

轻工板块商誉占净资产比例较低，商誉风险整体可控

——造纸轻工行业周报 20190113

行业周报

◆ 轻工板块商誉占净资产比例较低，商誉风险整体可控

19年1月4日，会计准则委员会发布《关于咨询委员对会计准则咨询论坛部分议题文件的反馈意见》，对商誉后续会计处理进行了讨论，大部分咨询委员认为，商誉摊销能够更好地实现将商誉账面价值减记至零的目标。截至18Q3，轻工板块商誉合计为307.85亿元，占净资产比例7.47%，总体来看，轻工板块商誉规模占净资产比例较低，商誉风险整体可控。从商誉占净资产比例来看：轻工板块中曲美家居、文化长城、邦宝益智18Q3末商誉占净资产比例较高，分别达189%、68%、51%，其中曲美家居商誉规模及占净资产比例均较高，主要因收购挪威高端软体家居龙头Ekornes。

◆ 造纸：本周纸价维持相对稳定，国废价格呈小幅上涨态势

本周纸价维持相对稳定，原材料国废价格小幅上涨。我们认为，随着纸业景气进入中后期，成本端价格的高位传导效应仍将形成一定程度的支撑，但成本端及需求端驱动涨价逻辑略有弱化。造纸板块我们建议重点关注生活用纸行业，一方面行业集中度仍有较大提升空间；另一方面，我们认为随着进口木浆价格的逐步回落，生活用纸行业的成本弹性将逐步显现。标的方面，造纸板块重点推荐中顺洁柔，建议关注太阳纸业。

◆ 家居：行业竞争趋于激烈，新零售、工程为行业提供新机遇

中长期来看，我们认为行业竞争加剧、渠道分流等因素仍将继续存在，带来行业增速降档；但龙头企业仍处于渠道、品类扩张的阶段，且其在渠道、品牌、效率、服务等各方面具有明显优势，随着行业集中度的提升，龙头企业将显著受益。家居板块重点推荐顾家家居、曲美家居；建议关注梦百合、索菲亚、欧派家居、尚品宅配、志邦家居、好莱客。

◆ 包装及其他板块：中长期关注行业整合逻辑

板块收入增速自17年下半年起持续回升，且纸价高位回落有助缓解成本端压力；另外行业整合仍是长期趋势，龙头企业一体化经营程度高、成本控制及客户开拓能力强，将在整合过程中充分受益。包装及文娱板块重点推荐劲嘉股份、东港股份、晨光文具；建议关注裕同科技、合兴包装。

◆ 风险分析：地产景气度低于预期风险，原材料价格上涨风险。

证券代码	公司名称	股价(元)	EPS (元)			PE (X)			投资评级
			17A	18E	19E	17A	18E	19E	
002191	劲嘉股份	8.19	0.38	0.48	0.58	21	17	14	买入
002117	东港股份	14.25	0.64	0.81	1.04	22	18	14	买入
603818	曲美家居	6.94	0.50	0.37	0.81	14	19	9	买入
002511	中顺洁柔	8.13	0.27	0.34	0.43	30	24	19	增持
603816	顾家家居	45.27	1.91	2.48	3.33	24	18	14	增持
603899	晨光文具	28.17	0.69	0.88	1.13	41	32	25	增持

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为2019年1月11日

增持（维持）

分析师

黎泉宏 (执业证书编号：S0930518040001)

liqh@ebsecn.com

袁雯婷 (执业证书编号：S0930518070003)

021-52523676

yuanwt@ebsecn.com

行业与上证指数对比图



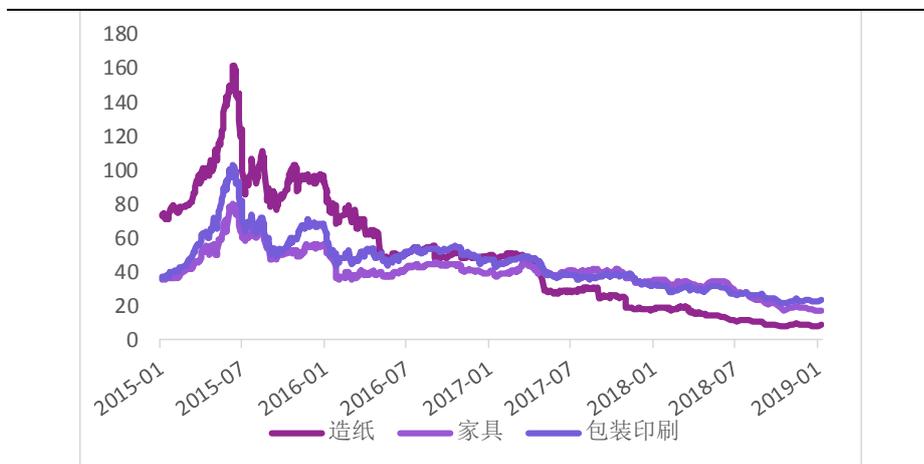
资料来源：Wind

目 录

1、 轻工板块本周市场表现	3
1.1、 市场涨跌幅：本周轻工制造板块整体跑赢沪深 300	3
1.2、 轻工行业涨跌幅与估值水平：本周造纸板块周涨幅最大，周涨幅达 3.34%	3
1.3、 个股涨跌幅：通产丽星、金陵体育、浙江永强为本周轻工板块个股涨幅前三	4
2、 本周工作回顾	5
3、 行业最新动态	6
3.1、 本周市场热点：轻工板块商誉占净资产比例较低，商誉风险整体可控	6
3.2、 家居：行业增速降档，新零售、工程等渠道拓展为行业提供发展新机遇	7
3.3、 造纸：本周纸价总体保持稳定，国废价格有所上涨	9
3.4、 包装：集中度提升是大势所趋，短期成本下行有望推动行业盈利回升	12
4、 行业数据跟踪	14
4.1、 造纸板块：本周国废、内盘浆价有所上涨	14
4.2、 家具板块：11 月家具零售额累计同比上涨 9.8%	20
4.3、 包装板块：卷烟产量 11 月累计同比增 1.6%	21
5、 轻工行业及公司公告、要闻	22
5.1、 轻工行业市场新闻	22
5.2、 本周公司动态	23
6、 本周重点推荐组合及核心逻辑	25
7、 风险分析	26

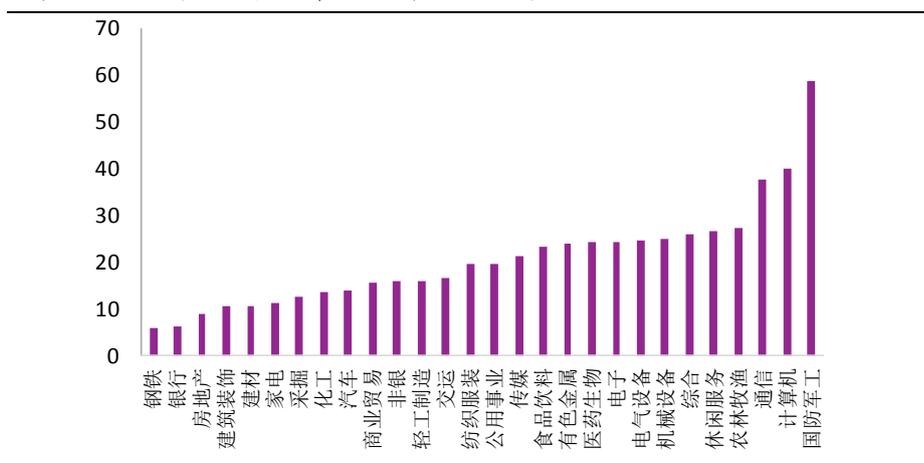
本周轻工制造行业 PE(TTM)为 15.94x，细分板块来看，家具、造纸、包装印刷 PE(TTM)分别为 17.50x、8.61x、23.32x，均处于历史相对低位。横向比较来看，在 28 个申万一级行业中，轻工制造行业估值排名第 12 位（由低到高）。

图 4：轻工行业各子板块估值水平 (PE_TTM)



资料来源：Wind，光大证券研究所

图 5：全行业估值水平比较 (PE_TTM)



资料来源：Wind，光大证券研究所

1.3、个股涨跌幅：通产丽星、金陵体育、浙江永强为本周轻工板块个股涨幅前三

个股方面，本周上涨幅度最大的前五家公司分别为通产丽星 (30.69%)，金陵体育 (14.05%)，浙江永强 (12.45%)，中源家居 (12.30%)，群兴玩具 (12.12%)；下跌幅度最大的前五家分别为升达林业 (-7.26%)，实丰文化 (-7.08%)，创新股份 (-6.70%)，珠海中富 (-5.13%)，金一文化 (-4.88%)。

图表 6：本周个股涨幅前五与跌幅前五列表

公司名称	上涨幅度	公司名称	下跌幅度
通产丽星	30.69%	升达林业	-7.26%
金陵体育	14.05%	实丰文化	-7.08%
浙江永强	12.45%	创新股份	-6.70%
中源家居	12.30%	珠海中富	-5.13%
群兴玩具	12.12%	金一文化	-4.88%

资料来源：Wind，光大证券研究所

2、本周工作回顾

近期我们发布了《应运而生，东风渐起——新型烟草制品行业深度报告》，核心内容：

全球新型烟草制品市场：加速迭代，保持较快增长态势：据欧睿统计，2017 年全球新型烟草制品市场规模约 171 亿美元，同比增长 38.7%，保持较快增长态势，尤其是加热不燃烧烟草制品。我们认为传统卷烟市场发展的困局、烟民的“降焦减害”需求以及跨国烟草企业的积极布局是推动全球新型烟草制品行业快速发展的核心因素。

IQOS 为减害产品最具竞争力的代表：全球四大跨国烟草巨头积极布局新型烟草制品领域，其中以菲莫国际的 IQOS 产品最具代表性。IQOS 于 2014 年 11 月在名古屋、米兰的试点市场推出。据菲莫国际年报，2017 年 IQOS 实现收入约 9 亿美元，较 2016 年同比增长 450%。2017 年 IQOS 烟弹年出货量达 362 亿支，同比增长近 400%。根据公司官网显示，截至 2018 年 12 月 10 日，菲莫国际已在全球 41 个国家推广 IQOS 系列。

国内新型烟草制品市场存在较大发展空间：我国是全球最大的电子烟生产制造基地，但国内生产的电子烟大部分销往国外，因此国内电子烟规模仍较小。据欧睿统计，我国电子烟 2017 年市场规模达到 40 亿人民币，2012-2017 年复合增速约 36.28%。我们初步测算 2022 年国内电子烟市场规模将达到 451 亿元，2018-2022 年蒸汽式电子烟的年复合增速约为 46%，国内电子烟市场存在较大发展潜力，核心驱动力来自：1) 烟民减害需求上升推动新型烟草制品渗透率提升；2) 政策逐步完善推动行业有序发展；3) 寻求到控烟和烟草利税的“平衡点”；4) 随着技术的不断成熟，新型烟草制品价格优势将逐步显现。

