

轻工制造

证券研究报告
2019年01月27日

推荐可转债专题研究和家居/包装造纸月度数据深度报告

投资评级
行业评级 强于大市(维持评级)
上次评级 强于大市

作者

范张翔 分析师
SAC 执业证书编号: S1110518080004
fanzhangxiang@tfzq.com
李杨 分析师
SAC 执业证书编号: S1110518110004
liyong@tfzq.com
武楠 联系人
wnan@tfzq.com

行业走势图



资料来源: 贝格数据

相关报告

- 《轻工制造-行业专题研究:18Q4 基金重仓股分析:轻工板块超配比例略有回落, 减持家居增持生活用纸和包装》 2019-01-25
- 《轻工制造-行业专题研究:成品纸库存及开工率下降, 纸价浆价继续回落——包装&造纸数据报告 201901 期》 2019-01-22
- 《轻工制造-行业专题研究:家居线上成交明显改善, 竣工面积超预期——家居数据报告 201901 期》 2019-01-22

家居板块:

本周我们发布家居&包装&造纸数据跟踪报告第二期, 家居 12 月数据两个亮点, 一是竣工数据超预期, 同比提升 6.09%, 12 月竣工面积占全年的 28%, 是最关键的一个月份; 二是家居线上销售改善显著, 衣柜类同比增长 75.9%, 沙发类增长 35.9%, 床类增长 51.6%, 床垫类增长 19.2%。近期家居板块在外资积极配置的带动下积累了一定涨幅, 前期悲观预期有所修复, 基本上, 我们判断 19 年龙头有望看到业绩拐点, 后续应重点跟踪业绩前瞻信号, 基本面开始发生切实改善时, 板块有望迎来较好投资机会。

1) 成品家居:

展望 2019 年, 成品家居板块由于 2018Q1 高基数原因, 2019Q1 增长压力较大, 得益于原材料价格的下行, 利润端的增速要好于收入端增长。收入端的持续增长需要关注: 地产增长的边际改善、企业持续渠道下沉获得更大市场份额、拓展新品类以及提升门店运营效率提升同店表现。2019 年选股逻辑基于以下几点: 1) 持续关注多品类企业的品类整合情况以及公司对渠道端的赋能, 首推顾家家居; 2) 持续关注对上游原材料敏感度较高标的: 推荐梦百合; 3) 持续关注中美贸易战进程以及企业海外产能的布局进展, 建议关注敏华控股。

2) 定制家居:

由于 1Q18 家居企业普遍业绩基数较高, 预计 19 年一季度业绩增长仍有压力, 但随着新房交房改善, 业绩有望在二季度出现拐点, 下半年开始回升。而我们认为家居企业集中度提升逻辑仍成立, 结束渠道红利的野蛮发展期后, 为经销商赋能将成为新成长动力, 龙头企业不仅在管理、品牌上具有优势, 而且在广告、开店、供应链等费用投入上相比小企业有规模优势。看好欧派家居、尚品宅配、索菲亚。

包装及家用轻工板块:

2019 年 1 月 17 日顺灏股份公告其全资子公司云南绿新收到《云南省工业大麻种植许可证》, 未来公司将开展工业大麻相关领域的业务。建议阅读工业大麻产业解读报告《医用领域工业大麻解析》。中烟公司积极布局新型烟草, 反映国内政策态度较为明朗, 跟踪关注美国 FDA 对菲莫 IQOS 产品能否进美销售的答复, FDA 的批准有望成为国内政策的催化剂。密切关注能够切入卷烟产业链的民营企业, 未来国内新型烟草政策放开, 卷烟产业链企业有望优先受益, 一方面卷烟企业深度绑定中烟公司, 另一方面烟具+烟具包装+烟弹包装, “一条龙”服务提升附加值。看好劲嘉股份、集友股份。

包装板块整体估值较低, 股价在过去两年整体表现较为一般, 2019 年上游大宗价格弱势表现将改善包企利润表现。原材料价格下降能够在某一行业中留存大比例的逻辑包括: 1) 企业掌握生产制造的核心技术; 2) 企业与下游客户之间达成良好战略合作协议。从国内包装行业现状来看, 核心技术带来的议价能力相对较低, 国内包装行业整体规模较小, 主要利润留存逻辑基于企业与客户之间的良好战略合作协议, 推荐关注劲嘉股份、裕同科技。

造纸板块:

生活用纸: 阔叶浆外盘报价坚挺, 针叶浆期货价格上涨, 关注后期原材料对生活用纸企业成本端影响。巴西浆纸企业 Suzano 表示未来 2-3 个月将减少对中国的阔叶浆供给量, 并计划检修以控制库存。自 1 月初内盘阔叶浆价持续上涨, 涨幅明显高于针叶浆, 预计后市外盘阔叶浆报价坚挺, 将对生活用纸企业成本端造成影响。生活用纸偏刚需品, 受经济周期影响较小, 需求仍将平稳增长, 为销量的增长提供保障, 从而将成本下降带来的利润留存在企业中, 看好中顺洁柔。

风险提示: 原材料价格上涨; 房地产增速下滑; 汇率波动许可证获批不及预期, 政策变更风险, 坚决反对娱乐大麻合法化, 工业大麻不同于毒品大麻, 毒品大麻、中间型大麻具有滥用和药用倾向危害性大, 政策风险、经营风险、管理风险、自然风险

重点标的推荐

股票代码	股票名称	收盘价 2019-01-25	投资 评级	EPS(元)				P/E			
				2017A	2018E	2019E	2020E	2017A	2018E	2019E	2020E
603816.SH	顾家家居	49.80	买入	1.91	2.53	3.31	4.23	26.07	19.68	15.05	11.77
002078.SZ	太阳纸业	6.11	买入	0.78	0.98	1.12	1.24	7.83	6.23	5.46	4.93
002511.SZ	中顺洁柔	7.81	买入	0.27	0.35	0.42	0.53	28.93	22.31	18.60	14.74
300616.SZ	尚品宅配	67.14	买入		4.72	6.09	8.12		14.22	11.02	8.27
603833.SH	欧派家居	90.95	买入		4.02	5.15	6.52		22.62	17.66	13.95
002572.SZ	索菲亚	18.11	买入		1.19	1.39	1.68		15.22	13.03	10.78
002191.SZ	劲嘉股份	8.18	买入	0.38	0.49	0.62	0.75	21.53	16.69	13.19	10.91

资料来源：天风证券研究所，注：PE=收盘价/EPS

行业观点：推荐可转债专题研究和家居/包装造纸月度数据深度报告

核心观点：

竣工边际改善+外资加仓驱动家居板块春季躁动行情。12月竣工面积超预期+家居线上销售改善显著，基本面边际改善缓解前期市场过度悲观预期，年初外资加仓优质消费股，近10日索菲亚、欧派家居、顾家家居的陆股通持股比例分别增加0.58%、0.18%、0.05%。**我们判断19年家居龙头基本面将好转，主要基于以下三点：**1)竣工面积17-18两年和销售面积背离，19年交房量改善确定，同时1-2线新房销售预计有所好转，装修需求提升促使家居企业19年业绩在2季度前后有望见底；2)房地产政策因城施策对二手房交易影响；3)家居企业集中度提升逻辑仍成立，结束渠道红利的野蛮发展期后，为经销商赋能和产品力开发成为新成长动力。**板块19Q1高基数下增长压力较大，但得益于原材料价格的下行，利润端的增速要好于收入端增长。**

造纸板块成本端受益木浆持续回调和人民币汇率趋稳，针叶浆期货推出利于对冲套保。主要关注细分板块需求端的情况，看好消费领域的生活用纸**中顺洁柔**。

包装板块主要亮点在于新型烟草领域拓展，目前国内各省级烟草公司都在积极研发和储备低温不燃烧产品，单纯烟具制造并非核心竞争力，A股公司能否参与整条产业链的价值分配是核心！该领域关注**劲嘉股份、集友股份、顺灏股份**。

本周专题研究：轻工板块可转债情况

近期可转债关注度持续提升，主要得益于可转债兼具权益和固收的双重资产属性。股市博弈成分加大，同时从经济周期角度来看，今年可能是经济磨底之年，转债既有进攻性，也兼具防守性。轻工团队将板块内已经上市交易的核心标的转债情况进行梳理，同时将处于发行预案进程中的转债进行梳理。

从目前正在债券市场交易的主要标的转债情况来看，百合转债（正股标的梦百合）发行时正股经历了一波原材料价格大幅上涨侵蚀利润从而导致股价大幅下挫的阶段，因此转债发行时初始转股价较低为19.03元/股，到2019年1月25日公司正股收盘价为21.95元/股，随着三季度盈利拐点的确认以及原材料价格的持续下降，公司盈利预期持续提升，带动正股价格上涨显著。目前来看，初始转股价低于正股价格。对于公司后续股价驱动力，短期来看，关注原材料价格的进一步下跌，中长期角度来看，关注内销布局的持续深化，国内经销渠道的拓展和酒店工程业务的放量。**顾家转债（正股标的顾家家居）**目前初始转股价仍然高于其正股收盘价，转股溢价为13.87%，顾家家居是国内软体家居龙头，品类布局、渠道数量及营销层面均具有显著优势，有望成为国内泛家居的整合者，具有长期

配置价值。短期地产端的弱势表现压制其估值，后续关注业绩前瞻信号，基本面开始发生切实改善时，有望迎来较好投资机会。

两大造纸龙头转债：山鹰转债与太阳转债。关于正股方面，需求较弱短期承压，中长期看好行业格局优化。短期由于下游需求压力正股股价表现较弱，因此转债层面也呈现债券属性凸显，纯债溢价率较低。

表 1：轻工板块主要标的的转债情况

名称	发行公告日期	期限(年)	债券评级	初始转股价	转债收盘价	正股收盘价	债性指标		股性指标	
							纯债价值	纯债溢价率	转股价值	转股溢价率
山鹰转债	2018-11-19	6	AA+	3.34	107.41	3.28	92.63	15.95%	98.20	9.37%
百合转债	2018-11-06	6	AA-	19.03	113.30	21.95	77.78	45.66%	115.34	-1.77%
顾家转债	2018-09-10	6	AA	52.38	108.26	49.80	88.03	22.98%	95.07	13.87%
太阳转债	2017-12-20	5	AA+	8.85	102.22	6.11	92.99	9.92%	69.04	48.06%

