

把握优质家居企业估值修复行情

——造纸轻工行业周报 20190126

行业周报

◆ 本周热点：龙头纸企陆续发布涨价函，持续跟踪提价落实情况

近期各纸企陆续发布涨价函，包括太阳纸业、亚太森博（广东）、金华盛纸业、金东纸业、晨鸣纸业、华泰纸业、岳阳林纸等龙头纸企，主要集中在文化纸、白卡纸等纸种，涨价幅度 100-200 元/吨。

◆ 造纸：本周文化纸价格跌幅有所收窄，包装纸价格相对稳定

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对纸价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。造纸板块我们建议关注：1) 文化纸板块：供需及竞争格局较好，随着春季补库存行情的临近，我们判断文化纸价格仍有提价的窗口期；建议重点关注太阳纸业。2) 生活用纸板块：行业集中度提升，叠加浆价下行带来的成本弹性，盈利水平有望逐步提升；建议重点关注中顺洁柔。

◆ 家居：板块迎来估值修复行情，长期关注企业基本面变化

年初至今，家居板块股价表现较为强势，我们总结此轮反弹为北上资金持续流入、地产政策边际放松、消费行业刺激政策出台等多方面因素驱动下的估值修复行情；持续时长取决于后续政策的边际催化、地产数据的持续变化与龙头公司年报一季报的业绩预期的边际变化。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、索菲亚、曲美家居；建议关注欧派家居、尚品宅配、梦百合、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；建议关注晨光文具、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	8.18	0.38	0.48	0.58	21	17	14	买入
002117	东港股份	13.23	0.64	0.81	1.04	21	16	13	买入
603818	曲美家居	6.73	0.50	0.37	0.81	13	18	8	买入
002572	索菲亚	18.11	0.98	1.19	1.44	18	15	13	买入
002078	太阳纸业	6.11	0.78	0.90	0.99	8	7	6	增持
603816	顾家家居	49.80	1.91	2.48	3.33	26	20	15	增持
002511	中顺洁柔	7.81	0.27	0.34	0.43	29	23	18	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 25 日

增持（维持）

分析师

黎泉宏 (执业证书编号：S0930518040001)

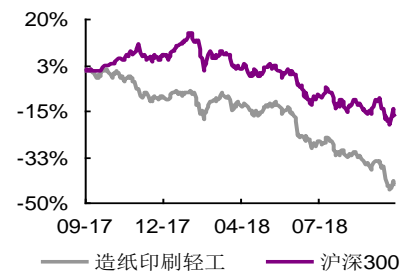
liqh@ebsecn.com

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输沪深 300	3
1.2、 轻工行业涨跌幅与估值水平：本周家具板块周涨幅最高，周涨幅达 2.58%	3
1.3、 个股涨跌幅：顺灏股份、新宏泽、裕同科技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：纸企陆续发布涨价函，持续跟踪提价落实情况	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	6
3.3、 造纸：本周文化纸价格跌幅有所收窄，包装纸价格维持相对稳定	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	11
4、 行业数据跟踪	14
4.1、 造纸板块：文化纸价格跌幅有所收窄	14
4.2、 家具板块：12 月家具零售额累计同比上涨 10.10%	19
4.3、 包装板块：卷烟产量 12 月累计同比下降 0.4%	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	22
6、 本周重点推荐组合及核心逻辑	23
7、 风险分析	25

1、轻工板块本周市场表现

1.1、市场涨跌幅：本周轻工制造板块整体跑输沪深 300

本周(2019.01.21-2019.01.25), 上证综指报收 2601.72, 周涨幅 0.22%; 深证成指报收 7595.45, 周涨幅 0.19%; 同期沪深 300 指数涨幅为 0.51%; 轻工制造板块(申万行业分类)周涨幅 0.47%, 整体跑输沪深 300 指数。

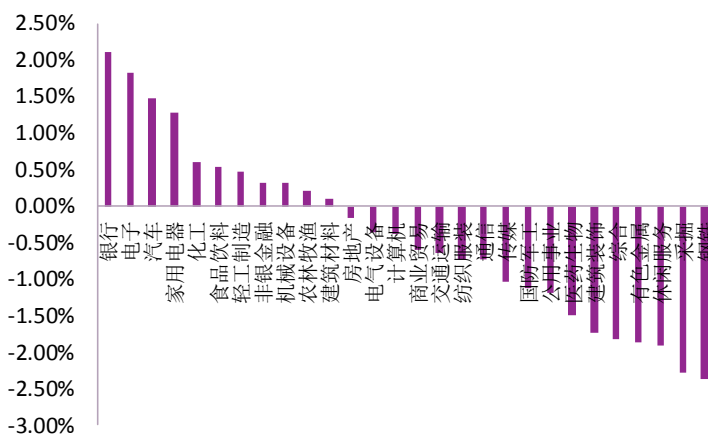
图表 1: 本周沪深市场和板块涨跌幅

板块	本周涨跌幅	本月涨跌幅	本年涨跌幅
上证综指	0.22%	4.32%	4.32%
深证成指	0.19%	4.91%	4.91%
沪深 300	0.51%	5.77%	5.77%
轻工制造板块	0.47%	3.64%	3.64%

资料来源: Wind, 光大证券研究所

本周轻工制造板块整体跑输大盘, 在 28 个申万一级行业中, 轻工制造行业指数周涨幅排名第 7 位(按涨幅由高到低排序)。

图表 2: 各行业本周涨跌幅



资料来源: Wind, 光大证券研究所

1.2、轻工行业涨跌幅与估值水平：本周家具板块周涨幅最高，周涨幅达 2.58%

细分子板块来看, 本周家具板块涨幅最高, 周涨幅 2.58%, 包装印刷板块本周上涨 2.36%; 造纸板块本周下跌 0.88%, 文娱用品板块本周涨幅 0.20%, 珠宝首饰板块本周下跌 6.18%。

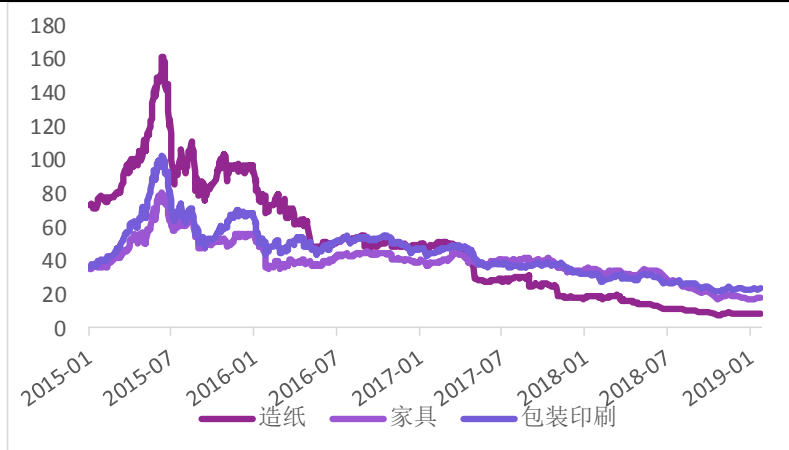
图表 3: 轻工制造子板块涨跌幅

轻工子板块	本周涨跌幅	本月涨跌幅	本年涨跌幅
造纸	-0.88%	2.97%	2.97%
包装印刷	2.36%	3.91%	3.91%
家具	2.58%	7.80%	7.80%
其他家用轻工	-0.39%	6.40%	6.40%
珠宝首饰	-6.18%	-5.13%	-5.13%
文娱用品	0.20%	1.29%	1.29%
其他轻工制造	-0.91%	-3.58%	-3.58%