国内新型烟草制品市场：静待政策完善：从全球角度来看，各市场对于新型烟草产品的监管政策存在较大差异，但整体思路是归类为普通消费品、烟草制品、药品三大体系监管。国内来看，我国加热不燃烧烟草制品仍处于禁售状态，仅在海外市场销售；蒸汽式电子烟尚处“三无”状态，缺乏国家和行业层面的标准规范。尽管新型烟草制品相关的政策尚不明朗，但国家对于新型烟草市场的重视程度逐渐提高，我们认为随着监管政策的逐步完善，行业有望进入有序发展阶段。我们从企业战略目标、业务布局、技术储备、产业链地位、竞争优势等方面综合考虑，重点推荐劲嘉股份、盈趣科技、东风股份。

3、行业最新动态

3.1、本周市场热点：轻工板块商誉占净资产比例较低，商誉风险整体可控

2018年11月16日，证监会发布《会计监管风险提示第8号——商誉减值》，旨在揭示商誉后续计量环节的有关会计监管风险，主要涉及商誉减值的会计处理及信息披露、商誉减值事项的审计和与商誉减值事项相关的评估三方面内容。

2019年1月4日，财政部下属会计准则委员会官网发布《关于咨询委员对会计准则咨询论坛部分议题文件的反馈意见》，企业会计准则咨询委员会咨询委员针对会计准则咨询论坛中的“商誉及其减值”议题文件征求了咨询委员的意见，部分意见汇总（全部反馈意见请参考会计准则委员会官网《企业会计准则动态第9期》）：

1) 大部分咨询委员同意随着企业合并利益的消耗将外购商誉的账面价值减记至零这一商誉的后续会计处理方法。

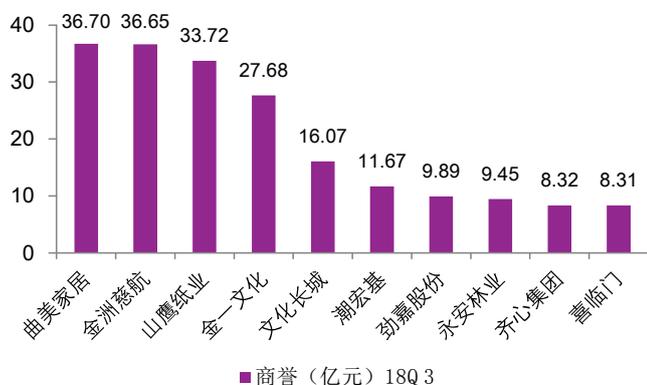
2) 大部分咨询委员认为，相较于商誉减值，商誉摊销能够更好地实现将商誉账面价值减记至零的目标。

我们梳理轻工板块A股上市公司的商誉情况：截至2018Q3，轻工板块商誉合计约为307.85亿元，占净资产比例约为7.47%（2016、2017年该比例分别为5.46%、5.56%），总体来看，轻工板块商誉规模占净资产比例较低，商誉风险整体可控。

从商誉规模来看：2018Q3末轻工板块商誉规模排名前十的标的分别为：曲美家居、金洲慈航、山鹰纸业、金一文化、文化长城、潮宏基、劲嘉股份、永安林业、齐心集团、喜临门，其中曲美家居、金洲慈航、山鹰纸业18Q3末商誉分别达到36.70亿元、36.65亿元、33.72亿元。

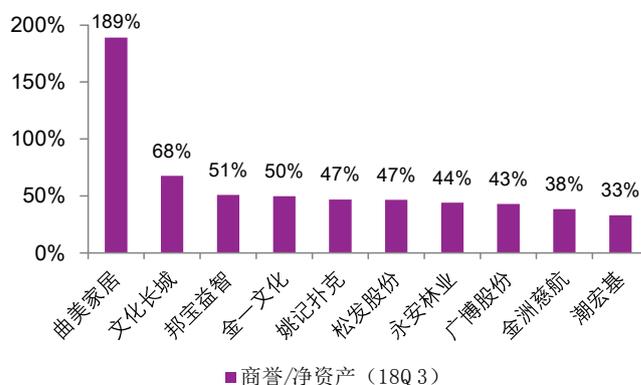
从商誉占净资产比例来看：2018Q3末轻工板块商誉占净资产比例排名前十的标的分别为：曲美家居、文化长城、邦宝益智、金一文化、姚记扑克、松发股份、永安林业、广博股份、金洲慈航、潮宏基，其中曲美家居、文化长城、邦宝益智18Q3末商誉占净资产比例分别达到189%、68%、51%。

图表 7：轻工板块 18Q3 末商誉前十标的



资料来源：Wind，光大证券研究所

图表 8：轻工板块 18Q3 末商誉/净资产比例前十



资料来源：Wind，光大证券研究所

3.2、家居：行业增速降档，新零售、工程等渠道拓展为行业提供发展新机遇

菏泽市出台限售取消政策，部分地区地产政策边际放松有望利好家居龙头企业

2018年12月14日，菏泽市住房和城乡建设局印发了《关于推进全市棚户区改造和促进房地产市场平稳健康发展的通知》，根据房地产市场分类调控、因城施策的要求，取消了新购和二手住房限制转让期限的有关规定。

随后于12月19日菏泽市住房和城乡建设局发布《菏泽市取消限制存量住房转让期限规定的情况说明》，《说明》中提出：自2017年11月菏泽市限制新购和二手住房转让期限有关规定出台后，影响了部分存量住房购买者（特别是棚改货币化补偿市民）进行正常的存量住房购买交易；同时受转让期限规定的影响，该市二手房交易价格增长较快。为防止商品住房价格出现大的波动，促进房地产市场平稳健康发展，经过认真调查和评估，菏泽市住房和城乡建设局决定取消已出台的限制新购和二手住房转让期限规定。

近期各地陆续出台针对当地市场的房地产政策，包括菏泽市取消新购和二手住房限制转让期限；辽宁对农民进城购房给予补贴；12月19日广州住建委发文明确2017年“3.30限购”之前拿地的商服类项目不再执行限购要求，之前拿地的项目仍可出售给个人等。因此我们认为部分地区房地产政策呈现出边际放松的态势；而家居行业作为地产产业链的下游行业，一定程度上将受益于部分地区地产政策边际放松带来的地产景气上行。我们建议关注家居行业龙头企业，以及工程渠道拓展力度较大的家居企业，相关标的：欧派家居、索菲亚、尚品宅配、顾家家居、曲美家居、志邦家居、好莱客等。

龙头企业渠道扩张加速，地产弱市场下先发优势明显

家居行业属地产后周期行业，2017年以来地产增速逐年放缓，严政策下地产红利减弱，但二次翻新装修市场等持续驱动家居行业增长，整体来看家居行业波动小于房地产行业，龙头企业在品牌、产品、渠道、成本、生产等多方面均具有明显优势。

目前我国家具行业集中度仍较低，截止2016年我国橱柜行业CR15不到10%，整体衣柜行业CR7也仅为15%左右，龙头企业存在较大的市场份额提升空间。为进一步扩大品牌市场份额和渗透率，龙头企业持续大规模拓展和下沉销售渠道，并进行品类扩张实行全屋定制战略，多品类广渠道的布局有助于覆盖更多消费群体，从而进一步提升市场份额。

全屋定制“大家居”时代，营销套餐进一步引流

长期来看，全屋定制模式将成为未来家具行业发展的必然趋势，龙头企业陆续推进全屋定制的战略，以满足消费者的一站式采购和个性化的需求。今年以来，行业各大品牌纷纷推出各类促销套餐，促销力度持续加大。

一系列促销引流套餐的推出，反映出定制行业的竞争趋于激烈，企业依靠低价套餐实现终端引流，以提升市场份额。我们认为定制家具行业已逐步进入价格战的阶段，行业盈利空间将有一定压缩，但对于龙头企业而言，依靠成本优势、生产效率提升等方面，仍能够维持较高的盈利能力。

图表 9：各品牌推出促销套餐进一步引流客户

公司品牌	套餐内容 (截止 2018 年 4 月)	其它
索菲亚	<ul style="list-style-type: none"> ◇ 799 元/㎡ 连门带柜经典衣柜全面升级, 9 个花色任意选择。 ◇ 799+100 元/㎡ 全屋七大空间定制, 11 个花色任意选择。 ◇ 1599 元/㎡ 康纯板全屋自由定, 无甲醛添加粘合剂。 	1 平方米起订, 对比同级别的全屋定制套餐有优势。
欧派家居	<ul style="list-style-type: none"> ◇ 36600 元/套精装房拎包入住套餐: 包括 19800 元/22 ㎡ 全屋定制+16800 元/套全屋家具 9 件套。 ◇ 19800 元/套全屋家具套餐, 包括沙发、茶几、餐厅桌椅、主卧次卧软床等家具。 ◇ 七大套餐满足各种定制需求。 ◇ 主推 19800 元/22 ㎡ 套餐, 全屋六大空间, 25 种花色可选。 ◇ 其它六大套餐: 19800 元/18 ㎡ 经典套餐、19800 元/16 ㎡ 无醛套餐、23800 元/20 ㎡ 品质王牌套餐、26800 元/20 ㎡ 简欧轻奢套餐、36800 元/20 ㎡ 欧式尊贵套餐、36800 元/18 ㎡ 时尚实木套餐, 这六大套餐含榻榻米定制。 	最低 16 ㎡ 限制; 19800 元/22 ㎡ 套餐不含榻榻米, 其它六个套餐均含榻榻米。
好莱客	<ul style="list-style-type: none"> ◇ 推出七大全屋套餐 16800 元/20 ㎡ 全民定制套餐, 19800 元/23 ㎡ 全民普及陶瓷、19800 元/18 ㎡ 经典套餐、19800 元/16 ㎡ 原态套餐、24800 元/20 ㎡ 原态尊享套餐、26800 元/20 ㎡ 轻奢贵族套餐和 36800 元/20 ㎡ 	全民推广套餐 16800 元/20 ㎡, 19800 元/23 ㎡ 相比原套餐平方米数均有增加 仅有 3 种花色可选
金牌橱柜	<ul style="list-style-type: none"> ◇ 19800 元/20 ㎡ 六大空间全屋定制 (包含榻榻米) 	可选 5 种板材
尚品宅配	<ul style="list-style-type: none"> ◇ 518 元/㎡ 全屋定制拎包入住套餐。套餐包含五大空间 (主卧、次卧、餐厅、厨房、儿童房) 的 21 件家具, 板材 56 种, 千套方案。 ◇ 46600 元两房两厅套餐和 56800 元三房两厅套餐的户型参考价格。 	次卧可升级为书房装修, 无板材、花色等信息。套餐内不包含酒柜。
皮阿诺	<ul style="list-style-type: none"> ◇ 19880 元/20 ㎡ 五大空间全屋定制 	可选 6 种花色。
志邦橱柜	<ul style="list-style-type: none"> ◇ 799 元/㎡ 八大空间全屋定制 ◇ 19800 元/全屋定制二选一套餐: <ul style="list-style-type: none"> ◇ 12 ㎡ 自由全屋+秋风木语橱柜 ◇ 18 ㎡ 六大空间全屋定制 (赠送床、抽屉)。 	有全屋和橱柜联合定制选择。套餐中, 移门+衣柜 4 种花色; 柜体限 5 色可选。