资料来源：Wind，天风证券研究所

注：纯债价值等于以同等级信用债利率贴现获得；纯债溢价率=转股价格/纯债价值-1；转股价值=面值/转股价*目前正股股价；转股溢价率=转债价格/转股价值-1

从目前处在发行预案阶段的企业转债情况来看，欧派家居、荣晟环保、德尔未来目前已获得发审委通过，其他公司尚处于获得股东大会通过阶段。

表 2：处在可转债发行预案阶段企业一览表

公告日期	公司代码	公司名称	方案进度	预案公告日	股东大会公告日	发审委通过公告日	审核结果公告日期	发行规模(亿元)	发行期限(年)
2019-01-03	002572.SZ	索菲亚	股东大会通过	2018-12-18	2019-01-03			10.00	6
2019-01-15	603833.SH	欧派家居	发审委通过	2018-05-23	2018-06-14	2019-01-14	2019-01-14	14.95	6
2018-08-18	603898.SH	好莱客	股东大会通过	2018-07-25	2018-08-18			6.30	6
2019-01-12	002078.SZ	太阳纸业	股东大会通过	2018-12-27	2019-01-12			10.00	5
2019-01-24	000910.SZ	大亚圣象	股东大会通过	2019-01-08	2019-01-24			12.00	6
2019-01-24	002228.SZ	合兴包装	股东大会通过	2018-09-29	2018-10-16			5.96	6
2019-01-25	603499.SH	翔港科技	股东大会通过	2019-01-08	2019-01-25			2.00	6
2019-01-15	603165.SH	荣晟环保	发审委通过	2018-05-23	2018-06-09	2019-01-14	2019-01-14	3.30	6
2018-12-25	002631.SZ	德尔未来	发审委通过	2018-06-05	2018-06-21	2018-12-24	2018-12-24	6.30	6
2018-11-21	600076.SH	康欣新材	股东大会通过	2018-11-03	2018-11-21			13.00	6
2018-09-27	002846.SZ	英联股份	股东大会通过	2018-09-03	2018-09-21			2.14	6
2018-09-07	002615.SZ	哈尔斯	股东大会通过	2018-08-22	2018-09-07			3.00	5

资料来源：Wind，天风证券研究所

家居板块：

本周我们发布家居&包装&造纸数据跟踪报告第二期，家居 12 月数据两个亮点，一是竣工数据超预期，同比提升 6.09%，12 月竣工面积占全年的 28%，是最关键的一个月份；二是家居线上销售改善显著，衣柜类同比增长 75.9%，沙发类增长 35.9%，床类增长 51.6%，床垫类增长 19.2%。近期家居板块在外资积极配置的带动下积累了涨幅，前期悲观预期有所修复，基本上，我们判断 19 年龙头有望看到业绩拐点，后续应重点跟踪业绩前瞻信号，基本面开始发生切实改善时，板块有望迎来较好投资机会。

长期逻辑：根据欧睿国际的数据，2017 年美国家居市场规模为 2750 亿美元，人均消费约 5800 元/年，中国家居市场规模约 1.2 万亿，人均消费约 860 元/年，虽然短期受到地产波动影响，但长期看国内家居是消费品属性，还有很大增长空间。对家居企业而言，未来不仅市场规模会保持增长，而且可以通过场景化销售、持续拓展品类、赋能经销商来

进行泛家居行业的整合，实现收入和利润的大幅增长。

我们推出全新研究子品牌“家居行业月度数据深度报告”，结合天风轻工拥有的宏观-行业-交易多层次数据库资源，从行业驱动力指标、行业运行指标、交叉验证指标和原材料价格指数四个方面紧密跟踪轻工行业脉搏。

1) 成品家居：

成品家居竞争格局较好，环保趋严和人工成本上涨对应小厂自动化率低推动小产能加速淘汰，内生增长对冲地产冲击。龙头企业依靠品牌品类扩张，渠道下沉持续拓店，多品类快速增长来对冲地产下滑的不利影响，首推软体龙头**顾家家居**（品牌+渠道持续建设，看好大家居战略）；看好三季度业绩迎来拐点的**梦百合**（显著受益于原材料价格下降及人民币汇率贬值，酒店和内销持续拓展）。

展望 2019 年，成品家居板块由于 2018Q1 高基数原因，2019Q1 增长压力较大，得益于原材料价格的下行，利润端的增速要好于收入端增长。**收入端的持续增长需要关注：地产增长的边际改善、企业持续渠道下沉获得更大市场份额、拓展新品类以及提升门店运营效率提升同店表现。**

对于 2019 年成品板块的选股逻辑，我们提炼出以下几点方向：

1) 持续关注多品类企业的品类整合情况以及公司对渠道端的赋能：多品类企业渠道拓展空间更大，同时多品类的整合以及连带率的提升有望提升同店表现，渠道增量叠加同店表现带动公司业绩继续亮眼表现，其中需要企业的持续赋能，推荐**顾家家居**；

2) 持续关注对上游原材料敏感度较高标的：在 2019 年整体宏观需求弱势表现下，上游大宗商品价格有望进一步下跌为相关企业释放利润，原材料价格敏感性较高标的利润弹性也更高，推荐**梦百合**；

3) 持续关注中美贸易战进程以及企业海外产能的布局进展：中美贸易摩擦升级对外销占比较高企业在 2019 年预计会有较大冲击，随着企业海外产能布局的逐步达产，利润端会迎来边际改善，建议关注**敏华控股**。

本周 TDI 和 MDI 价格与上周持平，2019 年以来 TDI 下降了 2200 元/吨，MDI 上涨了 200 元/吨，对于原材料价格敏感性较高标的**梦百合**有显著利好。以 TDI 和 MDI 的市场价（主流价，华东地区）指标来看，本周 TDI 和 MDI 价格与上周持平，分别为 14100 元/吨和 20700 元/吨。2019 年以来 TDI 下降了 2200 元/吨，MDI 上涨了 200 元/吨，按公司二者年消耗量 8000 吨和 4000 吨测算，其他条件不变的情况下，贡献公司税前利润 1680 万元增量。近期 TDI 价格仍然呈现下行态势，而 MDI 价格略有上涨，MDI 价格回升主要由于短期供给偏紧导致，预计后续原材料价格仍旧保持弱势态势，后续仍将释放利润公司弹性，自 2018Q3 盈利拐点确立以来，原材料价格保持走低趋势，预计公司 2018Q4 和 2019Q1 高增长。从长期来看，内销布局持续深化，携手龙头卖场及家具企业共同拓展内销渠道，酒店工程业务 2B2C 两手抓，恒旅业务打开未来想象空间，持续深化渠道布局，建议持续关注原材料价格变动及内销业务表现。

2) 定制家居：

由于 1Q18 家居企业普遍业绩基数较高，预计 19 年一季度业绩增长仍有压力，但随着新房交房改善，业绩有望在二季度出现拐点，下半年开始回升。而我们认为**家居企业集中度提升逻辑仍成立，结束渠道红利的野蛮发展期后，为经销商赋能将成为新成长动力，龙头企业不仅在管理、品牌上具有优势，而且在广告、开店、供应链等费用投入上相比小企业有规模优势。**19 年以下几方面改善可以持续跟踪验证：

1) 观察 2019 年竣工交房的变化。17-18 年竣工面积和现房销售面积连续下滑，18 年存量房也交易清淡，导致装修需求较差。一般竣工滞后新开工 2 年左右时间，预计 19 年

初见底回升，新房交房回暖的周期也有望持续 1-2 年，值得密切关注；

2) **观察 2019 年一二线和强三线销售情况。**今年下半年已经看到 30 大中城市销售面积恢复，明年大型房企推盘量还会上升，大中城市销售面积连续两年下滑后刚需力量也在恢复。对于 4-6 线城市，明年销售虽然大概率下滑，但是当地的定制渗透率低，类似 3-5 年前的一二线城市，定制需求还有较大空间。

3) **定制龙头加强开发整装新渠道。**虽然灵活的小企业率先加强对整装渠道的争夺，但是龙头定制和整装合作有更大的优势，18 年是定制龙头加强同整装合作的元年，欧派通过整装大家居模式，尚品通过整装云，索菲亚、志邦也积极和装企合作，19 年有望在整装渠道取得好成绩。具体情况可见我们深度报告：《**整装渠道能否释放定制家居新渠道红利？基于上海 171 家装企调研——泛家居产业系列研究之二**》。

对定制行业发展趋势的再思考：前几年随着大量企业进入到定制家居，而行业景气度在今年又开始降温，我们认为，未来一阶段定制行业将结束野蛮发展期，进入一个比拼企业内功的整合期。**未来定制企业将围绕以下几个方面强化能力，实现优胜劣汰：**

- 1) **巩固老渠道拓展新渠道。**由于定制家居销售不仅有体验需求，还有设计服务需求，因而渠道的竞争力非常关键，企业一方面要保证经销商的盈利能力，另一方面随着卖场人流下降，开拓线上、整装、线下非卖场等渠道非常重要。而中小定制企业如果在渠道上不能有所突破，就会面临生存难度不断加大的困境。
- 2) **结合新零售为经销商赋能。**定制上半场比拼的是开店速度，下半场将比拼经销商能力，未来企业对经销商的赋能尤为关键，比如降低设计难度提升设计水准；帮助经销商在线上、展会等获客；安装水平提升等。
- 3) **产品创新和生产效率提升。**例如结合照明、智能化等微创新可能带来意想不到的效果，需要企业加大研发投入。
- 4) **泛家居行业的整合。**强化供应链整合能力，从场景化销售或整装两条路径入手，做中国的宜家。

2019 年，我们建议重点关注能在以上几方面能力取得突破的定制企业，龙头企业的规模优势和品牌优势将发挥更大作用。看好整装渠道拓展领先的欧派家居、智造和品牌优势突出的索菲亚、线上渠道优势明显且不断为经销商赋能的尚品宅配；另外建议关注品类持续扩张，经营稳健，低估值的好莱客、志邦股份等。

包装及家用轻工板块：

2019 年 1 月 17 日顺灏股份公告其全资子公司云南绿新收到《云南省工业大麻种植许可证》，未来公司将开展工业大麻相关领域的业务。工业大麻到底是什么？工业大麻产业链又是怎样的？国内企业如何参与到该产业链中？**建议阅读工业大麻产业解读报告《医用领域工业大麻解析》。**