资料来源: Wind, 光大证券研究所

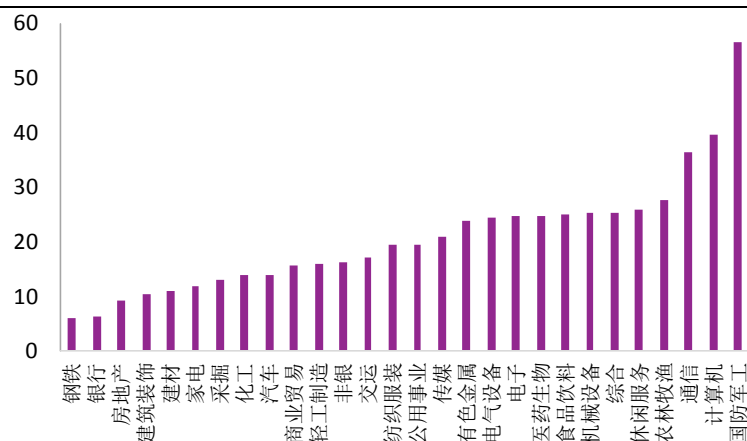
本周轻工制造行业 PE(TTM)为 15.98x，细分板块来看，家具、造纸、包装印刷 PE(TTM)分别为 18.41x、8.53x、23.71x，均处于历史相对低位。横向比较来看，在 28 个申万一级行业中，轻工制造行业估值排名第 11 位（由低到高）。

图表 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

图表 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：顺灏股份、新宏泽、裕同科技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顺灏股份(60.91%)，新宏泽(12.54%)，裕同科技(12.54%)，美克家居(11.84%)，帝王洁具(10.86%)；下跌幅度最大的前五家分别为东方金钰(-23.46%)，通产丽星(-19.95%)，金洲慈航(-14.80%)，德力股份(-11.09%)，群兴玩具(-10.36%)。

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
顺灏股份	60.91%	东方金钰	-23.46%
新宏泽	12.54%	通产丽星	-19.95%
裕同科技	12.54%	金洲慈航	-14.80%
美克家居	11.84%	德力股份	-11.09%
帝王洁具	10.86%	群兴玩具	-10.36%

资料来源：Wind，光大证券研究所

2、本周工作回顾

本周我们发布了劲嘉股份深度报告：《烟标龙头业绩稳健，深入践行大包装+大健康战略》，核心内容：

烟标行业领军企业，积极探索大包装大健康领域。15年公司制定“大包装+大健康”战略，构筑多元竞争力；在烟草行业复苏的背景下，公司凭借自身多方面优势，有望充分受益行业结构调整与升级。此外公司彩盒业务保持高速增长，电子烟领域布局全面，业务多点开花颇有看点。

大包装：技术与客户优势构筑坚实竞争壁垒，彩盒业务迅速开拓成为新兴增长极。1) 烟草行业去库存已基本进入尾声，目前行业库存已达历史相对低位，烟草行业景气度复苏将提振烟标龙头业绩。公司深耕烟标主业二十余年，之前与国内多数省级中烟公司保持长期战略合作关系，并在2018年实现了对19家卷烟工业企业烟标业务的全覆盖，客户优势构筑坚实竞争壁垒。2) 公司彩盒业务客户迅速开拓，精品烟盒方面成功开拓“中华（金中支）”、“南京（九五之尊）”等知名产品的彩盒包装。2017年底公司与茅台技开司签署战略合作协议，切入酒包装市场，又与“劲牌”、“红星二锅头”、“江小白”等品牌达成合作。此外公司新进入电子烟国际品牌的包装供应链，未来有望进一步增厚公司业绩。

大健康：联手强势合作伙伴，多点布局新型烟草制品领域，静待政策东风。我们认为，国内新型烟草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) 寻求控烟和烟草利税的“平衡点”。公司早在14年开始布局新型烟草领域，由全资子公司劲嘉科技负责新型烟草制品的设计、研发、生产等，劲嘉科技目前正积极与各中烟公司开展项目合作，共同进行新型烟草制品研发。另外，18年公司与小米生态链公司米物科技合资设立因味科技，劲嘉科技与云南中烟旗下企业的全资子公司华玉科技合资设立嘉玉科技。因味科技、嘉玉科技均由公司控股，三大平台产学研结合，全面布局新型烟草领域，充分占据先发优势。随着国内新型烟草相关政策的逐步完善，我们认为公司电子烟包装规模有望持续提升。

3、行业最新动态

3.1、本周市场热点：纸企陆续发布涨价函，持续跟踪提价落实情况

近期各纸企陆续发布涨价函，包括太阳纸业、亚太森博（广东）、金华盛纸业、金东纸业、晨鸣纸业、华泰纸业、岳阳林纸等龙头纸企，主要集中在文化纸、白卡纸等纸种，涨价幅度 100-200 元/吨。

图表 7：近期纸企涨价函汇总

企业	涨价纸种	涨幅	涨价起始日期
APP 工纸华南区	白卡、铜卡	上调 200 元/吨	19 年 1 月 7 日
晨鸣纸业华南区	白卡、铜卡	上调 200 元/吨	19 年 1 月 7 日
山东、江苏博汇	白卡、铜卡	上调 200 元/吨	19 年 1 月 7 日
银河纸业	文化纸	上调 100 元/吨	19 年 1 月 15 日
美利云	文化纸	上调 100 元/吨	19 年 1 月 15 日
太阳纸业	非涂文化纸	上调 200 元/吨	19 年 1 月 21 日
亚太森博（广东）	双胶纸	上调 200 元/吨	19 年 2 月 1 日
	静电复印纸	上调 100 元/吨	19 年 2 月 1 日
金华盛	未涂布纸	上调 200 元/吨	19 年 2 月 1 日
金东纸业 海南金海浆纸	双亚铜	2 月接单价格较 1 月涨 100 元/吨	19 年 2 月 1 日
		3 月接单价格较 2 月涨 100 元/吨	19 年 2 月 1 日
	双胶白牛	上调 200 元/吨	19 年 2 月 1 日
晨鸣纸业	全木浆双胶 静电原纸	上调 200 元/吨	19 年 2 月 1 日
华泰纸业	文化纸	上调 200 元/吨	19 年 2 月 1 日
岳阳林纸	所有产品	上调 200 元/吨	19 年 2 月 11 日

资料来源：中华纸业，中纸联，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年以来房地产增速逐年放缓，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 8：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	◇ 19800 元/20 m ² 六大空间全屋定制 (包含榻榻米)	可选 5 种板材
尚品宅配	◇ 518 元/m ² 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	◇ 19880 元/20 m ² 五大空间全屋定制	可选 6 种花色。
志邦橱柜	◇ 799 元/m ² 八大空间全屋定制 ◇ 19800 元/全屋定制二选一套餐: ◇ 12 m ² 自由全屋+秋风木语橱柜 ◇ 18 m ² 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, 提高强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 9: 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：本周文化纸价格跌幅有所收窄，包装纸价格维持相对稳定

文化纸方面：铜版纸本周市场均价 5533 元/吨，与上周持平；双胶纸市场均价 6017 元/吨，较上周下降 33 元/吨，文化纸跌幅有所收窄。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，木浆价格的相对高位、国废价格高位的传导效应及库存水平较低将对文化纸价格形成一定支撑，因此我们认为 19 年文化纸价格进一步回落的空间相对有限；而随着春季补库存行情的临近，我们判断文化纸价格仍有提价的窗口期。中长期来看，文化纸需求端增速相对平稳，供给端新增产能较少，同时考虑中小企业逐步退出，总体来看文化纸供需及竞争格局较好，建议重点关注文化纸龙头太阳纸业。

包装纸方面：本周白卡纸均价 4943 元/吨，白板纸市场价 4338 元/吨，均与上周持平；前期白卡纸、白板纸价格也自高点出现较大幅度回落，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 4577 元/吨，瓦楞纸均价 3858 元/吨，均与上周持平。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) 工厂及渠道库存水平较低。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。

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 10：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

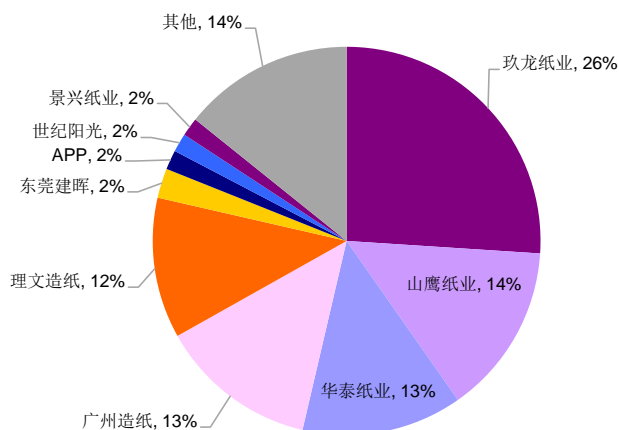
资料来源：纸业联讯，中纸联，光大证券研究所

2019年第三批限制进口废纸获批总量约为6万吨

2019年1月18日，环保部固废管理中心发布2019年第3批限制进口废纸审批名单，本次公布名单共有4家企业合计获批废纸进口量6.042万吨；具体来看，其中江门明星纸业获批2.536万吨，占此次配额总量比例约为41.97%；森叶(清新)纸业获批2.232万吨，占比约为36.94%；山西强伟纸业获批1.164万吨，占比约为19.27%；广东通力定造股份获批0.11万吨，占比约为1.82%。

