续推进

(1) 多举措提振接单效果明显，Q3 收入增速扭转向。2018 年二季度以来，公司通过降价政策推出高性价比优惠套餐、加大经销商开店补贴、加大市场开拓费用投入等多维举措，接单情况环比改善，从而 Q3 出货收入增速好于 Q2。从季度数据来看，2018Q3 索菲亚实现营业收入 21.18 亿元，同比增长 20.10%；归母净利润 3.23 亿元，同比增长 14.70%。

(2) 渠道拓展、多品类布局稳步进行，客单价持续增长。随公司品类快速开拓，公司收入更趋多元化。

2018Q1-3, 索菲亚定制家具、司米橱柜、大家居（非定制）、定制木门收入占比分别为 83.45%、9.61%、4.73%、2.11%。截止至 2018 年 9 月, 索菲亚全屋定制拥有经销商近 1400 家, 专卖店 2469 家（不含超市店约 400 家）, 大家居店面 47 家, 实现客单价为 10,743 元/单（出厂口径价格, 不包括橱柜、木门）, 同比增长 9.33%。司米橱柜拥有经销商达 712 家, 专卖店数量达 822 家（不含大家居店, 含在装修店铺）; 米兰纳木门经销商达 476 家, 专卖店（独立店）达 161 家（不含大家居店, 含在装修店铺）, 融入店逾 400 家; 华鹤木门经销商 144 家, 专卖店 149 家。未来将保持多品牌运作、但主要新开大家居店, 预计 18Q4 新开 100 家大家居店; 同时布局微家装业务, 已成立部门推进。

（3）公司稳中求进布局, 继续提升自身效率。生产方面, 黄冈基地作为公司最大基地, 产值预计达 30 亿元, 辐射华中地区; 其中黄冈 4.0 智能生产车间 18 年 7 月运行, 人均产能是普通柔性车间的五倍。

我们预计公司 2018-2019 年营业收入分别为 75.79 亿元、92.08 亿元, 同比分别增长 23.00%、21.50%; 归母净利润分别为 10.93 亿元、12.89 亿元, 同比分别增长 20.50%、18.00%; 对应 PE 为 15.5x 和 13.2x。

四、原创之光价值增, 产品渠道筑龙头

（一）照明行业稳定发展, 品牌龙头最受益

随着全球照明产业链向中国转移, 同时照明产业逐步向绿色照明、节能、环保方向发展, LED 照明趋势确立, 我国照明产业后来居上, 也因此获得良好发展机遇, 进入了快速发展时期。自 2013 年后, 行业整体销售额虽然还在增长, 但和前期相比, 增速明显放缓, 已从之前的高速增长转变为目前的平稳增长。

根据国家统计局数据, 2015 年照明行业规模以上企业营收约为 4119.61 亿人民币, 比 2014 年的 3988.07 亿元增长约 6.81%。2011-2015 年年均复合增长率为 8.60%, 假设 2016-2017 年行业增长维持此增速, 我们预计 2016-2017 年全国照明市场规模将分别达到 4473 亿、4858 亿元。

图表 24：中国照明行业市场整体规模营业收入（单位：亿元）

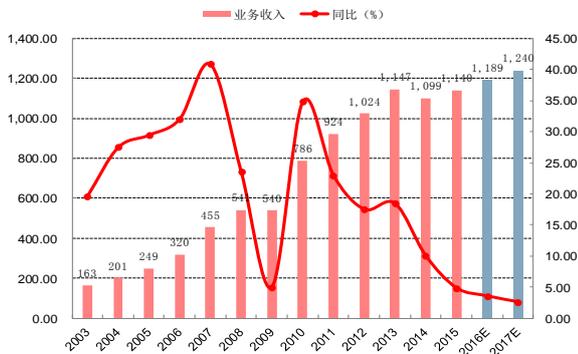


资料来源: Wind 中信建投证券研究发展部

按产品来分, 照明器具市场一般分为电光源、照明灯具及其他电子元件业务, 其中照明灯具业务占据整个照明器具市场的大部分。根据国家统计局数据, 2015 年照明灯具、电光源以及其他电子元件行业规模以上企业主营收入分别约为 2651、1140、327 亿元, 行业规模占比分别约为 64.4%、27.7%、8.0%, 同比增速分别约为

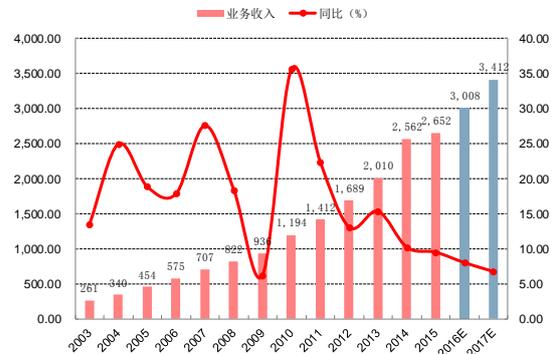
9.47%、4.84%、-5.87%。

图表 25：电光源市场规模营业收入（单位：亿元）



资料来源：Wind 中信建投证券研究发展部

图表 26：照明灯具市场规模营业收入（单位：亿元）



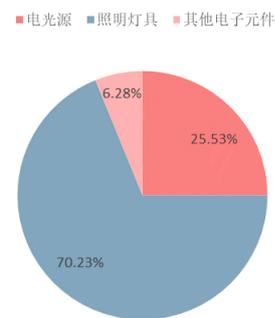
资料来源：Wind 中信建投证券研究发展部

图表 27：其他电子元件市场规模营业收入（单位：亿元）



资料来源：Wind 中信建投证券研究发展部

图表 28：中国照明行业市场业务占比



资料来源：Wind 中信建投证券研究发展部

从应用领域来看，照明行业可分为通用照明领域和特殊照明领域。其中，通用照明包括家居、商店、办公、酒店、市政设施、工业、景观等常见的场景，可大致分为家居照明与商用照明两大类；特殊照明包括汽车、显示屏等专业领域。根据国家统计局数据，2017 年我国 LED 通用照明市场规模（家居+商用）占比约为 62.6%；特殊照明领域占比约为 37.4%。