资料来源: Wind, 光大证券研究所

精装政策为家居行业提供新机遇，工装渠道成为企业新增长点

2017 年中国住建部和各地政府也纷纷出台相应的“全装修”精装政策，精装房渗透率有望进一步提升；同时房地产行业集中度提升，龙头地产商近年来纷纷推出全装修楼盘以提升品牌形象。

精装房占比的提升意味着国内大宗业务将成为重要的渠道之一，家居企业也纷纷开拓工程代理商渠道。虽然大宗业务毛利率普遍低于零售业务，但由于直接对接工程师，能够降低相关费用；总体来说工程渠道具有体量大供应链短效率高而账期长的特点。因此，整合资源资金拓展工程代理商渠道，寻找高价值客户，提高交付能力成为家装行业的一项战略选择。一般来说，房地产企业更倾向于选择质量、产能有保障，交付能力和抗风险能力强的企业，这将使精装市场进一步向行业优质企业集中，驱动其业绩增长。

图表 10：各省或部门关于推动全装修发展的政策

地区/部门	时间	政策名称	全装修目标
四川	2016-03	《关于推进建筑产业现代化发展的指导意见》	到 2020 年，全省新建住宅全装修比例达到 50%；到 2025 年，全省新建住宅全装修比例达到 70%。
江苏	2016-08	《关于进一步加强城市规划建设管理工作的实施意见》	到 2025 年，全省装配式建筑占新建建筑的比例超过 50%
浙江	2016-12	《关于加快推进住宅全装修工作的指导意见》	2016-10-01 起，各市县中心城区范围内，出让或划拨国有土地上的新建住宅，推行全装修，实现成品交房。
住房城乡建设部	2017-05	《建筑业发展“十三五”规划》	2020 年新开工全装修成品住宅面积达到 30%
海南	2017-05	《海南省商品住宅全装修管理办法》	2017 年 7 月 1 日后的商品住宅工程实行全装修
吉林	2017-08	《吉林省人民政府办公厅关于大力发展装配式建筑的实施意见》	试点示范期（2017~2018 年）内，全省装配式建筑面积不少于 200 万平方米。
河南	2017-08	《关于加快发展成品住宅的指导意见》	从 2018 年 1 月 1 日起，全省市、县新开工建设商品住宅，全部要按照成品住宅设计建设
天津	2017-10	《市建委关于加强装配式建筑建设管理的通知》	2018 年 1 月 1 日期，实施装配式建筑的保障性住房和商品住房全装修比例达到 100%
长沙	2018-03	《长沙市人民政府办公厅转发长沙市住房和城乡建设委员会〈关于加快推进全装修住宅建设的意见〉的通知》	芙蓉区、天心区、岳麓区、开福区、雨花区行政区域内新供地的商品住宅项目，采用全装修建设交付的比例不低于 70%。

资料来源：住房城乡建设部，各省市网站，光大证券研究所

3.3、造纸：本周纸价总体保持稳定，国废价格有所上涨

文化纸方面：铜版纸本周市场均价 5733 元/吨，双胶纸市场均价 6183 元/吨，均与上周持平；我们判断前期文化纸价格持续回落主要受需求端相对疲弱与原材料木浆价格回落影响。短期来看，木浆价格的高位与国废价格高位的传导效应将对文化纸价格形成一定支撑，但外盘木浆价格已略有回落，且从全球木浆供需层面及木浆全球库存水平来看，我们预计进口木浆价格将呈现震荡下行的态势，从而对文化纸价格带来一定回落压力。

包装纸方面：本周白卡纸市场均价 4943 元/吨，白板纸市场价 4300 元/吨，均与上周持平，白卡纸、白板纸价格总体也呈现回落态势，我们认为同样受原材料端价格回落与需求端相对疲弱影响。

箱板瓦楞纸方面：本周箱板纸市场均价 4543 元/吨，与上周持平；瓦楞纸市场均价 3820 元/吨，较上周上涨 12 元/。近期箱板/瓦楞纸价格呈现小幅回升态势，我们认为主要受益于：1) 年底节日较多带动包装纸需求端回升；2) 纸厂停机带来短期供给下降；3) 国废价格出现小幅回升等方面。目前箱板瓦楞纸处于行业传统旺季，我们认为在国废价格高位传导效应的背景下，箱板/瓦楞纸价格有望呈小幅回升态势，但涨价空间相对有限。

原材料价格方面：本周国废出厂均价 2341 元/吨，较上周上涨 94 元/吨，18 年 12 月下旬至今国废价格呈小幅回升态势，我们认为主要受年底备货需求提升等方面影响。

龙头纸企陆续发布停机函，供给端减量短期内有望对纸价形成一定支撑

近期纸企陆续发布 1-2 月份停机函，具体来看：

1) 东莞玖龙: 此次春节停机计划共涉及 12 台纸机, 停机时间 1-23 天不等, 涉及纸种主要为牛卡纸、瓦楞纸、灰底白板纸等。

2) 东莞理文: PM1/2/4 将于 1 月 22 日至 2 月 12 日停机, 涉及纸种为箱板瓦楞纸; PM3 将于 1 月 15 日至 1 月 21 日停机, 涉及纸种为牛卡纸。

3) 广东理文: PM7 将于 1 月 1 日至 1 月 28 日停机; PM12 将于 1 月 24 日至 2 月 13 日停机; PM17 将于 1 月 17 日至 2 月 21 日停机。

2018 年二季度以来纸业市场呈现“淡季不淡、旺季不旺”的特点, 随着原材料价格的回落、新增产能的投产以及需求端相对疲弱等影响的显现, 各纸种价格存在一定回落压力。因此我们认为纸业龙头陆续发布停机函, 短期来看将在一定程度上缓解供给压力, 有望对纸价形成一定支撑。

图表 11: 近期纸企停机函统计

企业	纸机/涉及纸种	停机时间段	涉及纸种
东莞玖龙	PM1	2.1-2.8	牛卡纸
	PM2	2.1-2.9	牛卡纸
	PM3	2.1-2.15	白面牛卡、涂布牛卡
	PM6/7	2.1-2.15	瓦楞纸
	PM9/10	2.1-2.15	瓦楞纸
	PM4	1.24-2.15	灰底白板纸
	PM11	2.1-2.1	灰底白板纸
	PM18	2.1-2.15	瓦楞纸
	PM19	2.2-2.15	牛卡纸
	PM32	1.18-1.27	灰底白板纸
东莞理文	PM1/2/4	1.22-2.12	箱板瓦楞纸
	PM3	1.15-1.21	牛卡纸
广东理文	PM7	1.1-1.28	牛卡纸
	PM12	1.24-2.13	牛卡纸
	PM17	1.17-2.21	灰底白板纸
浙江山鹰	PM13	12.6-12.20	白面牛卡、轻涂白面牛卡

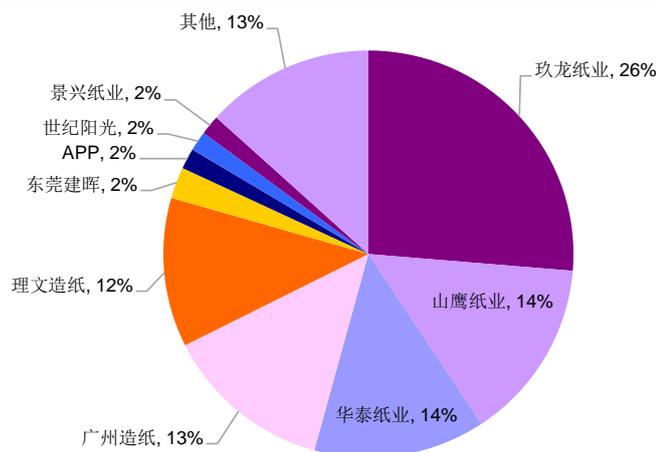
资料来源: 纸业联讯, 中纸联, 光大证券研究所

2019 年第 2 批限制进口废纸审批名单公布

2018 年 12 月 29 日, 环保部固废管理中心发布 2019 年第 2 批限制进口废纸审批名单, 本次公布名单共有 9 家企业合计获批废纸进口量 43.15 万吨; 具体来看, 其中联盛纸业(龙海) 获批 15.41 万吨, 占此次配额总量比例约为 35.72%; 福建联盛纸业获批 13.21 万吨, 占比约为 30.60%; 玖龙纸业获批 6.18 万吨, 占比约为 14.33%。

截至目前, 2019 年环保部固废管理中心共核准 2 批进口废纸审批名单, 获批量共计 546.67 万吨, 其中获批额度最高的企业分别为玖龙纸业、山鹰纸业、华泰纸业、广州造纸、理文造纸, 5 家企业配额合计占比为 79.45%, 进口废纸配额有进一步向龙头企业集中的趋势。

图表 12: 2019 年前 2 批各企业外废获批额度占比



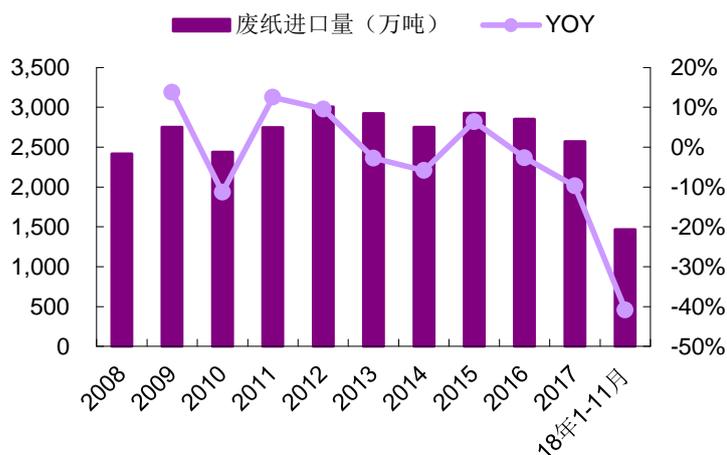
资料来源: 环保部固废管理中心, 光大证券研究所

中长期来看外废严格管控将是长期趋势

17 年以来, 我国陆续推出废纸进口的管控政策, 包括禁止进口未经分拣的废纸、进口废纸企业规模要求 5 万吨/年以上、进口废纸含杂率上限标准降为 0.5%、对美废 100% 开箱检验等, 从企业资质、外废标准与质量审查等各方面管控废纸进口, 全面体现外废进口严格管控将是长期趋势。