截至目前，2019年环保部固废管理中心共核准3批进口废纸审批名单，获批量共计552.71万吨，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78.58%，进口废纸配额有进一步向龙头企业集中的趋势。

图表 11：2019年前三批各企业外废获批额度占比



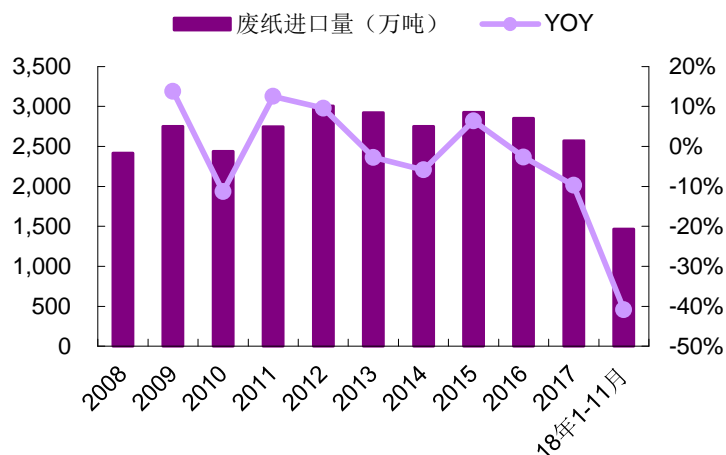
资料来源：环保部固废管理中心，光大证券研究所

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 12：2018 年 1-11 月我国废纸进口量同比下滑 40.8%



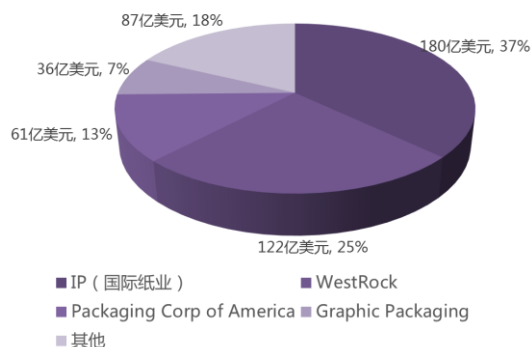
资料来源：海关总署，Wind，光大证券研究所

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

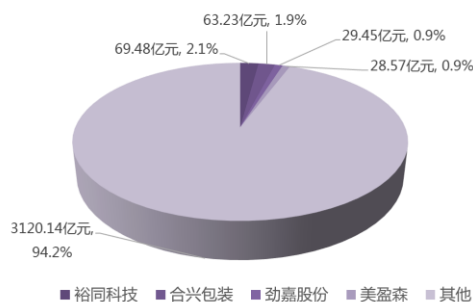
我国包装行业集中度较低，2017 年纸包装行业上市公司前三市占率为 4.78%，金属包装行业上市公司前三市占率为 15.77%，塑料包装行业上市公司前三市占率为 1.87%。就纸包装行业而言，我国 2017 年纸包装行业主营业务收入总规模 3310.87 亿元，CR4 仅为 5.8%，行业集中度提升仍有较大空间。

图表 13：2017 年北美纸包装市场 CR4 达 82%



资料来源：Bloomberg，光大证券研究所

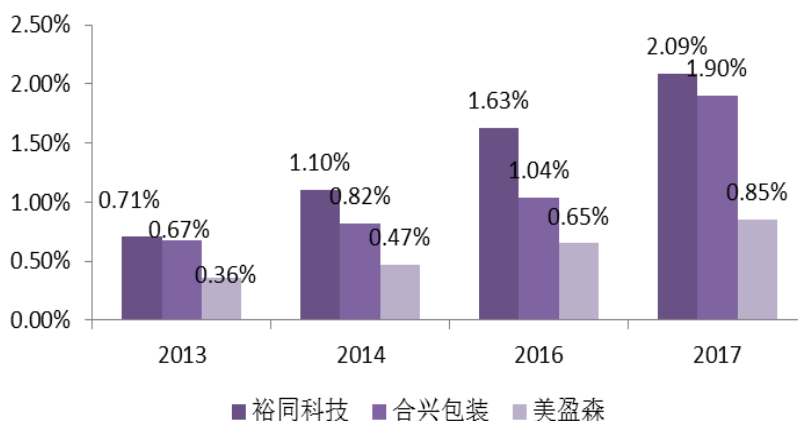
图表 14：2017 年我国纸包装市场 CR4 仅为 5.8%



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 15：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 16：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。

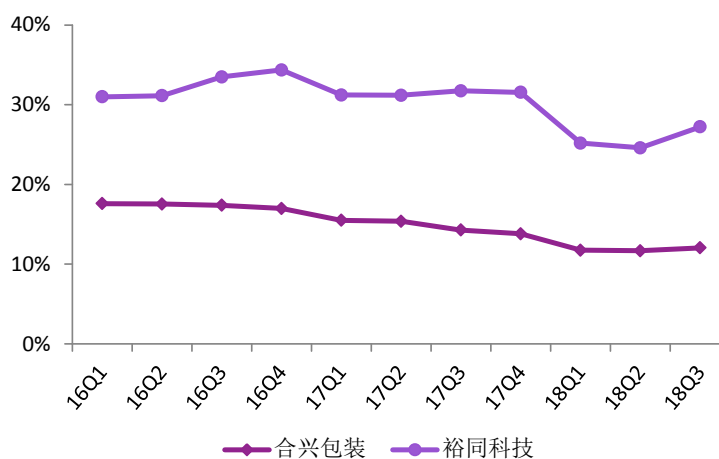
资料来源：Wind，公司公告，光大证券研究所整理

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，毛利率呈现回升态势。

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 17：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

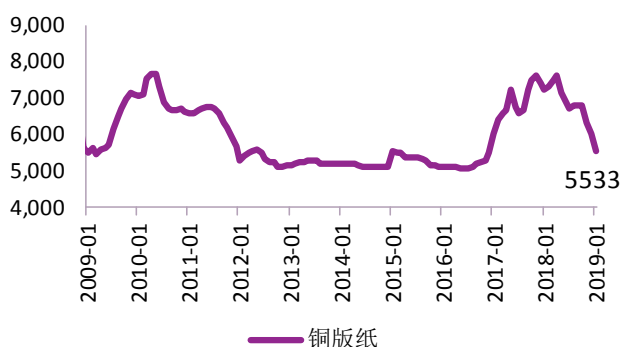
4、行业数据跟踪

4.1、造纸板块：文化纸价格跌幅有所收窄

价格数据：

纸价方面，根据卓创资讯，截至1月25日，铜版纸本周市场均价5533元/吨，较上周持平；双胶纸市场均价6017元/吨，较上周下降33元/吨；白卡纸均价4943元/吨，较上周持平；白板纸市场价4338元/吨，较上周持平；箱板纸均价4577元/吨，较上周持平；瓦楞纸均价3858元/吨，较上周持平。

图表 18：铜版纸平均市场价（元/吨）



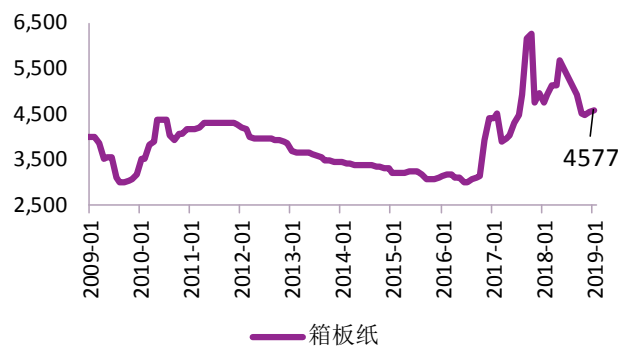
资料来源：卓创资讯，光大证券研究所

图表 20：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：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 19：双胶纸平均市场价（元/吨）