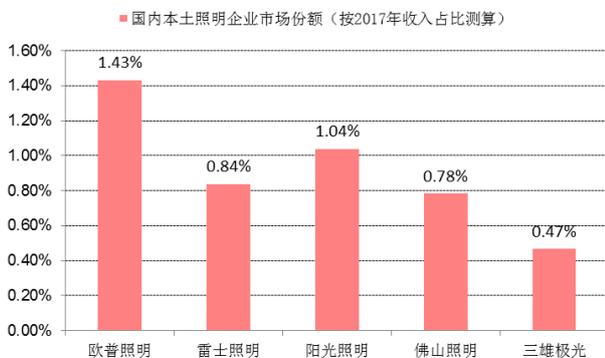
行业格局高度分散，集中度有望提升，品牌龙头最受益。根据 2017 年数据测算，欧普/阳光/雷士三家龙头企业照明行业份额仅为 1.43%/1.04%/0.84%，CR3 仅为 3.3%，行业高度分散。细分到家居灯具市场，CR5 为 29%，其中欧普照明一家独大，份额占 13%。格局分散或与行业资金与技术进入门槛较低、过去海外巨头在传统光源市场强势有关。由于 LED 灯具的非标性对运输、安装和售后的要求较高，渠道有一定的规模效应和壁垒，同时消费升级和一体化、定制化也带动品牌企业销售，未来行业集中度有望提升。

图表 29：可比公司营业收入规模、同比增速对比

	营业收入规模（亿元人民币）					营业收入同比增速（%）				
	2015	2016	2017	2018H1	2018Q1-3	2015	2016	2017	2018H1	2018Q1-3
欧普照明	44.69	54.77	69.57	35.28	55.87	16.28	22.55	27.03	17.21	15.83
雷士照明	38.67	38.31	40.74	19.87	-	10.60	-0.91	6.33	3.48	-
阳光照明	42.58	43.94	50.38	27.71	41.97	30.97	3.18	14.68	15.32	13.76
佛山照明	28.77	33.66	38.00	20.65	28.86	-6.26	17.03	12.88	2.02	-2.19
三雄极光	18.47	18.97	22.66	10.63	17.57	-2.76	2.70	19.44	11.77	10.71

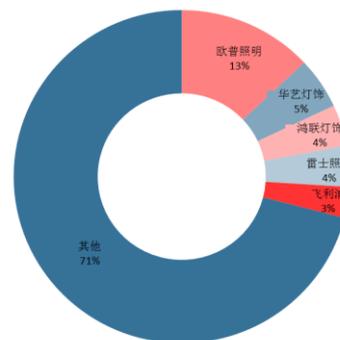
资料来源：Wind 公司年报 中信建投证券研究发展部

图表 30：国内本土照明企业市场份额（2017 年）



资料来源：Wind 中信建投证券研究发展部

图表 31：国内家居灯具市场各品牌份额（2017）



资料来源：Wind 中信建投证券研究发展部

（二）个股推荐——欧普照明：产品渠道筑壁垒，六年激励铸巨头

欧普照明始于 1996 年，定位于绿色节能智慧照明企业，主要从事照明光源、灯具、控制类产品的研发、生产和销售。现阶段公司的主要产品分为五大类，包括家居照明灯具、商业照明灯具、光源、照明控制和集成家居等。

1、业绩持续增长，盈利能力稳定

业绩方面，2015~2017 年公司营业收入分别为 44.69 亿元、54.77 亿元和 69.57 亿元，同比增速分别为 16.28%、22.55% 和 27.03%，年均复合增长率为 15.89%；2018 年前三季度公司营业收入为 55.87 亿元，同比增长 15.83%。2015~2017 年公司归母净利润分别为 4.36 亿元、5.06 亿元和 6.81 亿元，同比增速分别 48.66%、16.17% 和 34.48%，归母净利润复合增速 16.03%；2018 年前三季度公司归母净利润 5.70 亿元，同比增长 37.11%。

盈利能力方面，2015~2017 年，公司毛利率分别为 38.60%、40.90% 和 40.59%，净利率分别为 9.93%、9.35% 和 9.80%。盈利能力基本稳定。2018Q1-3 公司销售毛利率为 36.96%，同比减少 3.65pct；销售净利率为 10.21%，同比增加 1.58pct。主因系行业竞争环境加剧、部分标品降价影响。

2、线上线下全渠道布局，持续升级服务体验

欧普照明采用经销为主、直销为辅的销售模式，以渠道下沉拓展销售触角，以整体方案体现增值服务，以多元渠道打通线上线下，实现全渠道的立体覆盖。

线下网点全国遍布，门店形态进一步丰富。目前公司专卖店数量超过 4000 家，五金网点超过 10 万家，公司还与红星美凯龙和居然之家达成战略合作，专卖店相继入驻其卖场，并将智能化产品融入华为官方线上、线下商城渠道，销售渠道进一步拓宽。此外还通过楼长计划、品牌联盟等活动精准引流。终端门店建设方面，公司在原有的装饰灯专区、新亚洲风尚展示店的基础上，进一步丰富门店形态，如西式复古灯饰店、集合店、新版水晶平板灯店、千坪旗舰店等，通过情景化展示，满足消费者一站式购物体验。截至到目前，欧普照明共拥有 100 多家千坪大店，3500 多家专卖区，2018 年公司将新增极筒灯饰店和乡镇专卖店。

线上业绩增长显著，品类、渠道、服务、仓配全面升级。2018 年公司通过线上新平台、新品类，持续升级服务体验。品类以照明类为基础向集成吊顶（扣板）、卫浴等品类突破，除欧普照明官网外全面布局天猫、京东、唯品会、苏宁、亚马逊、拼多多等主流电商销售平台，欧普会员服务平台统一服务流程，向全网会员提供订单信息查询、安装、维修等全程服务，提升用户粘性，增强品牌认知度，最新会员人数已超过 3000 万。同时，公司引入京东物流等多方物流，通过在广东新建电商仓库等方式，进一步提升客户最后一公里体验。公司电商渠道建设卓有成效，收入稳定增长，2018 年“双 11”当天实现 3.67 亿的官方直营销量，较 2017 年 3.0181 亿的官方直营销量同比增长 21.60%，连续第六年获得照明家装行业第一。

3、拓展商用照明细分领域，提供整体照明解决方案

近年来，公司商用照明业务发展迅速，所覆盖领域不断拓展，由原来优势的精装地产、店铺连锁、百货商场以及办公等领域扩展到了商业中心、工业、市政交通等领域，取得了新突破。在地产领域，公司与万科、碧桂园、恒大地产、中海地产等大部分主流地产品牌继续推进战略合作，并成为首批入驻“万科采筑平台”的供应商。在连锁领域，为开云集团旗下的 Bottega Veneta 品牌提供整体店铺照明的定制化解决方案。在市政交通领域，公司在两年内迅速覆盖了上海、西安、沈阳、长沙等数十家城市的二十余条地铁线路，完成广州、温州、山西三个机场照明工程。在道路照明领域，公司的道路照明业务已覆盖北京、上海、天津、重庆、广东、江苏、新疆、山东等 26 个省市自治区，合计 56334 盏路灯，照亮约 1036 公里道路。在户外照明领域，公司实施了长春市旧城改造夜景亮化、十三届全运会天津夜景提升、泗洲禅寺景观亮化等项目，进一步提升了公司在户外亮化产业链的品牌效应。