工业大麻是指四氢大麻酚含量低于 0.3%（干物质重量百分比）的大麻属原植物及其提取产品，其在生物制药、生活用品、纺织纤维、复合材料、生物质能等多个领域均有广泛的应用。**工业大麻中萃取分离出的大麻二酚，可供药物研发和生产用。**我国工业大麻仅能在云南和黑龙江两省种植，其种植和加工业务需要获得当地公安局审批，获得种植和加工许可证后才能进行相关业务。我国参与到工业大麻产业链的主要企业包括汉麻集团、紫鑫药业和顺灏股份等。

中烟公司积极布局新型烟草，密切关注能够切入卷烟产业链的民营企业。上个月湖北中烟和云南中烟均有加热型新型烟草产品新品发布，其他多省份中烟公司（广东、四川、安徽等）均在积极储备新型烟草产品。我们认为，**中烟公司的积极储备反映国内政策态度较为明朗，需紧密关注美国 FDA 对菲莫 IQOS 产品能否进入美国市场销售的政策影响，**

FDA 的批准有望成为国内政策的催化剂。目前新型烟草板块有两条投资主线，一个是烟具制造企业盈趣科技等，另一个是卷烟产业链企业劲嘉股份、集友股份和顺灏股份等。我们认为，假如未来国内新型烟草政策放开，卷烟产业链企业有望优先受益。1) **深度绑定中烟公司。**即便国内新型烟草政策放开，烟弹仍归为中烟公司专营，相应的烟具生产订单中烟公司可能优先给予前期合作过的企业，将利好劲嘉和集友这种与中烟关系密切的民营企业。2) **烟具+烟具包装+烟弹包装，“一条龙”服务提升附加值。**新型烟草中烟具并非盈利的核心，以 IQOS 为例，其收入中仅 25%来自烟具，75%来自烟弹。因此未来单纯的烟具制造商竞争力不足，而对于劲嘉和集友等烟标企业，可以顺利切入烟弹产业链，承包烟具+整体包装的生产，“一条龙”服务不仅有利于风格统一，也提升企业产品附加值，增强盈利能力。

新型烟草领军企业劲嘉股份与云南中烟合作继续深入；集友合作昆明旭光加强新型烟草制品研发；顺灏股份和东风股份增资控股子公司上海绿馨，推进新型烟草产品的全方位发展。未来伴随国内新型烟草政策明朗化，领先布局企业将优势凸显。看好劲嘉股份（**新型烟草布局持续深入**，传统烟标业务增长稳健，精品烟酒彩盒放量），大踏步进军烟标领域的集友股份（**拟定增投资烟标加速进军新业务，牵手安徽中烟新型烟草产业研发推进，19 年烟标产能加速放量**）。

纸包行业持续整合，龙头企业优势逐步凸显。原材料成本维持高位，今年下半年 8~9 月份纸包装需求不旺加剧包装企业成本向下传导压力，中小纸包企业生存空间持续被压缩，行业整合加速。**龙头企业整合市场逆势扩张，优势逐步凸显，合兴包装发行可转债，建设环保包装工业 4.0 智能工厂和青岛纸箱生产项目（年产 6000 万^m三层中高档纸箱和年产 9000 万^m五层中高档纸箱），预计带来 11.58 亿收入（8932 万元利润）；裕同科技收购江苏德晋塑料包装，拓展化妆品塑料包装，大包装布局深入。**龙头企业积极打造产业链平台，如 PSCP 和 S2B 平台等，贡献新的增长点。建议关注**合兴包装、裕同科技**。

包装板块整体估值较低，股价在过去两年整体表现较为一般，**2019 年上游大宗价格弱勢表现将改善包企利润表现。**我们认为基于此逻辑选股的核心点在于：**在原材料价格下降带来的利润中留存在包企的比例。**原材料价格下降能够在某一行业中留存大比例的逻辑包括：1) **企业掌握生产制造的核心技术**；2) **企业与下游客户之间达成良好战略合作协议。**从国内包装行业现状来看，核心技术带来的议价能力相对较低，国内包装行业整体规模较小，主要利润留存逻辑基于企业与客户之间的良好战略合作协议，推荐关注**劲嘉股份、裕同科技**。

本周裕同科技发布业绩预告：预计 2018 年实现营业收入 85.3-86.3 亿元，同比增长 22.8%-24.2%，实现归母净利润 9.32-9.78 亿元，同比增长 0-5%。基于此测算公司 2018 年四季度单季度收入为 30.75-31.75 亿元，同比增长 26.9%-31%，单季度归母净利润为 3.89-4.35 亿元，同比增长 21.4%-35.7%，四季度单季度归母净利率为 12.7%-13.7%。随着上游原材料价格的下降、细分市场的持续开发以及公司精细化管理水平的提升，公司实现了收入的高速增长以及盈利水平的持续回升。

造纸板块：

1) 木浆系：

阔叶浆外盘报价坚挺，针叶浆期货价格上涨，关注后期原材料对生活用纸企业成本端影响。巴西浆纸企业 Suzano 已于 1 月 14 日与 Fibria 完成合并，成为全球阔叶浆产能最大的生产商。本周公司表示，1 月所有地区的漂白桉木浆（BEK）价格保持不变，未来 2-3 个月将减少对中国的阔叶浆供给量，并计划检修以控制库存。自 1 月初内盘阔叶浆价持续上涨，涨幅明显高于针叶浆，预计后市外盘阔叶浆报价坚挺，将对生活用纸企业成本端造成影响。针叶浆价格底部趋稳，维持在 5600 元/吨。但受到 Suzano 挺价影响，本周针叶浆期货价格回升，截止本周五纸浆 1906 收盘价 5386 元/吨，较上月同期环比上涨 9.1%，贴水收窄至 214 元（较上月下降 64.3%）。

生活用纸：原材料木浆价格持续回落，下游需求较稳定抗周期性较强，业绩弹性凸显。 预计 19 年木浆价格回落，生活用纸偏刚需品，受经济周期影响较小，需求仍将平稳增长。对于生活用纸企业，木浆成本在总成本中占比 60% 以上，木浆价格下跌带来业绩弹性；而需求的平稳使得生活用纸价格相对稳定，并为销量的增长提供保障，从而将成本下降带来的利润留存在企业中。**以中顺洁柔为例，1) 成本端：**公司毛利率/净利率对木浆价格弹性为 0.4，即木浆价格下降 1%，毛利率/净利率将提升 0.4pct，浆价下降将带来明显业绩弹性。考虑木浆库存后，预计 18Q4 成本端的好转在 19Q1 反映，预计 19Q1 单吨木浆成本环比下降 1.2%，毛利率 32.5%。**1) 销售端：**18 年销量预计 14% 增长（17 年销量 40 万吨，18 年预计 46.5 万吨）；叠加涨价落实约 10pct，全年预计收入增长 20% 以上，利润 25%–30% 增长。19 年公司 17 万吨新产能即将投放，同时产品结构中“face+lotion+自然木”三大高端系列占比有望提升 10pct 至 70% 以上，收入持续增长可期。**建议关注公司深度《中顺洁柔：藏机于身，趁机在速！》。**

展望 2019 年，生活用纸企业 18Q1 基数较高，但我们预判 19 年木浆价格下行，生活用纸需求和价格较为稳定，19 年业绩弹性大。由于 17H2~18H1 木浆价格大幅上涨，18Q1 生活用纸龙头企业均提价销售，中顺洁柔 18Q1 毛利率达 38%，19Q1 成本端压力较 18Q4 将有所缓解，毛利率预计环比提升。

我们预判 19 年木浆价格大概率下行：1) 木浆价格经历 17H2~18H1 上升周期后已处五年来高位，18Q3 木浆需求疲软，外盘浆价已出现较大幅度回落。2) 木浆港口库存高位，19H1 大概率降价去库存。截止 18 年 11 月，国内主要木浆港口青岛和常熟木浆库存同比增长 109.3%/38.5% 至历史高位；自 18Q3 全球木浆库存量增长已超过出货量，全球木浆港口库存同样处历史高位，表明木浆需求疲软，19H1 大概率进入降价去库存周期。**3) 预计 19 年木浆全球新增供给量大于需求量，**预计 19 年新增木浆产能 180 万吨，新增需求量 135 万吨。

长期看，国内人均生活用纸量仅 6.8kg 远低于欧美发达国家（瑞典 24kg、美国 22kg），人均生活用纸支出逐年提升，生活用纸属于刚需，与宏观经济关联性差，未来需求端将稳健增长。供给端行业具有难攻难守特征，产能门槛低，但渠道和品牌壁垒很高，中小产能加速淘汰。短期看好生活用纸龙头企业通过产能和渠道扩张实现收入业绩扩张式增长；中长期看好龙头企业在产品创新和高端差异化、营销渠道服务能力的核心能力，看好**中顺洁柔**。

文化纸：内盘木浆价格持续回落，缓解成本端压力，需求有所拖累。目前铜板和双胶纸市场交投平稳，双胶纸下游出版社需求向好，库存均处合理水平，因今年教材招标从往年 8–9 月往后延期一个月，我们预计后续交投趋旺。**成本端前期内盘受汇率影响浆价强硬，近期木浆价格回调，预计压力趋缓。**看好**太阳纸业**（化学浆和废纸浆产能逐步落地提升公司原材料自给率，浆纸产能布局确定明年持续增长能力）。

2) 废纸系：

包装纸厂频发 2 月涨价函，落实情况需跟踪后期订单，19 年新增 500 万吨包装纸产能，价格下行压力大。本周理文等纸厂相继发布 2 月份涨价函，纸价自 2 月 1 日起将上调 100~200 元/吨，主要因春节临近，2 月停机检修增加。但涨价能否落实，需看开工后订单情况。19 年将新增 500 万吨箱板瓦楞纸产能，对 19 年包装纸价形成较大的压力。

需求较弱短期承压，中长期看好行业格局优化，龙头纸企海外废纸浆产能布局优势。今年受宏观经济环境影响，包装纸需求承压，箱板瓦楞纸市场交降温。贸易战影响下，推高废纸价格，国内箱板瓦楞纸成本增加，进口替代国产瓦楞纸效应开始显现，进口量大幅增长（18 年 5~7 月份瓦楞纸进口量同比增长 28.2%/83.9%/129.9%）；另一方面，国内主要因为 1) 菜鸟物流等快递纸箱回收业务发展迅速；2) 精确算法运用于包装箱，可减