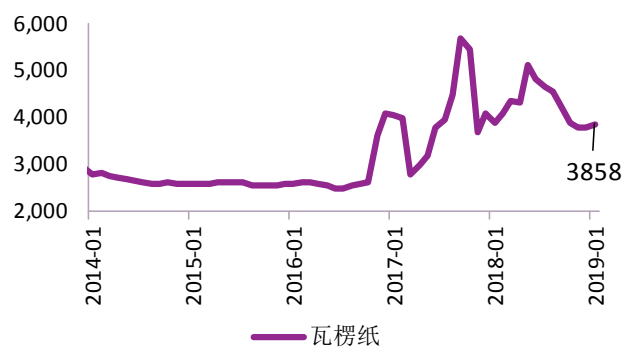
资料来源：卓创资讯，光大证券研究所

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：瓦楞纸平均市场价（元/吨）

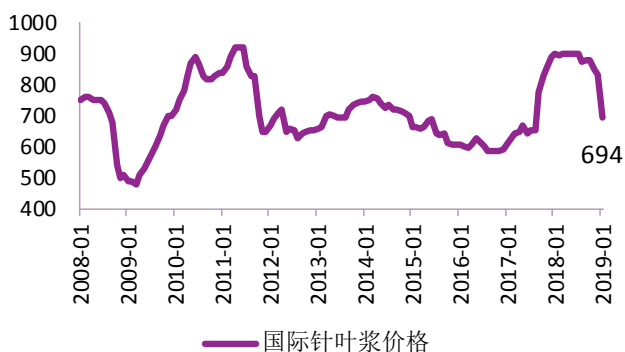


资料来源：卓创资讯，光大证券研究所

原材料方面:

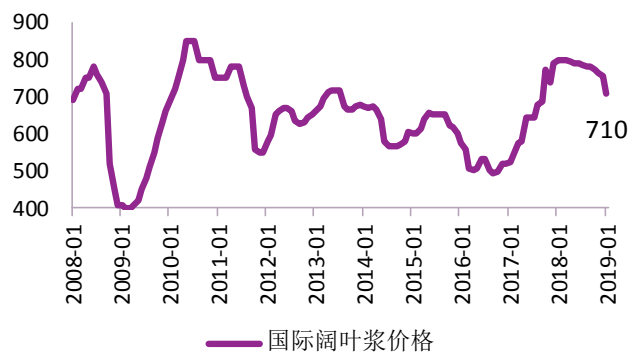
国际针叶浆外商均价 694 美元/吨, 较上周下降 2 美元/吨, 国际阔叶浆外商均价 710 美元/吨, 较上周下降 5 美元/吨。国内针叶浆本周市场价格 5614 元/吨, 较上周上涨 2 元/吨, 阔叶浆本周价格 5433 元/吨, 较上周上涨 17 元/吨。废纸方面, 美废 11# 本周均价 198 美元/吨, 较上周持平。国废出厂均价 2303 元/吨, 较上周持平。

图表 24: 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 25: 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 26: 国内针叶浆价格 (元/吨)



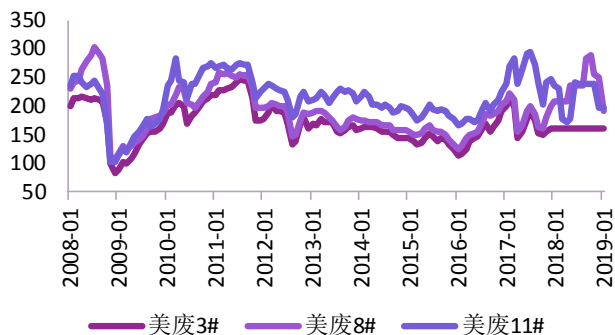
资料来源: wind, 光大证券研究所

图表 27: 国内阔叶浆价格 (元/吨)



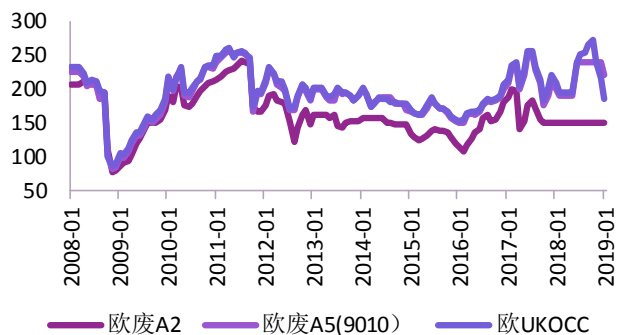
资料来源: wind, 光大证券研究所

图表 28: 美废外商平均价格 (美元/吨)



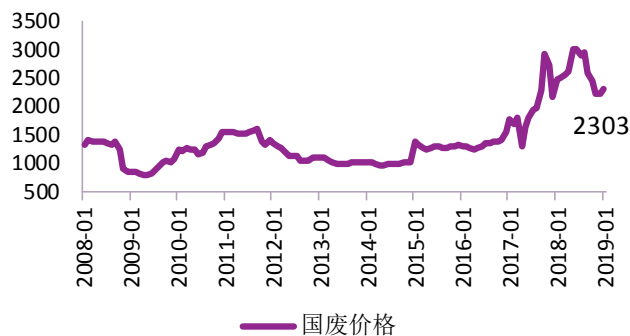
资料来源: 卓创资讯, 光大证券研究所

图表 29: 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

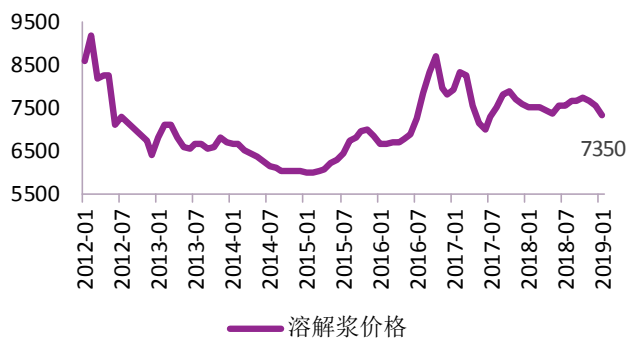
图表 30: 国废出厂价 (元/吨)



资料来源: 卓创资讯, 光大证券研究所

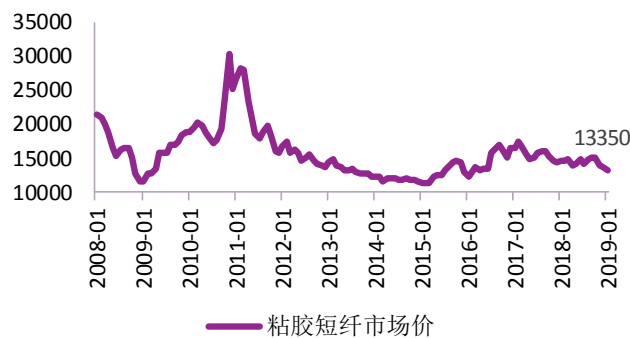
根据 Wind 资讯数据显示, 溶解浆内盘价格指数 7350 元/吨, 较上周持平; 粘胶短纤市场价 13350 元/吨, 较上周上涨 50 元/吨; 钛白粉现货价格为 16200 元/吨, 较上周持平; 棉花 328 价格指数 15498 元/吨, 较上周上涨 65 元/吨。

图表 31: 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 32: 粘胶短纤市场价 (元/吨)



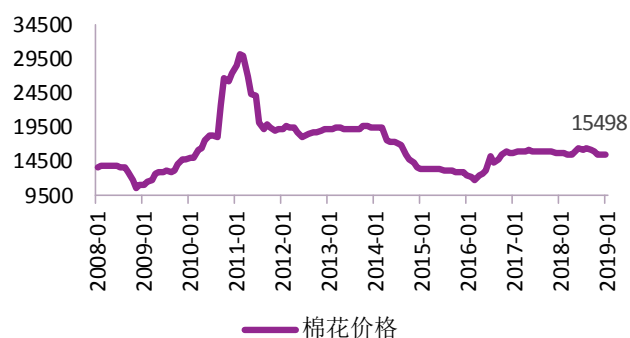
资料来源: Wind, 光大证券研究所

图表 33: 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 34: 中国棉花价格指数-328 (元/吨)