18 年外废进口量大幅下滑仍将是大概率事件: 17 年我国进口废纸总量 2571.7 万吨, 同比下降 10%。根据最新废纸进口数据, 18 年 1-11 月废纸累计进口量同比下滑 40.8%。在供给侧改革的驱动下, 环保政策趋严、外废配额严格限制、检查形势趋严等多重因素的叠加下, 我们预计 18 年进口废纸量大幅减少将是大概率事件, 而 19 年外废进口量相比 18 年将呈现小幅收缩态势, 与国家“0 固废进口”的指引保持一致。总体而言, 我们认为目前来看, 废纸供需偏紧是支撑废纸价格维持相对高位的重要因素。

图表 13: 2018 年 1-11 月我国废纸进口量同比下滑 40.8%



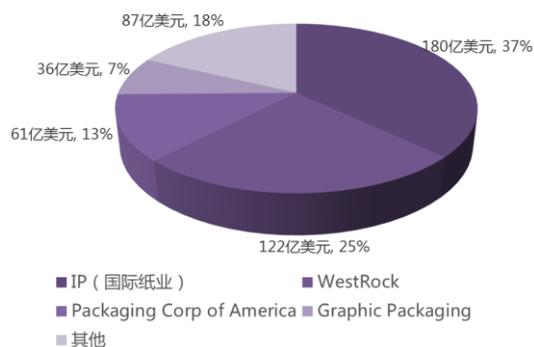
资料来源: 海关总署, Wind, 光大证券研究所

3.4、包装：集中度提升是大势所趋，短期成本下行有望推动行业盈利回升

龙头企业市占率仍较低，行业集中度提升是大势所趋

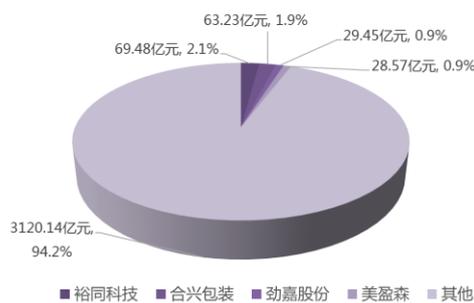
我国包装行业集中度较低，2017 年纸包装行业上市公司前三市占率为 4.78%，金属包装行业上市公司前三市占率为 15.77%，塑料包装行业上市公司前三市占率为 1.87%。就纸包装行业而言，我国 2017 年纸包装行业主营业务收入总规模 3310.87 亿元，CR4 仅为 5.8%，行业集中度提升仍有较大空间。

图表 14：2017 年北美纸包装市场 CR4 达 82%



资料来源：Bloomberg，光大证券研究所

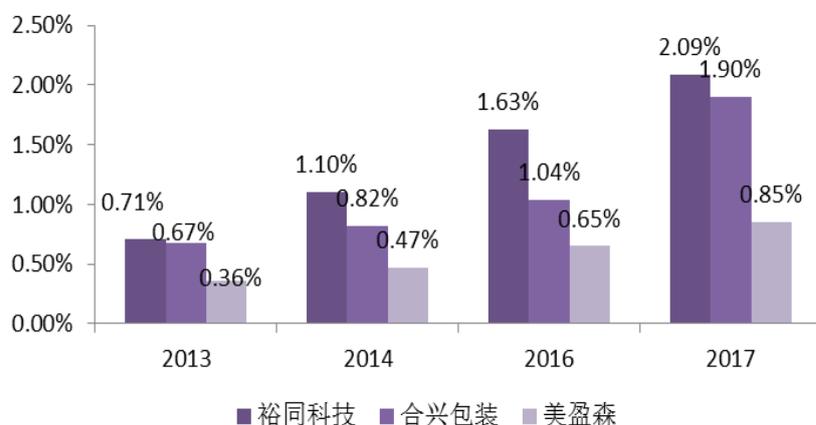
图表 15：2017 年我国纸包装市场 CR4 仅为 5.8%



资料来源：Wind，中国包装联合会，光大证券研究所

从国内纸包装龙头市占率提升的情况来看，2013 年至 2017 年三家纸包装龙头的市场占有率稳步提升，裕同科技、合兴包装和美盈森的市占率从 2013 年的 0.71%、0.67%和 0.36%分别上升到 2017 年的 2.09%、1.90%和 0.85%；但总体来看，虽龙头企业市占率持续提升，但其市场份额仍处较低水平，行业集中度较低。

图表 16：国内纸包装市场龙头市占率提升趋势



资料来源：Wind，中国包装联合会，光大证券研究所

市占率提升逻辑：外延并购扩充品类，新拓客户增加份额

我国纸包装行业已经呈现出整合趋势，纸包装龙头企业主要通过以下三种模式提升市场份额：一类通过并购外延等方式进军新型包装业务和国际市场；一类则是在现有的需求领域内开拓新客户，从而增加份额。第三类则是提供供应链新模式，加速上下游整合，提升行业集中度。

举例来说，合兴包装全面收购合众创亚（亚洲），拓展东南亚市场；加速推进包装产业链云平台（PSCP）和智能包装集成服务（IPS），开拓供应链新模式，并逐步推动从产品供应商到整体包装服务商的转变。裕同科技深耕消费电子包装领域，加速拓展烟酒、大健康、化妆品等领域客户。劲嘉股份深耕烟标领域，制定“烟标+大包装+大健康”发展战略，积极探索大健康等领域。美盈森以行业领先的一体化服务不断提高产品附加值，同时凭借物联网技术构筑核心竞争壁垒，打造东莞智慧工厂。总结而言，龙头企业或通过并购兼并中小产能，或迅速拓展客户挖掘新需求，或提供供应链新模式加速产业链整合，构筑自身竞争壁垒，强化竞争优势，市场占有率有望稳步提升，将在行业整合的过程中充分受益。

图表 17：纸包装龙头纷纷转型寻找市占率提升路径

公司	发展战略演变
裕同科技	21 世纪初，公司从传统纸箱厂转型开始深耕消费电子包装领域，逐步占据绝对优势地位。2008 年金融危机促使公司再度转型成为高端品牌包装整体解决方案提供商。如今，公司 3C 大客户营收占比下降，迅速开拓烟酒、大健康、化妆品、食品等领域客户。
合兴包装	2016 年，公司提出打造百亿制造、千亿服务的包装产业资源整合及共享平台的战略目标，智能包装集成服务（IPS）与供应链云平台（PSCP）双轮驱动推动公司业绩增长。同时，公司通过海外并购逐步拓展东南亚市场，优化产能布局，纸包装龙头地位进一步巩固。
劲嘉股份	公司与国内 80% 的省中烟公司长期保持战略合作关系，烟标收入占比近八成，为公司主要的收入和利润来源。近年，公司制定“烟标+大包装+大健康”发展战略，酒包、3C 等彩盒包装业务放量，产品结构不断优化；在大健康领域积极探索，定增引入战略投资者，蓄势待发。
美盈森	凭借行业领先的包装一体化服务和全国化的网点布局，公司重点不断由制造向服务倾斜，持续提高产品附加值。同时，公司凭借物联网构筑核心竞争壁垒，截止 2017 年底公司东莞智慧工厂项目累计投资达 1.3 亿元。

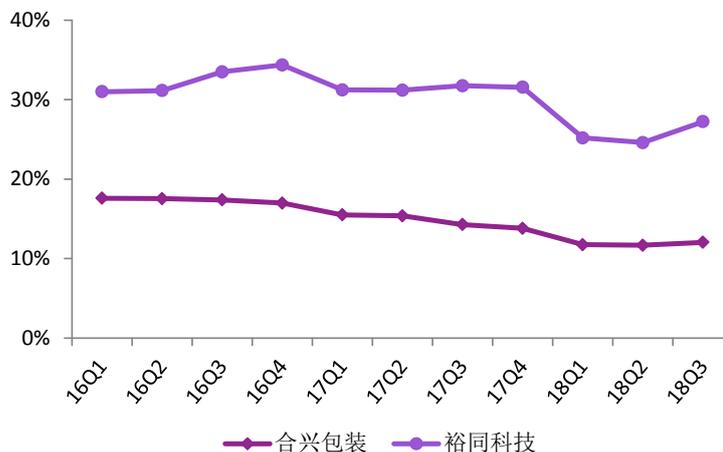
资料来源：Wind，公司公告，光大证券研究所整理

原材料成本逐步下行，包装行业盈利或迎拐点

以纸包装为例，包装企业原材料成本占比较高，且原材料主要为箱板/瓦楞纸、白板纸、铜版纸、白卡纸等，因而纸张价格的变动对包装企业盈利的存在较大影响。我们以主要的纸包装上市企业（合兴包装、裕同科技）作为样本，分析成本上涨对企业毛利率的影响。从毛利率季度变化可以看出：1) 16 年下半年至 18 年上半年：期间大宗纸价格持续上涨至高位，纸包装企业成本端压力持续上升，毛利率水平呈现下降态势；2) 18 年下半年至今：大宗纸价格自高位逐步回落，随之纸包装企业成本压力逐步减轻，毛利率出现回升态势。

对于 19 年，我们判断 19 年纸业景气度将弱于 17、18 年，在需求增速下行、新增产能扩张加快、原材料价格上涨支撑力度减弱等多方面的影响下，成品纸价格中枢也将低于 18 年；因此，对于纸包装企业而言，成本端压力有望逐步减轻，企业盈利或迎拐点。

