

# 寻找确定性，把握催化剂

## ——轻工行业 2020 年投资策略

行业年度报告

◆ **寻找确定性：**2019 年前三季度 GDP 增速逐季下滑，我们认为 2020 年经济增速有可能进一步下调，行业增长进入稳定期，龙头公司抢占小企业份额，提升市场占有率变成了未来主流趋势。在这样的大趋势下，我们重点关注逆周期属性的子板块和少数存在政策红利的子板块。

◆ **消费轻工板块：**消费轻工板块具备行业增速稳定，终端需求保持平稳，价格弹性小的特点，龙头企业护城河较宽，可以通过产品升级，品类拓展，渠道建设等方式不断抢占市场份额，提升占有率。消费轻工重点关注文具行业和生活用纸行业，文具板块关注办公集采的政策红利，**重点推荐晨光文具、齐心集团**。生活用纸集中度较低，浆价处于低位将带来企业的高盈利。**重点推荐中顺洁柔**。

◆ **家居板块：**我们延续家居行业的地产后周期预测模型，认为竣工逻辑的兑现将在 20 年上半年体现，届时收入增速将会出现边际改善，引领市场预期边际向上。但竣工只是短期逻辑，长期来看家居 C 端需求向下，行业竞争压力在加大，目前家居龙头通过补贴经销商来支持价格竞争，抢占客流是第一要务。重点关注两条线：一、获客能力强的龙头：**重点推荐在工程端和整装端发展较好的欧派家居、尚品宅配**。二、精装修红利下的细分领域龙头：**重点推荐江山欧派、推荐帝欧家居**。

◆ **造纸板块：**我们判断造纸机会或在下半年。文化纸新增产能较少，供需格局相对稳定，龙头公司有意压低价格挤占小企业份额，明年文化纸价格向上弹性并不大，核心关注龙头公司新产能投放，投产周期在下半年。**重点推荐太阳纸业**。包装纸：明年上半年玖龙还有部分产能投产，在需求明显疲软的情况下，给包装纸价带来了进一步下跌的压力，终端的提价至少要等到下半年，三四季度是传统旺季，经过了上半年的预期进一步探底，我们认为会出现预期向上修复的可能性。推荐山鹰纸业。

◆ **把握催化剂：**经济下行期经济政策出台将引领风险偏好提升，关注政策边际变化所带来的主题性投资机会。其中包含：一、新型烟草：政策监管趋严，利好龙头，关注国标出台，推荐劲嘉股份。二、电子票据：跟区块链结合，明年商业模式出台，推荐东港股份。三、5G 概念股：跟 5G 相关联的包装龙头，推荐裕同科技。

◆ **风险提示：**地产景气下行风险，汇率波动风险，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
			18A	19E	20E	18A	19E	20E	
603208	江山欧派	50.82	1.89	2.8	3.36	27	18	15	买入
300616	尚品宅配	76.32	2.4	2.87	3.38	32	27	23	买入
603833	欧派家居	116.78	3.74	4.53	5.45	31	26	21	买入
603899	晨光文具	45.93	0.88	1.13	1.46	52	41	31	增持
002078	太阳纸业	9.03	0.86	0.83	0.96	11	11	9	增持
002301	齐心集团	12.85	0.30	0.39	0.55	43	32	23	买入
002511	中顺洁柔	12.9	0.31	0.42	0.52	42	31	25	增持

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2019 年 11 月 29 日

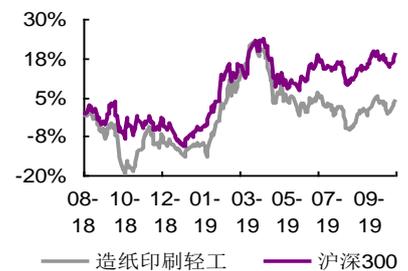
## 增持（维持）

### 分析师

黎泉宏 (执业证书编号：S0930518040001)

liqh@ebsecn.com

行业与上证指数对比图



资料来源：Wind

### 相关研报

上半年业绩承压，静待拐点出现——造纸轻工行业 2019 年中报总结

..... 2019-09-15

## 投资聚焦

### 研究背景

2019 年轻工板块在经历了主题投资（电子烟、工业大麻），地产产业链竣工逻辑兑现带来的行情和白马股一路向上的行情之后，在年末出现一些调整，站在当前的时间点上看待 2020 年的轻工行情，我们依然要坚持自上而下和自下而上想结合的思路，充分考虑个股的风险收益比，在宏观形势依然下滑的情况下精选板块和个股。

### 我们区别于市场的观点

1、我们坚持认为需求下行是大势所趋，在核心资产抱团，龙头公司估值变高的情况下，我们继续坚定推荐下游需求稳定，竞争优势突出，行业集中度提升逻辑顺畅的核心资产，我们认为行业空间和市场格局（稳定 ROE）是当下选股的核心逻辑，因此，我们不仅寻找逆周期的行业，还寻找具有政策红利的行业。

2、对于家居的需求研究，我们延续中期策略报告的观点，依然是建立模型来预测收入变化，我们对于市场所普遍讨论的竣工逻辑提出自己的看法，边际上面肯定会有机会，但是只是短期机会，长期来看获客能力是最核心的关注点，因此增强获客能力的龙头是我们关注的重心。

3、对于主题投资我们并不放弃，主题投资最核心的驱动力是预期的边际变化，因此要从边际的角度来思考这个问题，例如电子烟，哪怕市场对于行业发展表现悲观，但是如果预期到底，那么边际上面的政策好转都会使得预期修复，从而会有主题投资的机会。

### 投资观点

我们的总体思路还是从确定性和催化剂两个思路来选择板块和个股。

从确定性的角度来讲，我们关心的是市场空间和竞争优势，并且在这两个因素之前进行权衡，市场空间现在还有机会的更多是从政策的角度来考虑，精装修的红利和办公文具采购的红利是我们重点关注的板块，其中重点推荐江山欧派、齐心集团，推荐帝欧家居。竞争优势的角度我们重点关注大行业的龙头，不管是文具，造纸还是家具，持续跟踪龙头公司，重点推荐晨光文具、中顺洁柔、欧派家居、尚品宅配、太阳纸业，推荐山鹰纸业。

从催化剂的角度来看，我们有三条主线。一个是电子烟，明年核心要关注国家标准的出台，推荐劲嘉股份。第二个是电子票据，明年要关心商业模式的兑现，推荐东港股份，第三个是 5G 概念股，核心关注上游包装企业，推荐裕同科技。

## 目 录

1、 行业总体判断：在下行周期中寻找逆周期板块和强优势个股 .....	4
2、 消费轻工：逆周期属性板块 .....	5
2.1、 文具行业：行业集中度待提升 .....	7
2.2、 生活用纸：消费属性较强，行业集中度仍有一定提升空间.....	12
3、 家居：紧抓龙头，把握精装修红利.....	16
3.1、 家居行业的需求逻辑 .....	16
3.2、 家居需求周期论 .....	17
3.3、 家居需求预测：模型结果.....	18
3.4、 定制家居格局：当下关心什么？获客最重要.....	19
3.5、 精装修：渗透率较低，未来有提升空间.....	23
4、 造纸：机会多在下半年 .....	25
4.1、 造纸公司业绩回顾：进入冰河期.....	25
4.2、 纸价复盘：文化纸小幅上涨，包装纸震荡下行.....	25
4.3、 造纸板块判断：机会或在下半年.....	26
5、 政策催化：边际政策出台的超预期.....	30
5.1、 电子烟：关注国家标准出台 .....	30
5.2、 电子发票：国家政策多发，为行业发展奠定良好基础.....	30
5.3、 5G：利好上游包装企业 .....	32
6、 投资建议及新覆盖公司分析 .....	32
7、 风险分析.....	40

# 1、行业总体判断：在下行周期中寻找逆周期板块和强优势个股

## 一、经济进一步下行，增量经济转变成存量竞争

2019 年前三季度 GDP 增速逐季下滑。我们认为 2020 年宏观经济增速有进一步下滑风险，经济下行期将面临几个特征：一、增量减少，需求不足，造纸轻工行业作为一个覆盖面广泛的行业，涵盖多个子板块，里面多数与宏观经济密切相关，例如造纸，包装，家居，因此需求会进一步下行。二、存量竞争的程度加大。例如定制家居的竞争日渐激烈，价格战凸显。又如造纸的龙头企业也通过压低价格来挤出小企业。三、马太效应进一步凸显，龙头公司抢占小企业份额，提升市场占有率变成了未来主流趋势。

## 二、在下行趋势下寻找逆周期属性的子板块和少数存在政策红利的子板块

我们认为造纸轻工子板块众多，里面存在着一些逆周期属性的板块和还存在确定性政策红利的板块。文具和生活用纸板块具备逆周期属性，行业增速稳定，终端需求保持平稳和价格弹性小的特点，龙头企业护城河较宽，可以通过产品升级，品类拓展，渠道建设等方式不断抢占市场份额，提升占有率。精装修是具备典型确定性政策红利的一个领域，工程端占比较高的家具公司在 19 年录得较高的增速，2020 将会继续享受红利。

## 三、偏周期性的行业把握竞争格局

定制家居行业作为地产的后周期行业，需求下行的趋势在报表上面进一步显现。行业同质化严重，竞争日趋激烈，小品牌、小企业被淘汰的数量日益增加。我们认为龙头公司的行业集中度还有很大的提升空间。在此基础上，具备更强获客能力的公司能够更好地抵御需求下行压力。造纸行业长期来看马太效应还将进一步体现，我们持续关注龙头，但作为周期性行业，结合量价利关系，我们认为造纸的机会更多的在明年下半年。

## 四、政策催化的主题性投资机会

明年宏观经济进一步下行，分子端的提升空间较小，我们关注政策的边际变化带来的风险偏好提升。轻工的子领域也有政策催化。

- 1、电子烟。2019 年电子烟的政策监管明显加强，市场的预期过度悲观，2020 年要关注国家标准的出台，这将给“三无”的电子烟行业树立行业标准，有利于行业的健康发展。龙头公司在行业整顿的过程中明显受益。
- 2、电子票据。当前行业的商业模式不清晰，政府的政策预期将在明年出台，规范具体的付费模式。此外，区块链和电子票据有望进一步结合，在区块链政策催化逐步出台的大环境下，相关的电子票据公司也有望受益。
- 3、5G 概念股。根据 IDC 机构预测，2020 年 5G 手机出货量将达到 1.235 亿部，而 2019 年预计 5G 手机出货量为 670 万部，因此出现大幅度的放量，5G 手机的飞速增长给上游包装企业带来机会。

## 2、消费轻工：逆周期属性板块

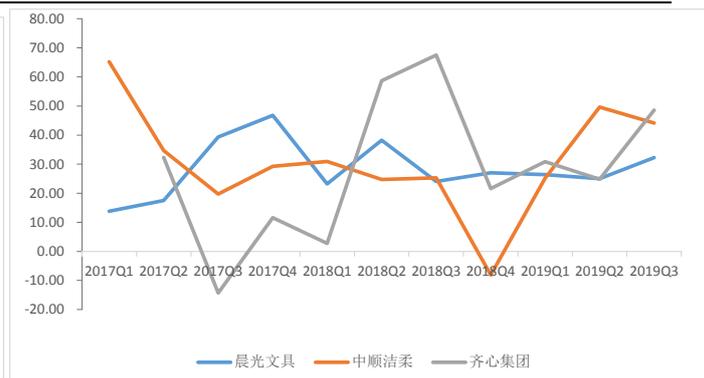
消费轻工板块具备明显的逆周期的属性。在过去 17、18 两年宏观经济下滑的大背景下，造纸、家具、包装企业，不论是否龙头，都呈现出收入利润下滑的趋势，而文具、生活用纸的龙头公司收入和利润增速依然能够保持 20% 以上的稳健增长。（洁柔 Q3 的下滑系电商渠道内部调整，9 月份已经恢复正常）这反应了消费轻工板块的稳健增长的逆周期属性。

图表 1：三家公司的收入增速（单季，同比，%）



资料来源：wind，光大证券研究所

图表 2：三家公司的利润增速（单季，同比，%）



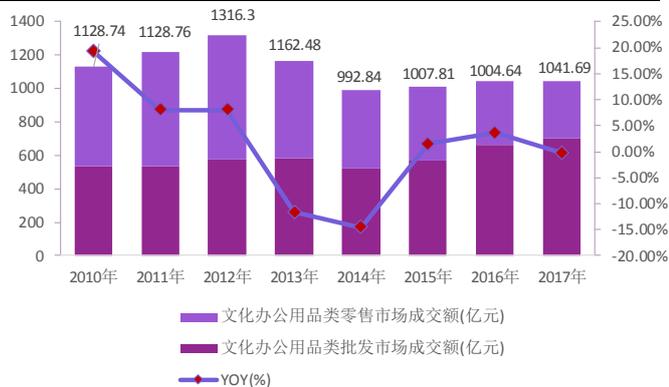
资料来源：wind，光大证券研究所

对于消费轻工板块而言，显著的体现出几个特征：

### 一、下游需求保持稳定

文化办公用品成交额在 10-12 年增长，后有所下降，14 年后有所回升并逐步趋于稳定，2015-2017 年成交额稳定在一千亿元左右。生活用纸的市场规模在过去十年基本上稳健增长，09-18 年生活用纸市场规模复合增速为 11.6%，在过去几年经济增速下滑的过程中依然保持 10% 左右的增长，说明了行业的稳定性和逆周期属性。

图表 3：文化办公用品成交额保持稳定



资料来源：国家统计局，wind，光大证券研究所

图表 4：生活用纸规模及增长

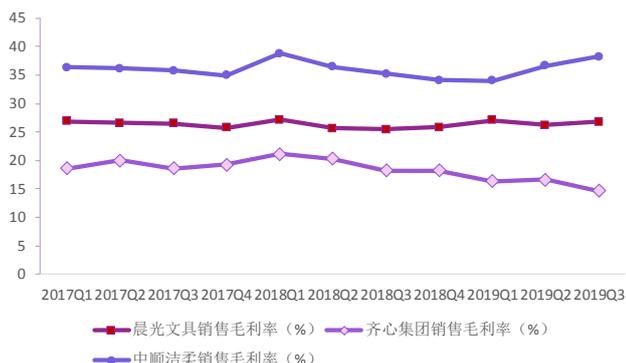


资料来源：造纸工业协会，光大证券研究所

## 二、价格弹性小，享受产品升级带来的毛利率提升

消费轻工由于下游需求比较稳定，所以终端价格的变化幅度远小于原材料变化，例如生活用纸板块，2018年的8月份以来，原材料木浆的价格下跌幅度超过40%，而终端生活用纸价格下跌幅度仅有15%左右，下游稳定的需求，使得终端价格弹性较小，从而行业能够享受毛利率的提升。2019年生活用纸龙头企业中顺洁柔19年Q1-Q3毛利率从34.01%增至38.29%。