4、积极寻求与第三方平台的合作，布局智慧家居

2016 年公司与华为跨界合作，成为其全球战略合作伙伴，推出了集成华为 HiLink 协议的智能产品套装，实现与其它智能家居产品互联互通。2017 年，公司与腾讯联合，以智能语音作为切入点，通过欧普小微智能语音音箱控制全屋场景化照明系统，让用户实现从单灯控制到全屋智慧家居的消费体验。跨界合作打破了行业的界限和传统的商业模式，推动了公司在智慧家居产品及解决方案方面的快速发展。

5、三大战略同步推进国际业务，打造全球化照明企业

近年来公司积极拓展海外市场，坚持海外自主品牌和本土化运营管理战略，在全球重点区域和市场进行本地化布局。公司国外营业收入逐年增长，营收占比同步提升，2017 年公司国外营业收入为 6.1 亿元，营收占比为 8.77%，同比增速达 49.01%。2017 年公司正式启动“全球鹰人才发展项目”，通过全球化人才储备战略，持续推动公司全球化发展。

我们预计 2018-2019 年营业收入分别为 80.74 亿元和 92.93 亿元，同比增长 16.05%和 15.10%；归母净利润分别为 8.50 亿元和 10.50 亿元，同比增长 24.82%和 23.50%，对应 18-19 年 PE 为 24.9x、20.2x，照明细分的价值稳健龙头，维持“买入”评级。

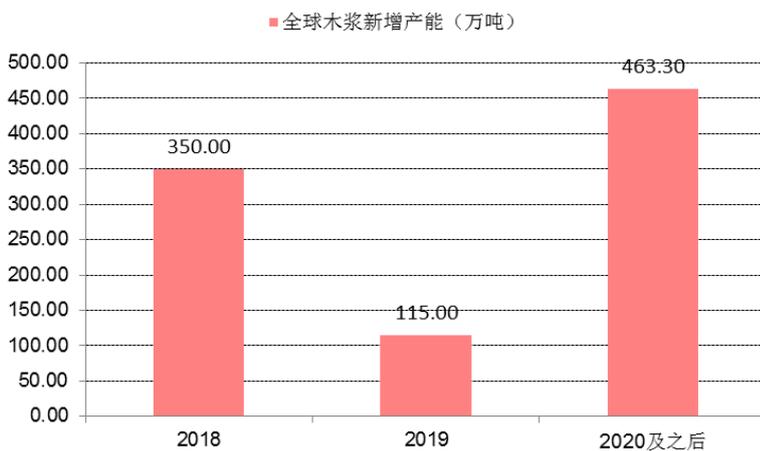
五、木浆废纸虽向下，但造纸龙头新增量低估值

（一）木浆高位稳中有降，外废紧、需求缩致废纸承压

1、木浆供需基本平衡，价格高位稳中有降

木浆与其他大宗商品相比，价格主要受成本及供需影响。从供给来看，根据卓创资讯不完全统计，2018年国内外木浆新增产能350万吨；2019年国内外木浆新增产能115万吨；2020年及之后新增产能463.3万吨。从需求来看，根据PPPC（纸浆纸张产品理事会）数据，2016年全球商品木浆需求5880万吨，同比增3.16%，假设18、19年增速保持一致，则18、19年需求量为192、198万吨，合计390万吨，因此18-19年合计新增的465万吨产能可以覆盖。同时由于木浆下游主要为文化用纸，需求端相对稳定。在木浆库存持续上行，木浆价格处于近年高位且开始回调的情况下，判断木浆价格将表现为稳中有降趋势。

图表 32：全球木浆新增产能（万吨）



资料来源：卓创资讯 中信建投证券研究发展部

2、外废政策持续收紧，需求萎缩致废纸价格承压

从供给来看，我国国内废纸回收制度仍不够成熟，国外废纸需求依然较大。从我国造纸行业2017年的废纸原料来源结构看，其中33%来源于废纸进口，67%来源于国内回收，而2017年国内废纸供给约5324万吨、进口废纸2572万吨。2018年以来，混合废纸禁止进入中国、5万吨以下产能及贸易商进口外废指标被取消、进口废纸含杂率由1.5%修订为0.5%等废纸政策相继落地，我国废纸进口不断受限，供给开始收紧。截至11月28日，我国2018年共核准25批废纸进口名单，获批额度共计为1815.07万吨，基本形成按期逐渐释放的局面，较去年同期下降35.43%，但整体略超市场预期。其中，2018年玖龙纸业、理文造纸、山鹰纸业的进口废纸获批额度占比达到62.41%，龙头企业原材料优势明显。同时，中美贸易战等导致前期需求萎缩，预计后市废纸价格将随消费低迷继续承压。

图表 33：2018 年前 25 批废纸进口额度获批情况

序号	企业	2018 年前 25 批获批额度 (万吨)	占比	2017 年获批额度(万吨)	占比
1	玖龙纸业	631.39	34.79%	847	30.13%
2	理文造纸	269.83	14.87%	398	14.16%
3	山鹰纸业	231.57	12.76%	256	9.11%
4	华泰纸业	98.40	5.42%	93	3.31%
5	联盛纸业	78.70	4.34%	166	5.91%
6	广州造纸	75.00	4.13%	62	2.21%
7	东莞建晖	70.81	3.90%	100	3.56%
8	东莞金洲	39.64	2.18%	55	1.96%
9	山东世纪阳光	35.72	1.97%	51	1.81%
10	景兴纸业	35.46	1.95%	48	1.71%
11	荣成环保	33.06	1.82%	57	2.03%
12	宁波亚洲	27.49	1.51%	36	1.28%
13	其他企业	187.99	10.36%	777	27.64%
	合计	1815.07	100.00%	2811	100.00%

资料来源：环保部 中信建投证券研究发展部

3、木浆系价格持续下跌，废纸系价格 2 季度冲高回落

木浆系（木浆-白卡纸/双胶纸/铜版纸）方面，2018 年中期以来，成品纸市场旺季不旺，纸厂出货不佳、库存压力上升；进口木浆现货供应充足，浆价持续下行；需求低迷也致使木浆系价格持续走弱。截至 2018 年 11 月 30 日，木浆最新价格为 5752.50 元/吨，较年初下跌 9.30%；铜版纸最新价格为 6300 元/吨，较年初下跌 14.86%；双胶纸最新价格为 6566.67 元/吨，较年初下跌 9.01%。白卡纸最新价格为 5143.33 元/吨，较年初下跌 20.20%。

废纸系（废纸-箱板纸/瓦楞纸）方面，2018 年起外废政策持续收紧推动废纸价格快速上涨，但整体进口配额略超市场预期，加上需求低迷，废纸价格 2 季度冲高回落。截至 2018 年 11 月 30 日，废纸最新价格为 2222.73 元/吨，较年初下跌 10.70%；箱板纸最新价格为 4476.67 元/吨，较年初下跌 6.41%；瓦楞纸最新价格为 3790.00 元/吨，较年初下跌 6.13%。