少 15%包材使用，减少需求量；3) 推出轻型绿色包装，5 层瓦楞纸减少为 3 层，较同等体积的原标准箱减重 20%，减少用量；4) 17 年包装纸高价导致塑料、泡沫等替代物盛行。包装纸需求端仍存在压力，中长期看完全依赖国废的中小产能加速淘汰，龙头企业**玖龙、理文、山鹰、太阳纸业**等今年来持续考察和布局海外废纸浆产能，产业链延伸和资源优势更加明显。看好**山鹰纸业**（并表北欧和联盛纸业增加产能，外废渠道资源丰富，激励基金业绩 18-20 考核 30/40/50 亿增添业绩保障）。

3) 本周原材料和成品纸价格走势：

本周针叶浆环比上涨 0.48%至 5616 元/吨，阔叶浆环比上涨 1.58%至 5411 元/吨。本周进口木浆现货市场供应量平稳，下游纸厂原料备货接近尾声，商家低价惜售，偶有报盘，均向高位靠拢。进口针叶浆现货市场价格小幅提涨 50 元/吨；阔叶浆受外盘坚挺影响，报盘提涨 50-100 元/吨。**本周铜板纸均价持平上周 5601 元/吨，双胶纸价格环比下降 0.03%至 6275 元/吨。**本周铜版双胶纸市场行情大稳小动，纸厂销售一般，观望为主。春节临近，下游业者备货已经进入尾声，物流陆续停运，市场交投趋于平淡。上游木浆价格稳中上涨，对铜版纸市场有一定利好支撑。**本周白板纸/白卡纸价格均持平上周为 4830/5432 元/吨。**本周白板白卡纸市场交投明显转淡，纸厂前期订单发货为主，价格稳定。经销商观望为主，随着节日气氛增强，休市心态趋显，部分维持销售至本周末。

本周国废黄板纸环比下降 1.69%至 2158 元/吨。本周国废黄板纸价格止跌后略微上扬。主要由以下几个方面影响：1) 山东博汇纸业采购价格由跌转涨以再次吸引到货；2) 受博汇影响，北方纸厂备库意识上升；3) 部分打包站开始清仓离场。**本周美废 ONP#8 价格较上周环比下降 11.11%至 200 美元/吨。**本周外废市场延续弱势震荡的格局，市场成交相对平淡。随着中国需求的放缓，外废供应商库存加大，对中国的出口积极性也在上升，外废价格的商谈空间也在加大。国内纸企对美废的进口意愿较弱。一方面，由于征收 25% 的进口关税，使得美废进口成本较高；另一方面，中美贸易争端持续，也加大了市场的担忧。**本周箱板纸价格环比上涨 0.21%至 5091 元/吨，瓦楞纸均价持平上周为 4271 元/吨。**本周箱板瓦楞纸市场整体变动有限。从企业价格来看，规模纸企报价平稳，中小纸企根据自身小幅震荡。随着春节假期临近，各纸企陆续公布停机检修计划和发货安排，箱板瓦楞纸市场交投逐渐降温。目前各纸企主供前期订单，新单成交量有限，仅个别进行少量备货，主要是受原料废纸价格稳中局部有涨和纸企库存水平相对较低两方面因素影响。

核心推荐标的

顾家家居：预计 2018 年 10.91 亿净利润，32.8%增长，PE19.68X。多品牌、多品类布局，渠道优势突出，持续渠道下沉加速开店。子品类事业部制文化，职业经理人团队激励充分。

（风险提示：地产增速下滑；渠道拓展不达预期；并购整合不达预期）

太阳纸业：预计 2018 年 25.3 亿净利润，25.02%增长，PE6.23X。18 年 190 万吨浆纸产能落地，海外自建浆提高原材料自给率。

（风险提示：国外自建浆产能不及预期，原材料价格剧烈波动）

中顺洁柔：预计 2018 年 4.48 亿净利润，28.4%增长，PE22.31X。预计产能和渠道扩张推动收入高增长，新品推出进军全新棉柔巾市场。

（风险提示：原材料价格波动；新品销售不及预期）

尚品宅配：预计 2018 年 5.21 亿净利润，37%增长，PE14.22X。信息化和互联网营销能力全行业领先，布局场景化销售和整装云战略领先优势明显，具备未来成为泛家居行业整合者的潜质。渠道红利尚未结束，2017 年开始的经销店开店加速的效果有望在下半年开始显现。

(风险提示: 地产销售面积增速放缓; 公司整装云业务发展低于预期)

欧派家居: 预计 2018 年 16.89 亿净利润, 30% 增长, PE22.62X。整装大家居重塑了产业链的利益分配格局, 相比其他模式优势明显, 预计 19 年将放量。欧派做为体量最大的定制家居企业, 规模优势逐步显现, 战略布局前瞻, 管理层优秀。

(风险提示: 地产销售面积增速放缓; 公司大家居业务发展低于预期; 价格战潜在风险。)

索菲亚: 预计 2018 年 10.96 亿净利润, 21% 增长, PE15.22X。公司品牌优势明显, 经销商服务能力强, 橱衣联动加快, 司米橱柜下半年有望放量恢复盈利。随着上半年装修的门店开业, 大家居店落地加速, 二季度预计是全年收入最低点, 下半年收入增速有望加快。

(风险提示: 地产销售面积增速放缓; 公司大家居业务发展低于预期)

劲嘉股份: 预计 2018 年 7.34 亿净利润, 27.83% 增长, PE16.69X。联手国内新型烟草领军者云南中烟和小米产业链电子公司米物科技全方位布局新型烟草, 传统烟标业务增长稳健, 精品烟酒彩盒放量贡献增长点。

(风险提示: 卷烟销量不及预期, 彩盒客户开发不及预期, 新型烟草政策不及预期)

轻工造纸行业数据——核心驱动力与信号指标全跟踪

上周板块整体表现

本周轻工制造板块整体上涨 0.47%，跑输沪深 300 指数 0.04 个百分点。

表 3: 子板块行情表现

行业	上周涨跌幅(%)	本月涨跌幅(%)	本年涨跌幅(%)
造纸	-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%
轻工制造行业	0.47%	3.64%	3.64%
沪深 300	0.51%	5.77%	5.77%

资料来源: Wind, 天风证券研究所

造纸板块数据跟踪 (周度更新)

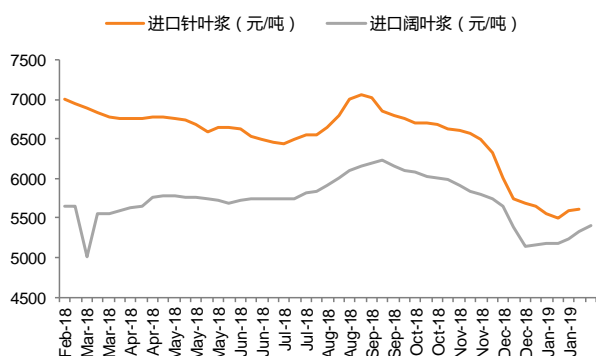
浆纸系

本周进口针叶浆、阔叶浆价格上涨。进口针叶浆价格 5616 元/吨, 较上周上涨 0.48%; 进口阔叶浆价格 5411 元/吨, 较上周上涨 1.58%。本周进口木浆现货市场供应量平稳, 下游纸厂原料备货接近尾声, 商家低价惜售, 偶有报盘, 均向高位靠拢。进口针叶浆现货市场价格小幅提涨 50 元/吨; 阔叶浆受外盘坚挺影响, 报盘提涨 50-100 元/吨, 前期无报盘品牌补涨幅度较大; 本色浆、化机浆货少, 但成交亦不理想, 报盘平稳, 局部地区价格阴跌。

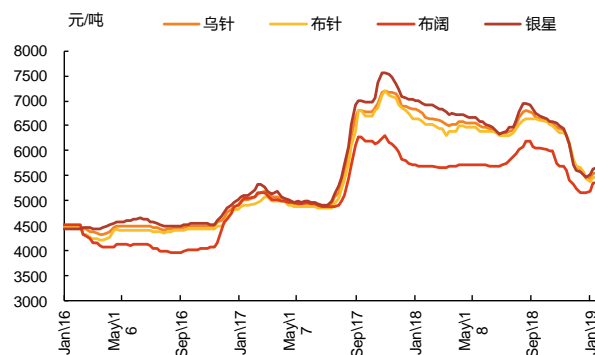
本周国内针叶浆上涨、阔叶浆价格维稳。市场价格: 乌针 5560 元/吨, 较上周上涨 0.18%; 布针 5475 元/吨, 持平上周; 布阔 5350 元/吨持平上周; 银星 5650 元/吨较上周上涨 0.09%。

图 1: 本周进口针叶浆、阔叶浆价格上涨。(数据截止 19/01/24)

图 2: 本周国内针叶浆上涨、阔叶浆价格维稳。(数据截止 19/01/25)



资料来源: Wind, 天风证券研究所



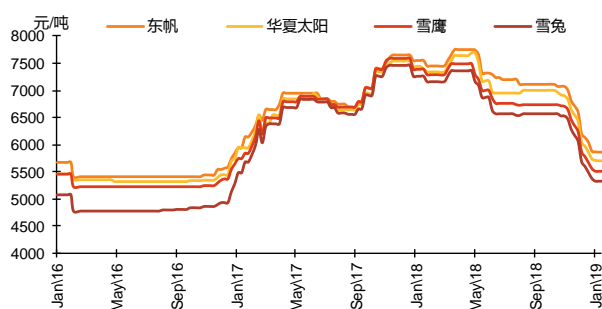
资料来源: Wind, 天风证券研究所

本周铜版纸均价 5601 元/吨,持平上周。周铜版纸市场行情大稳小动,纸厂销售一般,观望为主。春节临近,下游业者备货已经进入尾声,物流陆续停运,市场交投趋于平淡。上游木浆价格稳中小涨,对铜版纸市场有一定利好支撑。