图表 18：主要纸包装企业毛利率对比（单季）



资料来源：Wind，光大证券研究所

4、行业数据跟踪

4.1、造纸板块：本周国庆、内盘浆价有所上涨

价格数据：

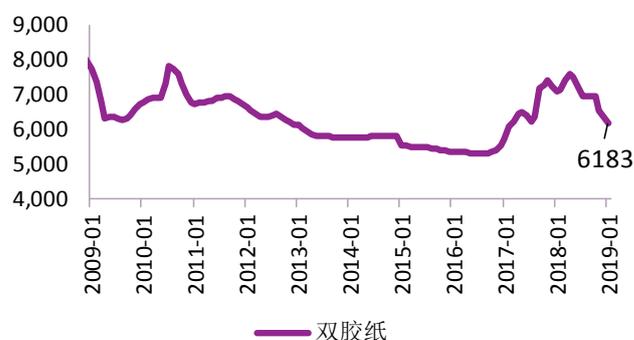
纸价方面，根据卓创资讯，截至 1 月 11 日，铜版纸本周市场均价 5733 元/吨，较上周持平；双胶纸市场均价 6183 元/吨，较上周持平；白卡纸均价 4943 元/吨，较上周持平；白板纸市场价 4300 元/吨，较上周持平；箱板纸均价 4543 元/吨，较上周持平；瓦楞纸均价 3820 元/吨，较上周上涨 12 元/吨。

图表 19：铜版纸平均市场价（元/吨）



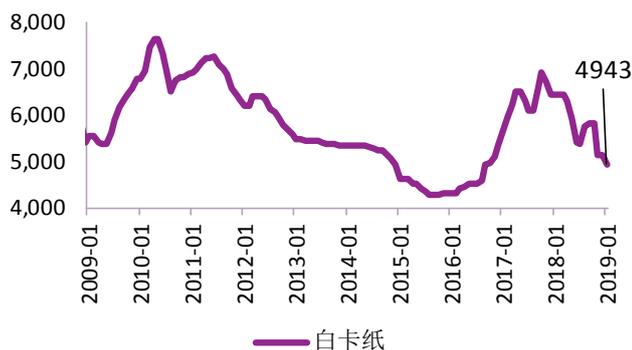
资料来源：卓创资讯，光大证券研究所

图表 20：双胶纸平均市场价（元/吨）



资料来源：卓创资讯，光大证券研究所

图表 21: 白卡纸平均市场价 (元/吨)



资料来源: 卓创资讯, 光大证券研究所

图表 22: 白板纸平均市场价 (元/吨)



资料来源: 卓创资讯, 光大证券研究所

图表 23: 箱板纸平均市场价 (元/吨)



资料来源: 卓创资讯, 光大证券研究所

图表 24: 瓦楞纸平均市场价 (元/吨)



资料来源: 卓创资讯, 光大证券研究所

原材料方面:

国际针叶浆外商均价 746 美元/吨, 较上周下降 66 美元/吨, 国际阔叶浆外商均价 734 美元/吨, 较上周下降 17 美元/吨。国内针叶浆本周市场价格 5586 元/吨, 较上周上涨 120 元/吨, 阔叶浆本周价格 5367 元/吨, 较上周上涨 183 元/吨。废纸方面, 美废 11# 本周均价 198 美元/吨, 较上周持平。国废出厂均价 2341 元/吨, 较上周上涨 94 元/吨。

图表 25: 国际针叶浆价格 (美元/吨)



资料来源: 卓创资讯, 光大证券研究所

图表 26: 国际阔叶浆价格 (美元/吨)



资料来源: 卓创资讯, 光大证券研究所

图表 27: 国内针叶浆价格 (元/吨)



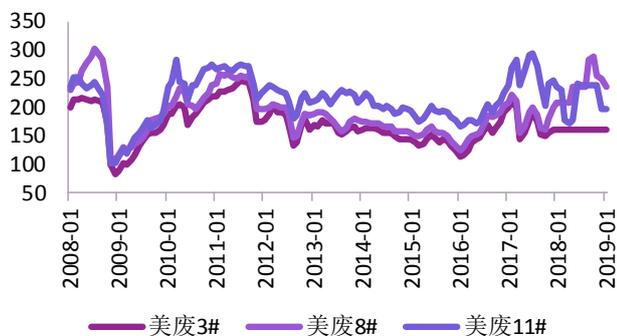
资料来源: wind, 光大证券研究所

图表 28: 国内阔叶浆价格 (元/吨)



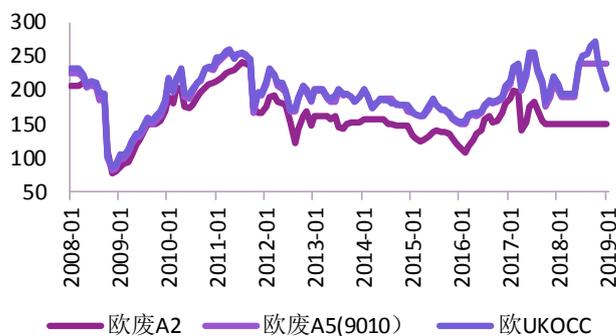
资料来源: wind, 光大证券研究所

图表 29: 美废外商平均价格 (美元/吨)



资料来源: 卓创资讯, 光大证券研究所

图表 30: 欧废外商平均价格 (美元/吨)



资料来源: 卓创资讯, 光大证券研究所

图表 31: 国废出厂价 (元/吨)



资料来源: 卓创资讯, 光大证券研究所

根据 Wind 资讯数据显示, 溶解浆内盘价格指数 7360 元/吨, 较上周下降 120 元/吨; 粘胶短纤市场价 13200 元/吨, 较上周下降 400 元/吨; 钛白粉现货价格为 16100 元/吨, 较上周持平; 棉花 328 价格指数 15378 元/吨, 较上周上涨 26 元/吨。

图表 32: 溶解浆内盘价格指数 (元/吨)



资料来源: Wind, 光大证券研究所

图表 33: 粘胶短纤市场价 (元/吨)



资料来源: Wind, 光大证券研究所

图表 34: 国内钛白粉平均价格 (元/吨)



资料来源: Wind, 光大证券研究所

图表 35: 中国棉花价格指数-328 (元/吨)



资料来源: Wind, 光大证券研究所

库存数据:

纸张库存方面, 12月白卡纸企业库存天数较上月有所下降, 库存23天, 白板纸企业库存天数较11月下降, 库存16天。12月份瓦楞纸的库存天数较上月有所下降, 瓦楞纸企业库存12天。12月份箱板纸企业库存12天。

原材料库存方面, 11月全球生产商木浆库存40天, 较上月上涨3天; 12月国内纸厂废纸天数有所下降, 为5.2天, 较上月下降5%。

图表 36: 白卡纸企业库存 (天)



资料来源: 卓创资讯, 光大证券研究所

图表 37: 白板纸企业库存 (天)



资料来源: 卓创资讯, 光大证券研究所

图表 38: 箱板纸企业库存 (天)



资料来源: 卓创资讯, 光大证券研究所

图表 39: 瓦楞纸企业库存 (天)



资料来源: 卓创资讯, 光大证券研究所

图表 40: 国内纸厂废纸库存 (天)



资料来源: 卓创资讯, 光大证券研究所

图表 41: 全球生产商木浆库存 (天)

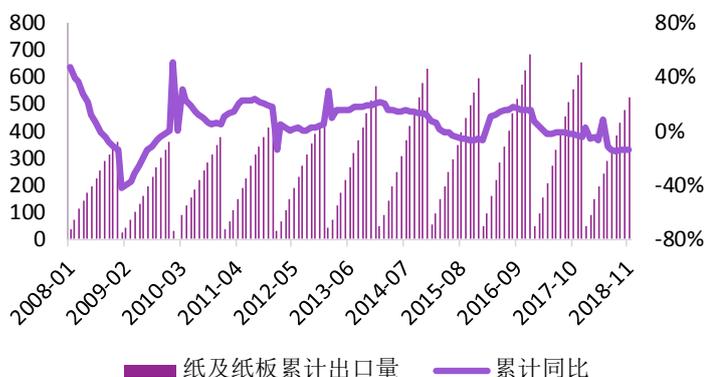


资料来源: Wind, 光大证券研究所

进出口数据:

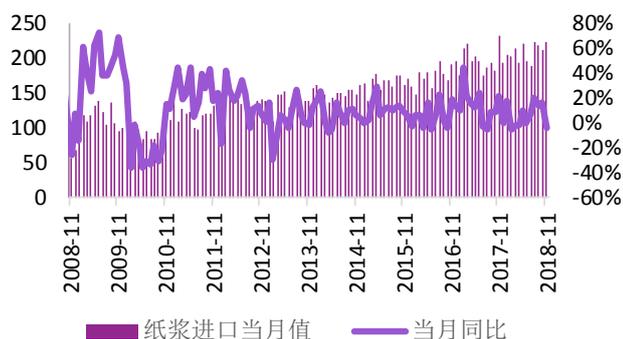
11 月纸及纸板累计出口量为 523 万吨, 同比下降 13.30%; 11 月纸浆进口 224 万吨, 同比下降 3.86%; 11 月废纸进口 183 万吨, 同比上涨 40.77%; 瓦楞纸 11 月出口量为 1874 吨, 同比下降 33.84%; 箱板纸 11 月出口量为 2343 吨, 同比下降 37.27%。

图表 42: 纸及纸板累计出口量 (万吨)



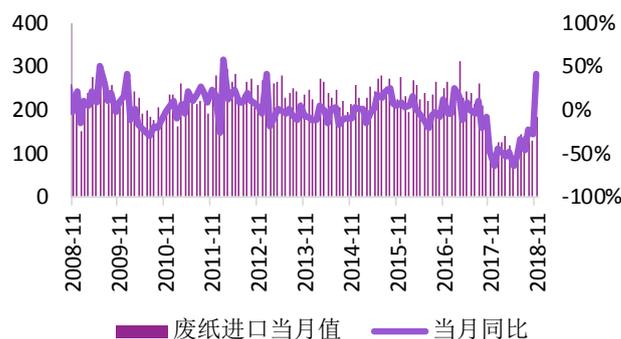
资料来源: Wind, 光大证券研究所

图表 43: 纸浆当月进口值 (万吨)



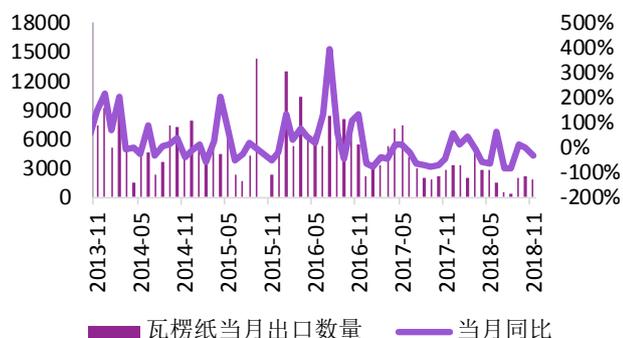
资料来源: Wind, 光大证券研究所

图表 44: 废纸当月进口值 (万吨)