图表5：消费轻工毛利率整体稳定



资料来源：Wind，光大证券研究所

图表6：生活用纸终端价格比原材料价格稳定

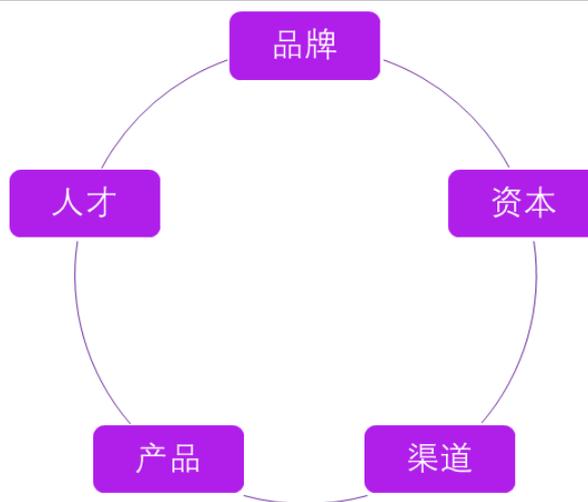


资料来源：卓创，光大证券研究所（截止19年11月）

## 三、龙头护城河较高，品牌，渠道等等竞争优势易守难攻

文具、生活纸等等消费品，属于易耗品，使用频次较多，具备快消品属性，客户对于品牌、品质的认可容易产生客户粘性。因此一旦建立品牌优势，会有比较高的护城河。此外，渠道的能力、资本实力、人才储备也是衡量快消品企业的核心优势，具备全渠道融合和渠道下沉能力的企业有更好的优势。

图表7：快消品的护城河



资料来源：光大证券研究所

## 2.1、文具行业：行业集中度待提升

传统文具市场主要包括书写文具，学生文具和办公文具，受经济波动影响较小，其中书写文具和学生文具单价较低，属于收入弹性较小的消费品。目前行业的企业个数在 2018 年出现了第一次下滑，亏损企业的增速也在 2018 年大幅上升，行业集中度目前处在较低的水平，未来行业集中度提升的逻辑将进一步得到体现。

图表 8：文教、工美、体育和娱乐用品制造业企业个数及同比增长（单位：家）



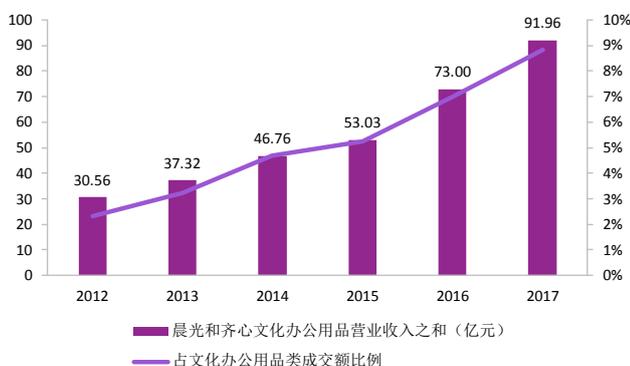
资料来源：国家统计局，光大证券研究所

图表 9：文教、工美、体育和娱乐用品制造业亏损企业个数及同比增长（单位：家）



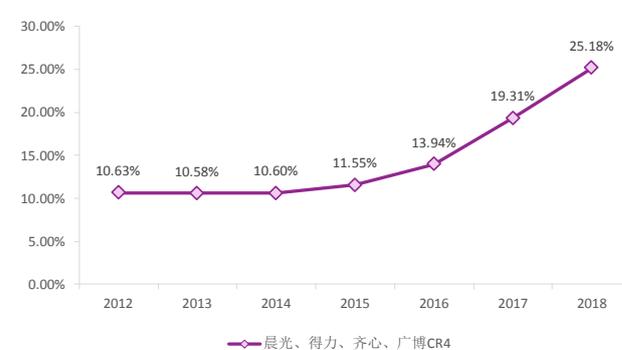
资料来源：国家统计局，wind，光大证券研究所

图表 10：晨光和齐心文化办公用品营业收入之和及占文化办公用品类成交额比例



资料来源：国家统计局，光大证券研究所

图表 11：晨光文具、得力集团、齐心集团、广博股份合计市占率（收入口径）



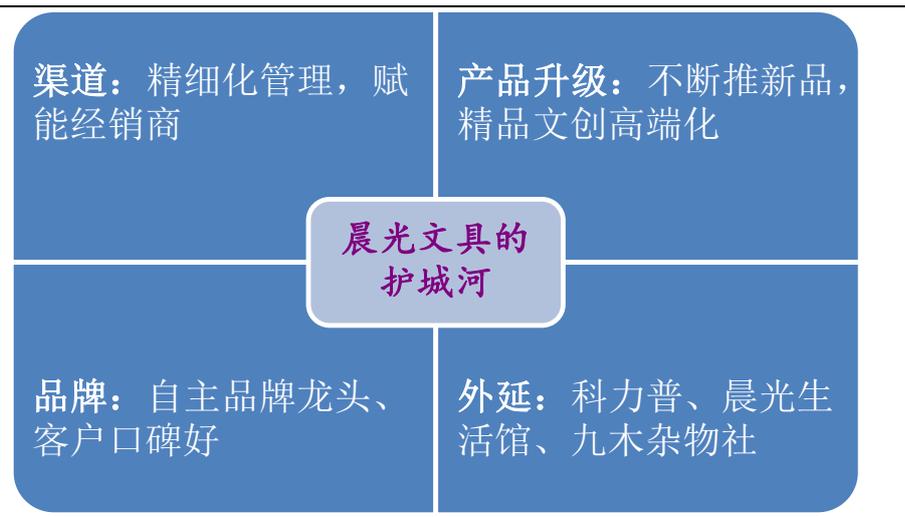
资料来源：wind，光大证券研究所

当前文具行业的主要龙头公司有晨光文具、得力集团、齐心集团、广博股份四家，分析最近几年数据可以看到，CR4 从 2012 年的 10.63% 上涨到了 2018 年的 25.18%，行业的集中度有明显的提升趋势。

### 专题一：晨光文具——稳健的护城河

晨光文具作为文具行业的龙头公司，在产品、品牌、渠道等领域都有很大的投入。

图表 12: 晨光文具的护城河



资料来源: 光大证券研究所

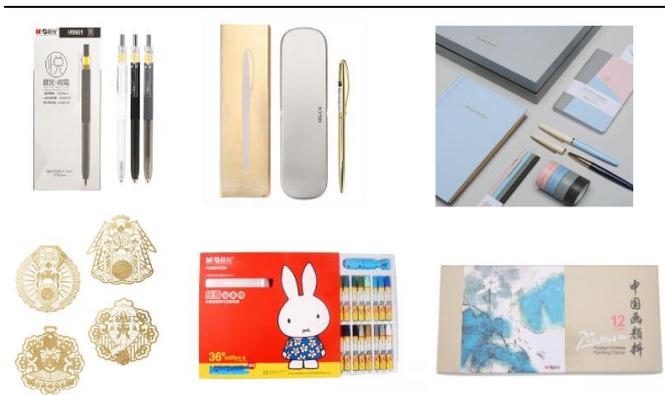
**产品设计:** 晨光文具拥有快速的市场反应能力和强大的新品设计研发能力, 在产品开发中前置消费者调研, 时刻把握市场最新流行趋势。每年在大众产品, 精品文创产品, 办公产品, 儿童美术产品四条赛道都有新产品推出, 新品数量超过上千种, 满足消费者的各种需求。

图表 13: 晨光文具部分获奖产品

产品	获奖情况
柔光护眼本册	2018 年赛思产品奖
Wide Vision 视界签字笔	中国红星设计奖和金点设计奖
LEVER 弹片笔握中性笔	中国红星设计奖
悦写缓冲中性笔	2019 德国 iF 设计奖

资料来源: 公司官网, 光大证券研究所

图表 14: 晨光文具各类部分产品



资料来源: 公司官网, 光大证券研究所

**品牌良好:** 晨光文具是文具行业“自主品牌+内需市场”的领跑者, 连续七年在“中国轻工业制笔行业十强企业”评比中蝉联第一。晨光品牌已经在消费者心中建立了良好的品牌认知, 受到市场的广泛认可, 连续十二年成为博鳌亚洲论坛指定文具品牌, 作为国内文具行业唯一代表参加 2019 夏季达沃斯论坛, 为首届中国国际进口博览会提供会务文具等等。晨光文具正在从中国制造向中国创造转变, 以务实的探索精神, 开创一条中国文具的创新之路。

图表 15: 文具行业的领军者

年份	获得荣誉
2017	通过“上海市高新技术企业”认定 荣获“全国轻工业优秀质量管理小组”荣誉称号 荣登“2017 上海企业 100 强”
2018	荣登“2018 上海企业 100 强” 荣获“中国轻工业制笔行业十强企业” 荣获“中国轻工业联合会科学进步奖”
2019	荣获“上海轻工卓越品牌奖”

资料来源: 公司官网, 光大证券研究所

图表 16: 迈向世界的中国创造

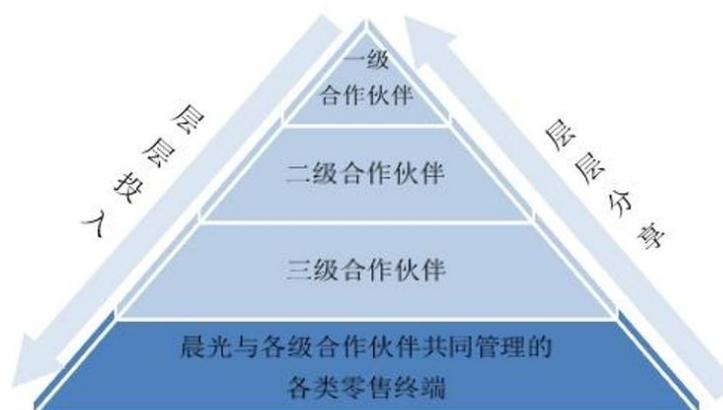
年份	事件
2017	助力“博鳌亚洲论坛” 亮相“中国工业品牌之旅”展览
2018	持续助力“博鳌亚洲论坛” 亮相“上合峰会” 为“中国国际进口博览会”提供会务文具
2019	亮相“第二届中国品牌日” 出席“2019 夏季达沃斯论坛”

资料来源: 公司官网, 光大证券研究所

**高效渠道管理:** 通过多年在营销网络建设方面的探索和积累, 公司形成了行业里独特的“晨光伙伴金字塔”营销模式。“层层投入、层层分享”的核心理念将晨光文具和所有经销商(合作伙伴)打造成一个“稳定、共赢”的利益共同体。“层层投入”是指在公司统一的营销管理体系内, 各级合作伙伴分别在各自的唯一授权管理区域内开展下一级经销商管理、终端网络扩充等营销网络开拓与维护工作, “层层分享”是指在公司“标准化”价格体系管理下, 各级合作伙伴独自分享各自授权区域的所有经营收益。

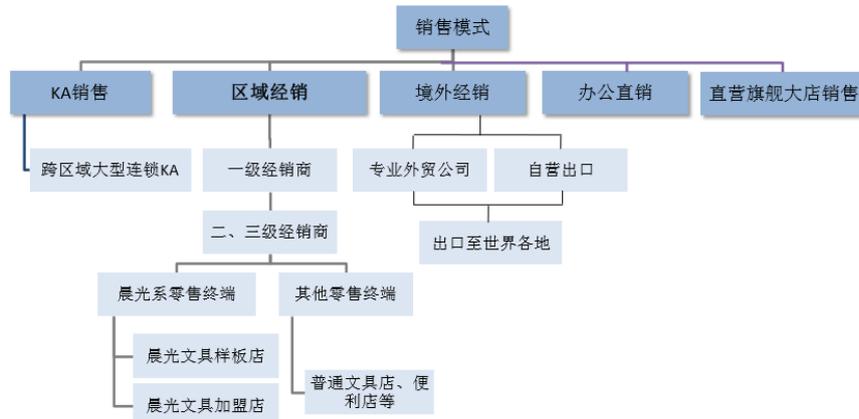
晨光文具在文具行业零售终端网络覆盖的广度和深度具有明显的先发优势和领先优势, 体现在高效的分销体系管理与高覆盖的国内终端网络。2018 年末, 晨光文具在全国拥有 35 家一级合作伙伴、近 1200 个城市的二、三级合作伙伴, 超过 7.6 万家零售终端, 实现超过 80% 的校边商圈覆盖率。2018 年零售终端增加约 1000 家, 增速逐渐放缓, 这是由于零售网络逐渐完善, 零售端需求逐渐饱和所致。晨光文具加快推动零售端点的升级优化, 标准样板店数目逐渐减少, 加盟店和办公店数目大幅增加, 推动单店效益增加, 同时提升经营稳定性, 专业管理能力。

图表 17: “晨光伙伴金字塔”营销模式



资料来源: 公司公告, 光大证券研究所

图表 18：晨光文具销售模式



资料来源：公司公告，光大证券研究所

**新业务开拓积极：**办公直销业务晨光科力普依托集团强大的品牌影响力、雄厚的资金实力、丰富的产品力以及整合具有多年行业经验和远大理想的专业团队，为政府、企事业单位、世界 500 强企业和其他中小企业提供高性价比办公采购一站式服务。

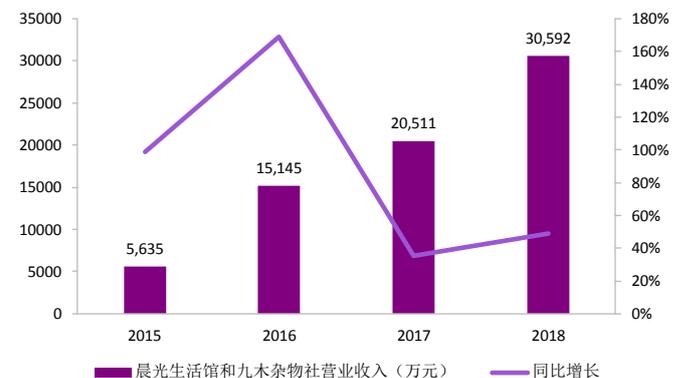
顺应社会消费升级的趋势，把握国家大力发展文创产业的趋势，晨光文具积极打造精品文创店组货和服务模式，全面发展九木杂物社，不断优化晨光生活馆，提供基于场景的产品解决方案。2018 年，晨光生活馆（含九木杂物社）实现总营业收入 3.06 亿元，同比增长 49.15%，在全国拥有 255 家零售大店，门店数增长 44.04%。

