

IQOS 进军美国市场的浩荡征程

——造纸轻工行业周报 20190224

行业周报

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

◆本周专题：IQOS 进军美国市场的浩荡征程

从美国市场对新型烟草制品的监管政策说起，美国 FDA 监管态度是核心：美国新型烟草制品的监管思路是将新型烟草产品作为烟草产品进行监管，需通过 PMTA (Premarket Tobacco Application, 即烟草上市前申请) 方可上市销售。2016 年 5 月，美国 FDA 发布电子烟监管条例，该项规定主要有烟草预上市申请 (PMTA)、风险改进烟草产品 (MRTP)、和列明潜在有害气体成分三个关键点组成。

静待美国“入场券”，打开增量市场：IQOS 是菲莫国际打造减害产品生产线上推出的第一支无烟新型烟草制品系列，于 2014 年 11 月在名古屋、米兰的试点市场正式推出，使减害产品平台首次实现商业化；2016 年开始在全球范围内加速推广。2015 年，IQOS 烟弹出货量仅为约 4 亿支，而根据菲莫国际最新发布的 2018 年年报显示，2018 年 IQOS 烟弹出货量已达到约 414 亿支，带动菲莫整体减害产品收入持续增长。

PMI 分别于 2017 年 3 月、2016 年 12 月针对 IQOS 产品向美国 FDA 提交了 PMTA、MRTP 两项申请，我们判断于 19 年通过 PMTA 的可能性相对较高：1) PMTA：是 IQOS 作为烟草产品在美国销售的必要条件。从决策权来看，是否通过 PMTA 由美国 FDA 独立决定；我们判断 IQOS 产品 19 年通过 PMTA 的可能性较大，但具体时间表有待确定；2) MRTP：决策权方面，是否通过 MRTP 更多得需要听取公众与专家建议，IQOS 的 MRTP 申请已于 2 月 11 日结束公众评论阶段，我们对 IQOS 产品于 19 年通过美国 FDA 的申请总体持谨慎判断。

分板块观点：

◆包装及消费轻工：包装行业长期看集中度提升，19 年关注业绩边际改善标的

受行业特性影响，目前我国包装行业集中度低，龙头企业市占率较低；但边际来看，我们认为包装行业已呈现出一定整合态势，行业的集中度提升是大势所趋。而对于龙头企业而言，其一体化经营程度高、客户开拓能力强（凭借产品品质、设计能力、供应稳定性、及时性等综合实力）、规模优势显著，我们认为龙头企业将成为行业集中度提升与整合过程中的最核心受益方。

从基本面角度来看，我们认为 19 年包装板块龙头企业业绩大概率将持续改善，主要受益于：1) 行业集中度提升及整合持续推进；2) 多元化客户开拓、核心客户订单放量等驱动收入增长；3) 原材料价格下行带来成本边际回落，盈利能力提升等方面。在行业集中度提升的长期判断的基础上，包装板块我们建议关注业绩增长稳定性强或边际存在较大改善空间的标的，重点推荐劲嘉股份、裕同科技、东港股份；建议关注合兴包装。

另外，消费轻工板块我们建议关注晨光文具（传统业务增长稳健+精品文创业务发力+科力普高增长持续及盈利能力提升+九木杂物社加快拓展）。

◆家居：2.0 时代开启，关注优质标的长期配置价值

展望 19 年上半年：1) 定制家居板块：综合考虑 18Q1 高基数效应，我们认为 19 年上半年定制家居行业增长中枢仍有下行压力；定制行业在产品、渠道、管理、生产等各个方面会出现变革，能够适应这种变革，并且及时进行突破的公司将会在市场的洗牌中脱颖而出；2) 成品家居板块：短期出口疲软对成品家居企业业绩增长将带来一定压制，但中长期来看行业仍处在集中度提升的阶段，而客户对于品牌品质的要求相比于定制更高，因此，龙头企业可以通过加强渠道下沉，提升品牌建设力度，加大研发投入与促进行业整合等手段，进一步抢占市场份额，从而保持相对较高增长；同时叠加原材料价格下行，行业盈利能力有望保持高位。家居板块我们重点推荐顾家家居；建议关注欧派家居、尚品宅配、索菲亚、曲美家居、梦百合、志邦家居、好莱客。

◆提价窗口开启，中长期仍需关注行业供需格局变化

大宗纸：1) 文化纸：短期来看，木浆价格的相对高位、国废价格高位传导效应及库存水平较低将对文化纸价格形成一定支撑；同时随着春季补库存行情的到来，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，同时考虑中小企业的逐步退出，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企业太阳纸业。2) 箱板瓦楞纸：近期箱板/瓦楞纸价格呈现持续回升态势，我们认为主要受益于春季补库存带动需求回升、前期纸厂停机带来短期供给下降等方面。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。3) 白卡纸：前期白卡纸价格跌幅较大，主要受行业价格战影响；随着白卡纸龙头 APP、晨鸣纸业、博汇纸业、万国太阳提价函的逐步落地，我们认为白卡纸也存在一定提价空间。

生活用纸：需求偏消费，叠加结构升级，增长稳定性相对较强；且行业集中度存在较大提升空间，龙头企业依靠产能稳步扩张、产品结构调整、品牌力、渠道力不断增强等方面，市场份额有望持续提升；建议重点关注中顺洁柔。

◆风险提示：

地产景气度低于预期风险，原材料价格上涨风险。

行业重点上市公司盈利预测、估值与评级

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	10.01	0.38	0.49	0.58	26	21	17	买入
002117	东港股份	16.21	0.64	0.81	1.04	25	20	16	买入
603816	顾家家居	50.37	1.91	2.48	3.33	26	20	15	增持
002831	裕同科技	51.60	2.33	2.33	2.97	22	22	17	增持
002078	太阳纸业	7.41	0.78	0.90	0.99	9	8	7	增持
002511	中顺洁柔	7.73	0.27	0.34	0.43	28	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 02 月 22 日

目 录

1、 本周专题：IQOS 进军美国市场的浩荡征程	4
2、 轻工板块本周市场表现	7
2.1、 市场涨跌幅：本周轻工制造板块整体跑赢沪深 300	7
2.2、 行业子板块涨跌幅与估值水平：本周包装印刷板块周涨幅最高，周涨幅达 8.39%	7
2.3、 个股涨跌幅：东方金钰、顺灏股份、通产丽星为本周轻工板块个股涨幅前三	8
3、 行业最新动态及观点	9
3.1、 包装：长期看集中度提升，19 年关注业绩边际改善标的	9
3.2、 家居：2.0 时代开启，关注优质标的长期配置价值	10
3.3、 造纸：提价窗口开启，中长期仍需关注行业供需格局变化	11
4、 行业数据跟踪	13
4.1、 造纸板块：本周文化纸、包装纸价格均有所上涨	13
4.2、 家具板块：12 月家具零售额累计同比上涨 10.10%	18
4.3、 包装板块：卷烟产量 12 月累计同比下降 0.4%	20
5、 轻工行业及公司公告、要闻	21
5.1、 轻工行业市场新闻	21
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	24

1、本周专题：IQOS 进军美国市场的浩荡征程

从美国市场对新型烟草制品的监管政策说起

美国 FDA 监管态度是核心：美国新型烟草制品的监管思路是将新型烟草产品作为烟草产品进行监管，需通过 PMTA (Premarket Tobacco Application, 即烟草上市前申请)方可上市销售。2016 年 5 月，美国 FDA 发布电子烟监管条例，该项规定主要有烟草预上市申请 (PMTA)、风险改进烟草产品 (MRTP)、和列明潜在有害气体成分三个关键点组成，其中：

PMTA 是一项须经 FDA 审核、针对所有新型烟草制品的申请，取得该申请后新型烟草产品可以在美国上市销售，所有电子烟及电子烟部件制造商均需提交该申请。PMTA 自 2016 年 8 月生效，该申请规定：

- 1) 2007 年之前上市的新型烟草产品可免除申请；
- 2) 2007 年至 2016 年之间上市的新型烟草产品需提交 PMTA 申请并通过后可合法销售，申请提交日期延至 2022 年；