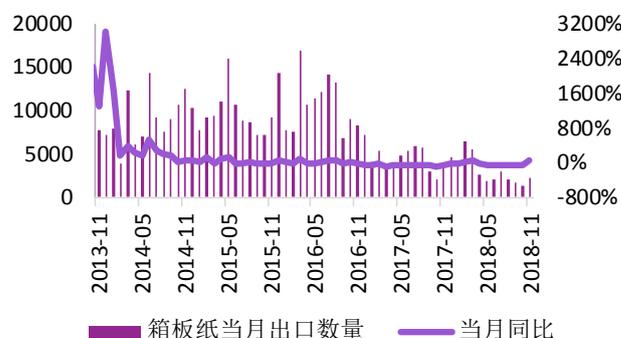
资料来源: Wind, 光大证券研究所

图表 45: 瓦楞纸当月出口数量 (吨)



资料来源: Wind, 光大证券研究所

图表 46: 箱板纸当月出口数量 (吨)

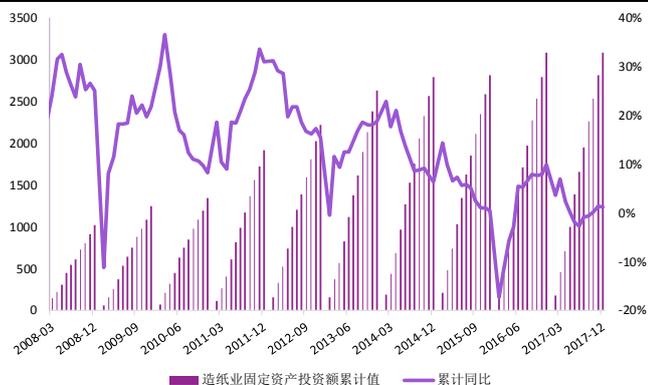


资料来源: Wind, 光大证券研究所

总量数据:

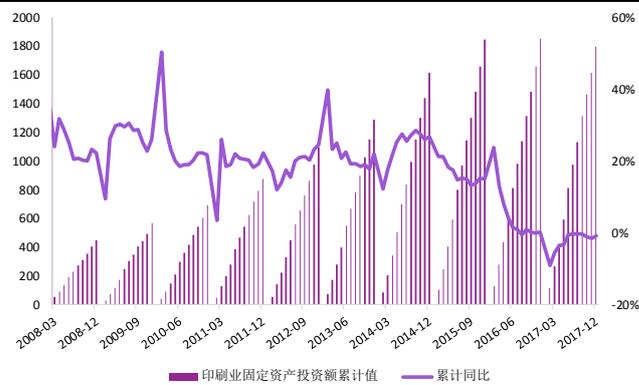
2017 年 12 月造纸业固定资产投资额累计 3091 亿元, 同比增长 1%;
印刷业固定资产投资额累计 1797 亿元, 同比下跌 1%。

图表 47: 造纸业固定资产投资额累计值 (亿元)



资料来源: Wind, 光大证券研究所

图表 48: 印刷业固定资产投资额累计值 (亿元)



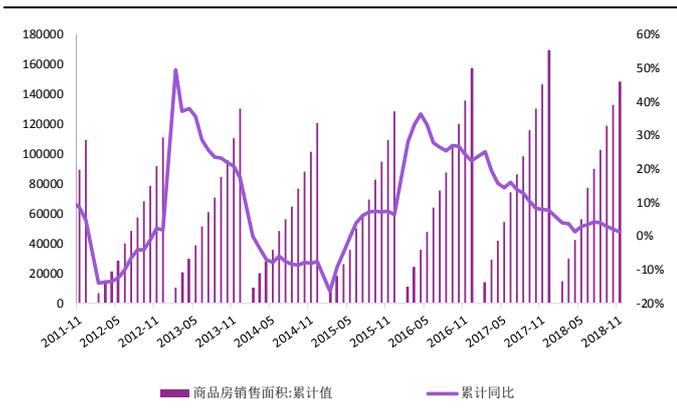
资料来源: Wind, 光大证券研究所

4.2、家具板块：11月家具零售额累计同比上涨9.8%

房地产数据：

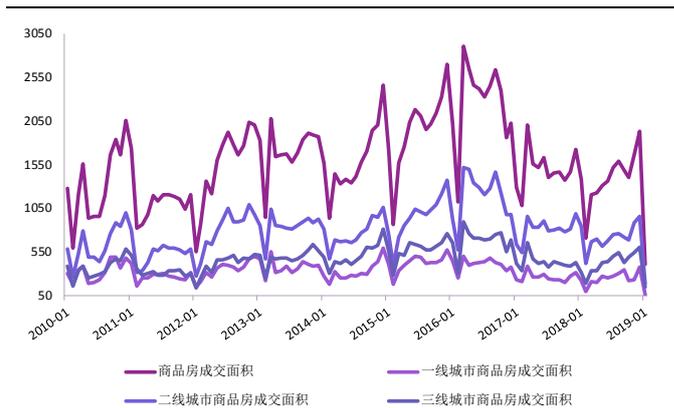
2018年11月商品房销售面积148604万平方米，累计同比增长1.4%；截至2019年1月10日，1月全国30大中城市商品房成交面积为406.51万平方米，其中以二线城市居多，成交面积达191.31万平方米，一线城市67.80万平方米，三线城市147.41万平方米。

图表 49：商品房销售面积累计值（万平方米）



资料来源：Wind，光大证券研究所

图表 50：30大中城市商品房成交面积（万平方米）

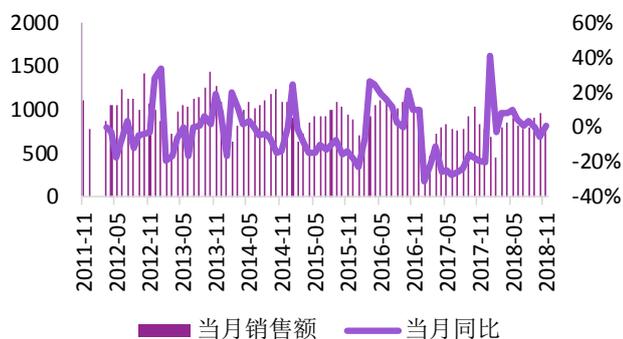


资料来源：Wind，光大证券研究所

行业数据：

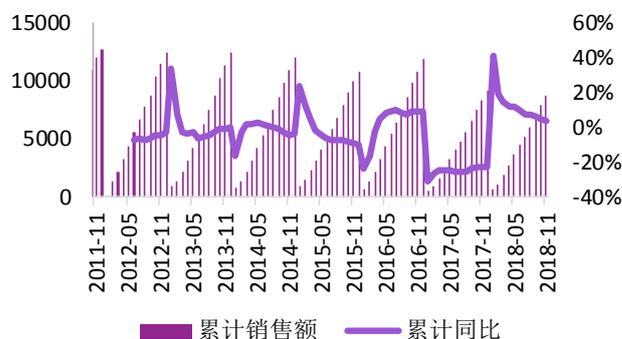
建材家居卖场2019年11月销售额达到842.6亿元，同比上涨1.04%；2018年累计销售额达到8742.3亿元，同比增长4.14%；11月家具当月零售额为221亿元，同比增长8.00%，累计销售额2042亿元，累计同比增长9.80%。

图表 51：建材家居卖场当月销售额（亿元）



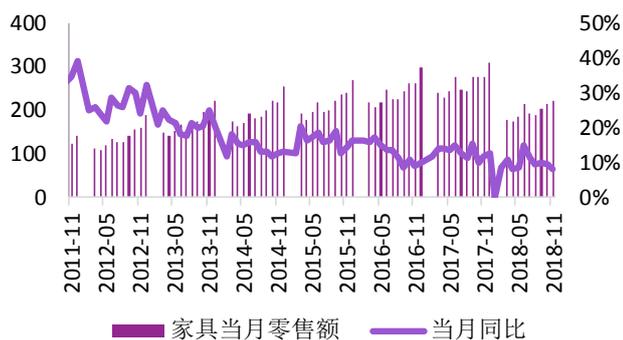
资料来源：Wind，光大证券研究所

图表 52：建材家居卖场累计销售额（亿元）



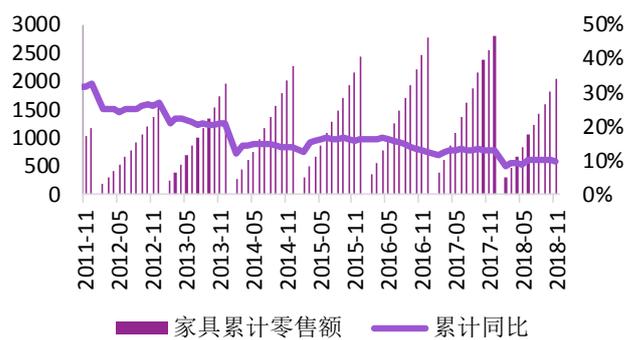
资料来源：Wind，光大证券研究所

图表 53: 家具类当月零售额 (亿元)



资料来源: Wind, 光大证券研究所

图表 54: 家具类累计零售额 (亿元)

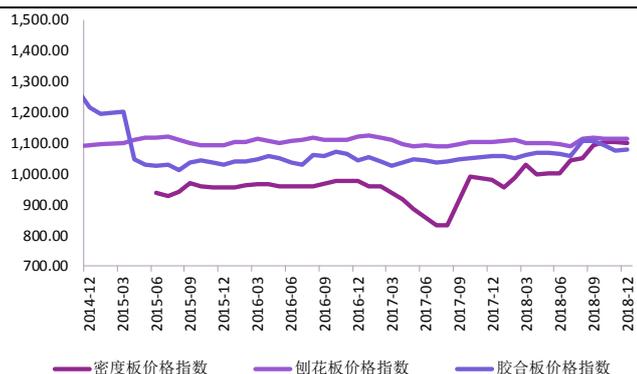


资料来源: Wind, 光大证券研究所

原材料数据:

根据 Wind 资讯数据, 密度板 12 月的价格指数为 1,100.97, 月跌幅 0.27%; 刨花板 12 月价格指数为 1112.56, 月跌幅 0.23%; 胶合板 12 月的价格指数为 1,079.51, 月跌幅 0.26%。国内 TDI2019 年 1 月的价格为 13600 元/吨, 月跌幅 15.0%; MDI 12 月的价格为 21200 元/吨, 月跌幅 1.40%。

图表 55: 原材料板材价格指数 (2010 年 6 月=1000)



资料来源: Wind, 光大证券研究所

图表 56: 国内 TDI、纯 MDI 当月价格 (元/吨)



资料来源: Wind, 光大证券研究所

4.3、包装板块: 卷烟产量 11 月累计同比增 1.6%

包装: 据 Wind 数据, 镀锡薄板含税价为 6435 元/吨, 较上周下降 5 元/吨。

图表 57: 镀锡薄板含税价格 (元/吨)