图表 19：晨光科力普合作品牌



资料来源：公司公告，光大证券研究所

图表 20：晨光生活馆和九木杂物社营收及同比增长



资料来源：公司官网，光大证券研究所

**专题二：办公集采带来的机遇给予齐心集团的成长空间**

阳光集采政策红利推动政府采购逐步走向阳光化、电子化、平台化。自 15 年起明确要求实行统一的政府采购电子交易平台建设标准，国务院先后出台多条法规规定要求政府及央企从传统分散采购模式向集中采购模式转变。

企事业单位采购规模持续扩大，办公集采市场前景广阔。中国移动等大型企事业单位纷纷公开招标，市场份额将加速集中于有大宗服务能力的办公集采企业。

图表 21：政府近年采购政策概览

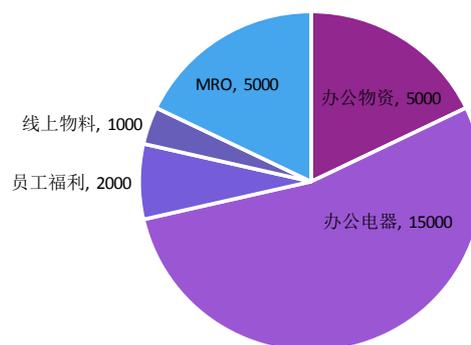
时间	颁布主体	内容
2018.05	财政部	深入贯彻落实“放管服”改革要求，自 2018 年 7 月至 11 月开展全国政府采购代理机构监督检查工作，规范其政府采购和代理机构执业行为
2018.02	财政部	印发《国有金融企业集中采购管理暂行规定》，规范其集采行为，提高资金使用效益
2017.07	财政部	发布修订后《政府采购货物和服务招标投标管理办法》，对政府招标投标等各环节做出具体规范
2016.12	国务院办公厅	印发《中央预算单位 2017—2018 年政府集中采购目录及标准》，规定计算机、复印机、打印用通用耗材、办公家具等采购项目，单项采购金额达到 200 万元以上的，必须采用公开招标方式
2016.06	国务院办公厅	国务院决定成立政府购买服务改革工作领导小组，指导各地区、部门制定改革方案、明确改革目标任务、推进改革工作；研究解决跨部门、跨领域的改革重点难点问题；督促检查重要改革事项落实情况，推动政府采购改革
2015.08	国务院办公厅	印发《整合建立统一的公共资源交易平台工作方案》，要求 2016 年 6 月底前，地方各级政府基本完成公共资源交易平台整合工作；2017 年 6 月底前，在全国范围内形成规则统一、公开透明、服务高效、监督规范的公共资源交易平台体系，基本实现公共资源交易全过程电子化。
2015.01	国务院办公厅	公布《中华人民共和国政府采购法实施条例》，明确提出国家实行统一的政府采购电子交易平台建设标准，推动利用信息网络进行电子化政府采购活动；列入集中采购目录的项目、适合实行批量集中采购的，应当实行批量集中采购等相关条例

资料来源：各政府部门官方网站，光大证券研究所整理

### 齐心集团的数字化采购平台

**办公物资 B2B 市场规模：**办公物资市场规模逐年增加，目前约有 3 万亿元的市场规模，其中包括：1) 消耗类办公物资 5000 亿；2) 资产类办公设备、网络设备、办公电器、非整装办公家具 15000 亿；3) 员工福利 2000 亿；4) 营销产品 1000 亿；5) MRO 标准产品 5000 亿。

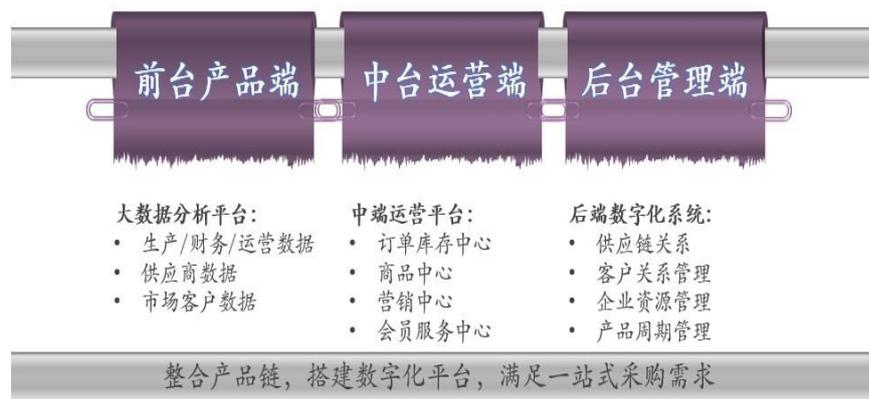
图表 22：办公物资市场规模（2019 年，单位：亿元）



资料来源：齐心集团调研数据，光大证券研究所

相对于 3 万亿的市场规模，齐心集团目前几十亿的市场规模，占比非常小。公司用“自营+平台化”的模式向客户提供产品和线下的交互服务，服务类商品直接在线上完成交付，物资类的商品通过线下的供应链管理，满足客户一站式的采购需求。数字化采购平台自 13 年开始，总共需要 8-10 年的时间，构建出商品流到物流到资金流的一个闭环。

图表 23：齐心集团的数字化采购平台



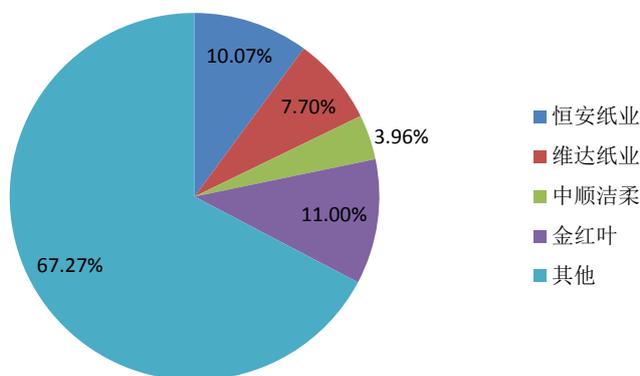
资料来源：光大证券研究所

## 2.2、生活用纸：消费属性较强，行业集中度仍有一定提升空间

**需求：**09-18 年生活用纸市场规模复合增速为 11.6%，过去几年经济下滑依然保持 10%左右的增速，说明了行业的逆周期属性；生活用纸需求端偏刚性，消费属性较强；消费升级推动结构变化。

**竞争格局：**目前 CR4（金红叶、恒安、维达、中顺洁柔）占比合计约 33%（产能口径），相较国外（CR4 基本在 60%以上）集中度仍有较大提升空间。

图表 24：生活用纸集中度（产能口径,2018 年）



资料来源：中华纸业，卓创，公司公告，光大证券研究所

**生活用纸需求长逻辑：人均消费量提升：**截止 2018 年，中国大陆生活用纸人均消费量 6.46kg/人，中国台湾 10kg/人，日本 16kg/人，美国 22kg/人。为估算生活用纸的需求空间，我们假设 2019-2022 年期间，1) 总人口年均增速 0.50%；2) 生活用纸人均消费量将继续稳定提升，每年增量保持在 0.30kg/人以上。根据我们的估算，未来 3 年生活用纸消费量将保持 5%以上增速，需求量将稳定提升。

图表 25：生活用纸消费量测算

年份	消费量(万吨)	同比 (%)	总人口(万人)	同比 (%)	人均消费量(千克/人)	增量(千克/人)
2012	731.00	8.46	135404	0.50	5.40	0.40
2013	734.00	0.41	136072	0.49	5.39	0.00
2014	759.00	3.41	136782	0.52	5.55	0.15
2015	817.00	7.64	137462	0.50	5.94	0.39
2016	854.00	4.53	138271	0.59	6.18	0.23
2017	890.00	4.22	139008	0.53	6.40	0.23
2018	901.00	1.24	139538	0.38	6.46	0.05
2019E	947.58	5.17	140236	0.50	6.76	0.30
2020E	997.41	5.26	140937	0.50	7.08	0.32
2021E	1050.56	5.33	141642	0.50	7.42	0.34
2022E	1107.06	5.38	142350	0.50	7.78	0.36

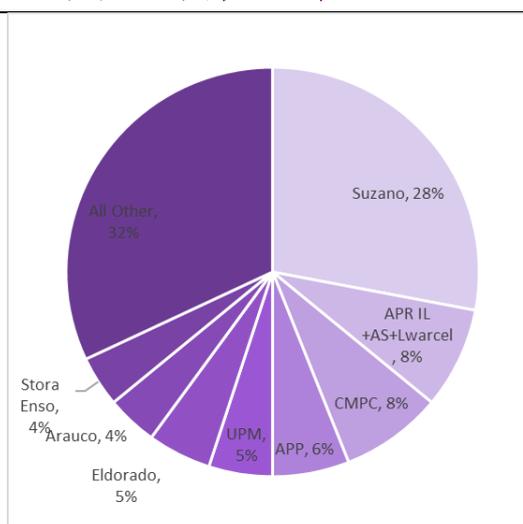
资料来源：Wind，国家统计局，光大证券研究所测算

**浆价下跌给予生活用纸企业毛利率的向上催化。**从 2018 年的 8 月份以来，原材料木浆的价格下跌幅度超过 40%，而终端生活用纸下跌幅度仅有 15%左右，下游稳定的需求，使得终端价格弹性较小，从而行业能够享受毛利率的提升。

#### 2020 年木浆价格判断：小幅反弹，幅度有限

**供给：**巴西金鱼年初收购鸚鵡后，新金鱼在全球阔叶浆的市场份额达到了 28%，在中国的市场份额达到 35%。巴西金鱼维持低价策略希望以低浆价挤出小企业，寻求扩张市占率的同时缓解库存压力，四季度产量预计高于三季度，我们认为其无调低产量的预期。根据阔叶浆生产商以外停机情况来看，18 年意外停机减少产量 77 万吨，19 年上半年减产 73 万吨，下半年减产近 20 万吨，预计 2019 年阔叶浆供应链低于 2018 年。印尼已经从 2017 年的木屑净出口国到 2019 年成为净进口国，对外出口量受限于国内种植浆木土地审批。未来三年木浆供给端存在压力；

图表 26：2019 全球商品阔叶浆产能分布



资料来源：亚太森博，光大证券研究所

图表 27: 2018&amp;2019 阔叶浆生产商意外停机情况

公司	工厂	时期	2018	2019H1	2019H2	2019
Nordics	Regionwide	2018Q1	30			
Brazil	Countrywide	2018Q2	300			
Suzino&Fibria	Imperatriz	2018Q4	40			
		Aracruz	2018	200		
	Aracruz A	2019.May		32		32
	Jacarei	2019.Aug			75	75
	Tres Lagoas			130		130
	Imperatriz			52		52
	Mucuri Linha					20
Klabin	Ortigueira	2018Q2	52		80	80
APP	OK1/Hainan	2018Q1	100	250		250
		2019Q1				
		2019Q2				
Alpac	Alberta	2018Q2	15			
APRIL / AS		2019Q1		230	20	250
		2019Q2				
Eldorado	Tr es Lagoas	2018Q1	15			
Mondi	Regionwide	2018Q1	10			
Woodland Pulp	Baileyville	2018Q1	10			
OJI	Nantong	2019Q2		25		25
Others		2019Q1		10		10
合计			772	729	195	924

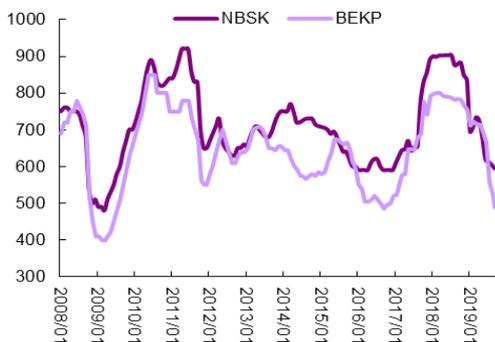
资料来源: 亚太森博, 光大证券研究所整理

**需求:** 国内纸张产量增速有所回升; 我国木浆进口量增速上升; 但由于整体经济数据往下, 预期上升幅度有限;

**库存:** 全球木浆港口库存有所下降, 但仍处于较高水平;

**浆价后市判断:** 综合供需层面, 我们认为木浆浆价已接近历史低点, 2020 年全球木浆价格大概率将小幅反弹, 但供给端压力决定反弹幅度有限。持续利好生活用纸行业。

图表 28: 外盘浆价接近历史低点 (美元/吨)



资料来源: 卓创, Wind, 光大证券研究所, 截止 2019 年 9 月

图表 29: 欧洲港口木浆库存依然高企



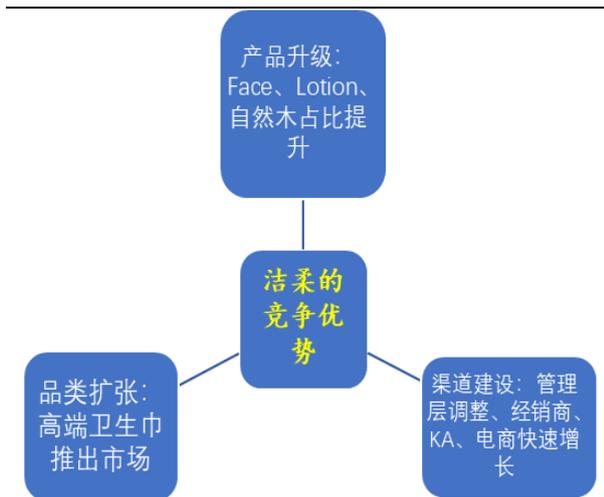
资料来源: Wind, 光大证券研究所, 截止 2019 年 9 月

### 专题三：稳健增长的中顺洁柔

洁柔作为生活用纸的龙头企业：未来在渠道和产品端有竞争优势的企业将享受行业集中度提升的红利。

2014 年新任管理层到岗，其中各大区销售总监均有生活用纸行业背景。公司在区域划分、销售结构、考核机制方面都有调整，改革后实现了稳健快速增长。

图表 30：洁柔的竞争优势



资料来源：Wind，光大证券研究所

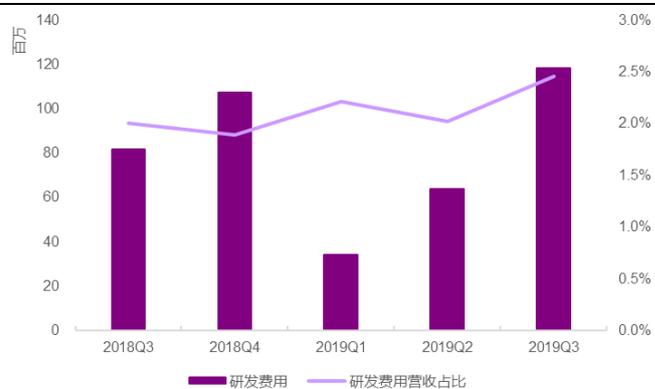
**产品结构优化：**中顺洁柔具备强大的研发创新能力，不断推出新品拓展产品矩阵。其研发费用持续增长以保障新品研发投入，新品良好销售情况的反馈促进产品结构改善，2018 年 Face、Lotion 及自然木系列产品的销售收入占比达到 60% 以上。重点品占比提高推动公司的生活用纸毛利率达到 34.56%，位居国内生活用纸行业第一。2018 年 7 月公司推出新棉初白棉花柔巾定位母婴高端产品，2019 年 6 月推出朵蕾蜜卫生巾开拓女性护理市场，2019 年 7 月启用太阳品牌竹浆纸下沉低端市场。产品结构的持续优化有望带来新的增长点。