图表 34：木浆价格走势


资料来源：卓创资讯 中信建投证券研究发展部

图表 35：废纸价格走势

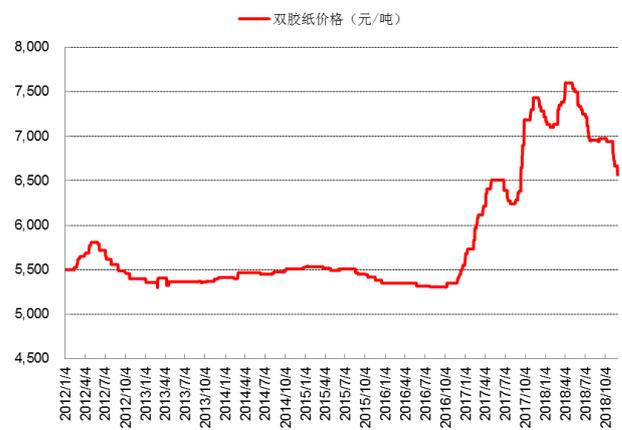

资料来源：卓创资讯 中信建投证券研究发展部

图表 36: 铜版纸价格走势



资料来源: 卓创资讯 中信建投证券研究发展部

图表 37: 双胶纸价格走势



资料来源: 卓创资讯 中信建投证券研究发展部

图表 38: 箱板纸价格走势



资料来源: 卓创资讯 中信建投证券研究发展部

图表 39: 箱板纸供需格局



资料来源: 卓创资讯 中信建投证券研究发展部

(二) 个股推荐: 太阳纸业——林浆纸一体化, 新增量新成长

太阳纸业为我国造纸龙头, 林浆纸一体化构筑有效成本优势, 国际化战略前瞻布局。

(1) 纸、浆产能持续扩充, 林浆纸一体化, 公司具备长期增长动力。2018 年一季度 20 万吨高档特种纸项目投产, 二季度老挝 30 万吨化学浆项目试生产, 三季度 80 万吨高档板纸项目两条生产线投产;

(2) “走出去”战略造纸行业领先, 国外产能继续夯实成本优势。公司在老挝深耕十年, 除 30 万吨化学浆项目外新增建设 80 万吨箱板瓦楞纸项目; 同时美国阿肯色州 70 万吨生物精炼项目有望于 2020 年投产。公司海外扩充产能, 将借助国际化之路打造最优的林浆纸一体化体系, 对原料的掌控力再上台阶, 全行业整合开启更广阔成长。

太阳纸业作为工业纸板块里面, 产能投放最确定的公司, 同时管理最优秀、最稳健。我们预计 2018-2019 年公司营业收入为 223.90、269.57 亿元, 同比增长 18.50%、20.40%; 净利润为 23.47、27.11 亿元, 同比增长 15.95%、

15.50%，对应 PE 为 6.8、5.9 倍。

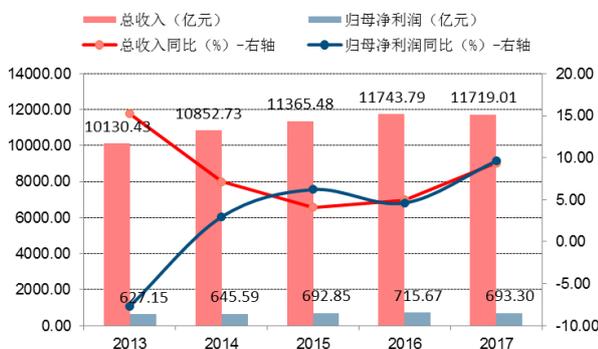
六、空间广成本降，包装龙头弹性大

（一）包装空间超万亿，纸包装集中度低，成本压力渐缓解

1、我国包装行业空间大，纸包装行业集中度仍然偏低

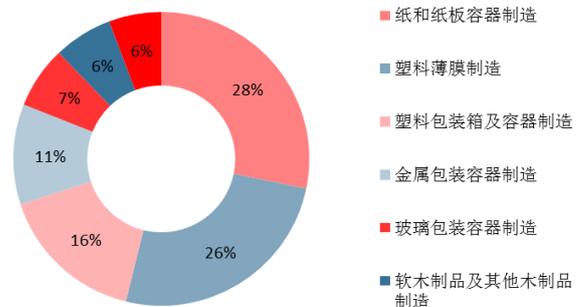
2017 年我国包装行业规上企业主营业务收入总额为 11719.01 亿元，同比增长 9.38%；利润总额 693.30 亿元，同比增长 9.60%。其中纸包装规上企业营收 3310.87 亿元，占包装全行业的比例为 28.25%。相比 2016 年全球市场的 37.57%，我国纸包装市场占比仍有提升空间。

图表 40：我国包装行业营业收入、利润及同比



资料来源：中国包装联合会 中信建投证券研究发展部

图表 41：2017 年我国包装细分领域占比



资料来源：中国包装联合会 中信建投证券研究发展部

我国纸包装龙头企业市占率逐步提升，但行业格局仍然十分分散。根据国际瓦楞纸箱协会 ICCA 数据测算，2016 年北美纸包装市场规模约 546 亿美元，前五大龙头企业 International Paper、WestRock、Graphic Packaging、Packaging Corp of America、Cascades 市占率合计 71.71%。2013-2017 年，国内前五大纸包装企业的市占率由 2.85% 提升至 6.61%；2018 年前三季度市占率达到 9.23%，趋势上虽逐步提升，但相比北美市场的行业格局，集中度仍有待大幅提升。

图表 42：我国前五大纸包装企业营收及市占率

	2013	2014	2015	2016	2017	2018Q1-3
我国纸包装市场规模 (亿元)	3608.05	3303.38	3420.11	3376.05	3310.87	2233.87
我国主要前五大企业纸包装收入 (亿元)						
合兴包装	24.42	27.16	28.52	35.42	63.23	81.12
美盈森	13.06	15.63	20.16	22.19	28.57	23.29
裕同科技	25.94	36.65	42.9	55.42	69.48	54.55
劲嘉股份	21.37	23.23	27.2	27.77	29.45	23.77
东风股份	18.02	20.02	22.19	23.42	28.02	23.40
我国主要前五大企业市占率 (%)						
合兴包装	0.68%	0.82%	0.83%	1.05%	1.91%	3.63%

美盈森	0.36%	0.47%	0.59%	0.66%	0.86%	1.04%
裕同科技	0.72%	1.11%	1.25%	1.64%	2.10%	2.44%
劲嘉股份	0.59%	0.70%	0.80%	0.82%	0.89%	1.06%
东风股份	0.50%	0.61%	0.65%	0.69%	0.85%	1.05%
合计	2.85%	3.71%	4.12%	4.86%	6.61%	9.23%