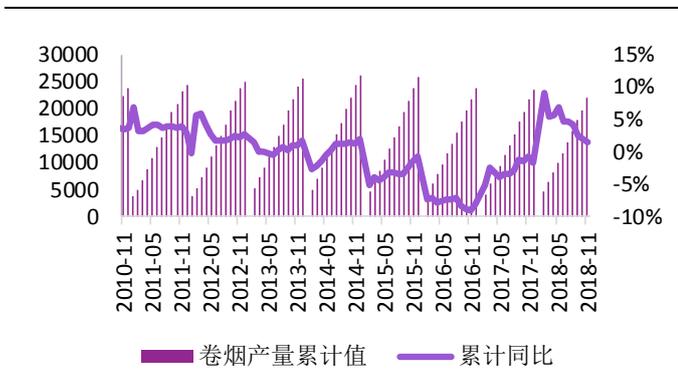
资料来源: Wind, 光大证券研究所

卷烟数据:

产销量方面,11月卷烟产量累计值为22016亿支,累计同比增长1.60%;9月卷烟销量累计值为3,763.07万箱。

库存方面,9月卷烟商业库存量为234.60万箱;9月卷烟工业库存量为180.85万箱。

图表 58: 卷烟产量累计值 (亿支) 及累计同比%



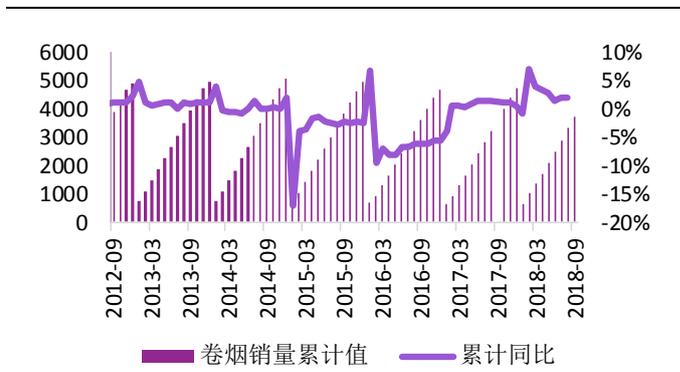
资料来源: Wind, 光大证券研究所

图表 60: 卷烟商业库存量 (万箱)



资料来源: Wind, 光大证券研究所

图表 59: 卷烟销量累计值 (万箱)



资料来源: Wind, 光大证券研究所

图表 61: 卷烟工业库存量 (万箱)



资料来源: Wind, 光大证券研究所

5、轻工行业及公司公告、要闻

5.1、轻工行业市场新闻

图表 62: 轻工行业市场新闻

行业	新闻
造纸	<p>白板纸、白卡纸、铜版纸、纱管纸最高上涨 200 元/吨。2019 年 1 月 5 日-7 日,原纸涨价地区蔓延,涨价纸种逐渐增多,白板纸、铜版纸、白卡纸、灰板纸、涂布纸、纱管纸等纸种纷纷涨价,涨幅最高达 200 元/吨。</p> <p>保定益康纸业生活用纸二号机顺利出纸。益康纸业位于我国最大的生活用纸生产基地保定市大册营镇,主要生产“露露”、“益安达”等系列生活用纸产品。新投产的二号机由保定维拓机械提供,幅宽 3.5 米,车速 800 米/分,主要生产高档卫生纸,年产量约 1.2 万吨。目前,益康纸业共有两台纸机,其中一号机由广东宝拓提</p>

	供，于 2017 年投产，纸机幅宽 2860mm，设计车速 800m/min。两台纸机位于同一车间内。
	河北玖龙年产 50 万吨包装纸项目即将投产。该项目总投资 20.5 亿元，占地 285 亩，建筑面积 40.2 万平方米，主要建设造纸、制浆等生产车间，污水处理厂、环保电厂等环保设施，办公楼、食堂、宿舍楼等附属设施，新上高档包装纸生产线 1 条。项目计划 2019 年 4 月建成投产。项目建成后，可年产高档包装纸 50 万吨，实现销售收入 16.4 亿元，利税 1.88 亿元，安排就业 350 人。
家具	2019 年 1 月 6 日，居然之家举办 2019 年新春招待会，居然之家董事长出席了活动。居然之家在会上透露，2018 年在全国逆势开了 100 家店，全国门店数突破 300 家，2018 年全年销售突破 750 亿。
	宜家推出廉价版智能百叶窗。截止至 1 月 8 日，宜家宣称将推出两款智能百叶窗：一套常规灰色百叶窗 Kadrijl，最小尺寸起价为 99 欧元，而另一款 Fyrtur 起价为 119 欧元。当前市场上大多数智能百叶窗系统定价往往在 300 美元到 500 美元之间，这个价格非常有吸引力。
	优梵艺术完成近亿元 A 轮融资。1 月 9 日，时尚家具品牌优梵艺术(UVANART)宣布完成来自天图投资、广发信德、瀚泽资本的近亿元 A 轮融资。本轮融资主要用于重点开发 IT 新零售系统、拓展新渠道、建设仓储物流和投入品牌建设。
	四川苏宁牵手居然之家。1 月 9 日，四川苏宁与四川居然之家签署战略合作协议，苏宁易购将在居然之家门店内开设家电卖场，打造家居家电卖场一站式购齐的新场景门店，各自借助对方资源优势，打破行业壁垒，相互引流、相互赋能。

资料来源：家具微新闻，中纸在线，中国纸网，光大证券研究所

5.2、本周公司动态

◆ 公司公告和信息

图表 63：本周公司公告和信息

公司名称	公告信息
顾家家居	关于控股股东顾家集团有限公司转让公司公开发行可转换公司债券的公告。公司于 2018 年 9 月 12 日公开发行可转换公司债券 10,973,100 张，发行总金额 109,731.00 万元。其中公司控股股东顾家集团有限公司共计认购顾家转债 5,200,000 张，认购金额 52,000.00 万元，认购比例 47.39%。2019 年 1 月 7 日，公司接到顾家集团通知，顾家集团于 2018 年 12 月 24 日至 2019 年 1 月 7 日期间通过上海证券交易所交易系统累计转让顾家转债 1,097,310 张，占发行总量的 10.00%。
晨鸣纸业	关于控股子公司海鸣矿业获得采矿许可证的公告。公司控股子公司海城海鸣矿业有限责任公司于近日收到辽宁省自然资源厅颁发的《中华人民共和国采矿许可证》，本次海鸣矿业获得采矿许可证有利于其获得稳定的矿石原材料供应，降低产品生产升本。
安妮股份	关于 2017 年度股权激励部分限制性股票及期权回购注销完成的公告。本次回购注销限制性股票为 1,188,000 股，占本次回购前公司总股本的 0.1904%，本次回购注销完成后，已授予未解锁的限制性股票数量调整为

	2,172,000 股, 公司总股本由 623,964,810 股变更为 622,776,810 股。
梦百合	关于控股股东减持公司可转换公司债券的提示性公告。2019 年 1 月 8 日, 公司接到倪张根先生通知, 其于 2019 年 1 月 2 日通过上海证券交易所交易系统出售其所持有的百合转债 200,000 张, 占发行总量的 3.92%; 于 2019 年 1 月 3 日通过上海证券交易所交易系统出售其所持有的百合转债 280,000 张, 占发行总量的 5.49%; 于 2019 年 1 月 8 日通过上海证券交易所交易系统出售其所持有的百合转债 30,000 张, 占发行总量的 0.59%。累计减持 51 万张, 占发行总量的 10%。
粤桂股份	关于设立投资公司的公告。为加快粤桂股份产业布局, 通过开展产业链上下游延伸、存量资产整合及创新业务布局, 公司拟在本部下设投资公司, 推动公司战略转型。公司拟以自有资金投资 10,000 万元在广东省广州市设立投资公司。
实丰文化	关于对外投资的公告。公司与徐林英、杨三飞、泉州众信超纤科技股份有限公司签订《现金购买资产协议》, 公司拟以现金的方式分别购买众信科技各 5% 的股权, 收购完成后, 公司将持有众信科技 10% 的股权。 关于现金收购泉州众信超纤科技股份有限公司 10% 股权交易完成的公告。2019 年 1 月 8 日, 公司审议通过了《关于对外投资的议案》, 同意公司向徐林英、杨三飞以支付现金 2,998.8 万元的方式分别购买泉州众信超纤科技股份有限公司各 5% 的股权, 合计 428.4 万股。本次交易完成后, 公司合计持有众信科技 10% 的股权。
新宏泽	关于重大资产购买实施情况的公告。公司与江阴颖鸿投资企业、江阴源和投资企业、江阴源顺投资企业、六颖康、刘汉秋、周莉合计 6 名交易对方签订《支付现金购买资产协议》, 收购其合计持有的联通纪元 55.45% 股份。本次交易完成后, 新宏泽将持有标的公司 55.45% 股份, 联通纪元成为新宏泽的子公司。
银鸽投资	关于投资入股有限合伙企业暨关联交易的进展公告。公司于 2018 年 12 月 05 日召开的董事会审议通过, 公司拟认购中商联合财富投资基金(北京)有限公司发起设立的深圳中商六号投资合伙企业, 公司作为有限合伙人以自有资金认缴出资人民币 1,000 万元。2019 年 1 月 8 日, 公司接到中商基金通知, 合伙企业已办理完成工商变更登记手续, 并取得深圳市市场监督管理局核发的营业执照。
齐心集团	关于回购股份的债权人通知公告。公司于 2018 年 12 月 23 日召开了第六届董事会第三十次会议, 审议通过了《关于调整回购部分社会公众股份事项的议案》。本次回购股份相关事项已经公司于 2019 年 1 月 9 日召开的 2019 年第一次临时股东大会以特别决议方式审议通过。
顺灏股份	关于对外投资设立全资子公司并完成工商注册登记的公告。公司使用自有资金投资设立全资子公司“云南绿新生物药业有限公司”, 注册资本为人民币 5,000 万元, 持有 100% 股权。近日, 云南绿新完成了工商注册登记手续, 并取得了由曲靖市市场监督管理局颁发的《营业执照》。
英联股份	关于公司以子公司股权质押进行贷款的公告。公司于 2019 年 1 月 10 日审议通过了《关于公司以子公司股权质押进行贷款的议案》, 根据公司的经营情况与资金状况, 同意公司以所持有的控股子公司广东满贯包装有限公司 76.60% 股权向银行机构进行质押, 申请不超过人民币 7,200.00 万元(含 7,200.00 万元)的中长期贷款, 用于补充公司流动资金, 贷款期限不超过 60 个月(含 60 个月)。
华泰股份	关于收购控股股东全资子公司股权的关联交易的公告。公司拟以支付现金的方式, 向华泰集团购买其持有的联成化工 100% 股权。华泰集团为公司控股股东, 根据《上海证券交易所股票上市规则》和《上海证券交易所上市公司关联交易实施指引》的相关规定, 华泰集团为公司的关联法人, 因此, 本次交易构成关联交易。
景兴纸业	关于海外投资计划的公告。公司拟收购马来西亚 GREENOVATION INDUSTRIES (M) SDN. BHD. 公司, 将其作为本公司在马来西亚的全资子