3) 2016 年后所有的新烟草产品需通过 PMTA 申请批准后可上市销售。PMTA 要求每种产品单独申报，包括每个电子烟的不同口味和不同尼古丁含量，申请材料较为繁琐，耗时相对较长且无法保证通过。申请费用方面，FDA 对单项 PMTA 的申请费用保守估计约为 33 万美元，假设申请产品共有 10 种口味、3 个不同浓度的尼古丁含量，则申请费用高达 990 万美元，高额的申请费用对新进入者形成较高的门槛。

风险改进烟草产品 (MRTP)：指新型烟草制造商需向 FDA 证明该产品的危害小于传统香烟，属于低风险产品，并由 TPSAC (Tobacco Products Science Advisory Committee, 即烟草产品科学咨询委员会) 提供建议；即新型烟草制品如果需要在美国上市销售同时要宣传比传统烟更健康，必须通过 MRTP 的申请，MRTP 申请相对于 PMTA 难度更大。

图表 1：PMTA 申请所需材料

PMTA 申请材料清单			
1	生产商、贸易商、销售商信息	7	临床、非临床研究结论
2	产品成分、原理、配方	8	潜在危害分析
3	尼古丁含量	9	符合相关规定的证明
4	负责声明	10	消费者使用习惯评估
5	产品样本	11	相关科学研究结论
6	环境评估报告		——

资料来源：美国 FDA，光大证券研究所

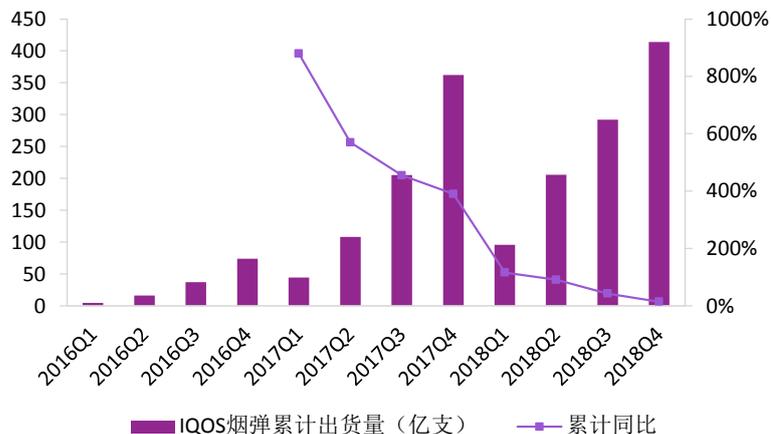
IQOS：菲莫减害产品最具竞争力的代表之一

减害产品组合 (Reduced-risk products portfolio, 即 RRP 组合) 是菲莫国际为实现“无烟未来”战略所推出的具体商业化计划，旨在用无烟产品取代卷烟，使吸烟者转为使用该系列产品从而减少危害，而其中 IQOS 为菲莫最具有代表性的产品之一。

IQOS 是菲莫国际打造减害产品生产线所推出的第一支无烟新型烟草制品系列，于 2014 年 11 月在名古屋、米兰的试点市场正式推出，使减害产品

平台首次实现商业化；2016 年开始在全球范围内加速推广。2015 年，IQOS 烟弹出货量仅为约 4 亿支，而根据菲莫国际最新发布的 2018 年年报显示，2018 年 IQOS 烟弹出货量已达到约 414 亿支，带动菲莫整体减害产品收入持续增长。

图表 2：2018 年 IQOS 烟弹出货量达到 414 亿支



资料来源：公司公告，光大证券研究所

IQOS 静待美国“入场券”，打开增量市场

PMI 分别于 2016 年 12 月、2017 年 3 月针对 IQOS 产品向美国 FDA 提交了 MRTP、PMTA 两项申请，其中 PMTA 相当于烟草产品销售许可证，通过 PMTA 申请意味着 IQOS 产品在美国获得以烟草产品标签销售的资格；MRTPA 的审批难度相较 PMTA 更大，通过 MRTP 申请则意味着 IQOS 产品在美国市场可以以“减害烟草制品”的标签进行销售。

审批进度方面：

1) **PMI 向美国 FDA 提交申请：**PMI 分别于 2016 年 12 月、2017 年 3 月针对 IQOS 产品向美国 FDA 提交了 MRTPA、PMTA 两项申请。

2) **美国 FDA 受理申请并审查：**2017 年 5 月，FDA 正式接受并提交了 PMI 的 MRTP 申请，进行实质性的科学审查；2017 年 8 月，FDA 完成了对 PMTA 的初步审查，并接受了 PMI 的实质性审查申请。

随后，美国 FDA 将 MRTPA 提交给 TPSAC（美国 FDA 烟草产品科学咨询委员会），在对任何 MRTP 申请做出决定之前，FDA 要考虑 TPSAC 成员的见解，以及公众意见和其他可向机构提供的信息。

3) **TPSAC 会议讨论 MRTPA：**2018 年 1 月 24-25 日，TPSAC 在美国 FDA 白橡会议中心召开会议，针对 IQOS 的讨论问题进行投票（核心讨论问题详见表格）。

4) **MRTPA 的公众评议：**2018 年 11 月 21 日，IQOS 的 MRTPA 完成了资料更新环节，进入公众评论阶段；2019 年 2 月 11 日公众评论阶段结束。

5) **最终审批程序。**

图表 3: IQOS 在美国 FDA 两项审批的进度

审批节点	具体审批进展
向美国 FDA 提交申请	PMI 分别于 2016 年 12 月、2017 年 3 月针对 IQOS 产品向美国 FDA 提交了 MRTPA、PMTA 两项申请。
美国 FDA 受理申请并审查	2017 年 5 月, FDA 正式接受并提交了 PMI 的 MRTP 申请, 进行实质性的科学审查; 2017 年 8 月, FDA 完成了对 PMTA 的初步审查, 并接受了 PMI 的实质性审查申请。
TPSAC 会议讨论 MRTPA	2018 年 1 月 24-25 日, TPSAC 在美国 FDA 白橡会议中心召开会议, 针对 IQOS 的讨论问题进行投票。
MRTPA 的公众评议	2018 年 11 月 21 日, IQOS 的 MRTPA 完成了资料更新环节, 进入公众评论阶段; 2019 年 2 月 11 日公众评论阶段结束。
最终审批程序	时间表待定。

资料来源: 美国 FDA 官网, PMI 年报, 光大证券研究所整理

图表 4: 美国 FDA 烟草产品科学咨询委员会针对 IQOS 的 MRTPA 核心讨论问题

核心讨论方向	子问题	投票结果
(1) 讨论与 IQOS 系统健康风险相关的证据, 以及减害信息的适当性。	a. 申请人是否在其建议的减害标签和广告中证明以下声明是真实的: “科学研究表明, 完全从香烟转向 IQOS 系统可以降低烟草相关疾病的风险。”	是 (0); 否 (8); 弃权 (1)
	b. 申请人是否证明其建议的减害标签和广告中的以下声明是真实的: “完全切换到 IQOS 比继续吸烟带来的伤害风险更小?”	是 (4); 否 (5); 弃权 (0)
(2) 讨论当传统卷烟烟民完全转向 IQOS 系统时, 与人类暴露于有害或潜在有害化学物质有关的证据, 包括暴露变化对长期疾病风险的影响, 以及减害信息的适当性。	a. 申请人是否在其建议的减害标签和广告中证明了以下声明是真实的: “科学研究表明, 完全从香烟转向 IQOS 系统可显著减少身体接触有害或潜在有害化学物质。”?	是 (8); 否 (1); 弃权 (0)
	b. 如果问题(2)a 的答案是“是”, 申请人是否证明暴露量的减少相当可能导致发病率和/或死亡率的可测量和实质性降低?	是 (2); 否 (5); 弃权 (1)
(3) 讨论现有传统卷烟吸烟者将开始使用 IQOS 系统、完全切换到 IQOS 和/或成为 IQOS 和传统卷烟的长期双重用户的可能性的证据。	a. 美国吸烟者完全改用 IQOS 系统的可能性有多大?	高 (0); 中 (2); 低 (7); 弃权 (0)
	b. 美国吸烟者长期使用 IQOS 和香烟 (双重用户) 的可能性有多大?	高 (3); 中 (5); 低 (1); 弃权 (0)
(4) 讨论有关不使用烟草制品的人开始使用 IQOS 系统的可能性的证据。	a. 美国从不吸烟者, 特别是年轻人, 成为 IQOS 系统的既定用户的可能性有多大?	高 (2); 中 (1); 低 (4); 弃权 (2)
	b. 前吸烟者重新开始使用 IQOS 系统的可能性有多大?	高 (0); 中 (0); 低 (9); 弃权 (0)
(5) 讨论有关消费者理解的证据以及对拟议减害标签和广告的看法。	申请人是否证明, 在查看拟议的减害标签和广告后, 消费者准确了解减害信息中传达的 IQOS 使用风险?	是 (0); 否 (9); 弃权 (0)