图表 31：中顺洁柔产品矩阵持续优化

发布时间	产品系列	特点
2005 以前	太阳	中低端系列产品，2019 重启太阳品牌竹浆纸布局
2010	LOTION	锁水柔滑，适合娇嫩肌肤
2012	FACE	可湿水面巾，柔韧性好
2017.7	自然木	符合欧美食品接触检测标准，母婴适用
2018.7	新棉初白	天然棉花柔巾，适用卸妆洁面
2019.6	朵蕾蜜	卫生巾领域首发，纯棉材质，定位年轻女性

资料来源：公司公告，公司官网，光大证券研究所

图表 32：研发费用占比持续增长



资料来源：Wind，公司公告，光大证券研究所

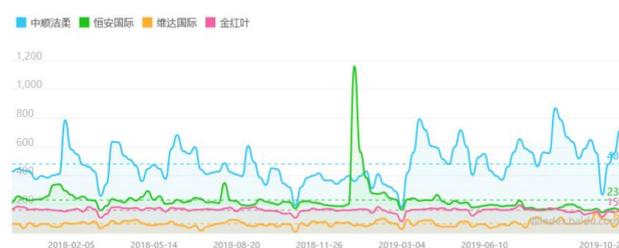
**品牌形象好：**中顺洁柔是生活用纸行业的龙头企业，品牌极具价值，连续七年入围广东省企业 500 强。公司注重企业社会价值，数十年不仅支持国际标准舞比赛，还扶危济贫热心公益，成立教育基金促进教育事业发展，在履行社会责任的同时塑造了企业良好的社会形象。百度指数显示，中顺洁柔在生活用纸 CR4 中的品牌曝光度远超其余三家，有助于提升消费者对品牌的感知质量。

图表 33：中顺洁柔品牌极具价值

年份	获得荣誉
2017	第七届中国上市公司口碑榜“最佳公司治理奖”
	中国品牌价值 500 强
2018	中国家护类极具成长力品牌
	中国品牌价值 500 强
	2018 京东超市最佳合作伙伴奖
	2018 年中国快消品新生势力品牌榜单
2019	2019A 股“漂亮 100”潜力榜

资料来源：公司公告，光大证券研究所整理

图表 34：中顺洁柔品牌曝光度遥遥领先



资料来源：百度指数，光大证券研究所

**渠道多元化：**公司在渠道建设方面持续投入，由 2015 年的单一经销商渠道升级为 GT、KA、AFH、EC 四大渠道齐头并进的多元模式。电商渠道营收增速领跑，2019 年 Q3 受电商合作平台内部运营影响降速至 30%，预计四季度结束后全年营收增速有望突破 20%。商消渠道增长空间广阔，2018 年占比仅为 5%。GT 渠道营销已覆盖全国 1800 余县市区，占比 62%，2021 年中预计实现全覆盖。KA 渠道在 2018 年底实现所有大型卖场公司直营，合作关系有望进一步深化。新引入新零售渠道与母婴渠道的专业人才，更进一步深化渠道多元，推动营收放量增长。

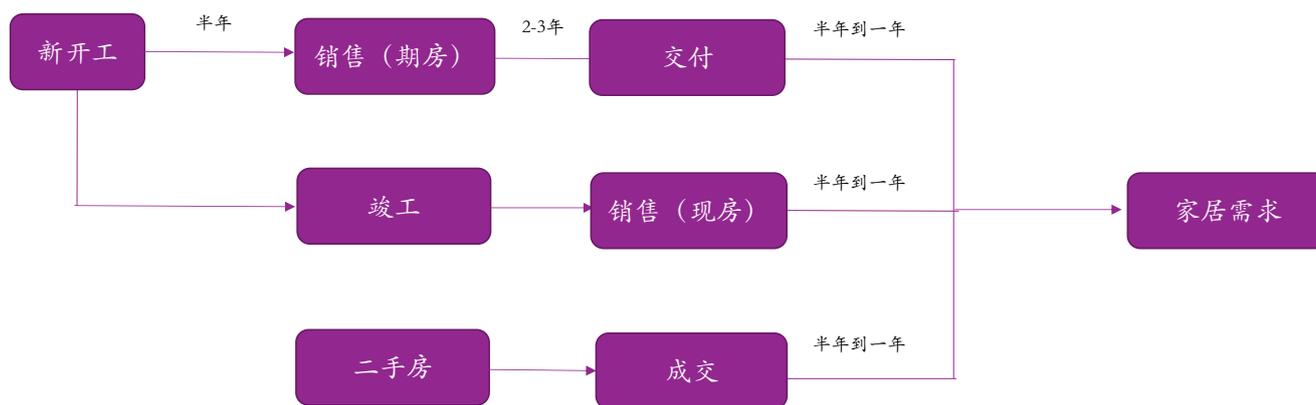
### 3、家居：紧抓龙头，把握精装修红利

#### 3.1、家居行业的需求逻辑

家居作为地产后周期行业，我们认为家居的需求遵循三条逻辑：

- 1) 期房销售：由于从期房的销售到竣工经历了较长的过程，因此我们判断从期房销售传导到家居销售大约需要两到三年的时间。
- 2) 现房销售：传导到家居销售大约需要半年到一年的时间。
- 3) 二手房的销售：传导到家居销售大约也需要半年到一年的时间。

图表 35：家居行业需求逻辑（地产后周期角度）

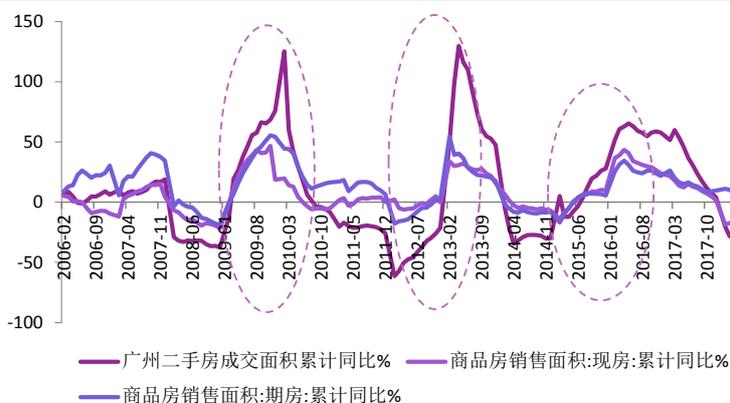


资料来源：光大证券研究所

关于二手房数据的说明：由于二手房的数据相对来讲比较难获取，数据时间跨度足够长的只有广州地区的二手房成交面积，因此我们用这一指标代替二手房销售指标，和期房、现房的销售情况进行对比，我们发现三项数据基本同涨同跌，周期的属性都很强。

房地产周期的历史回顾：从 2008 年至今，我们总结我国房地产销售经历了三个上升周期，每个周期大约相隔三年：分别为 2009 年、2012-2013 年、2015-2016 年。

图表 36：08 年至今我国地产行业经历三次上升周期



资料来源：Wind，光大证券研究所（2006 年 2 月-2019 年 3 月）

### 3.2、家居需求周期论

由于二手房和现房销售到家居销售的滞后期大致相当，且二者的变化又较为类似，所以我们用现房加上二手房的销售共同代表现房销售指标。总体来看，完整的一个家居需求周期可以分为现房正影响、期房正影响，现房正影响、期房负影响，现房负影响、期房正影响和现房负影响、期房负影响四个阶段。

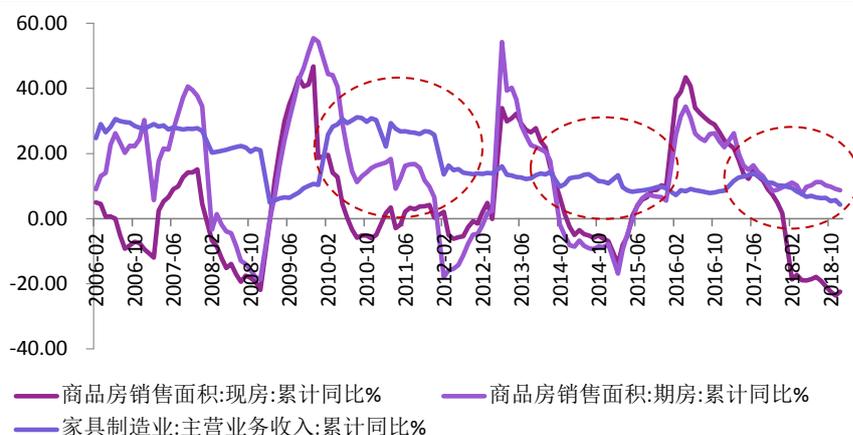
图表 37：地产周期对家居需求的四个轮动阶段



资料来源：光大证券研究所

我们通过商品房销售面积增速（期房及现房）和家具制造业主营业务收入增速的对比可以明显看到，家居的地产后周期效应较为明显，2008 年开始的三轮房地产上升周期（2009 年、2012-2013 年、2015-2016 年）对于家居行业的收入增速有较为明显的前瞻性。虽然在方向上前瞻作用较为明显，但是地产销售对于家居收入增速的拉动程度不尽相同，我们总结家居销售除受地产因素驱动外，还与宏观经济、居民收入、消费者信心等因素相关。因此，从地产后周期角度出发，我们认为地产因素对家居销售的趋势判断有前瞻作用，但对于判断具体影响程度则有一定难度。

图表 38：家居的地产后周期效应较为明显



资料来源：Wind，光大证券研究所（2006 年 2 月-2018 年 12 月）

### 3.3、家居需求预测：模型结果

为了对家居的收入周期做预测，我们以家具制造业主营业务收入的累计同比增长率作为被解释变量，现房、期房、二手房成交面积的累计同比增长率作为解释变量通过 ADF 检验得到最优滞后阶数，回归估计出系数，然后通过模型进行预测。两个模型的数据区间不同，模型一数据区间从 2008 年 1 月至 2019 年 9 月，模型二数据区间从 2013 年 1 月至 2019 年 9 月。

预测模型一：家具主营业务收入增速=0.0293\*现房 (-3) +0.2100\*期房 (-12) +0.0566\*二手房 (-24) +9.1259（括号内为滞后期，月度）

图表 39: 模型一回归结果

```
. reg sales xf qf esf,robust
```

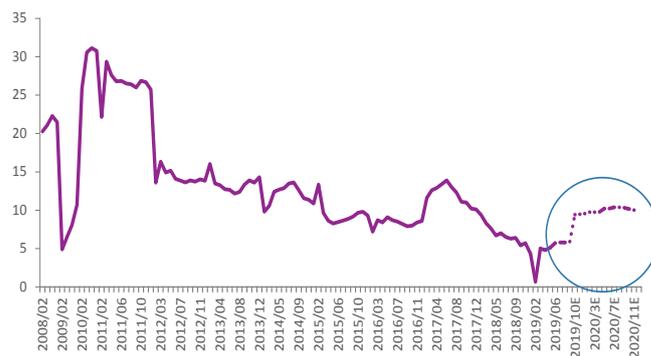
Linear regression

Number of obs	=	83
F(3, 79)	=	10.03
Prob > F	=	0.0000
R-squared	=	0.2436
Root MSE	=	5.8857

sales	Coef.	Robust Std. Err.	t	P> t	[95% Conf. Interval]
xf	.0293086	.0523229	0.56	0.577	-.0748376 .1334547
qf	.2099945	.0671306	3.13	0.002	.0763743 .3436146
esf	.0566149	.0106795	5.30	0.000	.0353579 .0778719
_cons	9.125949	1.611153	5.66	0.000	5.919029 12.33287

资料来源: Stata, 光大证券研究所预测

图表 40: 模型一预测结果 (虚线, %)



资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

预测模型二: 家具主营业务收入=0.0555\*现房 (-6) +0.0036\*期房 (-36) +0.0027\*二手房 (-3) +9.6291

图表 41: 模型二回归结果

```
. reg sales xf6 qf esf3,robust
```

Linear regression

Number of obs	=	60
F(3, 56)	=	2.45
Prob > F	=	0.0732
R-squared	=	0.1455
Root MSE	=	2.5001

sales	Coef.	Robust Std. Err.	t	P> t	[95% Conf. Interval]
xf6	.0554974	.0221906	2.50	0.015	.0110443 .0999505
qf	.0035514	.02664	0.13	0.894	-.0498151 .0569178
esf3	.002664	.0069234	0.38	0.702	-.0112052 .0165332
_cons	9.629052	.3850775	25.01	0.000	8.857649 10.40045

资料来源: Stata, 光大证券研究所预测

图表 42: 模型二预测结果 (虚线, %)



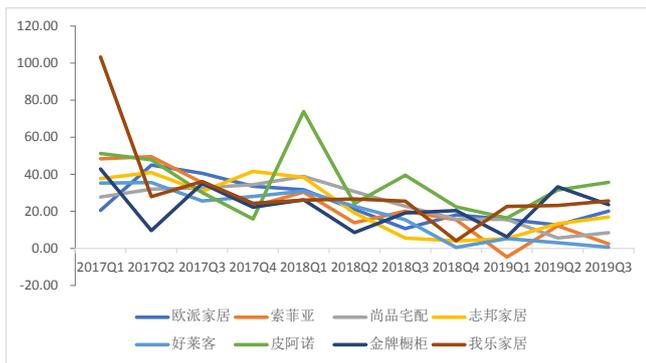
资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