	<p>公司，全面负责建设公司海外浆纸项目，该项目计划分两期实施，以在马来西亚雪兰莪州建设80万吨再生浆及60万吨原纸的生产能力为主要目标。关于艾特克控股集团股份有限公司变更反担保措施的公告。公司六届十五次董事审议通过了《关于艾特克控股集团股份有限公司变更反担保措施的议案》，同意艾特克控股集团股份有限公司变更反担保措施，并释放阿拉尔艾特克水务有限公司20%股权的质权。</p>
--	--

资料来源：Wind，光大证券研究所

6、本周重点推荐组合及核心逻辑

劲嘉股份：1、烟标业务：行业去库存逐步进入尾声，公司凭借领先的设计能力，同时受益产品结构升级，烟标业务增长稳定性强；2、大包装业务积极拓展，随着彩盒、酒盒等客户的持续开拓，公司大包装业务存在较大发展空间；3、大健康：公司在新型烟草领域布局多年，有望逐步贡献利润弹性。4、盈利预测：预计18-20年EPS 0.48、0.58、0.69元，当前股价对应PE为17X、14X、12X。

东港股份：1、公司为票据印刷龙头企业，上下游议价能力强，且具有较高成本优势、良好的资质及口碑助力公司构建竞争壁垒；随着订单向龙头企业集中，公司将显著受益；2、17年公司新中标中行、农行、交行、邮储银行卡类制作项目，未来卡类业务有望步入快速增长通道；3、广积粮：公司三大新业务（档案管理）全面撒网，未来有望成为公司重要利润贡献点。4、盈利预测：预计18-20年EPS 0.81、1.04、1.35元，当前股价对应PE为18X、14X、11X。

曲美家居：1、随着新曲美战略的落地，公司将在“新产品、新模式、新价值”三个维度发力。2、收购Ekornes：Ekornes定位高端软体家居，是北欧最大的家具制造商之一。两者将在产品、渠道、技术方面实现协同发展。3、渠道方面，公司“你+”、“居+”、B8、大店等持续落地，渠道扩张加速，且方式更加灵活且多样，渠道的持续拓展将助力公司保持较快发展。4、盈利预测：我们预计18-20年EPS分别为0.37、0.81、0.98元，当前股价对应PE分别为19X、9X、7X。

中顺洁柔：1、公司为生活用纸龙头企业，增长稳健；2、公司致力品类扩张及产品结构升级，逐步提升中高端产品占比，进一步提高市场份额；3、渠道下沉+产能扩张，公司增长可持续性；4、成本端木浆价格处于历史相对高位，木浆价格的回落有助缓解公司成本端压力，提升盈利弹性。5、盈利预测：我们预计18-20年EPS分别为0.34、0.43、0.53元，当前股价对应PE分别为24X、19X、15X。

顾家家居：1、软体家居市场集中度低，而公司作为龙头企业，目前市占率较低，市场份额仍有较大提升空间；2、公司管理优质且激励考核到位，具有较强竞争力；3、公司积极布局品类及外延扩张，丰富产品层次，提升品牌价值，公司未来的产品及外延布局值得期待；4、盈利预测：预计18-20

年的 EPS 分别为 2.48、3.33、4.33 元，当前股价对应 PE 分别为 18X、14X、10X。

晨光文具：1、传统 2C 业务竞争优势强：公司为文具领域的龙头企业，2C 业务竞争优势强（产品、渠道等各方面）；同时受益消费升级，文具业务增长稳定性强；2、新业务-科力普：随着办公用品集采透明化，公司凭借自身优势有望持续提升市场份额；目前科力普正处快速发展期，未来盈利能力有望持续提升；3、新业务-九木杂物社：九木杂物社是公司直营模式的成功探索，也是精品文创产品的优质载体；随着加盟的逐步开放，也将成为公司重要利润贡献点之一。4、盈利预测：预计 18-20 年的 EPS 分别为 0.88、1.13、1.46 元，当前股价对应 PE 分别为 32X、25X、19X。

图表 64：重点推荐公司估值表

公司代码	公司名称	收盘价 (元)	EPS (元)				PE				投资评级
			17A	18E	19E	20E	17A	18E	19E	20E	
002191	劲嘉股份	8.19	0.38	0.48	0.58	0.69	21	17	14	12	买入
002117	东港股份	14.25	0.64	0.81	1.04	1.35	22	18	14	11	买入
603818	曲美家居	6.94	0.50	0.37	0.81	0.98	14	19	9	7	买入
002511	中顺洁柔	8.13	0.27	0.34	0.43	0.53	30	24	19	15	增持
603816	顾家家居	45.27	1.91	2.48	3.33	4.33	24	18	14	10	增持
603899	晨光文具	28.17	0.69	0.88	1.13	1.46	41	32	25	19	增持

资料来源：Wind，光大证券研究所预测（股价时间为 2019 年 1 月 11 日）

7、风险分析

地产景气程度低于预期风险

家用轻工属于地产后周期行业，大约会滞后地产销售 8-10 个月。如果地产景气程度低于预期，会影响家居企业的客流量、接单情况等，从而影响家居行业整体景气程度。

原材料价格上涨风险

对于造纸包装印刷等制造行业，原材料价格的波动会导致企业经营成本的上升，影响企业的盈利能力。

行业及公司评级体系

评级	说明
买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上;
增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%;
中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%;
减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%;
卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上;
无评级	因无法获取必要的资料, 或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件, 或者其他原因, 致使无法给出明确的投资评级。

基准指数说明: A 股主板基准为沪深 300 指数; 中小盘基准为中小板指; 创业板基准为创业板指; 新三板基准为新三板指数; 港股基准指数为恒生指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设, 不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性, 估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师, 以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法, 使用合法合规的信息, 独立、客观地出具本报告, 并对本报告的内容和观点负责。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证, 本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与, 不与, 也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

特别声明

光大证券股份有限公司(以下简称“本公司”)创建于 1996 年, 系由中国光大(集团)总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司, 是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可, 光大证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围: 证券经纪; 证券投资咨询; 与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问; 证券承销与保荐; 证券自营; 为期货公司提供中间介绍业务; 证券投资基金代销; 融资融券业务; 中国证监会批准的其他业务。此外, 公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本证券研究报告由光大证券股份有限公司研究所(以下简称“光大证券研究所”)编写, 以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础, 但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息, 但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断, 可能需随时进行调整且不予通知。报告中的信息或所表达的意见不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议, 本公司不就任何人依据报告中的内容而最终操作建议做出任何形式的保证和承诺。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。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况, 并完整理解和使用本报告内容, 不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果, 本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期, 本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理部、自营部门以及其他投资业务部门可能会独立做出与本报告的意見或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险, 在做出投资决策前, 建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下, 本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易, 也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突, 勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发, 仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅向特定客户传送, 未经本公司书面授权, 本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品, 或再次分发给任何其他人, 或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容, 务必联络本公司并获得许可, 并需注明出处为光大证券研究所, 且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

光大证券股份有限公司

上海市新闻路 1508 号静安国际广场 3 楼 邮编 200040

总机：021-22169999 传真：021-22169114、22169134

机构业务总部	姓名	办公电话	手机	电子邮件
上海	徐硕	021-52523543	13817283600	shuoxu@ebscn.com
	李文渊		18217788607	liwenyuan@ebscn.com
	李强	021-52523547	18621590998	liqiang88@ebscn.com
	罗德锦	021-52523578	13661875949/13609618940	luodj@ebscn.com
	张弓	021-52523558	13918550549	zhanggong@ebscn.com
	黄素青	021-22169130	13162521110	huangsuqing@ebscn.com
	邢可	021-22167108	15618296961	xingk@ebscn.com
	李晓琳	021-52523559	13918461216	lixiaolin@ebscn.com
	郎珈艺	021-52523557	18801762801	dingdian@ebscn.com
	余鹏	021-52523565	17702167366	yupeng88@ebscn.com
	丁点	021-52523577	18221129383	dingdian@ebscn.com
	郭永佳		13190020865	guoyongjia@ebscn.com
	北京	郝辉	010-58452028	13511017986
梁晨		010-58452025	13901184256	liangchen@ebscn.com
吕凌		010-58452035	15811398181	lvling@ebscn.com
郭晓远		010-58452029	15120072716	guoxiaoyuan@ebscn.com
张彦斌		010-58452026	15135130865	zhangyanbin@ebscn.com
鹿舒然		010-58452040	18810659385	pangsr@ebscn.com
黎晓宇		0755-83553559	13823771340	lix1@ebscn.com
张亦潇		0755-23996409	13725559855	zhangyx@ebscn.com
深圳	王渊锋	0755-83551458	18576778603	wangyuanfeng@ebscn.com
	张靖雯	0755-83553249	18589058561	zhangjingwen@ebscn.com
	苏一耘		13828709460	suyy@ebscn.com
	常密密		15626455220	changmm@ebscn.com
	陶奕	021-52523546	18018609199	taoyi@ebscn.com
国际业务	梁超	021-52523562	15158266108	liangc@ebscn.com
	金英光		13311088991	jinyg@ebscn.com
	王佳	021-22169095	13761696184	wangjia1@ebscn.com
	郑锐	021-22169080	18616663030	zh Rui@ebscn.com
	凌贺鹏	021-22169093	13003155285	linghp@ebscn.com
	周梦颖	021-52523550	15618752262	zhoumengying@ebscn.com
	戚德文	021-52523708	18101889111	qidw@ebscn.com
	安玲娴	021-52523708	15821276905	anlx@ebscn.com
	张浩东	021-52523709	18516161380	zhanghd@ebscn.com
	吴冕	0755-23617467	18682306302	wumian@ebscn.com
私募业务部	吴琦	021-52523706	13761057445	wuqi@ebscn.com
	王舒	021-22169419	15869111599	wangshu@ebscn.com
	傅裕	021-52523702	13564655558	fuyu@ebscn.com
	王婧	021-22169359	18217302895	wangjing@ebscn.com
	陈潞	021-22169146	18701777950	chenlu@ebscn.com
	王涵洲		18601076781	wanghanzhou@ebscn.com