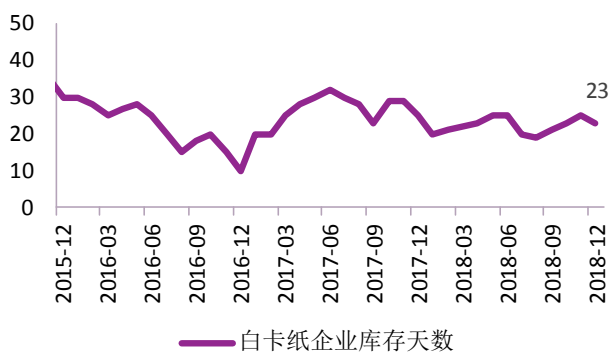
资料来源: Wind, 光大证券研究所

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。

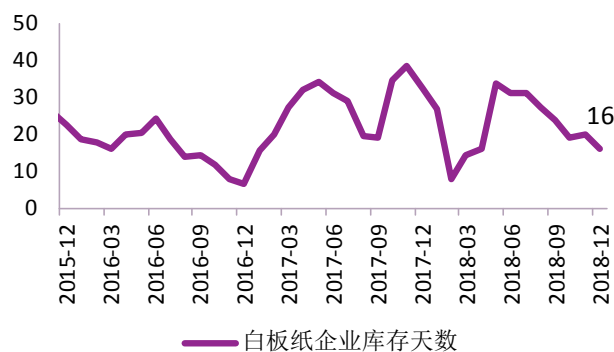
原材料库存方面, 11月全球生产商木浆库存40天, 较上月上涨3天; 12月国内纸厂废纸库存天数有所下降, 为5.2天, 较上月下降5%。

图表 35: 白卡纸企业库存 (天)



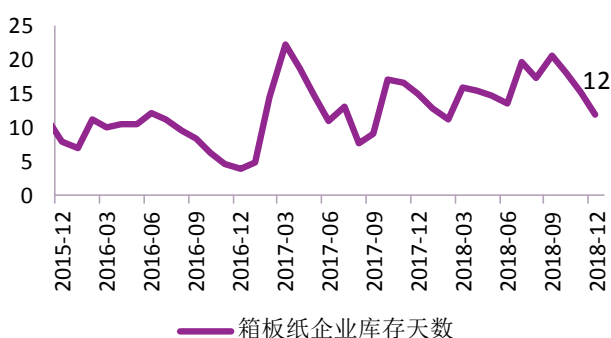
资料来源: 卓创资讯, 光大证券研究所

图表 36: 白板纸企业库存 (天)



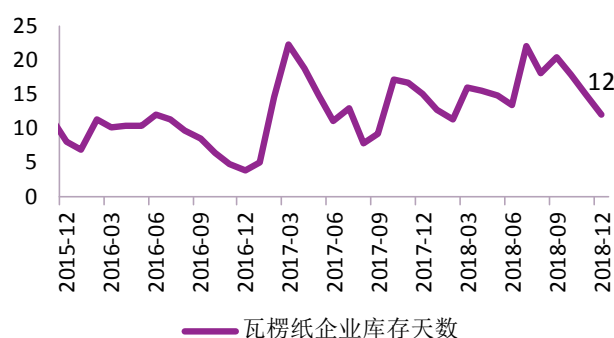
资料来源: 卓创资讯, 光大证券研究所

图表 37: 箱板纸企业库存 (天)



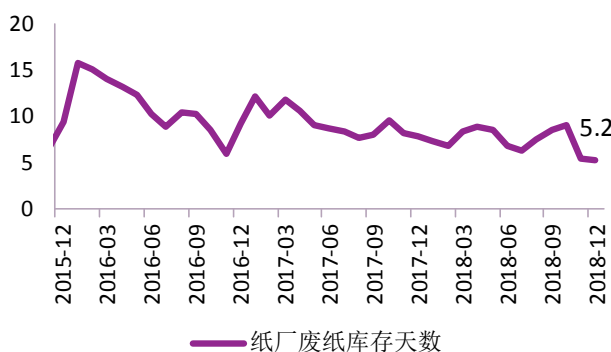
资料来源: 卓创资讯, 光大证券研究所

图表 38: 瓦楞纸企业库存 (天)



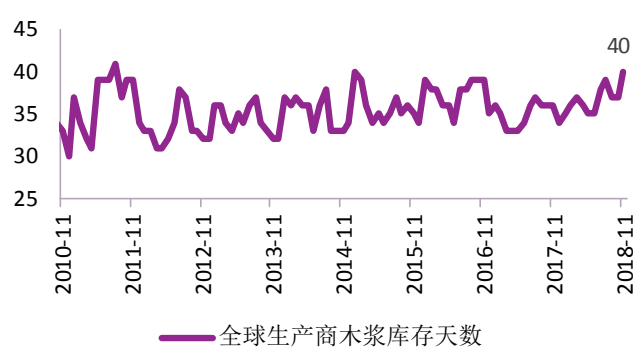
资料来源: 卓创资讯, 光大证券研究所

图表 39: 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 40: 全球生产商木浆库存 (天)

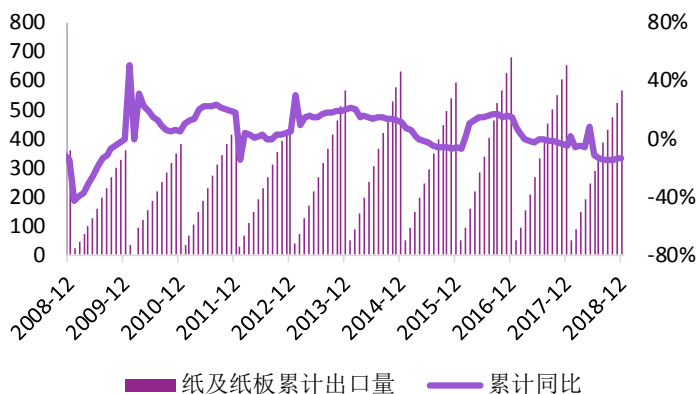


资料来源: Wind, 光大证券研究所

进出口数据:

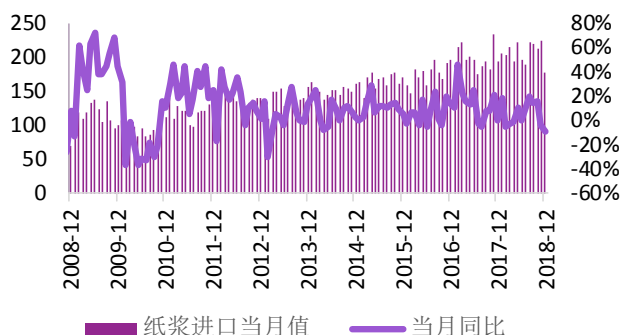
12月纸及纸板累计出口量为565万吨,同比下降13.30%;12月纸浆进口177万吨,同比下降8.92%;12月废纸进口237万吨,同比上涨149.47%;瓦楞纸11月出口量为1874吨,同比下降33.84%;箱板纸11月出口量为2343吨,同比下降37.27%。

图表 41: 纸及纸板累计出口量 (万吨)



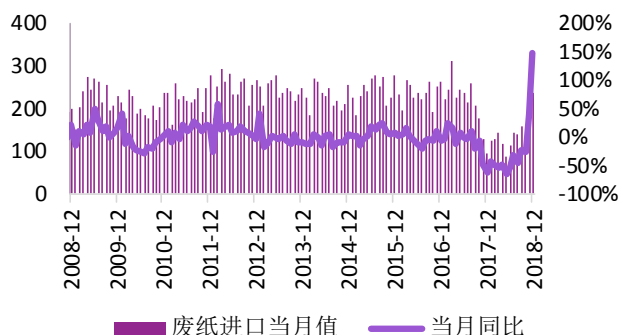
资料来源: Wind, 光大证券研究所

图表 42: 纸浆当月进口值 (万吨)