资料来源: 美国 FDA 官网, 光大证券研究所整理

关于审批结果的猜想, 我们认为 IQOS 于 19 年通过 PMTA 的可能性更高: 从决策权来看, 是否通过 PMTA 由美国 FDA 独立决定, 是否通过 MRTPA 则更多得需要听取公众与专家建议。我们初步判断, IQOS 产品 19 年通过 PMTA 的可能性较高, 但具体时间表有待确定, 而对于 IQOS 产品于 19 年通过 MRTP 的申请总体持谨慎判断。

2、轻工板块本周市场表现

2.1、市场涨跌幅：本周轻工制造板块整体跑赢沪深 300

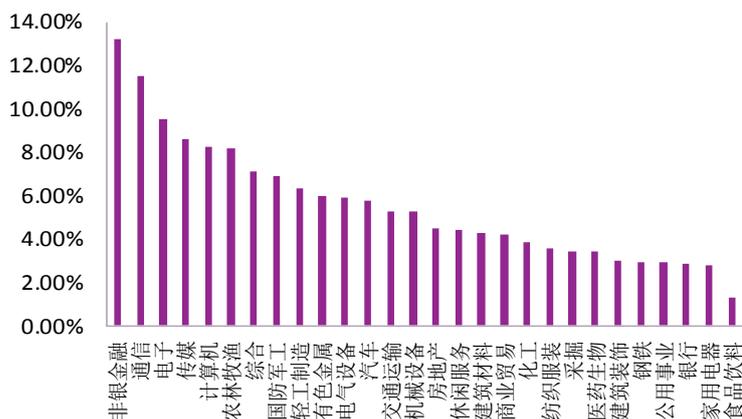
本周（2019.02.18-2019.02.22），上证综指报收 2804.23 点，周涨幅 4.54%；深证成指报收 8651.20 点，周涨幅 6.47%；同期沪深 300 指数涨幅为 5.43%；轻工制造板块（申万行业分类）周涨幅 6.36%，整体跑赢沪深 300 指数；在全部申万一级行业指数中，轻工制造行业指数周涨幅排名第 9 位（按涨幅由高到低排序）。

图表 5：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	4.54%	8.50%	12.44%
深证成指	6.47%	15.67%	19.50%
沪深 300	5.43%	9.95%	16.92%
轻工制造板块	6.36%	14.85%	12.30%

资料来源：Wind，光大证券研究所

图表 6：各行业本周涨跌幅



资料来源：Wind，光大证券研究所

2.2、行业子板块涨跌幅与估值水平：本周包装印刷板块周涨幅最高，周涨幅达 8.39%

细分子板块来看，三大核心子板块中包装印刷板块本周涨幅最高，周涨幅达 8.39%，造纸板块本周上涨 5.43%；家具板块本周上涨 3.65%；其它子板块方面，珠宝首饰板块本周上涨 8.12%，文娱用品板块本周涨幅达 6.39%。

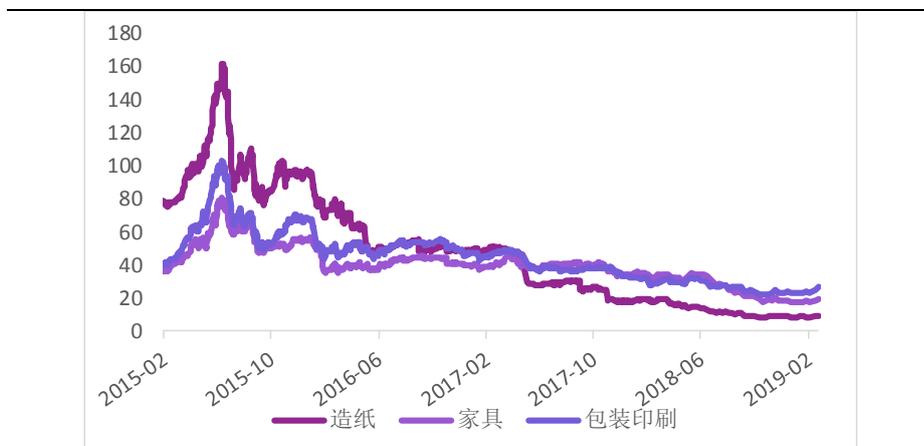
图表 7：轻工制造子板块涨跌幅

轻工子板块	本周涨跌幅	本月涨跌幅	本年涨跌幅
造纸	5.43%	12.65%	10.75%
包装印刷	8.39%	18.77%	16.32%
家具	3.65%	12.34%	12.59%
其他家用轻工	7.27%	16.45%	16.57%
珠宝首饰	8.12%	14.27%	3.08%
文娱用品	6.39%	12.77%	9.14%
其他轻工制造	18.11%	34.24%	10.80%

资料来源：Wind，光大证券研究所

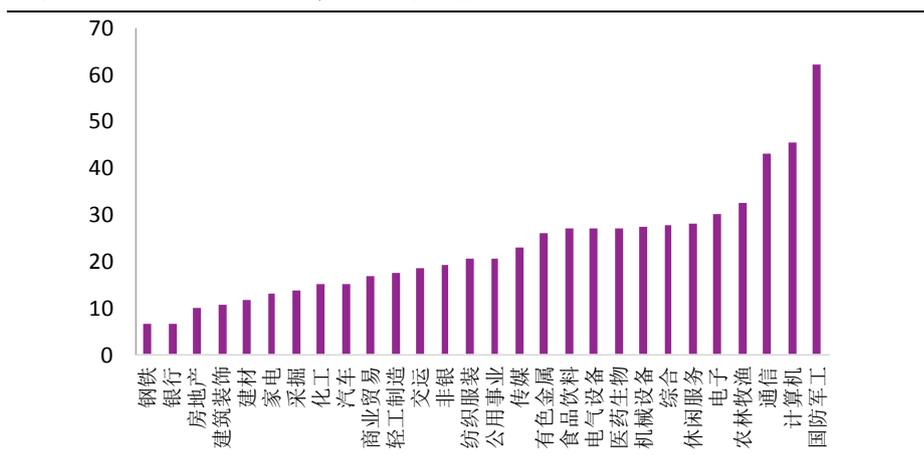
本周轻工制造行业 PE(TTM)为 17.46x，其中家具、造纸、包装印刷 PE(TTM)分别为 19.31x、9.16x、26.61x，均处于历史相对低位。横向比较来看，在全部申万一级行业中，轻工制造行业估值排名第 11 位(由低到高)。

图表 8：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 9：全行业估值水平比较 (PE_TTM)



资料来源：Wind，光大证券研究所

2.3、个股涨跌幅：东方金钰、顺灏股份、通产丽星为本周轻工板块个股涨幅前三

个股方面，本周上涨幅度最高的前五家公司分别为东方金钰(50.46%)，顺灏股份(48.38%)，通产丽星(46.70%)，乐凯胶片(40.79%)，实丰文化(35.21%)；下跌幅度最大的前五家分别为我乐家居(-6.17%)，集友股份(-5.20%)，中顺洁柔(-2.28%)，金陵体育(-2.27%)，顾家家居(-2.06%)。

图表 10：本周轻工行业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
东方金钰	50.46%	我乐家居	-6.17%
顺灏股份	48.38%	集友股份	-5.20%
通产丽星	46.70%	中顺洁柔	-2.28%

乐凯胶片	40.79%	金陵体育	-2.27%
实丰文化	35.21%	顾家家居	-2.06%

资料来源：Wind，光大证券研究所

3、行业最新动态及观点

3.1、包装：长期看集中度提升，19 年关注业绩边际改善标的

受行业特性影响，目前我国包装行业集中度低，龙头企业市占率较低；但边际来看，我们认为包装行业已呈现出一定整合态势，行业的集中度提升是大势所趋。具体整合路径方面，以纸包装领域为例，龙头企业主要通过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。