预测的结果显示, 四季度家居行业的收入逐步回暖, 到明年上半年回到一个 8%-10% 区间的增速水平, 然后在这样的增速区间内保持平稳。

### 3.4、定制家居格局: 当下关心什么? 获客最重要

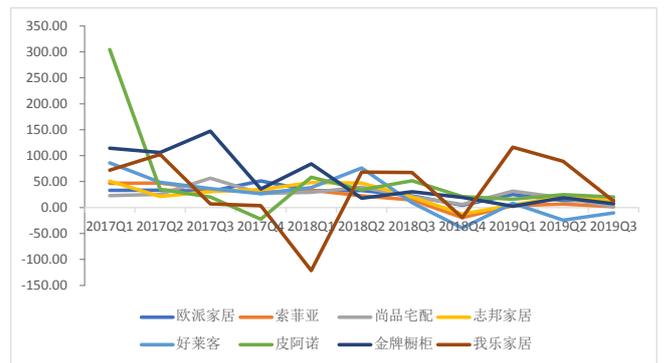
从三季报的情况来看, 定制龙头的公司收入下滑还是很明显。欧派家居的收入回升主要是采取了提升经销商返利的策略, 反映出未来行业竞争格局的恶化有一步加剧的态势。我们认为家居行业需求的恢复是短期逻辑, 长期来讲客流的下滑是大势所趋。2020 年我们还是关注行业竞争格局。

图表 43: 八大定制龙头收入增速下滑 (单季, 同比, %)



资料来源: 公司公告, 光大证券研究所

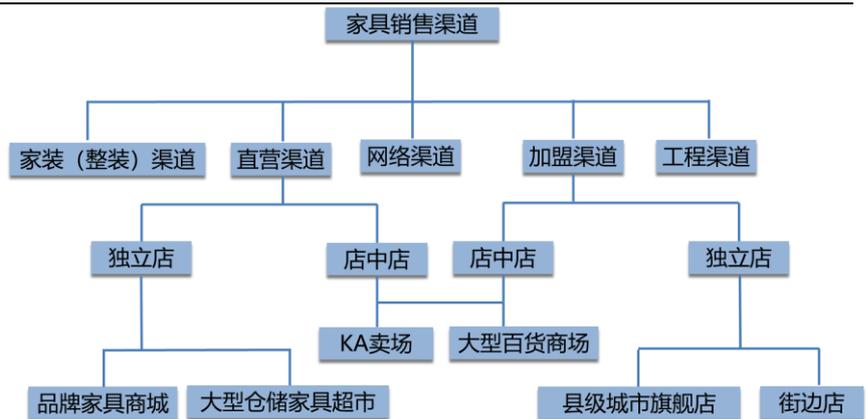
图表 44: 八大定制龙头利润处于低谷 (单季, 同比, %)



资料来源: 公司公告, 光大证券研究所

我们认为当下的定制家居企业自然进店客流减少, 行业的竞争在加剧, 家居渠道同时受到了线上、家装、工程渠道的冲击, 在这样的背景下, 获客能力是选股第一原则。

图表 45: 家具获客渠道



资料来源: 光大证券研究所

### 一、定制家居获客: 快速开店依然在继续

定制家居行业的销售渠道主要是直营店和经销商专卖店模式, 其中又以经销商专卖店为主。目前主要的上市公司在门店和经销商的数量上都已形成规模, 门店的布局也较为完善。随着市场规模的扩大, 主要的上市公司目前都有进一步加快门店布局, 加速渠道下沉的计划。

图表 46: 各龙头门店扩张步伐不减

公司	截止 2019Q3 门店数量及分布
索菲亚	门店总数 3833 家, 较 Q2 新增 204 家。其中索菲亚门店 2642 家, 新增 172 家; 索菲亚木门 160 家, 新增 14 家; 司米专卖店 840 家, 新增 3 家; 大家居融合店 191 家, 较 Q2 新增 15 家。 省会城市门店数占比 17% (贡献收入占比 33%), 地级城市门店数占比 29% (贡献收入占比 32%), 四五线城市门店数占比 53% (贡献收入占比 35%)

欧派家居	<p>橱柜门店 2321 家,较上年底新增 45 家;定制衣柜门店数量 2182 家,较上年底新增 69 家;欧铂丽门店数量 1010 家,新增 28 家;卫浴门店数量 618 家,新增 29 家;木门门店数量 953 家,新增 76 家;整装大家居门店数量 251 家,新增 41 家。</p> <p>欧派橱柜 A 级、B 级、C 级城市店面数量占比分别为 13%、26%、61%;欧派衣柜 A 级、B 级、C 级城市店面数量占比分别为 15%、29%、56%。</p>
尚品宅配	<p>全国加盟店 2268 家,较上年底增加 168 家,其中购物中心占 42%;直营店 94 家。</p> <p>一二线城市加盟店占比约 22%,三四五线约占 78%。</p> <p>在一线至五线城市的加盟店中,购物中心店数量占比依次 82%、79%、73%、55%、32%。</p>
好莱客	<p>共有 1814 家门店,较年初增加 48 家。经销门店共有 1798 家,A 类门店数占 14%,B 类门店数占 39%,C 类门店数占 47%,其中前三季度新开 248 家,关店 195 家;直营店共 16 家,其中新开 1 家,关店 6 家;</p>
金牌橱柜	<p>店面总数 1997 家,较上年底增加 238 家;金牌橱柜专卖店 1508 家,较上年底增加 95 家;桔家衣柜专卖店 459 家(含在建),较上年底增加 122 家;桔家木门专卖店 30 家(含在建),较上年底增加 21 家</p>

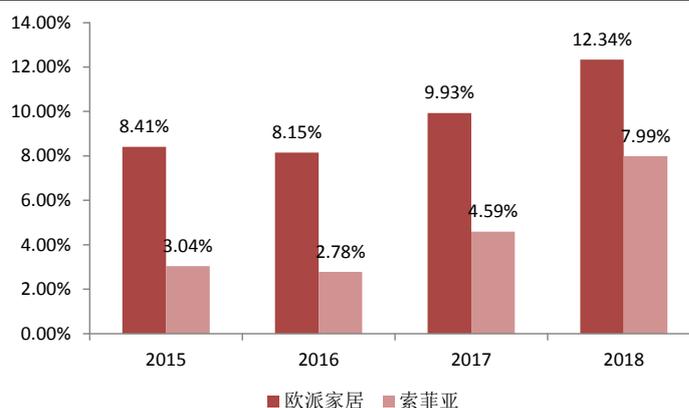
资料来源:公司公告,光大证券研究所

## 二、定制家居获客:工程单填补 C 端下滑

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。

过去几年,欧派和索菲亚在积极地开拓工程渠道,大宗业务在公司总营收的占比也呈现提升趋势,未来工程业务会是定制公司的着力点之一,在整个销售中的比重还会提升。

图表 47: 欧派与索菲亚大宗交易收入占比

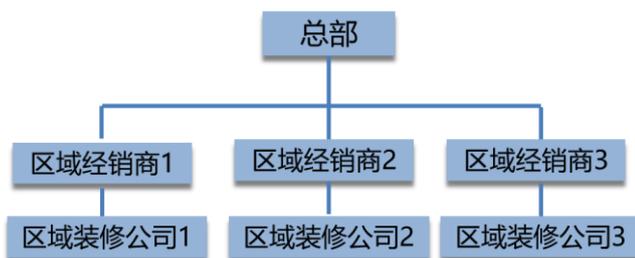


资料来源:公司公告,光大证券研究所

## 三、定制家居获客:家装是获客排头兵,这一仗必须要打

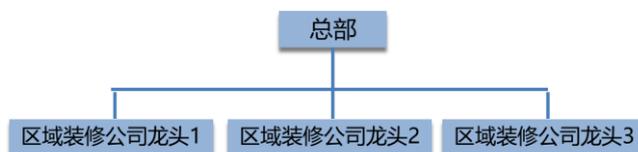
家装渠道因其获客前置,客单价大而成为家居公司未来非常重要的开拓渠道,目前欧派和尚品走在了整装的前列。除了尚品的自营整装模式,还有另外四种跟家装公司的合作模式,其中欧派有三种,尚品的整装云是一种。

图表 48：欧派整装模式 1



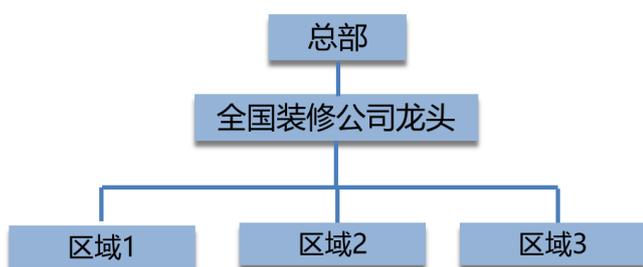
资料来源：公司调研获取，光大证券研究所

图表 49：欧派整装模式 2



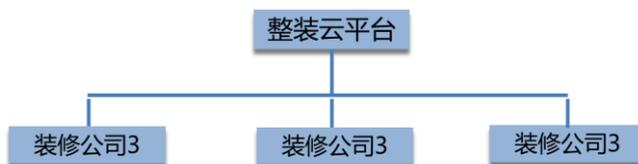
资料来源：公司调研获取，光大证券研究所

图表 50：欧派整装模式 3



资料来源：公司调研获取，光大证券研究所

图表 51：尚品宅配整装云模式



资料来源：公司调研获取，光大证券研究所

**定制家居选股逻辑：依然关心龙头，收入是第一指标**

重点推荐**欧派家居**，**尚品宅配**。在价格竞争日趋激烈，客流下滑明显的当下，这两家公司接单还能保持较为强劲的增速。且在获客领域有明显的成就。欧派家居在门店数量，工程、家装渠道建设等方面都取得了超出同行的成绩。而尚品宅配以其独特的基因和整装云的创新模式可以获得持续增长。2018 年尚品的收入增速比索菲亚高 6 个百分点，2019 年尚品的收入增速比索菲亚高 5 个百分点，未来整装云的放量将持续贡献收入，而索菲亚在整装领域进步缓慢，由于两者收入十分接近（2019 年前三季度尚品宅配收入 50.58 亿，索菲亚收入 53.12 亿），我们预期其将很快超过索菲亚，成为行业收入第二名。

图表 52：欧派家居收入同比增速



资料来源：Wind，光大证券研究所

图表 53：尚品宅配收入同比增速



资料来源：Wind，光大证券研究所

### 3.5、精装修：渗透率较低，未来有提升空间

各地方政府出台相应的全装修政策，明确提出全装修覆盖率以及努力提高全装修渗透率。在相关的政策推动下，我们认为未来住宅全装修与精装修化将是大势所趋，工程渠道占比较大的公司将享受增长红利。

图表 54：各省或部门关于推动全装修发展的政策

省市	时间	政策/会议名称	目标
浙江	2017.02.02	《全装修住宅室内装饰工程质量验收规范》	各市、县（市、区）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
海南	2017.06.05	《海南省商品住宅全装修管理办法（试行）》	从2017年7月1日起正式施行，装修费用将纳入商品住宅总价，海南将全面实施商品住宅全装修
苏州	2017.08.08	《关于推进装配式建筑发展加强建设监管的实施细则（试行）的通知》	明确新建普通商品住房应实施全装修，其他居住建筑倡导实施全装修。
太原	2018.05.21	《山西省人民政府办公厅关于大力发展装配式建筑的实施意见》	山西省将推行装配式住宅全装修成品交房，到2020年，全市50%新建建筑达到绿色建筑标准要求。
重庆	2018.07.06	全市建设工程质量安全提升行动暨产业化成品住宅观摩会	鼓励房屋交付时套内所有功能空间装修全部完成，力争2020年主城区新建商品房全装修比例达到20%以上。
西安	2018.12.28	《西安市推进新建住宅全装修工作实施意见》	自2019年1月1日起，在全市行政区域内新建住宅推行全装修成品交房，促进个性化装修和产业化装修相统一。

资料来源：住房与城乡建设部官网，光大证券研究所

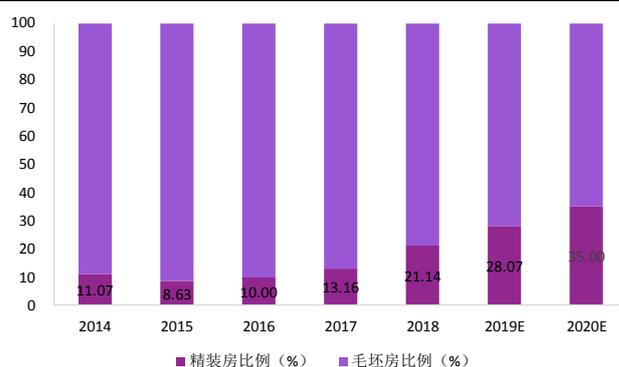
**精装修发展速度快，市场空间大：**根据奥维云网（AVC）数据，精装修自2015年经历短暂下调后，进入快速扩张通道，2015-2018年CAGR为45.46%，2018年达253.0万套，预计2020年将有427.3万套。自2015年以来精装房渗透率逐年提升，预计2020年将达到35%，完成《建筑业发展十三五规划》中提及的2020年目标30%，参照发达国家超过80%的渗透率，我国精装房仍有较大发展空间。

图表 55：2015-2018 年精装修 CAGR 为 45.46%



资料来源：奥维云网（AVC），光大证券研究所

图表 56：奥维云网预测 20 年精装房渗透率将达 35%



资料来源：奥维云网（AVC），Wind，光大证券研究所

精装房的红利还有 4-5 年

精装房尚有 2-3 年高速增长期：为预测精装房红利期，我们假设 1) 渗透率按 7% 的速度增长；2) 住宅销售套数按 2% 的速度缓慢增长，于是 2027 年精装房渗透率将超 80%（参照发达国家超过 80% 的渗透率）。

图表 57：2027E 精装房渗透率将超 80%

年份	精装房 (万套)	同比增长 (%)	住宅销售套数 (万套)	同比增长 (%)	渗透率 (%)
2017	158.2	37.1	1336.1	4.20	13.16
2018	253.0	59.9	1329.8	-0.47	21.14
2019E	336.0	32.8	1329.8	0.00	28.07
2020E	427.3	27.2	1356.4	2.00	35.00
2021E	523.0	22.4	1383.5	2.00	42.00
2022E	622.3	19.0	1411.2	2.00	49.00
2023E	725.5	16.6	1439.4	2.00	56.00
2024E	832.5	14.8	1468.2	2.00	63.00
2025E	943.5	13.3	1497.6	2.00	70.00
2026E	1058.6	12.2	1527.5	2.00	77.00
2027E	1177.9	11.3	1558.1	2.00	84.00