资料来源: Wind 中信建投证券研究发展部

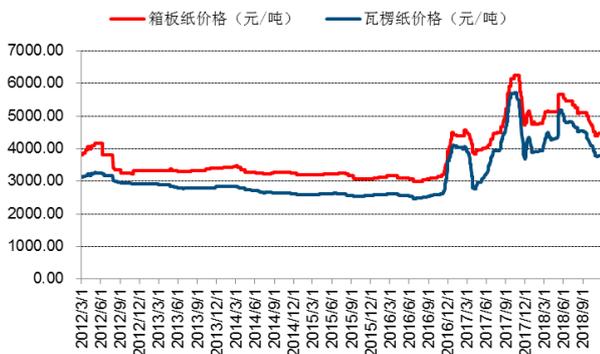
2、成本下降带来业绩弹性，新客户新领域持续开拓

(1) 上游成本压力有望缓解，业绩弹性可期

包装行业主要原料如纸制品、化工原料、铜铝金属制品等大宗周期品，其中箱板纸、瓦楞纸价格对纸包装行业业绩影响较大。2017 年包装企业主要原材料箱板纸及瓦楞原纸价格大幅上涨，其中 2017 年箱板纸销售均价同比上涨 46.44%；瓦楞纸销售均价同比上涨 49.78%。包装企业做为中游行业，同时还受到上游造纸企业以及下游啤酒、家电等消费企业强议价能力挤压，盈利承受较大压力。以合兴包装为例，2017 年公司生产的纸箱、纸板中，原材料成本分别占营业成本的 47.02%、19.68%，合计占比达 66.70%，前期箱板纸、瓦楞纸价格走高对公司盈利能力构成压力。

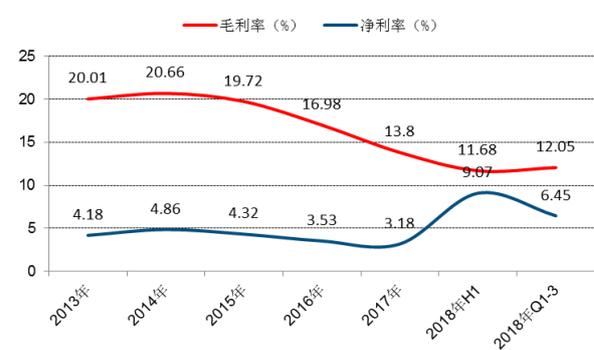
2018 年下半年受贸易战和旺季纸厂出货不佳影响，箱板瓦楞纸价格开始连续下跌，截至 2018 年 11 月 30 日，箱板纸最新价格为 4476.67 元/吨，较年初下跌 6.41%；瓦楞纸最新价格为 3790.00 元/吨，较年初下跌 6.13%。展望 2019 年，在外废政策持续收紧、进口配额基本形成按期释放的情况下，上游包装纸龙头外废额度更加集中；纸包装龙头企业凭借其产业链议价能力和大规模采购优势缓解后续原材料成本压力，保证利润空间，业绩拐点可期。

图表 43：2012-2018 年 11 月箱板纸、瓦楞纸价格



资料来源: Wind 中信建投证券研究发展部

图表 44：2012-2018Q1-3 合兴包装毛利率与净利率



资料来源: Wind 中信建投证券研究发展部

(2) 新客户新领域持续开拓，行业增速得到支撑

包装下游产业较为广阔，除包装产业链下游传统的 3C 产品、家用电器、食品饮料、日常消费品等之外，近年来包装行业龙头企业积极开展多元化布局，目前已新增进入智能家居、烟酒、大健康、化妆品、奢侈品等多个行业，新客户新领域的持续开拓驱动需求稳增。

3C 产品包装市场方面，2017 年全球智能手机、PC 的产量分别达到 14.73 亿部、2.60 亿台，按每个手机包装 10 元、PC 包装 20 元测算，2017 年手机及 PC 纸包装市场规模约 200 亿元。

酒标市场方面，2017 年我国白酒产量 119.81 亿升，如果按每瓶酒 0.5 升及每只酒标保守 2.5 元测算，2017

年酒标市场规模约 600 亿元。2018 年白酒销量下降但产品均价大幅提升，我们预测 2018 年白酒产量下降 15% 到 101.84 亿升，按每瓶酒 0.5 升及每只酒标保守 3 元测算，则有 611 亿的市场规模。

烟标市场方面，2017 年我国卷烟行业销售量为 4738 万大箱，其中 2017 年劲嘉股份烟标平均售价 726.30 元/箱，对应的烟标行业市场规模约为 344 亿元。根据国家烟草专卖局 2018 年烟草工作会议的卷烟销售目标 4750 万箱测算，2018 年烟标市场规模为 344.99 亿元。

另外，化妆品行业保持持续快速增长，高端产品占比提升。2017 年化妆品行业零售额规模达到 2513.70 亿元，同比上升 13.50%，2010-2017 年化妆品行业零售额复合增长率 16.00%。随着我国城镇居民可支配收入的增长和护肤意识的提高，消费者更加青睐高端化妆品产品，并追求更独特的使用感受和更好的使用效果，因此高端化妆品包装行业市场规模增速有望进一步加快。

图表 45：3C 产品纸包装行业市场规模测算

行业	测算时间	单个包装价格	出货量	市场规模
手机纸包装	2017 年	10 元	14.73 亿部	147 亿元
PC 纸包装	2017 年	20 元	2.60 亿台	52 亿元

资料来源：Wind 中信建投证券研究发展部

图表 46：酒标行业市场规模测算

行业	测算时间	单个包装价格 (不同品牌酒标差异比较大)	产量	市场规模
酒标	2017 年	2.5 元	239.62 亿瓶	599.05 亿元
酒标	2018 年	3.0 元	203.68 亿瓶	611.04 亿元

资料来源：Wind 中信建投证券研究发展部

图表 47：烟标行业市场规模测算

行业	测算时间	单箱包装价格 (以 2017 年劲嘉股份烟标平均售价测算)	销量	市场规模
烟标	2017 年	726.30 元	4738 万箱	344.12 亿元
烟标	2018 年	726.30 元	4750 万箱	344.99 亿元