而对于龙头企业而言，其一体化经营程度高、客户开拓能力强（凭借产品品质、设计能力、供应稳定性、及时性等综合实力）、规模优势显著，我们认为龙头企业将成为行业集中度提升与整合过程中的最核心受益方。

另外，前期包装板块业绩预告已披露完毕，**板块业绩仍存在分化，其中龙头企业业绩较为亮眼，印证我们前期判断**。具体来看：劲嘉股份 18 年业绩表现亮眼，前期公司发布 18 年业绩快报：实现营收 33.73 亿元，同比增 14.51%，归母净利润 7.27 亿元，同比增 26.49%；18Q4 单季公司收入增速呈回升态势，净利润增速超预期，我们认为主要受益于：1) 公司凭借领先设计能力，同时把握产品结构升级，烟标主业实现稳健增长；2) 彩盒业务维持高增长：18 年公司彩盒业务实现收入约 4.80 亿元，同比增 79.81%。3) 新材料布局提升盈利能力，投资收益贡献利润增量。裕同科技业绩预告修正：预计 18 年营业收入同比增长 22.77%-24.21%；归母净利润同比增长 0%-5%，18Q4 单季度净利润增速显著改善，我们初步判断主要受益于公司客户结构持续多元化、核心客户订单放量、原材料价格下行推动盈利能力提升等方面。

图表 11：包装板块重点公司 18 年业绩预告汇总

代码	简称	18 年年报业绩预告摘要
002191.SZ	劲嘉股份	18 年业绩快报：营收 33.73 亿元，同比增 14.51%，归母净利润 7.27 亿元，同比增 26.49%
002831.SZ	裕同科技	收入同比增长 22.77%-24.21%；归母净利润同比增长 0%-5%
002117.SZ	东港股份	净利润约 25531.62~32494.78 万元，增长 10.00%~40.00%
002228.SZ	合兴包装	净利润约 23085.56~27702.67 万元，增长 50%~80%
002303.SZ	美盈森	净利润约 40,041.42~45,264.22 万元，增长 15.00%~30.00%
002701.SZ	奥瑞金	净利润约 70,385.81~84,462.97 万元，增长 0%~20%
601968.SH	宝钢包装	净利润约 3100~4300 万元，增长 367.48%~548.44%
002803.SZ	吉宏股份	净利润约 18,407.89~21,609.26 万元，增长 130.00%~170.00%
002565.SZ	顺灏股份	净利润约 8255.26~12382.88 万元，变动幅度-20.00%~20.00%

资料来源：Wind，光大证券研究所

从基本面角度来看，我们认为 19 年包装板块龙头企业业绩大概率将持续改善，主要受益于：1) 行业集中度提升及整合持续推进；2) 多元化客户开拓、核心客户订单放量等驱动收入增长；3) 原材料价格下行带来成本边际回落，盈利能力提升等方面。在行业集中度提升的长期判断的基础上，包装板块我们建议关注业绩增长稳定性强或边际存在较大改善空间的标的，重点推荐劲嘉股份、裕同科技、东港股份。

3.2、家居：2.0 时代开启，关注优质标的长期配置价值

如何看待年初以来家居板块的估值修复行情？我们判断跟 EPS 的关系不大，更多是由 PE 的变动所引起的，前期家居公司由于业绩预期下修，估值处于底部，加上北上资金持续流入、地产政策边际放松、消费行业刺激政策出台等多方面边际利好，带来了家居龙头的估值修复行情。本轮估值修复行情的持续性我们认为主要取决于：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。

从业绩预告来看，短期家居企业业绩仍存在一定压力：1) 定制家居板块：受地产红利逐步减弱、行业竞争加剧（企业渠道扩张加快、前端流量分流、引流成本提升）等多方面影响，定制家居企业增长及盈利能力存在一定下行压力。欧派家居预告 18 年收入、归母净利润同比增 15%~25%，业绩符合预期，整体增长相对较为稳健。索菲亚发布业绩预告修正：18 年收入同比增 15%~20%，归母净利润同比增 5%~10%，利润端承压。尚品宅配预告 18 年收入、归母净利润同比增 20%~30%，18Q4 业绩增速有所放缓。2) 成品家居企业的业绩存在较大分化：其中曲美家居预计 18 年归母净利润 -8,300 万元到 -5,600 万元，主要受并购费用、直营门店扩张加速及调整等方面影响，公司 18 年业绩承压。喜临门受全资子公司晟喜华视商誉计提减值及广告费用投入加大等影响，18 年净利润出现较大幅度亏损。帝欧家居受欧神诺并表贡献，18 年净利润实现大幅增长。

图表 12：定制家居板块重点公司 18 年业绩预告汇总

代码	简称	18 年年报业绩预告摘要
603833.SH	欧派家居	收入、净利润同比增长 15%~25%
002572.SZ	索菲亚	收入同比增长 15%~20%；净利润同比增长 5%~10%
300616.SZ	尚品宅配	收入、净利润同比增长 20%~30%
002853.SZ	皮阿诺	净利润同比增长 25%~45%
300749.SZ	顶固集创	净利润约 7500~9200 万元,变动幅度为:0.93%~23.8%

资料来源：Wind，光大证券研究所

图表 13：成品家居板块重点公司 18 年业绩预告汇总

代码	简称	18 年年报业绩预告摘要
603818.SH	曲美家居	净利润约 -8300 万元~-5600 万元
603008.SH	喜临门	净利润约 -44000 万元~-39000 万元
002798.SZ	帝欧家居	净利润约 35986.57 万元~38712.82 万元,增长 560%~610%
002084.SZ	海鸥住工	净利润约 2,758.77 万元~7,356.71 万元,下降 20.00%~70.00%
000910.SZ	大亚圣象	净利润约 65918.83 万元~85694.48 万元,增长 0%~30%

002631.SZ	德尔未来	净利润约 9420.88 万元~13703.1 万元,增长 10.00%~60.00%
600978.SH	宜华生活	净利润约 48177.48 万元~55705.22 万元,下降 26%~36%
603389.SH	亚振家居	净利润约-8000 万元~-7000 万元

资料来源: Wind, 光大证券研究所

总体来看, 展望 19 年上半年: 1) 定制家居板块: 综合考虑 18Q1 高基数效应, 我们认为 19 年上半年定制家居行业增长中枢仍有下行压力; 定制行业在产品、渠道、管理、生产等各个方面会出现变革, 能够适应这种变革, 并且及时进行突破的公司将会在市场的洗牌中脱颖而出; 2) 成品家居板块: 短期出口疲软对成品家居企业业绩增长将带来一定压制, 但中长期来看行业仍处在集中度提升的阶段, 而客户对于品牌品质的要求相比于定制更高, 因此, 龙头企业可以通过加强渠道下沉, 提升品牌建设力度, 加大研发投入与促进行业整合等手段, 进一步抢占市场份额, 从而保持相对较高增长; 同时叠加原材料价格下行, 行业盈利能力有望保持高位。家居板块我们重点推荐顾家家居; 建议关注欧派家居、尚品宅配、索菲亚、曲美家居、梦百合、志邦家居、好莱客。

3.3、造纸: 提价窗口开启, 中长期仍需关注行业供需格局变化

近期各纸企陆续发布涨价函, 包括 APP、晨鸣纸业、山鹰纸业、万国太阳等龙头纸企, 主要集中在文化纸、箱板/瓦楞纸、白卡纸等纸种, 涨价幅度 50-200 元/吨。

图表 14: 近期纸企涨价函汇总

企业	涨价纸种	涨幅	涨价起始日期
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
	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
福建联盛纸业	所有纸种	上调 100 元/吨	19 年 2 月 11 日
山鹰纸业	所有纸种	上调 50-100 元/吨	19 年 2 月 20 日
山东晨鸣	白卡、铜板卡	上调 200 元/吨	19 年 2 月 25 日
山东、江苏博汇	白卡纸	上调 200 元/吨	19 年 2 月 25 日
万国太阳	部分品牌白卡纸	上调 200 元/吨	19 年 2 月 25 日
APP 工业用纸	所有产品	上调 200 元/吨	19 年 3 月 1 日