资料来源：奥维云网 (AVC)，Wind，光大证券研究所预测

精装房后周期的家居公司还能享受 4-5 年的红利，根据我们的估算，在 2022 年之前，精装房的销售增速应该能够保持 20% 以上，由于从销售到交房还需要 2-3 年，因此精装修对于家居公司而言至少还有 4-5 年的高速红利期。

### 精装修红利标的：推荐工程业务占比较大的江山欧派、帝欧家居

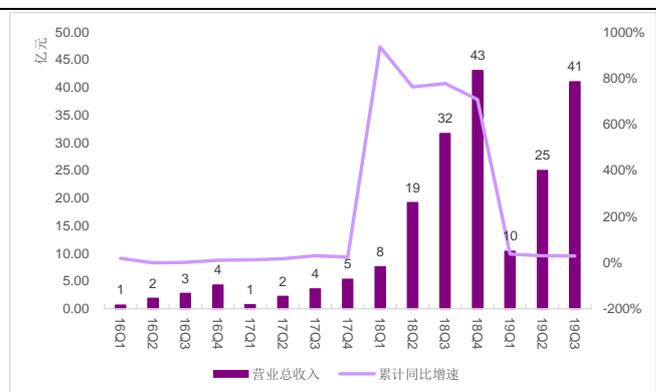
江山欧派和帝欧家居作为工程端家居公司的代表性企业，在木门和瓷砖领域具备一定的竞争优势，在精装修市场增长的同时，也在 2019 年享受了较为高速的成长，我们认为精装修的红利还没有结束，在 2020 年收入的高增长还能够持续，为业绩带来高弹性，持续推荐。

图表 58：江山欧派收入同比增速



资料来源：Wind，光大证券研究所

图表 59：帝欧家居收入同比增速



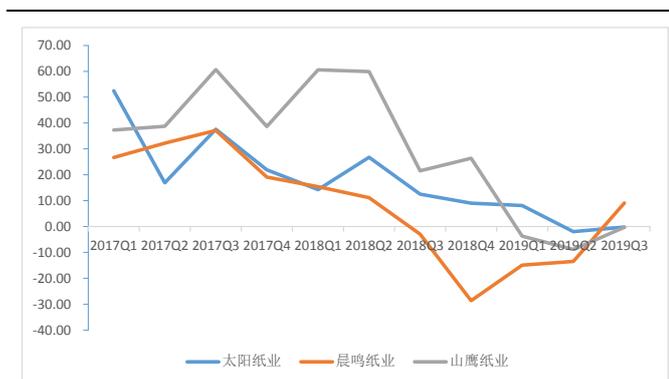
资料来源：Wind，光大证券研究所

## 4、造纸：机会多在下半年

### 4.1、造纸公司业绩回顾：进入冰河期

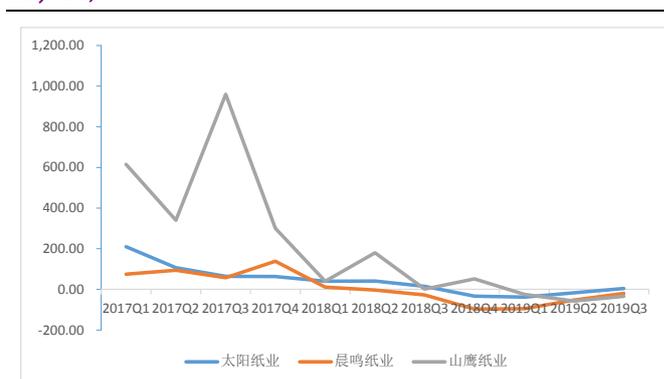
造纸公司从 2018 年下半年开始，终端价格下滑，盈利能力下降，虽然 2019 年 Q3 边际上有改善，但整体数值依然处于底部。

图表 60：三大造纸龙头收入增速下滑（单季，同比，%）



资料来源：公司公告，光大证券研究所

图表 61：三大造纸龙头利润增速处于低谷（单季，同比，%）

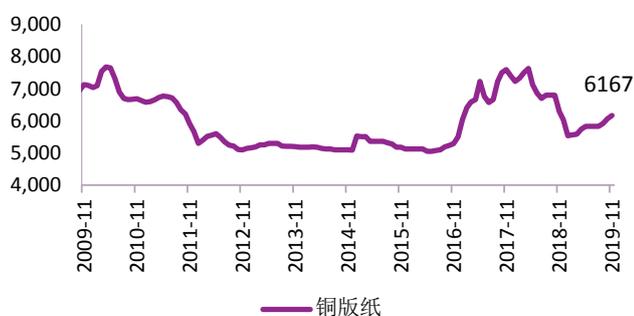


资料来源：公司公告，光大证券研究所

### 4.2、纸价复盘：文化纸小幅上涨，包装纸震荡下行

2019 年以来，文化纸的价格表现一直不弱，呈现小幅上涨的态势。从 1 月份开始文化纸纸厂陆续发布涨价函，价格在第一季度基本上都得到落实，4 月份进入传统旺季，市场需求转暖，价格继续推涨，1 月份至 4 月份，铜版纸和双胶纸的涨价幅度大约在 200 元/吨左右（卓创数据），5-8 月份供需关系相对平衡，新增供给很少，需求淡季也比较平稳，不管是铜版纸还是胶版纸，价格都保持相对平稳，进入 9 月份以来，又转入文化纸的传统旺季，需求回升，龙头公司涨价函频出，陆续又有涨价落地，根据卓创的数据显示，此次涨价铜版纸和双胶纸幅度都接近 300 元/吨。全年来看，铜版纸的价格从年初的 5533 元/吨涨至 11 月份 6167 元/吨，双胶纸的价格从年初 6017 元/吨涨至 6400 元/吨。上涨的方向是确定的，但是幅度比 17 年要小很多。

图表 62：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 63：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

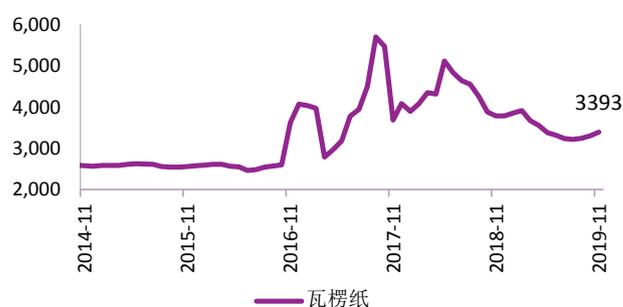
从 2019 年年初至今，国内的包装纸市场呈现出先涨后跌再涨的走势，1-2 月份纸价以震荡上扬为主，主要因为废纸的价格在上升，成本支撑下纸企有涨价的意愿，第二是供需关系尚可，春节期间停机检修的纸企较多，并且下游备货需求增加，导致纸价略有反弹，但不管是箱板纸还是瓦楞纸，反弹的幅度都没有超过 200 元/吨，进入 3 月份之后，新增产能有所投放叠加下游需求转淡，纸价开始进入下行通道。特别是规模纸企多次降价，导致市场信心不足，成交重心不断下移。到 8 月份进入年内低点。箱板纸从 2 月份最高的 4627 元/吨跌至 3860 元/吨，瓦楞纸从 2 月份最高的 3920 元/吨跌至 3220 元/吨。进入 9 月份以来，包装纸进入传统旺季，需求边际回暖导致纸价抬升，但整体宏观经济的增速下行体现出需求的疲软，体现在涨价幅度较弱，截止 11 月份箱板纸从 3860 元/吨涨至 4060 元/吨，瓦楞纸从 3220 元/吨涨至 3393 元/吨，涨价幅度都没有超过 200 元/吨。

图表 64：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 65：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

### 4.3、造纸板块判断：机会或在下半年

**供给：**根据下表统计的龙头公司的新增产能，文化纸在 2020 年的新增产能非常的少，太阳纸业在兖州本部有 45 万吨的文化纸生产项目，在 2020 年 Q4 投产，包装纸的产能在 2020 年投放较多，2020 年 Q1 玖龙有 110 万吨的产能预计投产，2020 年 Q4 理文在越南有 50 万吨的包装纸投产。

图表 66：龙头纸企新增产能汇总

企业	新增产能项目	(预计) 投产时间
	邹城基地 20 万吨本色高得率生物质纤维项目	2019Q4
	北海制浆造纸项目一期 (80 万吨漂白化学阔叶浆, 55 万吨文化用纸生产线)	未定
	北海制浆造纸项目二期 (60 万吨化机浆, 50 万吨特种纸, 15 万吨生活用纸, 90 万吨白卡纸)	未定
太阳纸业	新材料产业园一期项目 (45 万吨特色文化用纸, 7 万吨特种纸、18 万吨化机浆)	未定
	兖州本部 45 万吨文化用纸项目	2020Q4
	老挝 40 万吨再生纤维浆板生产线项目	已投产 (2019Q2)
	老挝 80 吨高档包装纸生产线项目	2021Q1Q2

晨鸣纸业	寿光美伦年产 100 万吨漂白硫酸盐化学木浆	已投产 (2019Q2)
山鹰纸业	华中纸业项目一期 (55 万吨高档包装纸)	2019Q4
	华中纸业项目第二条生产线 (45 万吨高档包装纸)	2020Q1
博汇纸业	年产 50 万吨高档牛皮箱板纸项目和年产 50 万吨高强瓦楞纸项目	已投产 (2019Q2)
	年产 75 万吨卡纸项目	已投产 (2019Q2)
玖龙纸业	年产 45 万吨高档信息用纸项目	未定
	泉州 (二期) 35 万吨卡纸	2019Q4
	重庆 (三期) 55 万吨卡纸	(已投产) 2019Q1
	河北 (二期) 50 万吨卡纸	2020Q1
	沈阳 (二期) 60 万吨卡纸	2019Q4
	东莞 60 万吨卡纸	2020Q1
	泉州 (三期) 50 万吨卡纸	未定
	马来西亚 55 万吨卡纸	2021
	美国 Biron 再生浆 24 万吨	2020
	美国 Fairmont 再生浆 6 万吨	2020
	美国 Fairmont 再生浆 6 万吨	2021
	美国 Rumford 再生浆 20 万吨	2020
	美国 Rumford 木浆 8 万吨	2020
美国 Old Town 木浆 11.5 万吨	2021	
理文造纸	江西 10 万吨卫生纸新生产线	2019Q4
	越南 50 万吨包装纸	2020Q4

资料来源：公司公告，光大证券研究所

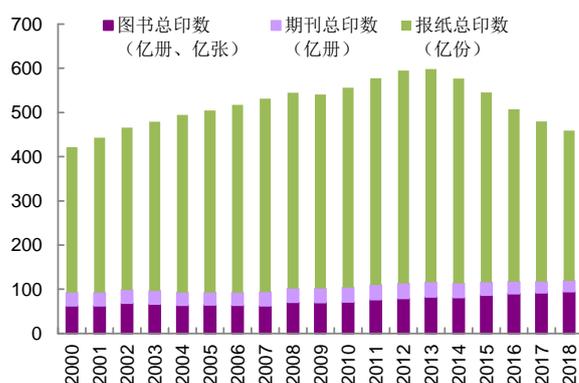
**需求：**文化纸下游需求主要与文教印刷、新闻出版行业相关，需求端增速较为稳定。从下图可以看出，下游的图书、期刊、报纸总分数在过去几年略有下滑，但基本的下滑幅度在 5% 以内，我们基本可以认为文化纸的需求保持稳定。

图表 67：文化纸的消费量增速相对稳定



资料来源：海关总署，Wind，光大证券研究所

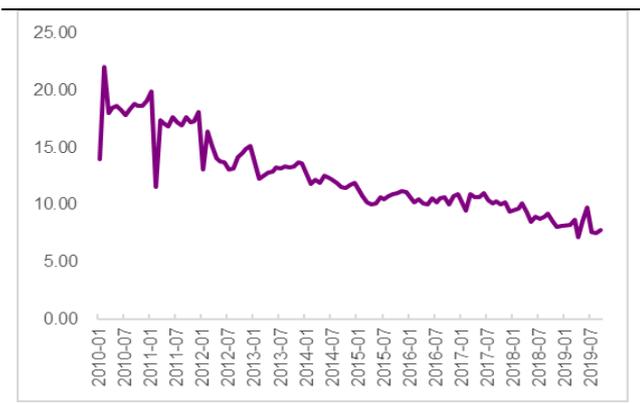
图表 68：图书、期刊、报纸总数小幅下行



资料来源：国家统计局，光大证券研究所

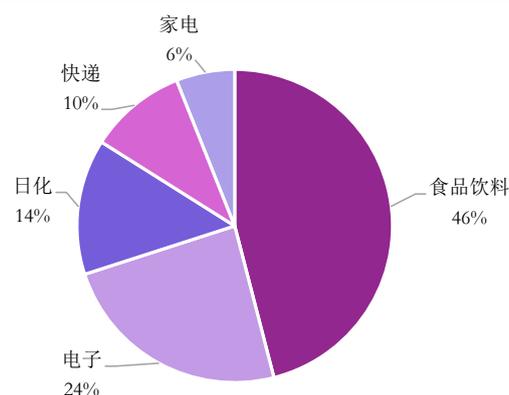
包装纸下游需求主要与食品饮料、家电、电子、日化、快递等行业相关，同时也受到出口的影响；因下游需求较为分散，一定程度上我们可以用社零增速来粗略判断下游需求增速。结合各个主要下游行业需求增速变化来看，我们判断 20 年箱板瓦楞纸需求增速将弱于 18、19 年。

图表 69：社会消费品零售总额增速 (%)



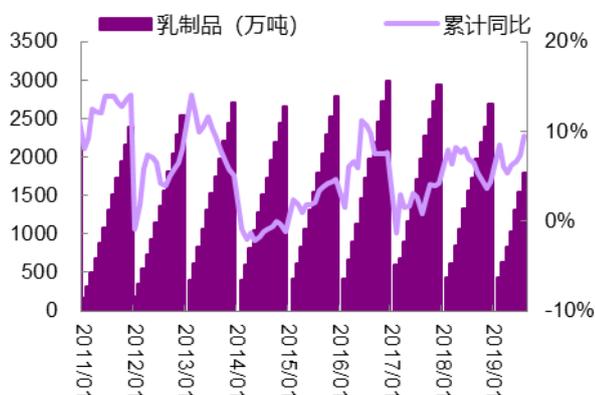
资料来源：Wind，光大证券研究所，截止 2019 年 10 月

图表 70：箱板瓦楞纸主要应用于食品等包装 (2018 年)