资料来源：国家烟草专卖局 Wind 中信建投证券研究发展部

图表 48：我国化妆品零售额保持持续快速增长（单位：亿元）


资料来源：Wind 中信建投证券研究发展部

（二）个股推荐：劲嘉股份、东港股份、裕同科技、合兴包装等

1、劲嘉股份：烟标龙头，新烟草、新业务、新蓝海

劲嘉股份是我国烟标行业大龙头，业绩稳步回升。2017 年下游卷烟行业经过前期库存优化后，产销拐点回暖。同时高档卷烟占比提升，细支烟的产销连年大幅增长，2017 年销量占比达 5.03%、销售额占比达 7.21%，分别提高 4.93 个百分点、7.05 个百分点，成为行业发展新动能。2017 年公司收入、净利润规模继续保持行业第一，营业收入达 29.45 亿元，同比增长 6.06%，归母净利润 5.74 亿元，受行业影响仅同比增长 0.651%；2018Q1-3 营业收入 23.77 亿元，同比增长 13.21%；归母净利润 5.46 亿元，同比增长 25.28%。

传统烟标业务稳定发展，新业务不断拓展。公司经营业绩保持良好的发展态势，烟标业务趋势向好，公司不断贴合市场，持续加大重点规格、重点品牌产品的设计研发力度，把握产品结构调整的市场机会；在彩盒产品方面，公司通过不断优化产能及生产工艺，加快在精品烟酒包装、3C 产品包装等彩盒包装的开拓步伐，并取得良好成效。在非烟标领域方面，公司不断拓展烟酒、电子产品、药品等产品的彩盒包装，在维持“中华（金中支）”、“南京（九五之尊）”、“云烟（大重九）”、“茅台醇”、“洋河”等知名烟酒品牌市场份额同时，引入新客户拓展新产品，如白酒品牌“劲酒”、“五粮液”、“江小白”等。

紧跟新型烟草行业大势，联手多方提前布局。公司子公司劲嘉科技于 2014 年进入新型烟草领域，持续对低温不燃烧器具及电子烟等新型烟草产品进行研发投入，目前已获得该领域有效专利总数 41 项，其中发明专利 12 项，实用新型专利 29 项。同时与国外知名厂商共同研发新型烟草产品，并与国内多家中烟公司展开相关合作，在新型烟草领域积累了丰富的研发、生产及加工经验。2018 年 8 月，公司分别携手米物科技和云南中烟，在新型烟草制品领域的技术研发、产品设计生产及销售推广等多个方面深入合作。

扩大股份回购，公司信心明显。2018 年 2 月，公司发布回购公司股份的预案，公司拟以自有资金 1 亿元至 3 亿元回购公司股份，回购价格不超过 9.6 元/股。2018 年 8 月 18 日，公司公告将回购规模从 1-3 亿元增加为 1-6 亿元，回购价格不超过 9.30 元/股。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%，成交金额为 2.30 亿元（不含交易费用）。

投资建议：我们预计 2018-2019 年公司收入分别为 33.72 亿元和 38.94 亿元，同比增长分别为 14.50% 和 15.50%；2018 年，我们假设再考虑到贵州申仁、上海仁彩业绩投资收益贡献，则 2018 年归母净利润为 7.21 亿元，同比增长 25.50%；2019 年预计净利润为 8.66 亿元，同比增长 20.10%；按照当前最新股本 14.95 亿股计算（暂未考

虑公司回购注销的增厚)，2018年、2019年EPS按照当前股本14.95亿股摊薄0.48、0.58元/股，对应PE分别为15.5x、12.9x，维持“买入”评级。

2、东港股份：原料跌毛利弹，订单稳新业拓，财税金融综合服务龙头值得期待

公司业务可分为印刷产品（商业票证等印刷）、覆合类产品（智能卡、RFID）、技术服务（电子票据、档案储存、彩票）三大主要板块，2018H1实现收入分别为6.21、1.10、0.93亿元。

原纸价格下跌，打开印刷主业毛利率提升空间。公司印刷产品主要原材料有特种纸、双胶纸和白卡纸，特种纸价格波动相对较小，双胶纸和白卡纸价格波动较大。2017年、2018H1双胶纸、白卡纸价格同比大幅上涨，公司通过集团采购、多原料采购策略等方法应对，印刷产品2017年毛利率仍实现同比提高0.55pct至40.34%，2018H1毛利率减少3.63pct至37.36%。据卓创资讯数据显示，2018年11月30日双胶纸和白卡纸价格分别为6567元/吨、5143元/吨，相比年初价格下跌9.01%、20.20%。我们认为，原材料价格下跌将大幅度改善公司毛利率水平。同时，前期原材料价格上涨叠加环保政策收紧已使众多中小型企业退出市场，订单份额逐步向龙头集中。东港股份有望迎来量、利齐增的市场形势。

银行卡订单放量，市场份额有望持续增长。2017年，公司覆合类产品收入同比下滑，主要是由于社保卡产品已完成全国范围内的发卡高峰期，而公司中标的中国农业银行、中国银行、交通银行和邮储银行卡制作业务，在2017年还处于产品测试阶段，随着测试完成进入下单阶段，公司收入增长明显，2018H1覆合类产品收入同比增长高达54.86%。我们认为，当前公司银行卡业务市场份额相比同业龙头企业仍较低，随着公司银行卡业务的稳步开展，市场地位的提升将有助于公司获取更多订单，良性循环下进一步提升市场份额。

技术服务业务多点开花、快速增长，潜力十足。2018H1，公司技术服务业务收入0.93亿元，同比高增182.51%。电子发票服务已覆盖全国，且正在研发基于区块链技术的电子发票服务模式，如能获得成功有望驱动公司电子发票业务快速增长；公司档案存储规模已居行业前列，档案储存市场空间巨大，随国内服务外包意识的增强，该板块业务亦有望实现持续性增长；自主彩票销售终端仍在部分省市进行试点，从彩票主管部门的试点结果来看，自助式彩票销售的效果较好，未来将逐步扩大布点范围。

投资建议：我们预计2018-2019年公司收入分别为15.76、18.37亿元，同比分别增长10.27%、16.57%；归母净利润分别为2.74、3.29亿元，同比分别增长18.00%、20.00%，对应PE为19.6x和16.3x，给予“买入”评级。

3、裕同科技：精品包装龙头，业绩拐点逐步确认

客户多元化并拓，酒包、烟包齐发力。2018年公司加大市场开拓力度，积极开展多元化布局，服务已涵盖消费电子、智能家居、烟酒、大健康、化妆品、奢侈品等多个行业。**消费类电子业务方面**，公司第一大客户今年推出多款手机新产品，价格带覆盖更宽，预计将对销售产生正面影响，目前公司接单比较正常，后续若新品销售超预期，将给公司业绩打下良好基底；另外，公司智能家居、智能穿戴业务也增长良好。**高档酒包业务方面**，目前公司已经具备较大规模，2018年通过与江苏省江苏金之彩合资成立子公司，就近服务大客户。公司现已与洋河、茅台、西凤，古井贡等很多知名客户建立合作，未来酒包业务前景向好。**烟包业务方面**，公司2018年完成了对武汉艾特的控股收购，并逐步取得了部分中烟供应商资质，烟包领域也开始发力。此外，公司着力于构筑大健康、化妆品和奢侈品等多个细分市场的系统化能力体系，环保纸托业务的四川宜宾纸塑环保快餐盒项目，预计2019年上半年将率先开始投产。