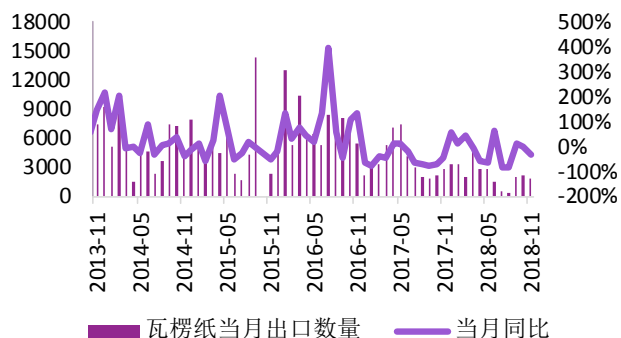
资料来源: Wind, 光大证券研究所

图表 43: 废纸当月进口值 (万吨)



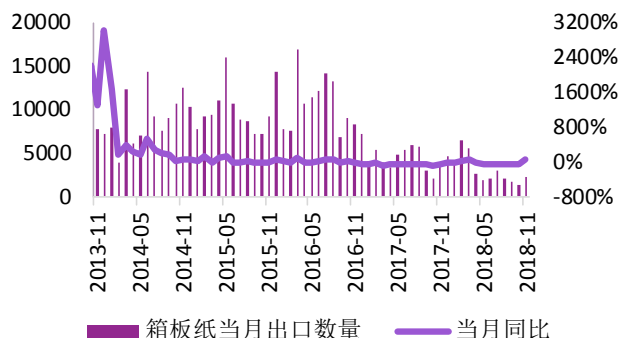
资料来源: Wind, 光大证券研究所

图表 44: 瓦楞纸当月出口数量 (吨)



资料来源: Wind, 光大证券研究所

图表 45: 箱板纸当月出口数量 (吨)

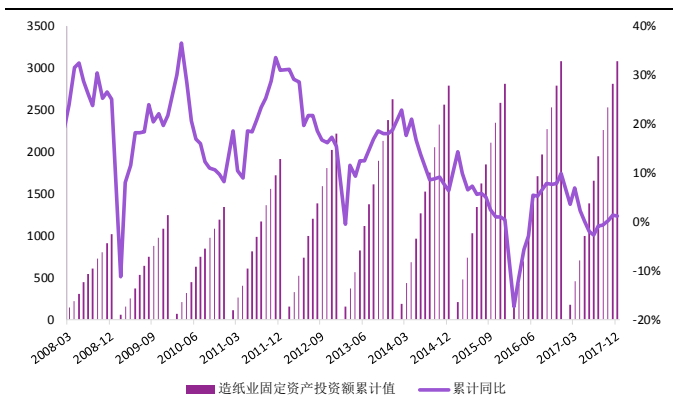


资料来源: Wind, 光大证券研究所

总量数据:

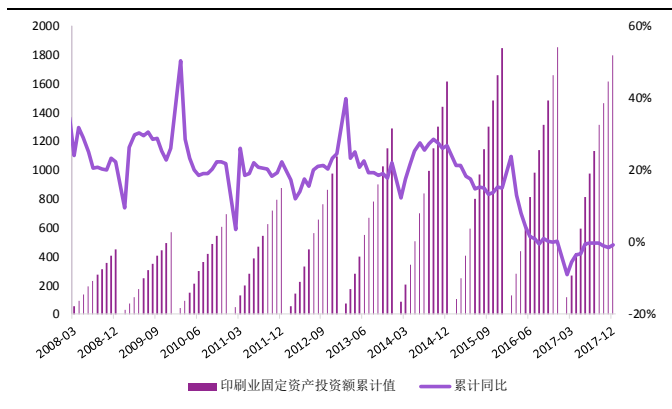
2017年12月造纸业固定资产投资额累计3091亿元,同比增长1%;印刷业固定资产投资额累计1797亿元,同比下跌1%。

图表 46: 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 47: 印刷业固定资产投资额累计值 (亿元)



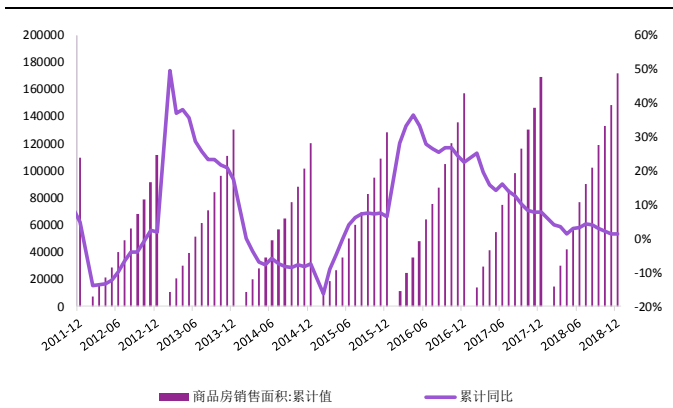
资料来源: Wind, 光大证券研究所

4.2、家具板块: 12月家具零售额累计同比上涨10.10%

房地产数据:

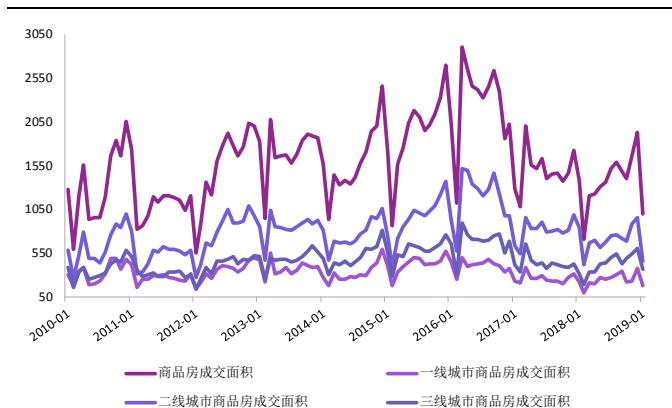
2018年12月商品房销售面积171654万平方米,累计同比增长1.30%;截至2019年1月24日,1月全国30大中城市商品房成交面积为1001.43万平方米,其中以二线城市居多,成交面积达461.71万平方米,一线城市177.58万平方米,三线城市362.15万平方米。

图表 48: 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 49: 30大中城市商品房成交面积 (万平方米)

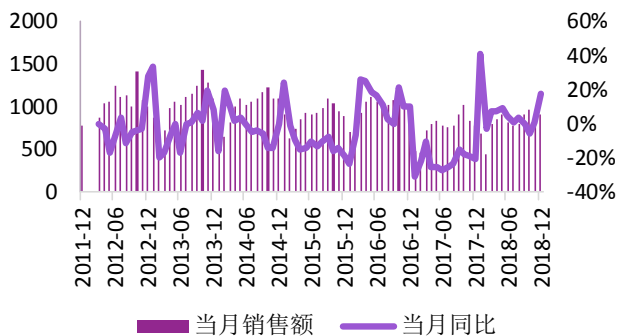


资料来源: Wind, 光大证券研究所

行业数据:

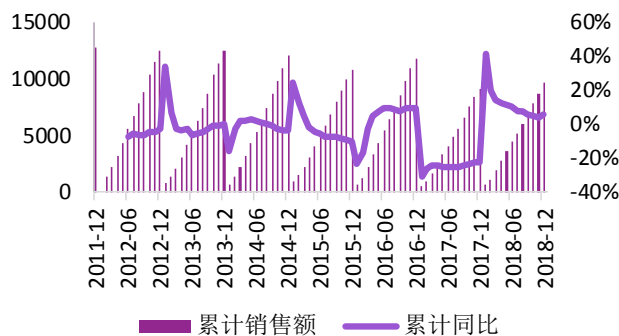
建材家居卖场2019年12月销售额达到919.3亿元,同比上涨17.96%;2018年累计销售额达到9661.6亿元,同比增长5.32%;12月家具当月零售额为250.5亿元,同比增长12.70%,累计销售额2249.8亿元,累计同比增长10.10%。

图表 50: 建材家居卖场当月销售额 (亿元)