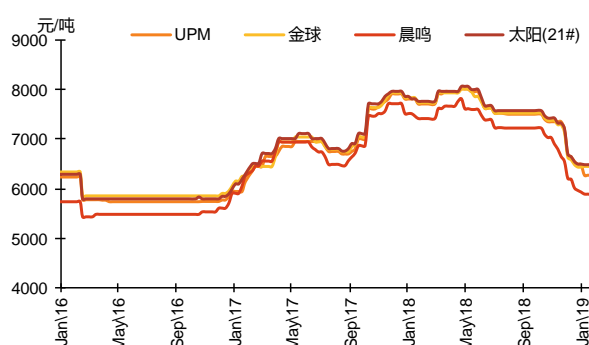
本周双胶纸均价 6275 元/吨,较上周下跌 0.03%。本周双胶纸市场行情横盘整理为主,交投平平。纸厂陆续发布涨价函,多计划于下月上调非涂布纸价格 200 元/吨上下。上游木浆价格稳中窄幅上调,对此次上调提供一定利好支撑。目前因春节临近,订单有限,销售平平。下游业者对此次涨价多持观望态度,少量备货,库存水平偏低。

图 3: 本周铜版纸均价 5601 元/吨,持平上周。(数据截止 19/01/25)

图 4: 本周双胶纸均价 6275 元/吨,较上周下跌 0.03%。(数据截止 19/01/25)



资料来源: Wind, 天风证券研究所



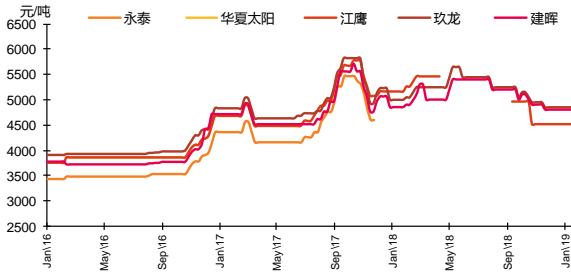
资料来源: Wind, 天风证券研究所

本周灰底白板纸均价 4830 元/吨,持平上周。周白板纸市场零星跟涨,主流趋稳,节日气氛增强,市场交投转淡。继上周山东、广东部分纸厂停机后,本周停机现象继续增加,24 日浙江富阳地区纸厂集中停机,部分维持发货至月底,然下游客户备货基本结束,市场交投甚少,观望为主。本周白板纸市场交投明显转淡,纸厂前期订单发货为主,价格稳定。经销商观望为主,随着节日气氛增强,休市心态趋显,部分维持销售至本周末。

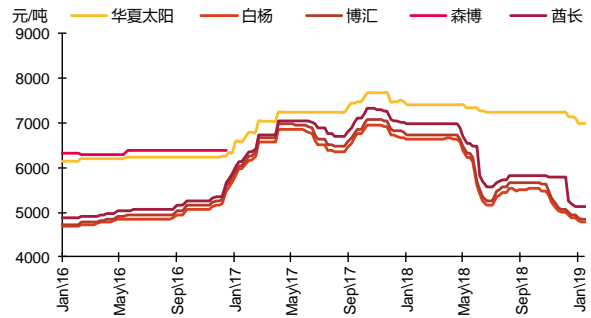
本周白卡纸均价 5432 元/吨,较上周下跌 0.00%。本周白卡纸市场节日气氛增强,交投气氛转淡,观望为主。本周白卡纸市场交投继续转淡,纸厂前期订单发货为主,报价调整不大,预计本月合同价下降空间收窄。本周经销商报价减少,休市心态趋显,本地客户小单成交,休市心态趋显。下游客户少量备货,订单逐步完成,观望为主。

图 5: 本周灰底白板纸均价 4830 元/吨,持平上周。(数据截止 19/01/25)

图 6: 本周白卡纸均价 5432 元/吨,较上周下跌 0.00%。(数据截止 19/01/25)



资料来源: Wind, 天风证券研究所



资料来源: Wind, 天风证券研究所

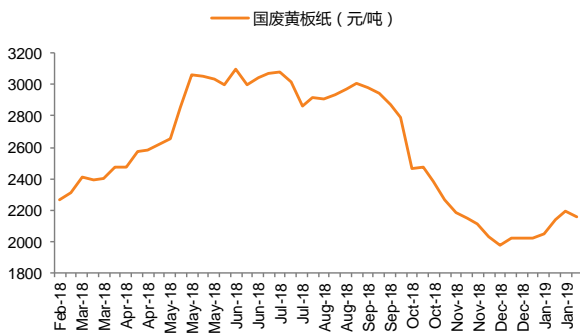
废纸系

本周国废黄板纸价格 2158 元/吨，较上周下跌 1.69%。本周国废黄板纸价格止跌后略微上扬。主要由以下几个方面影响：1、山东博汇纸业采购价格由跌转涨以再次吸引到货；2、受博汇影响，北方纸厂备库意识上升；3、部分打包站开始清仓离场。

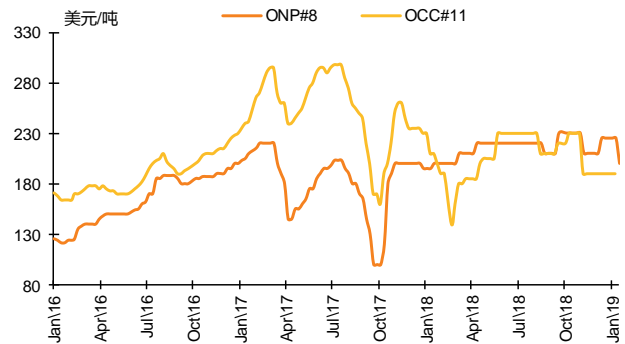
本周美废 ONP 价格下跌。ONP #8 报 200 美元/吨，较上周下跌 11.11%。本周外废市场整体表现还是较为平淡，元旦假期过后市场观望心态较重。从市场了解的情况看，目前外废价格还是处于下行趋势。在国内废纸价格大幅下跌后，国内纸企对外废的进口意愿下降。

图 7: 本周国废黄板纸价格 2158 元/吨，较上周下跌 1.69%。(数据截止 19/01/25)

图 8: 本周美废 ONP 价格下跌。(数据截止 19/01/25)



资料来源: Wind, 天风证券研究所



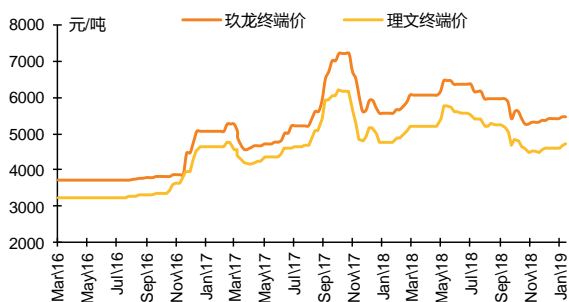
资料来源: Wind, 天风证券研究所

本周箱板纸均价 5091 元/吨，较上周上涨 0.20%。本周箱板纸价格整体维持稳定，各纸厂陆续发布春节期间发货和停机检修安排，中小纸厂也多供前期订单，市场交投逐渐进入收尾阶段。本周原料废纸虽止跌后略微上扬，然受制于下游需求渐趋弱，成本面对箱板纸支撑作用无明显效果。假期临近，纸厂对箱板纸价格调整意愿不强，多稳势出货、去库存为主。

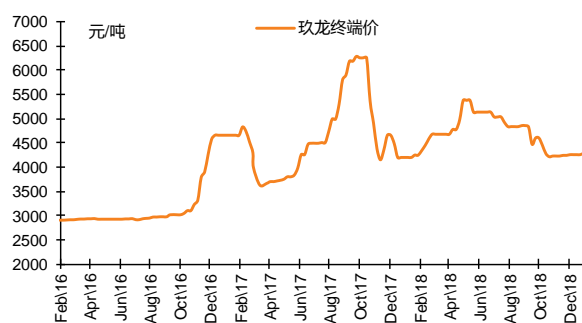
本周瓦楞纸均价 4271 元/吨，持平上周。本周瓦楞纸市场整体变动有限。从企业价格来看，规模纸企报价平稳，中小纸企根据自身小幅震荡。随着春节假期临近，各纸企陆续公布停机检修计划和发货安排，瓦楞纸市场交投逐渐降温。目前各纸企主供前期订单，新单成交量有限，仅个别进行少量备货，主要是受原料废纸价格稳中局部有涨和纸企库存水平相对较低两方面因素影响。

图 10: 本周箱板纸均价 5091 元/吨，较上周上涨 0.20%。(数据截止 19/01/25)

图 10: 本周瓦楞纸均价 4271 元/吨，持平上周。(数据截止 19/01/25)



资料来源: Wind, 天风证券研究所

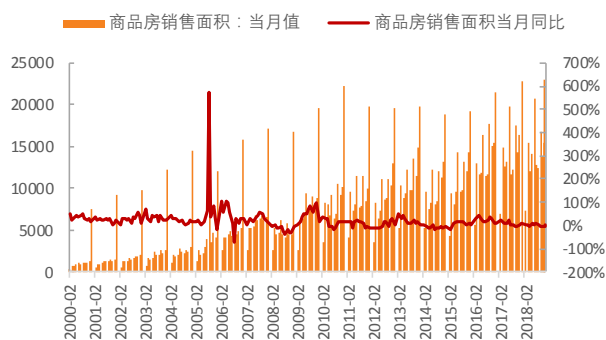


资料来源: Wind, 天风证券研究所

家具板块数据跟踪 (月度更新)

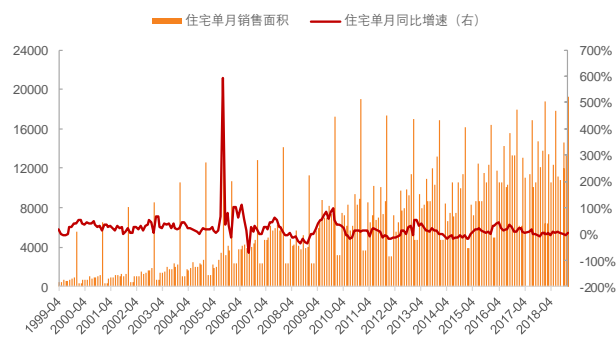
从地产相关数据来看, 2018年12月全国商品房销售面积当月值为23050.1万平方米, 同比增长0.9%, 增速较上月上升6.0pct; 其中住宅销售面积当月值为19215.5万平方米, 同比增长2.5%, 增速较上月上升6.2pct。

图 11: 商品房销售面积及增速 (万平方米, %)(数据截止 18/12)