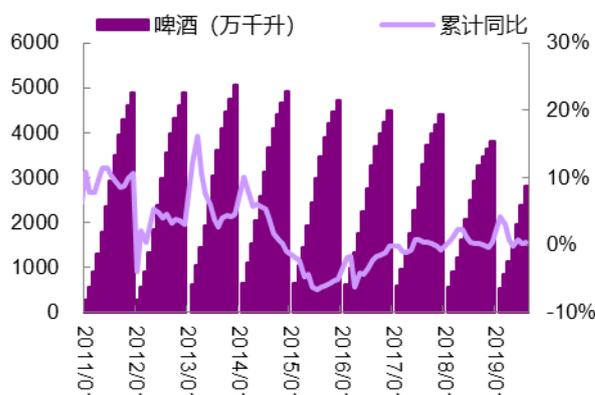
资料来源：中华纸业，光大证券研究所

图表 71：乳制品包装需求增速有所回升



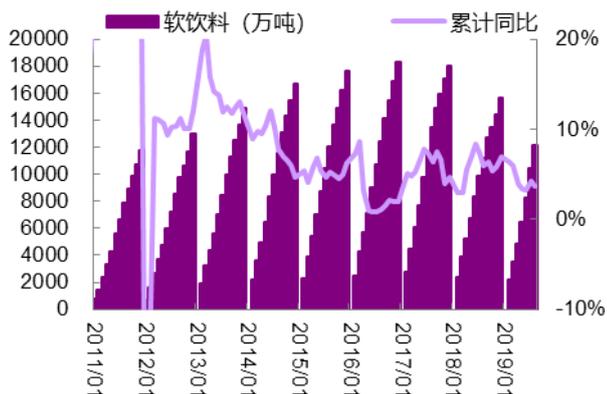
资料来源：国家统计局，光大证券研究所，截止 2019 年 8 月

图表 72：啤酒产量增速以零为轴正负波动



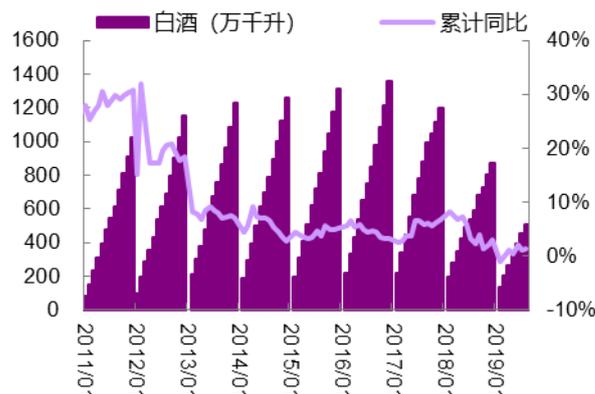
资料来源：国家统计局，光大证券研究所，截止 2019 年 8 月

图表 73：软饮料增速持续下滑



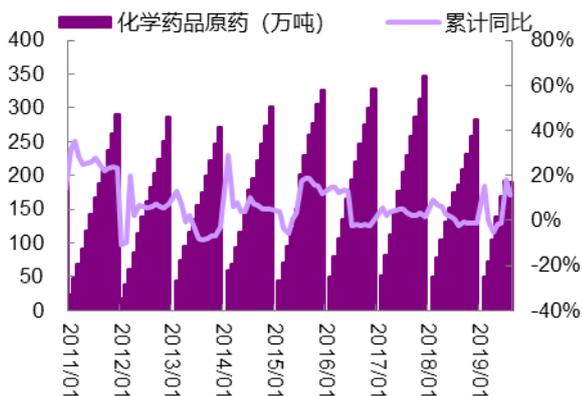
资料来源：国家统计局，光大证券研究所，截止 2019 年 8 月

图表 74：白酒产量增速处于低位



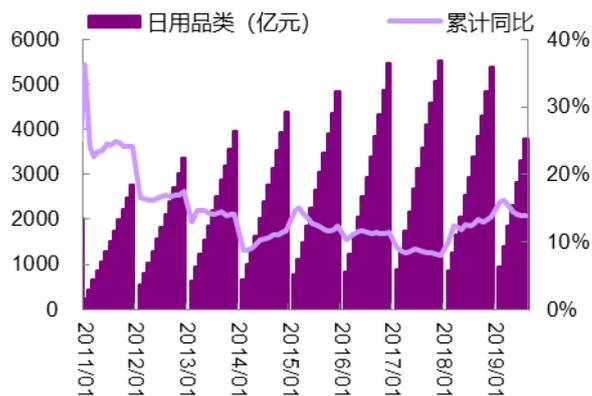
资料来源：国家统计局，光大证券研究所，截止 2019 年 8 月

图表 75: 化学药品原药产量增速由负转正



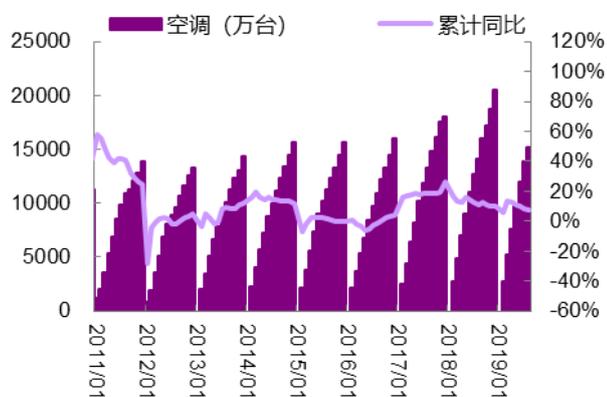
资料来源: 国家统计局, 光大证券研究所, 截止 2019 年 8 月

图表 76: 日用品销售额增速有所下滑



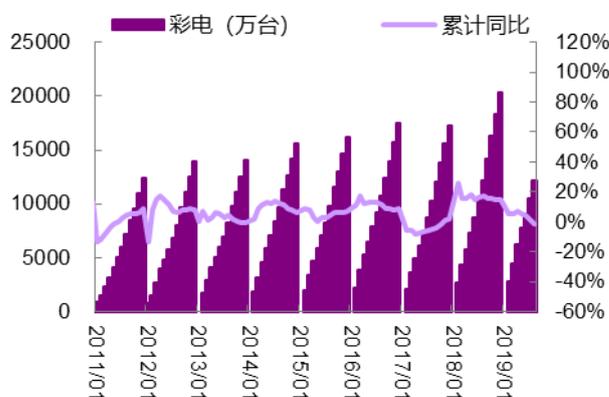
资料来源: 国家统计局, 光大证券研究所, 截止 2019 年 8 月

图表 77: 空调产量增速持续下滑



资料来源: 国家统计局, 光大证券研究所, 截止 2019 年 8 月

图表 78: 彩电产量增速颓势难转



资料来源: 国家统计局, 光大证券研究所, 截止 2019 年 8 月

## 造纸板块判断: 机会或在下半年

### 文化纸

**价格:** 明年文化纸供给较少, 需求也较为稳定, 且龙头公司为了挤出小厂没有过多的提价动力, 参考 19 年整体的价格波动应该是平稳上行。

**产量:** 明年上半年没有过多的产能投产, 产量应该保持稳定, 下半年会有 45 万吨的产能投产, 在量上面会带来贡献。

太阳纸业明年的业绩并没有太大弹性, 重点关注在下半年新产能投产前, 市场对于 2021 年的业绩预期, 由于有量的增长, 后面的弹性应该比较可观, 会给太阳纸业带来机会。

### 包装纸

明年上半年玖龙还有部分产能投产, 在需求明显疲软的情况下, 给包装纸带来了进一步下跌的压力, 虽然废纸价格我们相对乐观, 但终端的提价至少要等到下半年, 三四季度是传统旺季, 经过了上半年的预期进一步探底, 我们认为可能会出现预期向上修复的可能性, 由此, 包装纸龙头山鹰纸业才有机会。

## 5、政策催化：边际政策出台的超预期

### 5.1、电子烟：关注国家标准出台

近日两部委发布《关于进一步保护未成年人免受电子烟侵害的通告》，限制电子烟产品线上出售。且近期美国多起疑似电子烟致死事件及多国全面禁烟，行业仍面临挑战。我们认为电子烟的监管更加严格是趋势，但是市场对于电子烟行业的前景过度悲观，政府监管趋严，对于行业洗牌有促进作用，利好龙头。

明年上半年国标出台是行业重点催化剂：国标尚未出台，国内蒸汽式电子烟处“三无”状态。无产品标准、无质量监管、无安全评估，行业位于灰色地带，政策风险较高。国家十分重视新型烟草，预计明年上半年国标可出台落实。国标出台，不仅是对蒸汽烟的规范，也是对加热不燃烧产品的政策出台有推动作用。

图表 79：相关国家标准计划

国家标准计划	《电子烟》	《电子烟液、烟碱、丙二醇和丙三醇的测定气相色谱法》
标准属性	强制性国家标准、必须执行	推荐性国家标准、自愿采用
主要内容	规范电子烟行业标准	规范电子烟液生产标准
下达日期	2017/10/11	2017/12/15
项目周期	24 个月	12 个月
主管部门	国家烟草专卖局	
归口、执行单位	全国烟草标准化技术委员会	
投票时间	2018/07/06-2018/07/09	
投票通过率	78.18%	83.64%
项目进度	已批准待发布	

资料来源：国家标准信息公共服务平台，光大证券研究所整理

### 5.2、电子发票：国家政策多发，为行业发展奠定良好基础

绿色环保成为社会潮流，国家将加快推广电子发票：推广电子发票全国每年可节约纸质发票近 2000 亿张，节约纸张约 1150 万吨，减少大树消耗约 84 万棵。我们认为国家将会加快推广电子发票。

渗透率将进一步提高，巨大商业空间尚待开发：虽然存在一些问题，但是参考欧美、台湾电子发票的发展态势，我国一系列利好政策和越来越宽的应用场景，我们认为电子发票市场拥有巨大的商业空间。我国 2018 年电子发票开具量大约为 35 亿张，同比增长 167.18%，根据我们预测，预计 2022 年渗透率将达到 35%，开票量达到 567 亿张。

图表 80：电子发票开具量测算

年份	社会消费品零售总额 (亿元)	单张票据消费额 (元)	普票发票数量 (亿张)	渗透率 (%)	电子发票开具量 (亿张)
2015	300931	320	940	0.14	1
2016	332316	320	1039	0.34	4
2017	366262	320	1145	1.14	13
2018	380987	320	1191	2.94	35
2019E	411466	320	1286	9.04	116
2020E	444383	320	1389	25.00	347
2021E	479934	320	1500	30.00	450
2022E	518328	320	1620	35.00	567

资料来源：Wind，光大证券研究所测算

**商业模式不断创新，拥抱大数据探索更多服务：**目前传统商业模式随着产品的降价，服务类型的贫乏，盈利空间受到压缩，行业公司逐渐开始向新型商业模式转变，在 to B、to C、to G 三个维度上均有一定程度的创新，我们认为衍生业务未来可能会成为新的现象级网络入口。

图表 81：我国近年电子发票政策概览

时间	部门	政策	主要内容
2019.8.13	国家税务总局	《关于实施第二批便民办税缴费新举措的通知》	推行电子发票公共服务平台。税务总局建设全国统一的电子发票公共服务平台，为纳税人提供电子发票开具等基本公共服务
2019.8.8	国务院办公厅	《国务院办公厅关于促进平台经济规范健康发展的指导意见》	2019 年底前建成全国统一的电子发票公共服务平台
2019.7.22	国家税务总局	关于发布《企业自建和第三方电子发票服务平台建设标准规范》的通知	明确了电子发票服务平台的业务功能及服务、技术、安全、运维、测评等要求
2019.7	国家档案局办公室、财政部办公厅、商务部办公厅和国家税务总局办公厅	《关于增加电子发票电子化报销入账归档试点企业的通知》	增加 7 家电子发票入账归帐试点企业
2018.11.6	财政部	《关于全面推开财政电子票据管理改革的通知》	财政电子票据将从试点地区推广至全国
2018.8.31	中华人民共和国主席令第七号	《中华人民共和国电子商务法》	第十四条规定：“……电子发票与纸质发票具有同等法律效力。”
2018.7.23	国家税务总局	《关于增值税电子普通发票使用有关事项的公告》	自建电子发票服务平台和第三方电子发票服务平台将于 2018 年 12 月 31 日前完成升级工作
2017.6.21	国家税务总局	《关于做好增值税电子普通发票推行所需税控设备管理工作的通知》	降低了增值税税控系统产品(金税盘、税控盘和报税盘)及维护服务价格，减轻企业成本负担
2015.12.1	国家税务总局	《关于推行通过增值税电子发票系统开具的增值税电子普通发票有关问题的公告》	全国性推行增值税电子发票
2015.9.28	国家税务总局	《“互联网+税务”行动计划》	制定统一的电子发票数据文件规范，推动电子发票在电子商务及各领域的广泛使用，探索推进发票无纸化试点

资料来源：各政府机关官网，光大证券研究所整理

**关注电子发票和区块链的结合，将为板块提供新的催化剂：**一、区块链电子发票可便利交易双方，完善发票监管流程。相比一般电子发票，其具有全流程完整追溯、信息不可篡改等特性，能够有效规避假发票，符合税收当局监管要求。二、阿里、腾讯等科技巨头涉足电子发票，利于行业发展。区块链电子发票正是腾讯与深圳税务局合作的成果，发展潜力巨大。三、国家持续出台多项政策推进电子发票普及和平台建设。政府采购更是向电子化、平台化发展，电子发票大有可为，有望持续迎来政策红利。

图表 82：我国区块链电子发票发展概览

时间	重要事件
2018.5	深圳市税务局与腾讯成立“智锐”实验室，研究区块链电子发票技术问题
2018.7.2	国家税务总局批复授权深圳成为全国首个试点区块链电子发票的城市
2018.8.10	全国首张区块链电子发票在深圳国贸餐厅开出，此后接入招行、沃尔玛、微信支付平台
2019	上线深圳地铁等交通场景和万科等物业行业
2019.7	深圳市前海税务局发布《全面推行电子发票的通告》
2019.10.30	深圳区块链电子发票突破 1000 万张，金额超 70 亿
2019.11.1	前海税务局正式启动全面推行电子发票工作

资料来源：Wind，深圳市税务局官网，光大证券研究所整理

### 5.3、5G：利好上游包装企业

**5G 商用化向全国推进。**一线城市初步具备商用服务能力，5G 建设进入加速期。**消费电子产品将带动配套公司业绩增长：**预计初期商用体现在提供如 5G 手机通信、超高清视频等个人服务上。根据 IDC 预测，明年 5G 手机放量，相关产业链上游的包装企业将会收益。