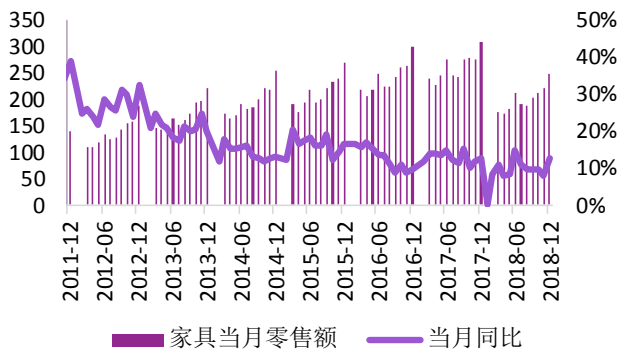
资料来源: Wind, 光大证券研究所

图表 51: 建材家居卖场累计销售额 (亿元)



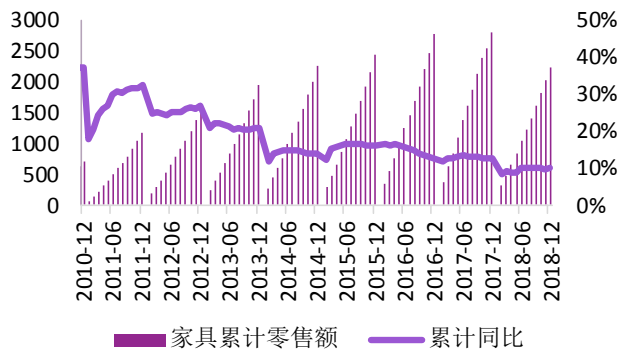
资料来源: Wind, 光大证券研究所

图表 52: 家具类当月零售额 (亿元)



资料来源: Wind, 光大证券研究所

图表 53: 家具类累计零售额 (亿元)

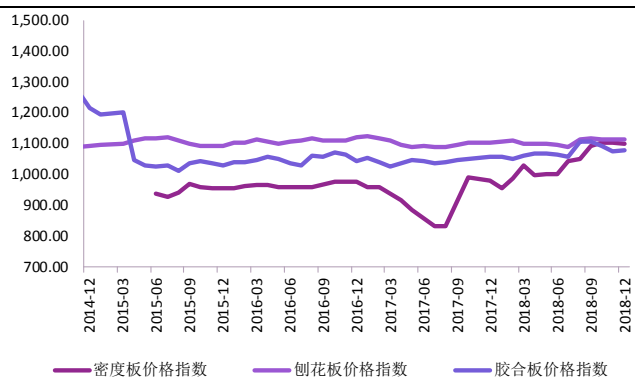


资料来源: Wind, 光大证券研究所

原材料数据:

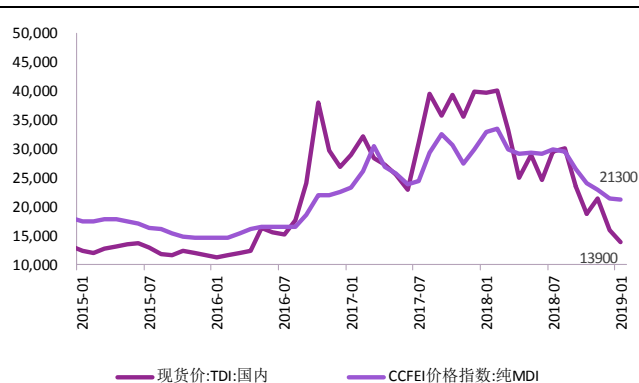
根据 Wind 资讯数据, 密度板 12 月的价格指数为 1,100.97, 月跌幅 0.27%; 刨花板 12 月价格指数为 1112.56, 月跌幅 0.23%; 胶合板 12 月的价格指数为 1,079.51, 月跌幅 0.26%。国内 TDI2019 年 1 月的价格为 13900 元/吨, 月跌幅 13.13%; MDI 1 月的价格为 21300 元/吨, 月跌幅 0.93%。

图表 54: 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 55: 国内 TDI、纯 MDI 当月价格 (元/吨)

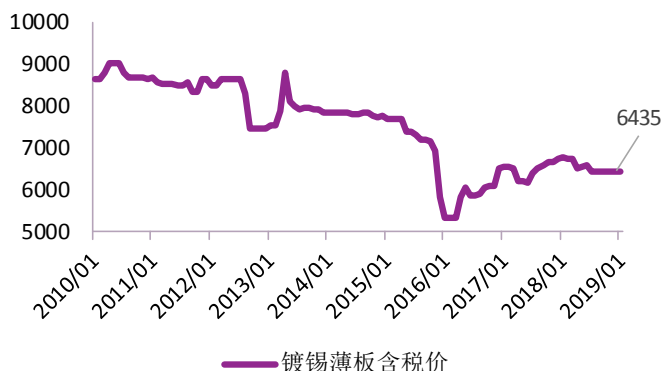


资料来源: Wind, 光大证券研究所

4.3、包装板块：卷烟产量 12 月累计同比下降 0.4%

包装：据 Wind 数据，镀锡薄板含税价为 6435 元/吨，较上周持平。

图表 56：镀锡薄板含税价格（元/吨）



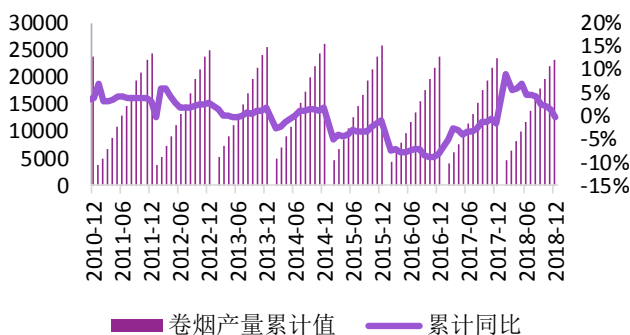
资料来源：Wind，光大证券研究所

卷烟数据：

产销量方面，12 月卷烟产量累计值为 23356.2 亿支，累计同比下降 0.40%；9 月卷烟销量累计值为 3,763.07 万箱。

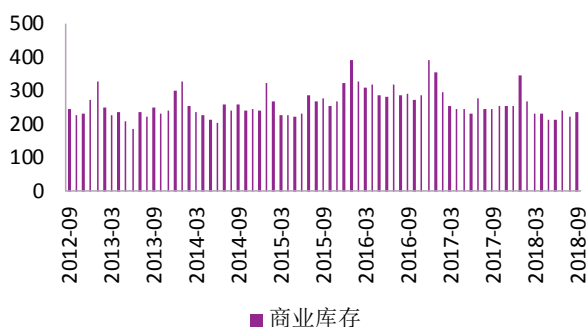
库存方面，9 月卷烟商业库存量为 234.60 万箱；9 月卷烟工业库存量为 180.85 万箱。