资料来源: Wind, 天风证券研究所

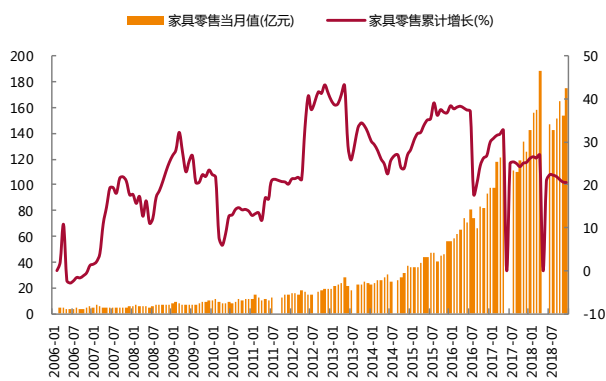
图 12: 住宅销售面积及增速 (万平方米, %)(数据截止 18/12)



资料来源: Wind, 天风证券研究所

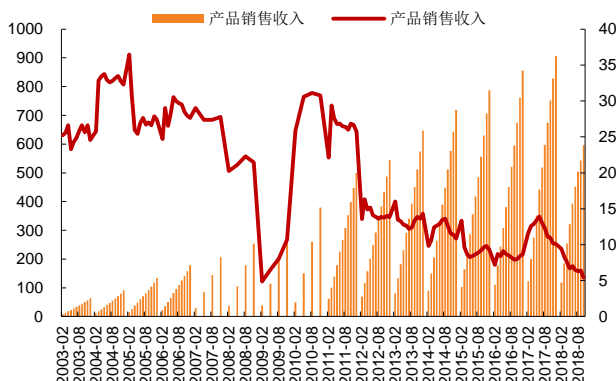
2018年12月全国家具零售额规模当月值为250.5亿元, 同比增长12.7%, 增速较上月上升4.7pct。2018年11月家具制造业整体累计实现收入6607.8亿元, 累计同比增长5.7%, 增速较上月上升0.3pct。

图 13: 全国家具零售额及同比 (数据截止 18/12)



资料来源: Wind, 天风证券研究所

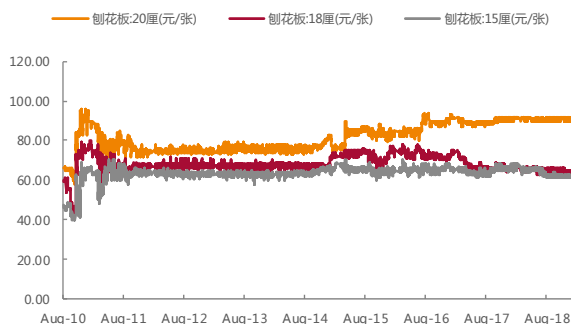
图 14: 家具制造企业收入及同比 (数据截止 18/11)



资料来源: Wind, 天风证券研究所

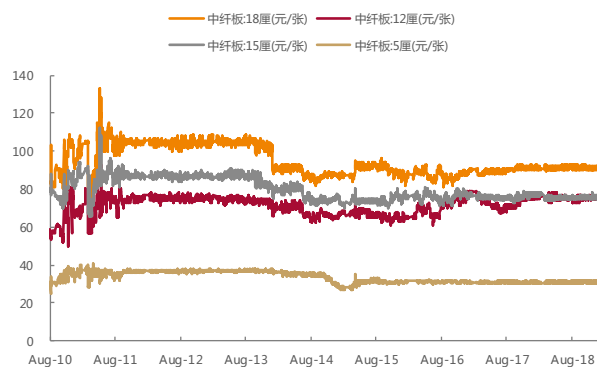
主要板材现货价格方面，15 厘、18 厘和 20 厘刨花板价格分别为 62 元/张（持平上周）、64 元/张（持平上周）、90 元/张（持平上周）；5 厘、12 厘、15 厘和 18 厘中纤板价格分别为 31 元/张（持平上周）、74 元/张（持平上周）、75 元/张（持平上周）、91 元/张（较上周持平 0.0%）。

图 15: 刨花板价格 (数据截止 19/01/18)



资料来源: Wind, 天风证券研究所

图 16: 中纤板价格 (数据截止 19/01/18)

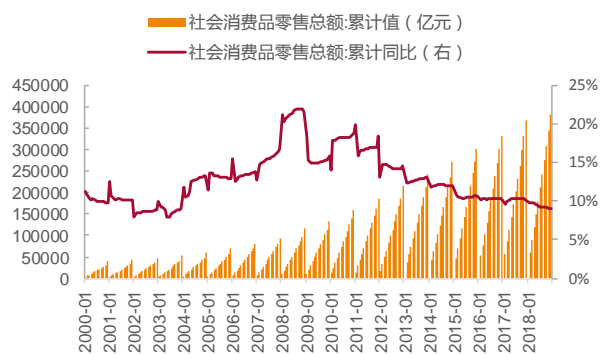


资料来源: Wind, 天风证券研究所

包装板块数据跟踪 (月度更新)

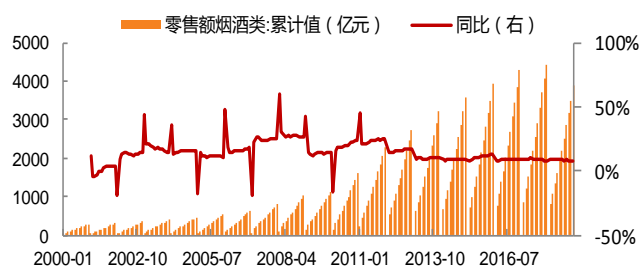
2018 年 12 月全国社会消费品零售总额累计值为 380987 亿元, 同比增长 9.0%, 增速较上月下降 0.1pct; 2018 年 11 月烟酒类零售额累计值为 3873 亿元, 同比增长 7.4%, 增速较上月上升 0.1pct。

图 17: 社会消费品零售总额累计值及同比增速 (数据截止 18/12)



资料来源: 国家统计局, 天风证券研究所

图 18: 烟酒类零售总额累计值及同比增速 (数据截止 18/12)

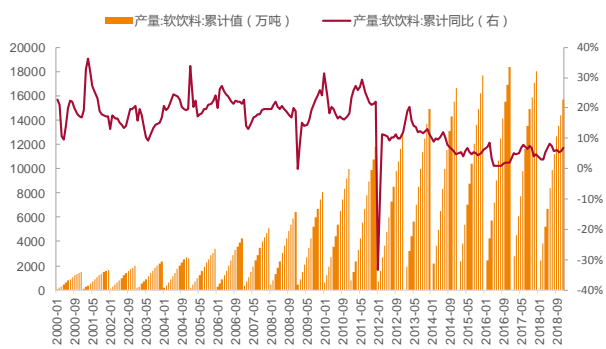


资料来源: 国家统计局, 天风证券研究所

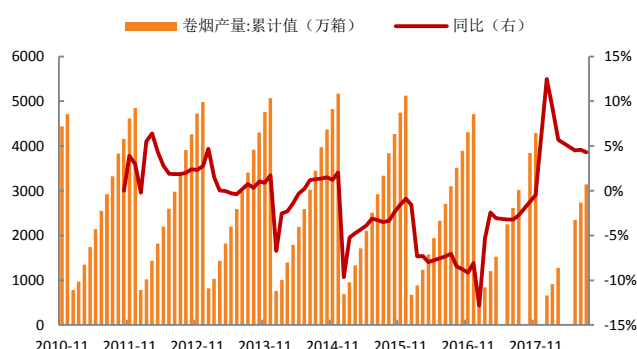
2018 年 12 月全国软饮料产量累计值为 15679.2 万吨, 同比增长 6.9%, 增速较上月上升 1.1pct; 2018 年 9 月全国卷烟产量累计值为 3557.5 万箱, 持平上月。

图 19: 软饮料产量累计值及同比增速 (数据截止 18/12)

图 20: 卷烟销量累计值及同比增速 (数据截止 18/09)



资料来源：国家统计局，天风证券研究所



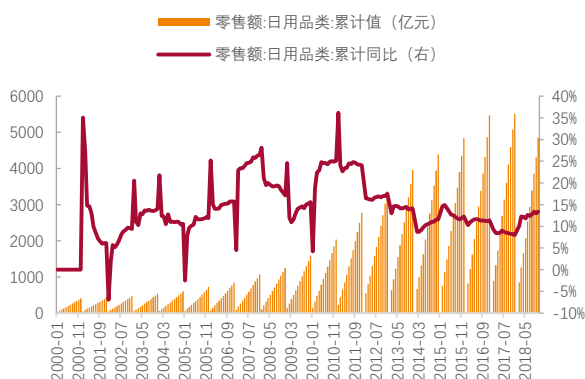
资料来源：烟草在线，天风证券研究所

消费轻工及其他板块数据跟踪（月度更新）

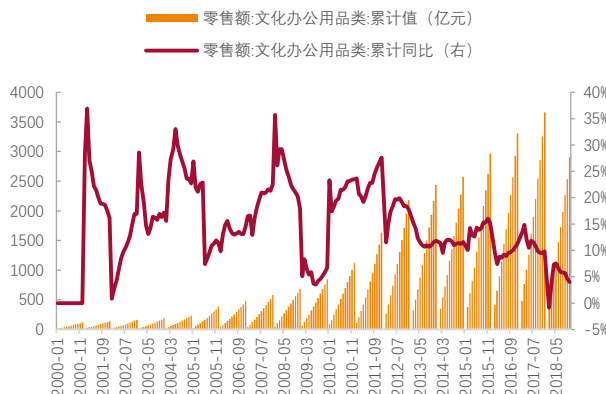
2018年12月全国日用品类零售总额累计值为5392亿元，同比上升13.7%，增速较上月上升0.3pct；文化办公用品类零售总额累计值为3264亿元，同比上升3.0%，增速较上月下降1.0pct。