资料来源: 中华纸业, 中纸联, 光大证券研究所

本周浆价、国废价格均有所回升，纸张价格也有所上涨

文化纸方面：铜版纸本周市场均价 5567 元/吨，较上周上涨 33 元/吨；双胶纸市场均价 6033 元/吨，较上周上涨 17 元/吨。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；同时随着春季补库存行情的到来，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，同时考虑中小企业的逐步退出，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。

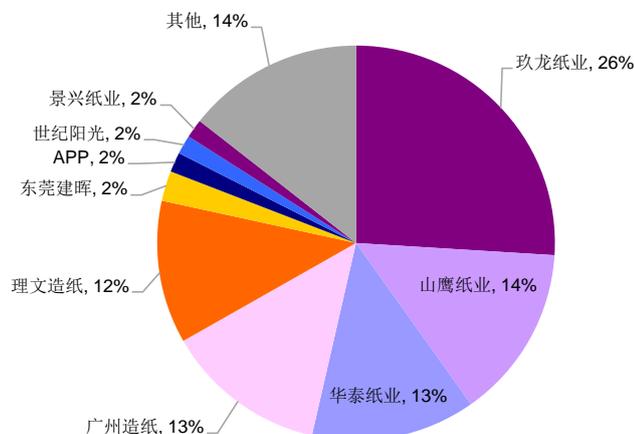
包装纸方面：箱板瓦楞纸：本周箱板纸均价 4627 元/吨，较上周上涨 50 元/吨；瓦楞纸均价 3920 元/吨，较上周上涨 63 元/吨。近期箱板/瓦楞纸价格呈现持续回升态势，我们认为主要受益于：1) 春季补库存带动包装纸需求端略有回升；2) 前期纸厂停机带来短期供给下降；3) 工厂及渠道库存水平较低。我们认为在国废价格高位传导效应的背景下，箱板/瓦楞纸价格有望呈小幅回升态势，但涨价空间相对有限。**白卡纸：**本周白卡纸市场均价 4943 元/吨，较上周持平。前期白卡纸价格跌幅较大，主要受行业价格战影响；随着白卡纸龙头 APP、晨鸣纸业、博汇纸业、万国太阳提价函的逐步落地，我们认为白卡纸也存在一定提价空间。

原材料价格方面，本周内外盘浆价、国废 OCC 价格均有所回升：1) 浆价：国际针叶浆外商均价 708 美元/吨，较上周上涨 9 美元/吨；国际阔叶浆外商均价 722 美元/吨，较上周上涨 8 美元/吨；另外内盘浆价也有所上涨。2) 国废价格：本周国废出厂均价 2421 元/吨，较上周上涨 108 元/吨。

2019 年第四批限制进口废纸审批名单：仅有 1 家企业获批

2019 年 2 月 19 日，环保部固废管理中心发布 2019 年第 4 批限制进口废纸审批名单，本次公布名单仅有 1 家企业获批废纸进口量 0.972 万吨。截至目前，2019 年环保部固废管理中心共核准 4 批进口废纸审批名单，获批量共计 553.68 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 78.44%，进口废纸配额有进一步向龙头企业集中的趋势。

图表 15：2019 年前四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

4、行业数据跟踪

4.1、造纸板块：本周文化纸、包装纸价格均有所上涨

价格数据：

纸价方面，根据卓创资讯，截至2月22日，铜版纸本周市场均价5567元/吨，较上周上涨33元/吨；双胶纸市场均价6033元/吨，较上周上涨17元/吨；白卡纸均价4943元/吨，较上周持平；白板纸市场价4388元/吨，较上周上涨50元/吨；箱板纸均价4627元/吨，较上周上涨50元/吨；瓦楞纸均价3920元/吨，较上周上涨63元/吨。

图表 16：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 18：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 20：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 17：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 19：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 21：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 708 美元/吨, 较上周上涨 9 美元/吨, 国际阔叶浆外商均价 722 美元/吨, 较上周上涨 8 美元/吨。国内针叶浆本周市场价格 5709 元/吨, 较上周上涨 59 元/吨, 阔叶浆本周价格 5633 元/吨, 较上周上涨 150 元/吨。废纸方面, 美废 11# 本周均价 164 美元/吨, 较上周持平。国废出厂均价 2421 元/吨, 较上周上涨 108 元/吨。

图表 22: 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 23: 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 24: 国内针叶浆价格 (元/吨)



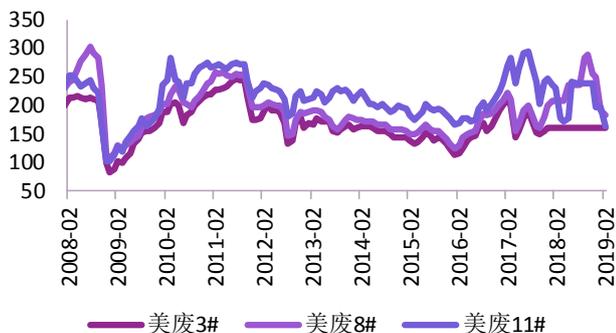
资料来源: wind, 光大证券研究所

图表 25: 国内阔叶浆价格 (元/吨)



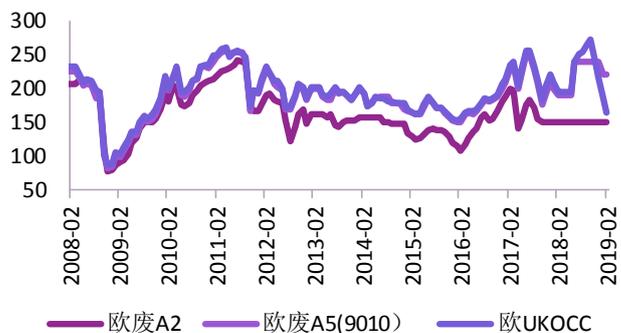
资料来源: wind, 光大证券研究所

图表 26: 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 27: 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 28: 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 7250 元/吨, 较上周持平; 粘胶短纤市场价 13450 元/吨, 较上周持平; 钛白粉现货价格为 16600 元/吨, 较上周上涨 200 元/吨; 棉花 328 价格指数 15501 元/吨, 较上周上涨 12 元/吨。

图表 29: 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 30: 粘胶短纤市场价 (元/吨)



资料来源: Wind, 光大证券研究所

图表 31: 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 32: 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，1月白卡纸企业库存天数较上月有所下降，库存22天，白板纸企业库存天数较18年12月下降，库存14天。1月份瓦楞纸的库存天数较上月有所下降，瓦楞纸企业库存11天。1月份箱板纸企业库存11天。

原材料库存方面，18年12月全球生产商木浆库存44天，较上月上涨4天；1月国内纸厂废纸天数有所上升，为9天，较上月上涨73%。

图表 33: 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 34: 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 35: 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 36: 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 37: 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 38: 全球生产商木浆库存 (天)

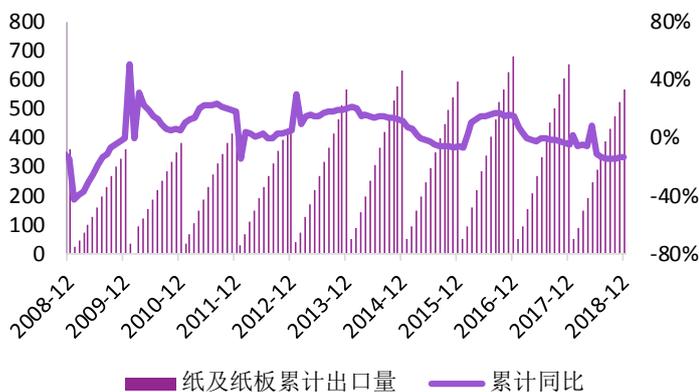


资料来源: Wind, 光大证券研究所

进出口数据:

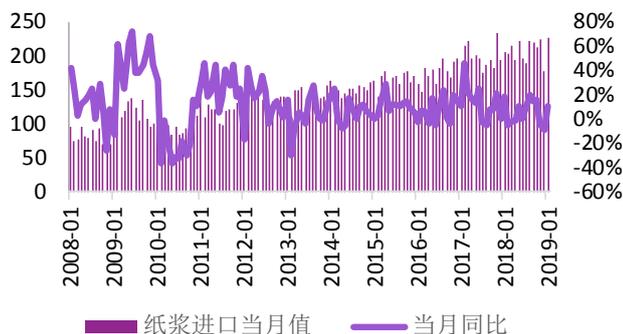
18年12月纸及纸板累计出口量为565万吨,同比下降13.30%;19年1月纸浆进口227万吨,同比上涨10.39%;18年12月废纸进口237万吨,同比上涨149.47%;瓦楞纸12月出口量为1900吨,同比下降42.48%;箱板纸12月出口量为1773吨,同比下降61.80%。

图表 39: 纸及纸板累计出口量 (万吨)



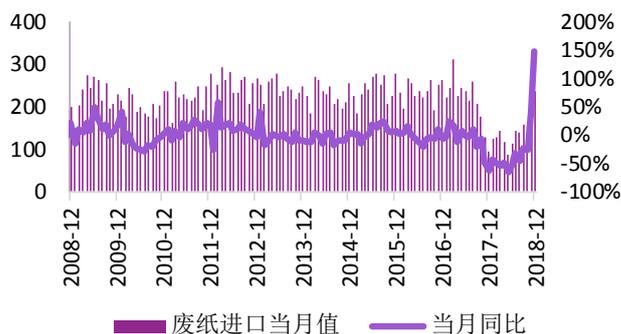
资料来源: Wind, 光大证券研究所

图表 40: 纸浆当月进口值 (万吨)



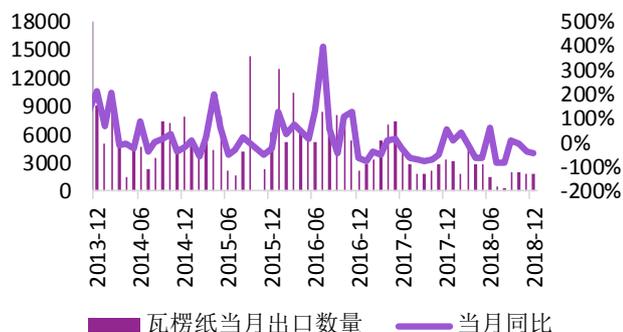
资料来源: Wind, 光大证券研究所

图表 41: 废纸当月进口值 (万吨)



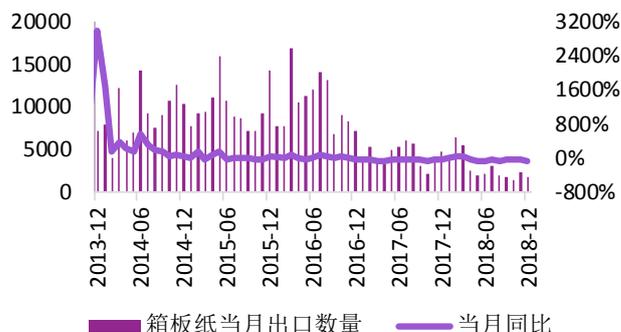
资料来源: Wind, 光大证券研究所

图表 42: 瓦楞纸当月出口数量 (吨)



资料来源: Wind, 光大证券研究所

图表 43: 箱板纸当月出口数量 (吨)

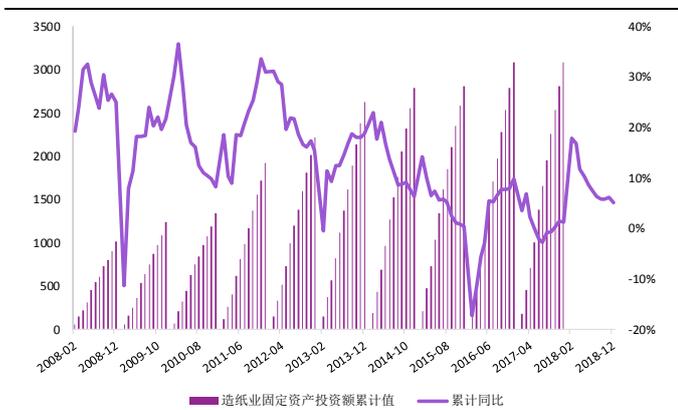


资料来源: Wind, 光大证券研究所

总量数据:

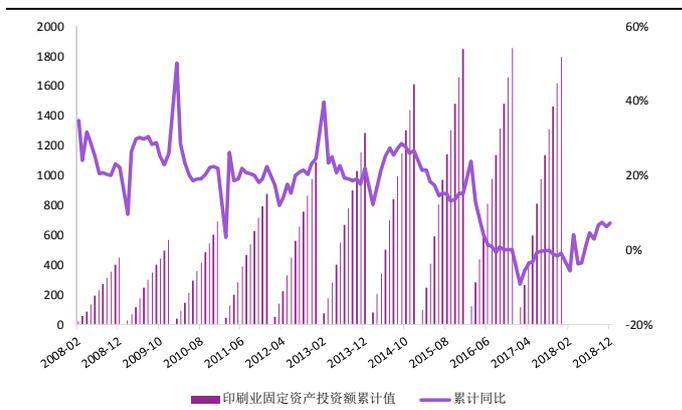
18年12月造纸业固定资产投资额累计同比增长5.10%;印刷业固定资产投资额累计同比增长7.20%。

图表 44: 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 45: 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:

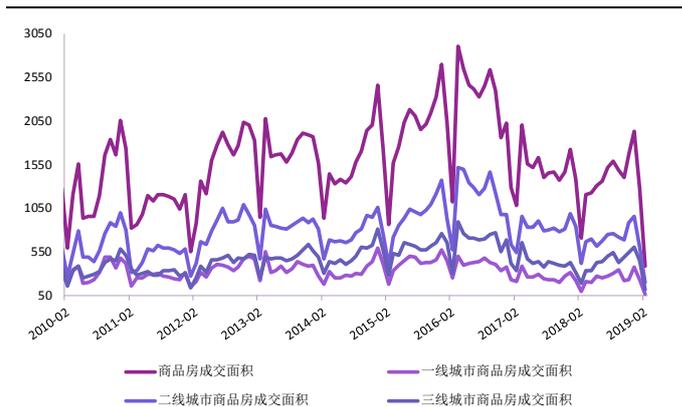
2018年12月商品房销售面积171654万平方米,累计同比增长1.30%;截至2019年2月22日,2月全国30大中城市商品房成交面积为380.66万平方米,其中以二线城市居多,成交面积达202.42万平方米,一线城市65.84万平方米,三线城市112.40万平方米;2018年12月房屋竣工面积累计93550万平方米,累计同比下降7.80%

图表 46: 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 47: 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

图表 48: 房屋竣工面积累计值及增速 (万平方米)

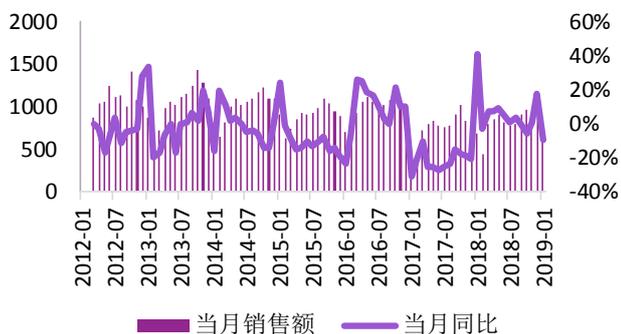


资料来源: Wind, 光大证券研究所

行业数据:

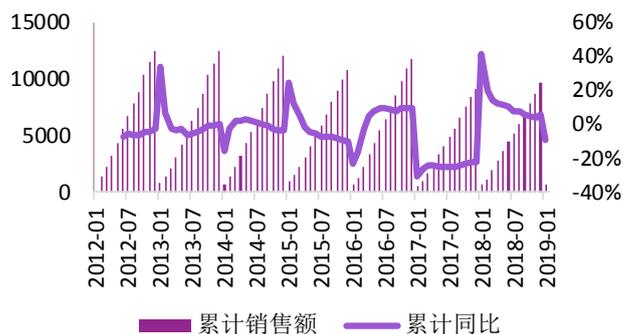
建材家居卖场 2019 年 1 月销售额达到 617 亿元, 同比下降 9.46%; 2019 年累计销售额达到 617 亿元, 同比下降 9.46%; 2018 年 12 月家具当月零售额为 250.5 亿元, 同比增长 12.70%, 累计销售额 2249.8 亿元, 累计同比增长 10.14%。