图表 57：卷烟产量累计值（亿支）及累计同比%



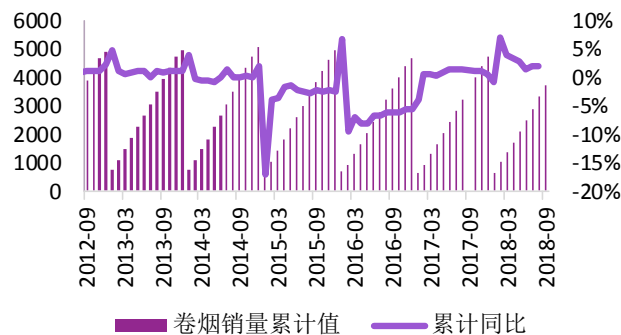
资料来源：Wind，光大证券研究所

图表 59：卷烟商业库存量（万箱）



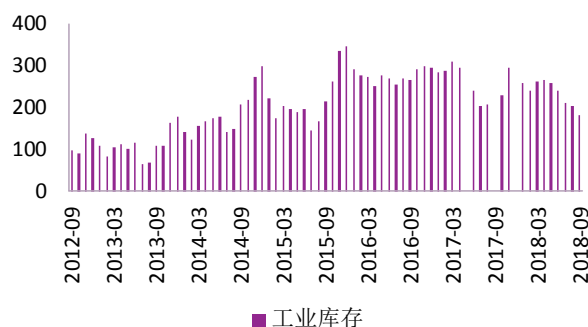
资料来源：Wind，光大证券研究所

图表 58：卷烟销量累计值（万箱）



资料来源：Wind，光大证券研究所

图表 60：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 61：轻工行业市场新闻

行业	新闻
造纸	江西利华包装年产 2 亿平米纸箱项目开工。江西利华包装有限公司项目由湖云乡于 2018 年 8 月引进，总投资 5 亿元，建成投产后将形成年产 2 亿平方米纸箱的生产能力，成为全省最大的瓦楞纸板生产企业，可提供就业岗位超 300 个，可实现工业总产值超 5 亿元，利税超 2000 万元。
	广东新增一印刷项目，预计可年产 190 万个包装盒等印刷品。广东省汕头市金东阳印刷有限公司的挂牌、包装盒印刷生产项目进入环评审批前公示阶段，该项目总投资 150 万元，预计项目投产后可年产挂牌、包装盒、工艺盒等印刷品共 190 万个。
	2018 中国上市公司信用 500 强发布 三家纸企上榜。在 2019 年 1 月 16 日于北京举办的“2019 中国企业信用发展论坛暨第十届诚信公益盛典”上发布了 2018 年度中国企业信用 500 强名单，其中有三家纸企上榜，并且排名前 50。
家具	红星美凯龙商场将智能化改造。红星美凯龙上海金桥店正进行线下场景的数字化、智能化改造。该店集中了顾客轨迹的人形识别、智能机器人导购、智能消费者引导、AR 虚拟现实体验等黑科技。目前该店正在试验一整套红星美凯龙对未来门店的数字化设想，并将于 2019 年逐步复制到几十个红星美凯龙实体店。
	土巴兔开放赋能智能硬件。土巴兔依托平台优势，已布局智能家居行业借助已有资源，一方面能够帮助装修企业提升签单量，布局全国市场，让装修的前装产能扩大；另一方面家装天然的入口，互联网家装用户与智能家居用户的高匹配度，使得智能家居产品能够迅速进入大众视野，开始成为大众化的选择。

资料来源：中国纸网，家具微新闻，光大证券研究所

5.2、本周公司动态

◆ 公司公告和信息

图表 62：本周公司公告和信息

公司名称	公告信息
欧派家居	2018 年年度业绩预增公告。预计 2018 年年度实现营业收入与上年同期（法定披露数据）相比，将增加 145,653 万元到 242,754 万元，比上年同期增长 15%到 25%。预计 2018 年年度实现归属于上市公司股东的净利润与上年同期（法定披露数据）相比，将增加 19,502 万元到 32,503 万元，同比增长 15%到 25%。
宜宾纸业	2018 年度业绩预增公告。2018 年 1-12 月实现归属于上市公司股东的净利润预计为 16900 万元至 17700 万元，与上年同期相比，将增加 7654 万元至 8454 万元，同比增加 82%到 91%。实现归属于上市公司股东的扣除非经常性损益的净利润预计为-3762 万元至-4112 万元，较上年同期相比，将

	减亏 7110 万元至 7460 万元。
康旗股份	关于与北京腾云天下科技有限公司签订战略合作框架协议的公告。公司与北京腾云天下科技有限公司于近日签订了《战略合作框架协议》。双方将充分发挥各自优势，在大数据聚合超算的基础上，完善数据智能综合解决方案，共同建立银行、保险等机构客户大数据服务平台，促进“数据智能+民生消费”理念的首次合作。通过利用跨行业大数据应用价值开发，推动普惠金融以及数据智能应用的发展，使民生消费服务体验得到跨越式提升。
顺灏股份	关于控股股东部分股份解除质押的公告。公司于近日收到控股股东顺灏投资集团有限公司的通知，获悉顺灏投资将其所持有公司的部分股份进行解除质押，截至本公告披露日，顺灏投资持有公司股份 167,422,500 股，占公司总股本的 23.61%。其所持有公司股份累计被质押 133,180,000 股，占公司总股本的 18.78%，占其所持公司股份的比例为 79.55%。控股股东、实际控制人及其一致行动人累计质押股份数占其持股总数的比例为 69.40%。
海伦钢琴	关于 2018 年度业绩预告的公告。公司预计 2018 年归属于上市公司股东的净利润盈利:4,917.66 万元—6,147.08 万元,比上年同期增长:20%—50%,公司预计非经常性损益对净利润的影响金额约为 940 万元,主要系政府补助及理财收益较上年同期减少。
银鸽投资	关于公司和子公司向华夏银行申请授信及公司提供反担保的公告。公司控股子公司漯河银鸽生活纸产有限公司拟向华夏银行股份有限公司郑州分行申请综合授信净额 0.3 亿元,授信期限为 12 个月。能源化工担保公司为该笔授信提供担保。为支持银鸽生活纸公司的经营发展,公司拟为银鸽生活纸公司就上述授信事宜向能源化工担保公司提供连带责任保证反担保。
美盈森	关于投资设立全资子公司的公告。公司于 2019 年 1 月 24 日在福建省福州市投资设立全资子公司福建美盈森环保科技有限公司并领取了营业执照。经营范围:环保技术推广服务;其他未列明的节能技术推广服务;其他专业设计服务;纸和纸板容器制造;其他纸制品制造。
美利云	2018 年度业绩预告。预计公司归属于股东的净利润 3,400 万元-3,800 万元,比上年同期增长 33.33%-49.02%。基本每股收益 0.049 元/股-0.055 元/股。
景兴纸业	关于公司在马来西亚投资建设 140 万吨项目的公告。公司拟在马来西亚建设年产 140 万吨项目,即投资建设年产 80 万吨废纸浆板及 60 万吨包装原纸生产基地,投资金额为 29,940 万美元。

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(电子发票、档案管理等)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 16X、13X、10X。

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 18X、8X、7X。

索菲亚：1、定制家具一线龙头企业，品牌、产品、渠道、成本、信息化等各方面综合优势明显；2、衣柜业务：全屋定制持续推进，加上门店持续扩张，衣柜业务客单价有望持续提升，规模持续增长；3、橱柜业务：价格策略调整后，橱柜业务接单情况稳步好转，盈利能力持续回升；另外，新业务木门开始布局；4、盈利预测：预计 2018-2020 年 EPS 分别为 1.19、1.44、1.73 元，对应当前股价的 PE 分别为 15X、13X、10X。

太阳纸业：1、公司为拥有海内外林浆纸一体化项目的综合性造纸龙头企业，产品品类多元化，业绩稳定性强；2、公司主要纸种铜版、胶版纸等价格已自高点出现较大幅度回落，而文化纸供需及竞争格局相对较好，我们认为 19 年文化纸均价将较为坚挺，驱动公司业绩增长；3、公司木浆自给水平较高，成本优势明显；4、溶解浆产品贡献利润弹性；5、盈利预测：预计 2018-2020 年的 EPS 分别为 0.90 元、0.99 元、1.14 元，对应当前股价的 PE 分别为 7X、6X、5X。

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 20X、15X、11X。

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，公司增长可持续性较强；4、成本端进口木浆价格已于 18Q4 开始回落，我们判断浆价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 23X、18X、15X。

图表 63：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	8.18	0.38	0.48	0.58	0.69	21	17	14	12	买入
002117	东港股份	13.23	0.64	0.81	1.04	1.35	21	16	13	10	买入
603818	曲美家居	6.73	0.50	0.37	0.81	0.98	13	18	8	7	买入
002572	索菲亚	18.11	0.98	1.19	1.44	1.73	18	15	13	10	买入
002078	太阳纸业	6.11	0.78	0.90	0.99	1.14	8	7	6	5	增持
603816	顾家家居	49.80	1.91	2.48	3.33	4.33	26	20	15	11	增持
002511	中顺洁柔	7.81	0.27	0.34	0.43	0.53	29	23	18	15	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 25 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见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	haohui@ebscn.com
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	suy1@ebscn.com	
	常密密		15626455220	changmm@ebscn.com	
	国际业务	陶奕	021-52523546	18018609199	taoyi@ebscn.com
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	
私募业务部		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
	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	