图 21：日用品类零售额累计值及同比增速（数据截止 18/12）

图 22：文化办公用品零售额累计值及同比增速（数据截止 18/12）



资料来源：国家统计局，天风证券研究所



资料来源：国家统计局，天风证券研究所

上周行业新闻和公告

重点公告

- 1、【欧派家居】2018 年年度业绩预增公告：预计归属于上市公司股东的净利润增加 1.95 亿-3.25 亿元，同比增长 15%-25%。
- 2、【喜临门】公司股东顾家家居及其一致行动人增持计划实施完毕，累计增持公司股份 790.55 万股（占总股本的 2%），增持总金额 7985.21 万，截至今日，顾家家居持有公司股份 1911.89 万股（占总股本的 4.84%）。
- 3、【景兴纸业】公司拟于马来西亚投资 2.99 亿美元建设年产 80 万吨废纸浆板及 60 万吨包装原纸生产基地。
- 3、【创源文化】公司获得高新技术企业认定，自获得高新技术企业认定当年起三年内（2018 年至 2020 年）按 15% 的税率计缴企业所得税。
- 4、【顶固集创】1) 公司拟购买苏棋云持有的凯迪仕 48% 股权，股权交易作价暂定为 6.72 亿元，交易完成后，凯迪仕将成为顶固集创的控股子公司。2) 公司正筹划以发行股份及支付现金进行上述资产重组事项，同时，公司拟向不超过 5 名特定投资者非公开发行股份募集配套资金。3) 公司股票自 2019 年 1 月 24 日开市起停牌，预计停牌时间不超过 10

个交易日。

5、【美克家居】公司拟以自有资金 3 亿元投资太仓昆池投资中心（有限合伙），太仓昆池作为上海娄江设立的氢能产业基金的投资载体，拟投资于与氢能产业链相关的项目。

行业新闻

【新型烟草】1月1日，浙江省杭州市最新修订的《杭州市公共场所控制吸烟条例》地方法规正式实施，首次明确将电子烟纳入禁止范围；据了解，继杭州后，北京或推新版《北京市控烟条例》地方法规，或将电子烟纳入禁烟范围。（中国电子烟资讯平台）

【造纸】江西利华包装有限公司项目 2019 年 1 月 18 日正式开工，该项目总投资 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，将成为江西省最大的瓦楞纸板生产企业。（中纸在线）

【家居】江山欧派与亚美利加正式达成战略合作关系，双方将在业务领域相互协同、产品体系相互借鉴、战略领域相互补充。全面助力亚美利加“全品类 | 新零售”。（泛家居头条）

上周交易层面变化

重要股东买卖

表 4：本周股东二级市场交易情况

名称	变动截止日期	股东名称	股东类型	方向	变动数量 (万股)	变动数量 占流通股 比(%)	交易 平均 价	变动期间股票 均价
安妮股份	2019-01-18	杨超	高管	减持	300.0000	0.60	4.73	5.27
ST 升达	2019-01-21	向中华	高管	减持	154.7700	0.21	2.30	2.30
ST 升达	2019-01-21	向中华	个人	减持	154.7789	0.21	2.30	2.30
赫美集团	2019-01-24	北京天鸿伟业科技发展有限公司	公司	减持	14.7003	0.03	6.87	6.85
赫美集团	2019-01-23	北京天鸿伟业科技发展有限公司	公司	减持	17.3192	0.04	6.85	6.89
赫美集团	2019-01-22	北京天鸿伟业科技发展有限公司	公司	减持	20.6803	0.04	6.99	6.91
赫美集团	2019-01-21	北京天鸿伟业科技发展有限公司	公司	减持	25.0931	0.05	6.97	7.03
赫美集团	2019-01-18	北京天鸿伟业科技发展有限公司	公司	减持	31.0471	0.06	7.01	7.03
齐峰新材	2019-01-21	李润泽	高管	增持	14.6800	0.03	5.58	5.59
英派斯	2018-10-24	殷富中国投资有限公司	公司	减持	5.2100	0.07	15.50	15.42
英派斯	2018-10-23	殷富中国投资有限公司	公司	减持	4.7900	0.06	15.73	15.62
英派斯	2018-10-22	殷富中国投资有限公司	公司	减持	25.0000	0.32	15.57	15.65
英派斯	2018-10-22	湖南文化旅游创业投资基金企业(有限合伙)	公司	减持	18.0000	0.23	15.50	15.65
英派斯	2018-10-19	殷富中国投资有限公司	公司	减持	55.0000	0.69	14.95	14.86
英派斯	2018-10-19	湖南文化旅游创业投资基金企业(有限合伙)	公司	减持	12.0000	0.15	14.90	14.86
万顺股份	2019-01-21	六颖康	个人	增持	810.1870	2.78		
山鹰纸业	2019-01-24	孙晓民	高管	增持	56.7000	0.01	0.00	3.28
山鹰纸业	2019-01-24	潘金堂	高管	增持	57.0000	0.01	0.00	3.28

山鹰纸业	2019-01-24	江玉林	高管	增持	54.3000	0.01	0.00	3.28
喜临门	2019-01-25	顾家家居股份有限公司实际控制人及一致行动人	公司	增持	569.0762	1.78	10.11	9.58
永吉股份	2019-01-22	邓代兴	高管	增持	138.3800	0.61	10.25	10.24
永吉股份	2019-01-23	邓代兴	高管	增持	318.5300	1.40	10.29	10.25
邦宝益智	2019-01-25	邦领国际有限公司	公司	减持	147.9057	0.70	10.33	11.56
邦宝益智	2018-12-18	汕头市邦领贸易有限公司	公司	减持	192.2411	0.91	11.84	11.75
永艺股份	2019-01-21	张加勇	高管	增持	5.0000	0.02	8.01	7.98
盈趣科技	2019-01-23	吴凯庭	高管	增持	36.5000	0.22	42.42	42.57

资料来源: Wind, 天风证券研究所

近期非流通股解禁情况

表 5: 近期非流通股解禁情况

简称	解禁日期	解禁数量(万股)	解禁市值(百万元, 按最近交易日收盘价)	占解禁后流通股比例(%)	占总股本比例(%)	剩余限售股份数量(万股)
海顺新材	2019\2\11	6482.7	1204.49	64.3%	62.1%	347.50
丰林集团	2019\2\18	610.8	18.75	0.6%	0.5%	19838.88
好莱客	2019\2\18	20676.6	3424.04	65.6%	64.6%	471.85
盛通股份	2019\2\20	904.7904	93.46	4.4%	2.8%	12030.54
永吉股份	2019\3\5	195	19.77	0.8%	0.5%	19379.40
瑞尔特	2019\3\8	19200	2232.96	75.0%	75.0%	0.00
易尚展示	2019\3\25	398.6737	82.57	4.4%	2.6%	6316.51
永新股份	2019\4\15	1497.9049	105.90	3.0%	3.0%	245.30
昇兴股份	2019\4\22	57349.8604	4066.11	77.1%	68.8%	8944.24
永艺股份	2019\4\22	5000	380.00	16.6%	16.5%	161.26

资料来源: Wind, 天风证券研究所

股权质押情况

表 6: 股权质押情况表(更新至 2019/01/25)

简称	质押总股数(万股)	质押股占大股东所持股比例	质押股占总股本比例
德力股份	2040.00	100.0%	1.3%
宜华生活	350.00	100.0%	2.3%
周大生	3490.00	100.0%	4.6%
浙江永强	3700.00	99.9%	7.0%
晨鸣纸业	34676.01	99.2%	23.2%
英派斯	8067.00	99.2%	15.1%
永安林业	4037.20	98.9%	3.0%
恩捷股份	200.00	97.1%	0.1%
山东华鹏	100.00	96.4%	0.3%
华源控股	79.90	95.6%	0.1%
合兴包装	26849.00	93.0%	48.5%
爱迪尔	100.00	92.8%	0.3%
江山欧派	112.00	84.3%	0.1%
美克家居	11595.00	82.4%	24.8%
岳阳林纸	1145.00	80.4%	5.4%

集友股份	315.00	80.1%	0.8%
金牌厨柜	200.00	80.0%	0.6%
皮阿诺	104.82	79.5%	0.1%
高乐股份	1435.00	79.5%	2.2%
我乐家居	4364.00	78.7%	1.0%
浙江众成	1675.00	76.9%	20.9%
博汇纸业	6070.00	71.1%	6.7%
东方金钰	37058.47	70.4%	13.6%
鸿博股份	12060.00	70.2%	6.8%
志邦家居	30.00	70.0%	0.1%
德艺文创	800.00	70.0%	2.0%
群兴玩具	990.00	70.0%	0.4%
永艺股份	2450.00	69.7%	1.1%
安妮股份	3600.00	69.4%	4.0%
哈尔斯	3000.00	66.2%	2.0%
银鸽投资	1099.37	64.7%	2.6%
赫美集团	21500.00	64.6%	42.9%
潮宏基	1308.90	61.1%	5.5%
梦百合	600.00	59.5%	4.0%
顺灏股份	160.00	57.9%	1.9%
盛通股份	565.00	57.4%	2.9%
明牌珠宝	2242.90	56.2%	1.5%
帝欧家居	225.00	55.6%	1.1%
康欣新材	1660.00	54.5%	3.9%
裕同科技	488.00	52.4%	0.8%
英联股份	120.00	51.1%	0.3%
劲嘉股份	27544.13	51.0%	23.6%
ST 升达	3250.00	47.8%	7.9%
乐歌股份	10774.47	47.1%	9.7%
金一文化	196.00	45.5%	0.2%
青山纸业	2845.00	44.7%	3.0%
顾家家居	3050.00	44.0%	4.6%
东港股份	2651.35	39.6%	8.8%
奥瑞金	3000.00	39.5%	7.7%
永新股份	11510.00	37.6%	10.2%
景兴纸业	8400.00	37.2%	6.0%
松发股份	850.00	36.1%	1.8%
昇兴股份	400.00	33.1%	2.6%
凯恩股份	9098.74	32.7%	104.1%
喜临门	400.00	28.3%	3.3%
山鹰纸业	8477.00	25.0%	57.6%
尚品宅配	501.98	22.9%	5.0%
邦宝益智	141.00	22.4%	2.1%
太阳纸业	42820.00	22.2%	16.5%
德尔未来	11776.00	20.3%	23.4%
姚记扑克	826.00	18.9%	4.3%
永吉股份	161.90	18.2%	0.8%

金陵体育	8729.27	13.4%	9.5%
新通联	77.60	6.3%	0.5%
易尚展示	1900.00	4.1%	4.0%
威华股份	5946.00	0.0%	9.5%
大亚圣象	25636.00	0.0%	85.8%
瑞贝卡	15200.00	0.0%	200.7%
索菲亚	5400.00	0.0%	23.9%
恒丰纸业	5000.00	0.0%	14.7%
美盈森	4000.00	0.0%	2.3%
王子新材	3375.18	0.0%	9.3%
吉宏股份	850.00	0.0%	6.8%
实丰文化	650.00	0.0%	3.3%
海顺新材	575.00	0.0%	7.1%
萃华珠宝	177.00	0.0%	0.3%
翔港科技	120.00	0.0%	0.3%