图表 49: 建材家居卖场当月销售额 (亿元)



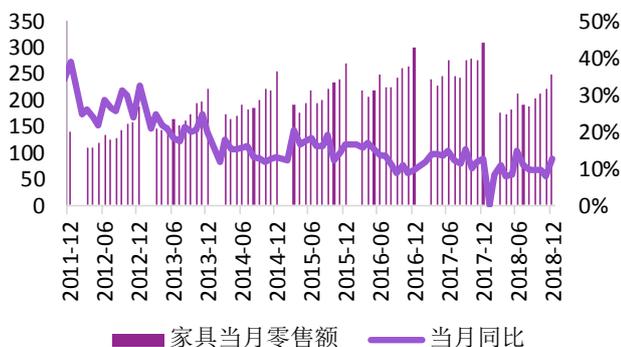
资料来源: Wind, 光大证券研究所

图表 50: 建材家居卖场累计销售额 (亿元)



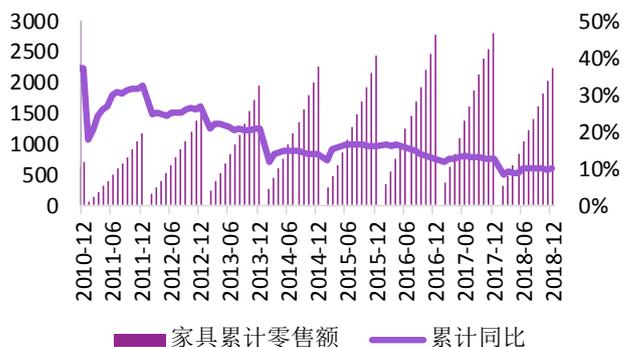
资料来源: Wind, 光大证券研究所

图表 51: 家具类当月零售额 (亿元)



资料来源: Wind, 光大证券研究所

图表 52: 家具类累计零售额 (亿元)

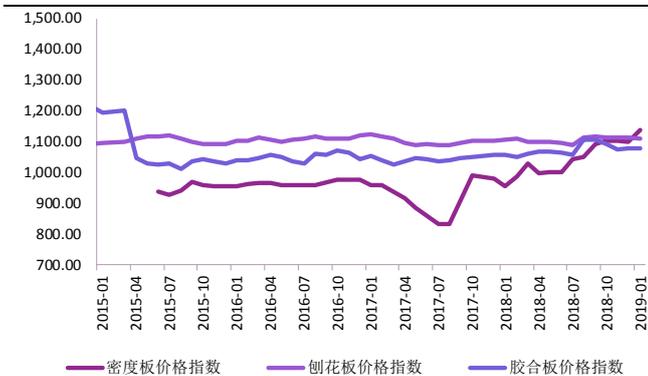


资料来源: Wind, 光大证券研究所

原材料数据:

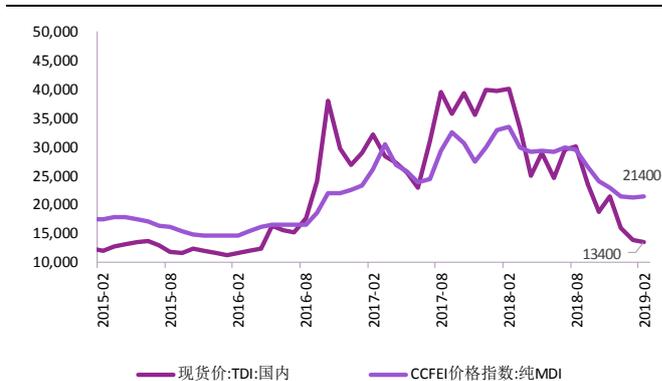
根据Wind 资讯数据,密度板1月的价格指数为1,139.74,月涨幅3.52%;刨花板1月价格指数为1109.86,月跌幅0.24%;胶合板1月的价格指数为1,078.05,月跌幅0.14%。国内TDI2019年2月的价格为13400元/吨,月跌幅3.60%;MDI 2月的价格为21400元/吨,月涨幅0.47%。

图表 53: 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 54: 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 55: 镀锡薄板含税价格(元/吨)



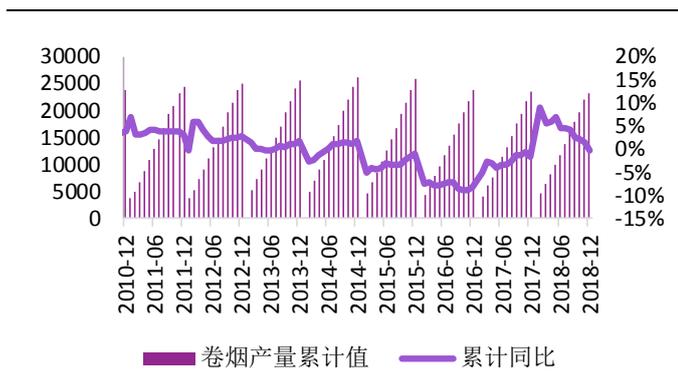
资料来源: Wind, 光大证券研究所

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。

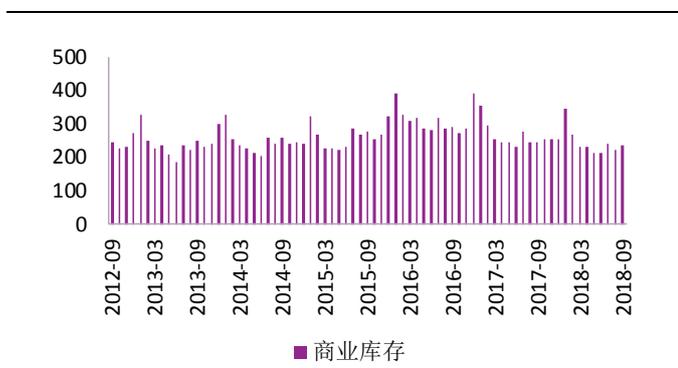
库存方面, 9月卷烟商业库存量为234.60万箱; 9月卷烟工业库存量为180.85万箱。

图表 56: 卷烟产量累计值 (亿支) 及累计同比%



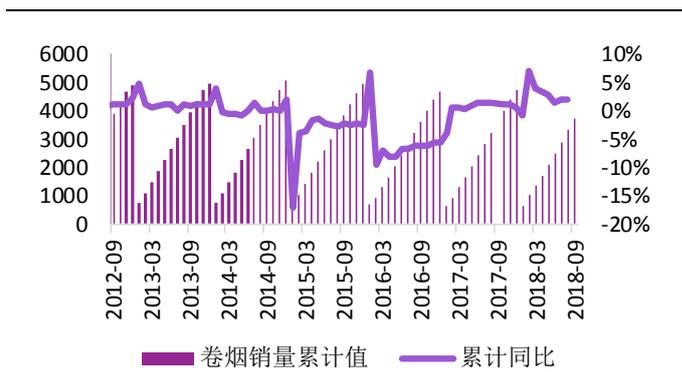
资料来源: Wind, 光大证券研究所

图表 58: 卷烟商业库存量 (万箱)



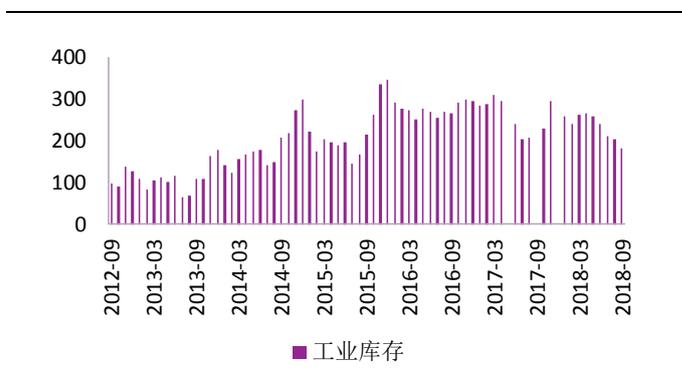
资料来源: Wind, 光大证券研究所

图表 57: 卷烟销量累计值 (万箱)