此外，公司着力于构筑大健康、化妆品和奢侈品等多个细分市场的系统化能力体系。新客户亚马逊、哈曼、google开始上量，小米等战略性客户迅速发展，施华洛世奇、小罐茶等新客户推进效果明显。公司持续开发优质客户，目前客户结构更加多元化。

盈利能力环比大幅改善，业绩拐点逐步确认。通过继续巩固 3C 类包装优势的同时重点聚焦新的业务，2018 年前三季度公司实现营业收入 54.55 亿元，同比增长 20.57%；归母净利润为 5.43 亿元，同比下降 11.22%；2018Q1/Q2/Q3 公司分别实现营业收入 16.15/16.72/21.68 亿元，同比增速分别为 16.18%/31.46%/16.40%；分别实现归母净利润 1.39/1.27/2.76 亿元，同比增速分别为-14.14%/-14.88%/-7.81%。2018 年前三季度公司销售毛利率为 27.21%，同比减少 4.53pct，主要原因是原材料价格上涨所致；销售净利率为 10.41%，同比减少 3.11pct。分季度来看，2018Q3 公司销售毛利率为 31.20%，同比减少 1.33pct，环比 Q2 增加 7.19pct；销售净利率为 13.32%，同比减少 2.68pct，环比增加 5.08pct。

员工持股计划、公司回购、高管增持，彰显长期发展信心。2018 年 1 月 11 日，公司推出员工持股计划，员工持股计划参与员工合计不超过 300 人。员工持股计划拟筹集员工资金总额不超过 18,500 万元。目前，公司第一期员工持股计划累计买入公司股票 997 万股，占公司总股本的 2.49%，成交金额合计为 4.76 亿元，成交均价约为 47.76 元/股。10 月 17 日，公司发布公告，公司王华君董事长及副总裁、监事等 8 人拟增持公司股份，合计拟增持金额 1400-4200 万元，增持实施期限为公司 2018 年 10 月 29 日起六个月内。10 月 19 日，裕同科技发布回购预案公告，公司实际控制人王华君、吴兰兰夫妇提议回购公司股票，回购总金额 5000 万元-2 亿元，价格不超过 60 元/股，回购期限为自股东大会审议通过回购方案之日起 12 个月内。截至 2018 年 11 月 30 日，公司累计回购股份 23 万股，占公司目前总股本的 0.0575%，成交金额为 996.19 万元（不含交易费用）。我们认为，公司推出员工持股计划，同时回购及增持系列举措体现了公司对于未来长期、持续发展的信心，随着公司长效激励机制的健全，员工工作的积极性充分调动，员工与公司利益一致，有利于公司持续发展。

投资建议：我们预计公司 2018-2019 公司营业收入为 84.77、102.57 亿元，同比增长 22.00%、21.00%；净利润为 9.41、11.79 亿元，同比增长 1.01%、25.30%，对应当前 PE 为 17.5x、14.0x，维持“买入”评级。

4、合兴包装：内生快增，供应链发力，创亚并表，龙头奠定

原有业务高速增长，合众创亚并表推动业绩大幅增长。2018 年合兴包装原有业务实现量价齐升。价格方面，受环保政策持续趋严、进口废纸供给收缩影响，公司主要原材料瓦楞箱板纸价格 Q3 虽有调整，但仍维持高位，公司凭借龙头议价优势，及时对成本进行传导。另外，订单量方面，合兴持续开拓新客户，同时在行业集中度逐渐提升的大环境下实现原有客户份额的进一步提高，整体实现了收入快速增长。2018Q1-Q3 公司实现了营业收入 81.12 亿元，同比增长 89.54%；实现归母净利润 4.82 亿元，同比增长 367.97%。2018 年前三季度公司扣非后归母净利润为 1.66 亿元，主要系报告期内公司收购合众创亚获得营业外收入约 2.96 亿元。

IPS/PSCP 项目持续推进，为公司提供新的业绩驱动。2016 年公司启动供应链云平台项目（PSCP）以及智能包装集成服务项目（IPS），整合同行业产能以及提供设备智能改造服务。其中 PSCP 主要功能包括：订单宝：公司将订单引流给区域性客户，收取管理费；集采通：包装企业通过平台的规模采购降低原材料成本；优财通：提供资金支持。“联合包装网”网络运营模块 1.0 版于 2017 年中旬正式上线，截至 2018 年 6 月末平台拥有客户约 1200 家，实现销售收入近 12 亿元。下游制造型企业包装环节自动化升级以及外包意愿不断增强，公司依托 IPS 项目的实施，向用户提供包括包装设计、包装采购、包装生产线自动化改造和优化以及产品装箱等一整套专业化的包装服务，降低客户的生产及管理运营成本，深化公司与客户的合作关系。目前 IPS 项目已与捷普、好孩子等多家客户签约，已投入 10 多条包装生产线，目前处于包装生产线的设备采购阶段，项目的实施进度与投资规划基本相符。

投资建议：公司此次可转债预计募集资金 6 亿元，我们初步假设转股价 6 元，100%转股后预计将新增股本 1.0 亿股，公司总股本达到 12.7 亿股（11.7+1.0）。我们对于公司的业绩与估值，采用如下视角：（1）内生增长——传统主业+互联网包装平台：我们预计 2018-2020 年收入为 105.40、154.08 亿元，同比增 66.68%和 46.19%；归母净利润为 2.34、3.43 亿元，同比增 51.84%和 46.81%；对应 EPS 为 0.18 元/股和 0.27 元/股，PE 分别为 24.1x

和 16.4x。(2) 考虑合众创亚的并表, 以及 2.9 亿的营业外收入, 采用备考全年的口径, 我们预计 2018-19 年备考收入为 134.88、187.95 亿元, 同比增 113.30%和 39.35%; 归母净利润为 5.65、4.27 亿元, 同比增 267.12%和 -24.42%; EPS 为 0.44 元/股和 0.34 元/股, PE 分别为 11.0x 和 14.2x。公司互联网供应链平台业务发展迅速、潜力大。公司横向并购整合规模效益将逐渐显现, 同时行业集中度提高, 订单获取加速, 维持“买入”评级。