资料来源: Wind, 天风证券研究所

沪深港通情况

表 7: 沪深港股通持股比例变化表

轻工 A 股标的的沪/深港通持股占全部 A 股比例 (%)									
行业	代码	名称	2017/9/29	2017/12/29	2018/3/29	2019/1/25	近 1 日变动	近 10 日变动	近 30 日变动
造纸	002511.SZ	中顺洁柔	-	-	-	0.47	-0.04	0.05	0.47
	002078.SZ	太阳纸业	0.24	0.22	0.11	0.46	0.01	-0.06	0.46
	600567.SH	山鹰纸业	0.27	0.50	0.61	1.75	-	0.19	1.75
	000488.SZ	晨鸣纸业	0.61	0.14	0.27	0.32	-0.01	-0.03	0.32
	002067.SZ	景兴纸业	0.10	0.32	0.07	0.11	-	-	0.11
	603165.SH	荣晟环保	0.00	0.03	0.07	0.05	-0.00	-0.01	0.05
家居	002572.SZ	索菲亚	5.48	4.60	7.11	7.30	0.19	0.63	7.30
	603816.SH	顾家家居	0.11	0.68	3.86	4.54	0.03	-0.01	4.54
	600337.SH	美克家居	0.08	0.15	0.18	0.03	-	-0.02	0.03
	000910.SZ	大亚圣象	0.19	0.22	0.32	0.46	-0.01	0.08	0.46
	603833.SH	欧派家居	-	0.33	1.61	1.09	0.04	0.18	1.09
	300616.SZ	尚品宅配	-	-	0.98	3.11	-	-0.07	3.11
	600978.SH	宜华生活	0.17	0.07	0.19	1.38	0.02	0.37	1.38
	603818.SH	曲美家居	0.15	0.04	0.05	0.12	-	0.03	0.12
	603898.SH	好莱客	0.29	0.18	0.27	0.42	-0.08	0.00	0.42
	603008.SH	喜临门	0.09	0.03	0.05	0.50	-0.03	-0.07	0.50
包装印刷	002191.SZ	劲嘉股份	0.10	0.16	0.22	0.48	0.02	-0.04	0.48
	601515.SH	东风股份	0.85	0.85	0.85	0.91	-	-0.01	0.91
	002831.SZ	裕同科技	0.10	0.19	0.18	0.91	0.01	-	0.91
	002701.SZ	奥瑞金	0.05	0.05	0.04	0.33	0.01	0.05	0.33

	002117.SZ	东港股份	0.16	0.21	0.46	0.45	-0.01	-0.01	0.45
	002303.SZ	美盈森	0.01	0.10	0.15	0.43	0.03	0.09	0.43
	002752.SZ	昇兴股份	0.02	0.02	0.03	0.01	-	0.01	0.01
	600210.SH	紫江企业	0.07	0.08	0.06	0.22	-	-0.39	0.22
	002522.SZ	浙江众成	0.05	0.18	0.02	0.15	-0.03	-0.04	0.15
行业	代码	名称	2017/9/29	2017/12/29	2018/3/29	2019/1/25	近1日变动	近10日变动	近30日变动
其它家用轻工	603899.SH	晨光文具	0.37	0.47	0.23	0.38	0.04	0.08	0.38
	002345.SZ	潮宏基	0.14	0.28	0.28	1.04	-0.03	0.08	1.04
	002678.SZ	珠江钢琴	0.03	0.04	0.03	0.04	-0.01	-0.05	0.04
	600439.SH	瑞贝卡	0.36	0.27	0.33	1.64	-0.01	0.33	1.64
	002301.SZ	齐心集团	0.24	0.19	0.15	0.16	0.02	-	0.16
	002489.SZ	浙江永强	0.00	0.00	0.01	0.15	-	-0.08	0.15
	002721.SZ	金一文化	0.08	0.05	0.07	0.05	-	-0.03	0.05
	600612.SH	老凤祥	0.41	0.51	0.80	0.57	-0.01	-0.04	0.57
	002867.SZ	周大生	-	-	-	0.15	-0.01	0.02	0.15
	002631.SZ	德尔未来	0.00	0.00	0.01	0.00	-	-0.17	-
	002348.SZ	高乐股份	0.02	0.02	0.17	0.00	-	-	-
	603600.SH	永艺股份	0.21	0.23	0.04	0.58	-	-0.07	0.58
港股轻工港股通持股占港股股本比例 (%)									
行业	代码	名称	2017/9/29	2017/12/29	2018/3/29	2019/1/25	近1日变动	近10日变动	近30日变动
港股轻工	1528.HK	红星美凯龙	6.75	7.05	10.27	11.91	-	0.19	11.91
	1044.HK	恒安国际	0.50	0.50	0.95	0.59	-	-0.13	0.59
	2689.HK	玖龙纸业	1.43	1.65	2.40	1.29	-0.01	0.03	1.29
	2314.HK	理文造纸	0.89	1.34	0.97	0.67	-	0.01	0.67
	1999.HK	敏华控股	5.55	8.31	13.10	16.25	0.07	-0.17	16.25
	3331.HK	维达国际	0.09	0.07	0.07	0.07	-	-	0.07

资料来源: Wind, 天风证券研究所

重点公司估值表

表 7: 重点公司估值表

行业	证券代码	证券简称	股价	总股本 (亿股)	总市值 (亿元)	净利润 (百万元)			PE			EPS		
			2019\1\26			18E	19E	20E	18E	19E	20E	2018E	2019E	2020E
家居	603833.SH	欧派家居	91.0	4.2	382.2	1708	2195	2781	22.4	17.4	13.7	4.07	5.22	6.62
	002572.SZ	索菲亚	18.1	9.2	167.2	1179	1532	2023	14.2	10.9	8.3	1.28	1.66	2.19
	300616.SZ	尚品宅配	67.1	2.0	133.4	526	684	903	25.4	19.5	14.8	2.65	3.44	4.54
	603898.SH	好莱客	16.6	3.2	53.0	461	612	804	11.5	8.7	6.6	1.44	1.91	2.51
	603801.SH	志邦股份	25.4	1.6	40.6	293	381	487	13.9	10.7	8.3	1.83	2.38	3.04
	603816.SH	顾家家居	49.8	4.3	214.2	1092	1426	1824	19.6	15.0	11.7	2.54	3.31	4.24
	600978.SH	宜华生活	3.9	14.8	58.0	920	1136	1353	6.3	5.1	4.3	0.62	0.77	0.91
	600337.SH	美克家居	4.4	17.8	78.8	496	642	820	15.9	12.3	9.6	0.28	0.36	0.46
	000910.SZ	大亚圣象	11.1	5.5	61.7	838	1005	1138	7.4	6.1	5.4	1.51	1.81	2.05
	603008.SH	喜临门	9.2	3.9	36.4	383	537	695	9.5	6.8	5.2	0.97	1.36	1.76
	603818.SH	曲美家居	6.7	4.9	33.1	319	398	501	10.4	8.3	6.6	0.65	0.81	1.02
	603313.SH	梦百合	22.0	2.4	52.7	166	222	297	31.7	23.7	17.7	0.69	0.93	1.24
造纸	002078.SZ	太阳纸业	6.1	25.9	158.4	2852	3215	3578	5.6	4.9	4.4	1.10	1.24	1.38
	000488.SZ	晨鸣纸业	5.9	27.3	145.7	4146	4768	5245	3.9	3.4	3.1	1.52	1.75	1.92
	600567.SH	山鹰纸业	3.3	45.8	150.4	2742	3382	4068	5.5	4.4	3.7	0.60	0.74	0.89
	002511.SZ	中顺洁柔	7.8	12.9	100.5	451	567	721	22.3	17.7	13.9	0.35	0.44	0.56
	600963.SH	岳阳林纸	4.1	14.0	57.0	643	839	978	8.9	6.8	5.8	0.46	0.60	0.70
	600308.SH	华泰股份	4.4	11.7	50.9	887	1191	1459	5.7	4.3	3.5	0.76	1.02	1.25
	600966.SH	博汇纸业	3.2	13.4	42.8	1069	1471	1938	4.0	2.9	2.2	0.80	1.10	1.45
	002521.SZ	齐峰新材	5.6	4.9	27.5	228	290	373	12.1	9.5	7.4	0.46	0.59	0.75
包装印刷	002191.SZ	劲嘉股份	8.2	14.9	122.3	719	844	962	17.0	14.5	12.7	0.48	0.56	0.64
	601515.SH	东风股份	7.4	11.1	81.7	731	836	950	11.2	9.8	8.6	0.66	0.75	0.85
	002228.SZ	合兴包装	4.6	11.7	54.3	246	328	413	22.1	16.5	13.1	0.21	0.28	0.35
	002117.SZ	东港股份	13.2	3.6	48.1	300	342	383	16.0	14.1	12.6	0.82	0.94	1.05
	002565.SZ	顺灏股份	8.1	7.1	57.5	151	174	170	38.0	33.0	33.8	0.21	0.25	0.24
家用轻工	603899.SH	晨光文具	30.4	9.2	279.9	814	1032	1308	34.4	27.1	21.4	0.89	1.12	1.42
	002345.SZ	潮宏基	4.6	9.1	42.0	348	411	500	12.1	10.2	8.4	0.38	0.45	0.55
	000026.SZ	飞亚达A	7.8	4.4	31.3	189	230	272	18.1	14.9	12.6	0.43	0.52	0.62

资料来源: Wind, 天风证券研究所

注: 美克家居、大亚圣象、东风股份、合兴包装、东港股份、顺灏股份、晨光文具、潮宏基、飞亚达 A 来自 wind 一致预测, 其他来自天风预测

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	湖北武汉市武昌区中南路 99	上海市浦东新区兰花路 333	深圳市福田区益田路 5033 号
邮编：100031	号保利广场 A 座 37 楼	号 333 世纪大厦 20 楼	平安金融中心 71 楼
邮箱：research@tfzq.com	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518000
	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-68815388	电话：(86755)-23915663
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-68812910	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com