资料来源: Wind, 光大证券研究所

图表 59: 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 60: 轻工行业市场新闻

行业	新闻
造纸	引进两条瓦线,四川一包装厂将年产2亿平方米纸板、纸箱。日前,四川省乐山市井研家居产业基地首家入驻家居配套企业--四川忆欣达包装有限公司厂房开始试运行。该项目计划投资1.2亿元,主要产品类型为纸和纸板容器制造,建成后预计年新增效益2.9亿元,利润3262.5万元,利税1087.5万元,提供就业岗位近400个。
	晨鸣60万吨液体包装纸板项目通过环保验收。该项目位于广东省湛江市麻章区太平镇,新建1条60万吨液体包装纸板生产线和1座30000m3/d污水处理站,在自备热电站现有基础上扩建4#机组(包括1台400t/h循环流化床锅炉和1台50MW背压式汽轮发电机组)。
	荣晟环保纸业与山东信和签约板纸机升级改造项目。浙江荣晟环保纸业股份有限公司与山东信和造纸工程股份有限公司签订了4600/750/min长网多缸高强瓦楞纸机升级改造项目。改造后,纸机车速由500m/min提高到750m/min,压榨为四辊三压,干燥部为无绳引纸,机型将达到国内先进水平,也标志着公司在板纸机技术及制造方面跨入了国内先进行列。升级改造项目计划于2019年7月底完成。

	深圳贤俊龙彩印投 10 亿建包装基地。2 月 20 日报道，深圳贤俊龙彩印与厚街镇政府签约，计划投资 10 亿元，打造综合型的彩色印刷和包装材料生产基地，项目达产后预期实现年产值约 15 亿元。
家具	苹果牵手 Sam Jadallah 发力智能家居。苹果最近不仅收购了语音科技初创公司 PullString，还招来了智能锁公司 Otto 的 CEO Sam Jadallah，他同时也是微软的元老级人物。Sam Jadallah 已经加入了苹果公司，负责家居设备。 居然之家与苏宁正式达成合作意向。2 月 20 日，居然之家在与苏宁进行合作洽谈后宣布，就大开发、会展、零售、物流、金融、B2B 等方面与苏宁正式达成合作意向。与苏宁开启合作后，居然之家将以家居实体店连锁发展为核心，实现线上与线下融合、大家居与大消费融合以及产业链上下游协同融合三大融合。

资料来源：中国纸网，财富纸业传媒，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 61：本周公司公告和信息

公司名称	公告信息
洁美科技	2018 年度业绩快报。报告期末，公司营业总收入 131,110.40 万元，较上年同期增长 31.58%；营业利润 32,327.34 万元，较上年同期增长 45.73%、利润总额 32,212.22 万元，较上年同期增长 45.03%、归属于上市公司股东的净利润 27,529.83 万元，较上年同期增长 40.30%，主要系公司销售收入增长所致。
志邦家居	关于股东减持股份计划公告。尚志有限拟自 2019 年 3 月 11 日起至 2019 年 9 月 7 日期间内，通过集中竞价或大宗交易或两者相结合的方式减持其所持公司无限售条件流通股不超过 6,400,000 股（含），占公司总股本的 4%，占其持有的无限售条件流通股总数的 55.13%，减持价格按市场价格确定。
创源文化	2018 年度业绩快报。报告期公司实现营业总收入为 80,027.28 万元，比去年同期上升 18.13%；归属于上市公司股东的净利润为 8,269.99 万元，比去年同期上升 36.64%；基本每股收益为 0.69 元，比去年同期上升 11.29%；加权平均净资产收益率为 13.86%，比去年同期下降 7.2%。 关于全资子公司对外投资设立子公司的公告。公司新加坡全资子公司 CRE8 DIRECT(SINGAPORE) PTE. LTD. 拟在越南成立子公司 CRE8 DIRECT (VIETNAM) LTD.，注册资本 1000 万美元。
景兴纸业	2018 年度业绩预告修正公告的补充说明。公司财务部门经过初步测算，预计公司在第四季度将确认投资亏损约为 1,702 万元至 1,884 万元，即预计减少公司第四季度净利润 1,702 万元至 1,884 万元。
顺灏股份	关于控股子公司上海绿馨电子科技有限公司与相关方签署《合作协议》的公告。上海绿馨、云南汉素拟共同投资设立一家新公司，进一步拓展公司在电子烟和工业大麻相关业务的协同发展。上海绿馨出资 2,000 万元，占合资公司 65% 的股权；云南汉素出资 1,077 万元，占合资公司 35% 的股权。
民丰特纸	关于吸收合并全资子公司浙江民丰山打士纸业有限公司的公告。公司拟吸收合并公司全资子公司浙江民丰山打士纸业有限公司，整体资产并入公司后进行规范管理。民丰山打士全部资产、负债、业务和人员等均由公司承继。民丰山打士作为公司全资子公司，其财务报表已按 100% 比例纳入本公司合并报表范围内。
永艺股份	关于投资建设罗马尼亚生产基地的公告。公司计划以自有资金投资 950 万美元在罗马尼亚建设家具生产基地。本次投资以全资子公司永越香港投资有限公司作为投资路径，由永越香港出资设立永艺罗马尼亚家具有限公司。

	上述投资款将主要用于永艺罗马尼亚家具有限公司的设立及相应的配套投资。
英联股份	2018 年度业绩快报。本报告期公司实现营业收入 818,956,457.94 元，较上年同期增长 78.85%；归属于上市公司股东的净利润 42,052,471.54 元，较上年同期下降 7.38%。
浙江永强	2018 年度业绩快报。公司实现营业总收入 43.87 亿元，同比下降 3.29%，实现归属于上市公司股东的净利润-1.08 亿元，同比下降 238.63%；基本每股收益-0.05 元，同比下降 225%；扣除非经常性损益后的净利润为-0.47 亿元，同比下降 196.87%。
王子新材	关于对子公司增资的公告。公司根据战略发展的需要，拟以自筹资金通过全资子公司深圳栢兴科技有限公司对二级全资子公司珠海新盛包装技术有限公司增资 300 万元人民币。截至目前，珠海新盛的注册资本为 200 万元人民币，公司持股比例 100%。增资完成后，珠海新盛的注册资本将变更为 500 万元人民币，公司持股比例不变。

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 0.49、0.58、0.70 元，当前股价对应 PE 为 21X、17X、14X。

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 20X、16X、12X。

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、12X。

裕同科技：1、全面布局消费品包装，持续推动客户结构多元化，优质客户涵盖消费电子、智能家居、烟酒、大健康、化妆品、奢侈品等领域新客户的持续拓展和核心客户订单放量是收入增长的重要驱动力；2、公司定位为包装一体化解决方案提供商，有效提升公司在产业链的议价能力，提高产品附加值；3、原材料价格下行推动公司盈利能力回升；4、盈利预测：预计 18-20

年的 EPS 分别为 2.33 元、2.97 元、3.73 元，当前股价对应 PE 分别为 22X、17X、14X。

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 8X、7X、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，公司增长可持续性较强；4、浆价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 62：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	10.01	0.38	0.49	0.58	0.70	26	21	17	14	买入
002117	东港股份	16.21	0.64	0.81	1.04	1.35	25	20	16	12	买入
603816	顾家家居	50.37	1.91	2.48	3.33	4.33	26	20	15	12	增持
002831	裕同科技	51.60	2.33	2.33	2.97	3.73	22	22	17	14	增持
002078	太阳纸业	7.41	0.78	0.90	0.99	1.14	9	8	7	7	增持
002511	中顺洁柔	7.73	0.27	0.34	0.43	0.53	28	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 2 月 22 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达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达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

上海市南京西路 1266 号恒隆广场一期 49 楼 邮编 200040

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
庞舒然		010-58452040	18810659385	pangsr@ebscn.com
中青雯		021-22169527	15921857444	shenqw@ebscn.com
深圳		黎晓宇	0755-83553559	13823771340
	张亦潇	0755-23996409	13725559855	zhangyx@ebscn.com
	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
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
私募业务部	周梦颖	021-52523550	15618752262	zhoumengying@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
	黄小芳	021-52523715	15221694319	huangxf@ebscn.com