图表 49: 重点公司盈利预测

细分板块	证券代码	公司	EPS (元)			PE			当前股价 (元)
			2017	2018	2019	2017	2018	2019	
定制家居	603833.SH	欧派家居	3.09	4.04	4.97	27.16	20.81	16.90	79.83
定制家居	002572.SZ	索菲亚	0.98	1.18	1.40	18.71	15.52	13.16	18.37
定制家居	300616.SZ	尚品宅配	1.91	2.52	3.16	32.68	24.82	19.76	62.52
软装	603816.SH	顾家家居	1.91	2.43	2.99	26.38	20.71	16.83	50.38
软装	603313.SH	梦百合	0.65	0.83	1.46	30.41	23.75	13.53	19.75
软装	1999.HK	敏华控股(HKD)	0.40	0.39		8.71	8.92	7.40	3.50
按摩椅	002614.SZ	奥佳华	0.61	0.82	1.07	27.56	20.71	15.80	16.94
按摩椅	603579.SH	荣泰健康	1.54	1.83	2.31	20.65	17.44	13.81	31.89
家居连锁	601828.SH	美凯龙	0.97	1.08	1.33	9.21	8.08	7.18	11.50
家居连锁	1528.HK	红星美凯龙	0.97	1.08	1.33	8.28	7.44	6.04	8.03
家居照明	603515.SH	欧普照明	0.90	1.12	1.39	31.12	24.93	20.19	28.03
文具	603899.SH	晨光文具	0.69	0.87	1.09	40.83	32.36	25.86	28.14
生活用纸	002511.SZ	中顺洁柔	0.27	0.34	0.42	32.81	26.02	21.32	8.90
生活用纸	1044.HK	恒安国际(CNY)	3.15	3.51	3.87	17.48	15.68	14.20	62.55
生活用纸	3331.HK	维达国际*(HKD)	0.52	0.57	0.64	25.25	22.82	20.37	13.12
文化纸	002078.SZ	太阳纸业	0.78	0.91	1.05	7.84	6.76	5.85	6.12
纸包装	002831.SZ	裕同科技	2.33	2.95	3.74	17.71	17.53	13.99	41.25
纸包装	002228.SZ	合兴包装	0.12	0.18	0.27	36.63	24.12	16.43	4.82
烟标	002191.SZ	劲嘉股份	0.38	0.48	0.58	19.39	15.45	12.86	7.45
印刷包装	002117.SZ	东港股份	0.64	0.75	0.90	23.09	19.56	16.30	14.73

资料来源: Wind 中信建投证券研究发展部

七、风险提示

细分消费领域竞争大幅加剧。

分析师介绍

花小伟：中信建投研究发展部大消费组长，统计学硕士。获 2015 年第十三届新财富轻工造纸最佳分析师第 5 名；2016 年第十四届新财富轻工造纸最佳分析师第 4 名，2016 年水晶球第 2 名，金牛奖第 4 名；2017 年第十五届新财富轻工造纸最佳分析师第 3 名，水晶球第 2 名。

孙金琦：金融硕士，3 年轻工制造行业研究经验，2017 年加入中信建投证券从事轻工造纸行业研究，所在团队获 2017 年第十五届新财富轻工造纸最佳分析师第 3 名，曾历任广发证券、东兴证券从事行业研究工作。

研究助理 罗乾生：中国人民大学管理学硕士，2016 年加入中信建投。

研究助理 王泽选：中国人民大学金融学硕士，2018 年加入中信建投。

研究服务

保险组

张博 010-85130905 zhangbo@csc.com.cn

杨曦 -85130968 yangxi@csc.com.cn

郭洁 -85130212 guojie@csc.com.cn

高思雨 gaosiyu@csc.com.cn

郭畅 010-65608482 guochang@csc.com.cn

张勇 010-86451312 zhangyongzgs@csc.com.cn

王罡 wanggangbj@csc.com.cn

张宇 010-86451497 zhangyuyf@csc.com.cn

北京公募组

黄玮 010-85130318 huangwei@csc.com.cn

朱燕 85156403 zhuyan@csc.com.cn

任师蕙 010-8515-9274 renshihui@csc.com.cn

黄杉 010-85156350 huangshan@csc.com.cn

杨济谦 010-86451442 yangjiqian@csc.com.cn

私募业务组

赵倩 010-85159313 zhaoqian@csc.com.cn

上海销售组

李祉瑶 010-85130464 lizhiyao@csc.com.cn

黄方禅 021-68821615 huangfangchan@csc.com.cn

戴悦放 021-68821617 daiyuefang@csc.com.cn

翁起帆 021-68821600 wengqifan@csc.com.cn

李星星 021-68821600-859 lixingxing@csc.com.cn

范亚楠 fanyanan@csc.com.cn

李绮绮 liqiqi@csc.com.cn

薛姣 xuejiao@csc.com.cn

许敏 xuminzgs@csc.com.cn

深广销售组

胡倩 0755-23953981 huqian@csc.com.cn

许舒枫 0755-23953843 xushufeng@csc.com.cn

程一天 chengyitian@csc.com.cn

曹莹 caoyingzgs@csc.com.cn

张苗苗 020-38381071 zhangmiaomiao@csc.com.cn

廖成涛 0755-22663051 liaochengtao@csc.com.cn

陈培楷 020-38381989 chenpeikai@csc.com.cn

评级说明

以上证指数或者深证综指的涨跌幅为基准。

买入：未来 6 个月内相对超出市场表现 15% 以上；

增持：未来 6 个月内相对超出市场表现 5—15%；

中性：未来 6 个月内相对市场表现在-5—5%之间；

减持：未来 6 个月内相对弱于市场表现 5—15%；

卖出：未来 6 个月内相对弱于市场表现 15% 以上。

重要声明

本报告仅供本公司的客户使用，本公司不会仅因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证本报告所包含的信息或建议在本报告发出后不会发生任何变更，且本报告中的资料、意见和预测均仅反映本报告发布时的资料、意见和预测，可能在随后会作出调整。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不构成投资者在投资、法律、会计或税务等方面的最终操作建议。本公司不就报告中的内容对投资者作出的最终操作建议做任何担保，没有任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，据本报告做出的任何决策与本公司和本报告作者无关。

在法律允许的情况下，本公司及其关联机构可能会持有本报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或类似的金融服务。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构和/或个人不得以任何形式翻版、复制和发布本报告。任何机构和/个人如引用、刊发本报告，须同时注明出处为中信建投证券研究发展部，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和/或修改。

本公司具备证券投资咨询业务资格，且本文作者为在中国证券业协会登记注册的证券分析师，以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映了作者的研究观点。本文作者不曾也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

股市有风险，入市需谨慎。

中信建投证券研究发展部

北京

东城区朝内大街 2 号凯恒中心 B 座
12 层

邮编：100010

电话：(8610) 8513-0588

传真：(8610) 6560-8446

上海

浦东新区浦东南路 528 号上海证券
大厦北塔 22 楼 2201 室

邮编：200120

电话：(8621) 6882-1612

传真：(8621) 6882-1622

深圳

福田区益田路 6003 号荣超商务中
心 B 座 22 层

邮编：518035

电话：(0755) 8252-1369

传真：(0755) 2395-3859