图表 83：5G 重要事件概览

时间	5G 重要事件
2019.11.1	全国正式启动 5G 商用模式,三大运营商上线 5G 商用套餐
2019.10.14	苏宁天猫三大运营商成立 5G 生态联盟 打造对手机厂商、消费者线上线下 5G 换新平台
2019.9.26	北京基站建设超 8800 座，深圳超 10000 座， 全国多地出台基建规划，计划 2020-2021 年基本实现全覆盖
2019.9.16	上海 5GAA（汽车通信技术同盟）启动 5G 车联网示范应用推广
2019.9.1	中国联通、中国电信签订《5G 网络共建共享框架合作协议书》 在全国范围合作共建 5G 接入网络
2019.6.6	工信部向三大运营商、中国广电发放 5G 商用牌照 此后各地出台 5G 发展规划，开启规模建设周期
2019.1.23	第三阶段测试工作完成，5G 基站和核心网已达到预商用要求
2017.7	5G 开启第二阶段测试，运营商加大基础建材购置

资料来源：Wind，光大证券研究所整理

## 6、投资建议及新覆盖公司分析

### 一、从确定性和催化剂两个角度推荐股票

从确定性的角度来讲，我们关心的是市场空间和竞争优势，并且在这两个因素之前进行权衡，市场空间现在还有机会的更多是从政策的角度来考虑，精装修的红利和办公文具采购的红利是我们重点关注的板块，其中重点推荐江山欧派、齐心集团，推荐帝欧家居。竞争优势的角度我们重点关注大行业的龙头，不管是文具，造纸还是家具，持续跟踪龙头公司，重点推荐晨光文具、中顺洁柔、欧派家居、尚品宅配、太阳纸业，推荐山鹰纸业。

从催化剂的角度来看，我们有三条主线。一个是电子烟，明年核心要关注国家标准的出台，推荐劲嘉股份。第二个是电子票据，明年要关心商业模式的兑现，推荐东港股份，第三个是 5G 概念股，核心关注上游包装企业，推荐裕同科技。

## 二、齐心集团：阳光集采政策利好，办公集采市场前景广阔

公司成立于 2000 年，是为企业提供现代办公整体解决方案的服务商，主营业务围绕大办公产业链所涵盖的硬件、软件和服务等多个领域。公司始终坚持以企业级客户需求为导向，秉持“夯实主业、打造平台、布局生态”的发展战略，构建“硬件+软件+服务”的企业级综合办公服务平台，逐步打造办公行业的企业级生态圈。

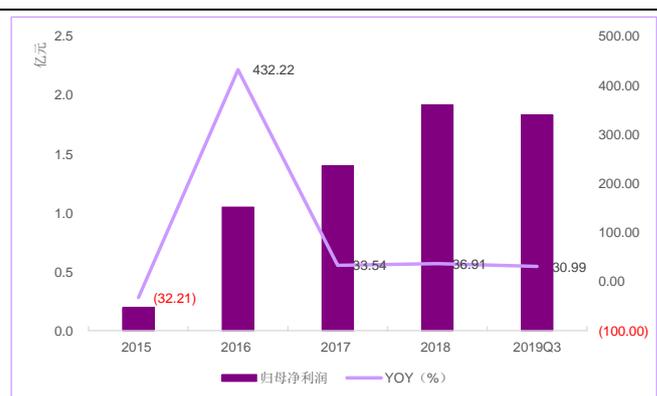
自 2015 年以来，受益于阳光集采政策的推广，B2B 办公物资迎来快速发展的历史机遇，齐心集团业绩增长可观。2018 年公司实现营业收入 42.41 亿元，同比增长 33.30%；归母净利润 1.92 亿元，同比增长 36.91%。19 年前三季度业绩增长亮眼，实现营业收入 43.50 亿元，同比增长 58.01%；归母净利润 1.83 亿元，同比增长 30.99%。

图表 84：齐心集团营收及增长



资料来源：Wind，光大证券研究所

图表 85：齐心集团归母净利润及增长



资料来源：Wind，光大证券研究所

### 关键假设：

1、收入端假设：我们认为公司是办公物资领域的领军企业，客户资源丰富，行业知名度高，一站式服务客户体验好，专利技术先进，营销网络与物流配送体系覆盖全国，五大核心竞争力巩固深厚的护城河，公司综合竞争力有望进一步提升。具体来看：

1) 办公用品：公司持续丰富办公物资品类，高附加值商品品类持续中标促进收入增长。同时，公司横向组建各地子公司，提升大客户订单服务能力，纵向大力开拓政企客户，与区域优质服务商加强合作，完善纵横一体化全国性大客户服务网络。我们预计 2019-2021 年公司办公用品收入增速分别为 75.00%、65.00%、60.00%。

2) 办公设备：公司办公设备驰名全国，先后荣获“广东省著名商标”、“中国驰名商标”。公司在加大新品自主研发与创新的同时，加强产品内、外销渠道推广，随着销售渠道的拓宽，19 年上半年该部分业务增速 55.61%，扭转了前两年的负增长，我们预计 2019-2021 年公司办公设备收入增速分别为 20.00%、18.00%、16.00%。

3) 互联网 SAAS 软件及服务：云视频服务业务成为了公司利润新的增长点，“齐心好视通”16-17 连续两年在云视频会议市场占有率第一，在智慧医疗、智慧教育、智慧党建等领域发展潜力巨大。我们预计 2019-2021 年公司互联网 SAAS 软件及服务收入增速分别为 20.00%，19.50%，19.00%。

2、毛利率假设：公司拥有强大的供应链管控系统，内部经营效率不断提升，自有产品销售占比稳步提升优化了销售效率，高利润的云视频服务的收入占比仍存在上升空间；因此，我们预计 2019-2021 年公司综合毛利率分别为 18.34%、18.96%、18.46%。

图表 86：齐心集团收入分项预测

单位：百万元	2017	2018	2019E	2020E	2021E
主营收入	3181.64	4241.24	6335.77	9348.00	13741.82
增长率	11.05%	33.30%	49.38%	47.54%	47.00%
毛利	613.68	772.26	1162.28	1772.06	2536.29
毛利率	19.29%	18.21%	18.34%	18.96%	18.46%
<b>办公用品</b>					
收入	1181.15	2265.96	3965.43	6542.96	10468.74
增长率	20.01%	91.84%	75.00%	65.00%	60.00%
毛利	258.05	403.41	737.57	1270.43	1947.88
毛利率	21.85%	17.80%	18.60%	19.42%	18.61%
<b>办公设备</b>					
收入	1608.74	1552.15	1862.58	2197.84	2549.50
增长率	-1.20%	-3.52%	20.00%	18.00%	16.00%
毛利	90.19	92.38	111.75	127.47	142.77
毛利率	5.61%	5.95%	6.00%	5.80%	5.60%
<b>互联网 SAAS 软件及服务</b>					
收入	343.13	352.08	422.50	504.88	600.81
增长率	50.74%	2.61%	20.00%	19.50%	19.00%
毛利	240.25	231.01	278.85	333.22	396.53
毛利率	70.02%	65.61%	66.00%	66.00%	66.00%

资料来源：Wind，光大证券研究所预测

**盈利预测和投资建议：**我们认为公司是办公物资领域的龙头企业，在办公集采政策的利好下，公司未来业绩有望保持稳健发展。我们预计公司 2019-2021 年 EPS 分别为 0.39 元、0.55 元、0.77 元，当前股价对应 PE 分别为 32X、23X、17X。我们认为，公司构建的“硬件+软件+服务”的企业级综合办公服务平台对业绩将有持续提振作用，收入提升依托办公用品与云视频双轮驱动的高速增长。虽公司估值高于行业平均估值水平（目前 19 年办公物资板块可比公司平均估值为 30X）；但是因为公司在办公用品的一体化服务领域具备独特的互联网模式，在产品、渠道等方面也较为创新，是行业变革的引领者，我们认为公司相比于其他文具企业能够享受更高的估值溢价；因此给予公司 2019 年 37 倍 PE，对应目标价 14.43 元，首次覆盖给予“买入”评级。

**风险提示：**行业竞争加剧风险；渠道扩张不及预期风险；技术风险；人才缺失风险。

图表 87：齐心集团可比公司估值表

公司代码	公司	收盘价 (元)	EPS (元)				PE			
			18A	19E	20E	21E	18A	19E	20E	21E
603899	晨光文具	45.93	0.88	1.13	1.46	1.83	52	41	31	25
300703	创源文化	11.80	0.46	0.62	0.83	1.12	26	19	14	11
	平均						<b>39</b>	<b>30</b>	<b>23</b>	<b>18</b>
<b>002301</b>	<b>齐心集团</b>	<b>12.85</b>	<b>0.30</b>	<b>0.39</b>	<b>0.55</b>	<b>0.77</b>	<b>43</b>	<b>32</b>	<b>23</b>	<b>17</b>

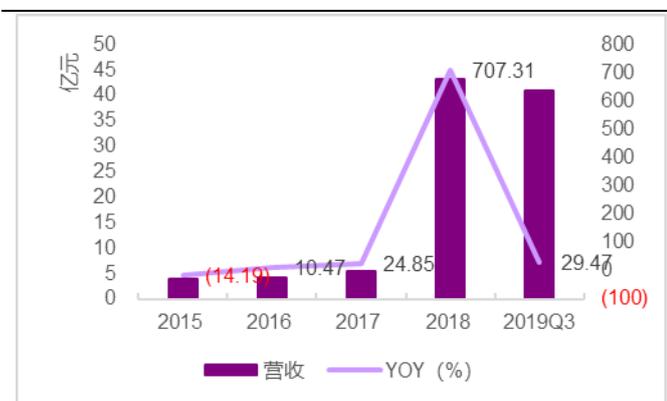
资料来源：Wind，光大证券研究所预测（股价时间为 2019 年 11 月 29 日，晨光文具为光大轻工预测，创源文化为 wind 一致预期）

### 三、帝欧家居：并购协同效应显现，精装修红利释放，泛家居版图未来可期

帝王洁具创立于 1994 年，是一家生产高端亚克力与陶瓷产品的综合卫浴品牌。2016 年成为中国 A 股首家上市的综合型卫浴品牌，2017 年成功携手国内著名陶瓷企业欧神诺，成立帝欧家居股份有限公司，正式进入泛家居领域。未来，公司将秉承匠心精神，为国内外消费者提供更高品质的产品和服务，倾力打造深受消费者喜爱和推崇的民族品牌。

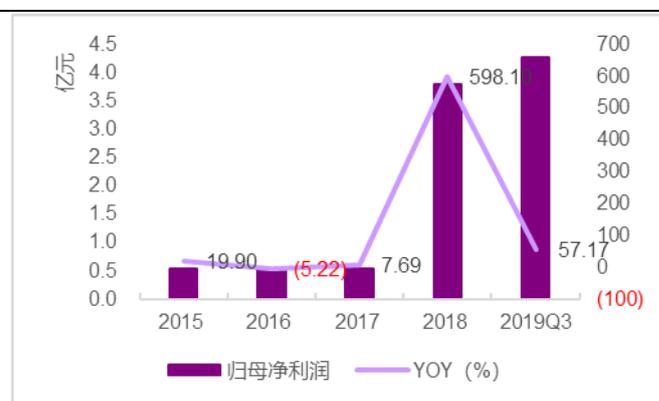
公司收购欧神诺后，协同效应显现，并带来业绩的迅猛增长。从收入结构来看，欧神诺陶瓷墙地砖业务收入占比近 85%，是营业收入增长的坚实基础。2018 年公司实现营业收入 43.08 亿元，同比增长 707.31%；归母净利润 3.8 亿元，同比增长 598.10%。19 年前三季度维持高速增长态势，实现营业收入 41.02 亿元，同比增长 29.47%；归母净利润 4.26 亿元，同比增长 57.17%。

图表 88：帝欧家居营收及增长



资料来源：Wind，光大证券研究所

图表 89：帝欧家居归母净利润及增长



资料来源：Wind，光大证券研究所

欧神诺业务主要分为 B 端和 C 端两个板块，业务占比分别为 70%与 30%。2019 上半年 B 端增速维持在 30%以上，市占率达 30%，C 端增速稳健，在行业低迷期增速仍稳定于 20%以上。B 端已成为市场龙头，渠道优势凸显，已与 20 余家排名前 50 地产商签订供货协议，在与碧桂园、万科等大型房地产商深化合作的基础上，开发富力、华润置地、旭辉等新客户，渠道布局日臻完善。C 端研发能力强，引领市场消费方向，差异化竞争策略收效显著。此外，C 端加速渠道下沉，门店增长迅速，已经拥有超过 2400 家门店，今年预期新开约 600 家，未来几年达到 4000 家至 5000 家的规模。

### 关键假设：

1、收入端假设：我们认为公司为工程端家居的代表企业，加上公司并购的协同效应和逐渐深化的渠道布局，未来有望继续发挥其竞争优势，驱动业绩持续增长。具体来看：

1) 卫浴产品：公司在卫浴产品方面品类齐全且品牌形象好，渠道以线下经销商网络为主，辅以电子商务、整体家装以及互联网家装等渠道销售到终端客户。随着直营工程业务的拓展，我们预计 2019-2021 年公司卫浴产品收入增速分别为 12.50%、12.20%、11.90%。

2) 陶瓷墙地砖：公司建陶板块主要经营高端品牌“欧神诺”瓷砖，研发设计实力雄厚，产品线涵盖全部品类。销售模式以工装客户及经销商客户为主，公司在渠道拓展方面保持较快增长，我们预计 2019-2021 年公司陶瓷墙地砖产品收入增速分别为 37.00%、35.00%、33.00%。

3) 亚克力板：公司生产的高品质亚克力板材除了为卫浴产品提供原材料外，还进行对外销售，是主营业务的有效补充。19 年上半年销售承压，后期仍有增长空间，我们预计 2019-2021 年公司亚克力板产品收入增速分别为 2.00%、10.00%、12.00%。

2、毛利率假设：工程端全为自营业务，具有规模优势，统一安排生产有效减少中间环节成本消耗。零售端实行差异化战略，产品研发引领消费方向，毛利率有上浮空间；因此，我们预计 2019-2021 年公司综合毛利率分别为 35.28%、34.88%、34.44%。

图表 90：帝欧家居收入分项预测

单位：百万元	2017	2018	2019E	2020E	2021E
主营收入	533.67	4308.34	5729.84	7570.72	9902.42
增长率	24.85%	707.31%	32.99%	32.13%	30.80%
毛利	156.89	1508.04	2021.53	2640.41	3410.66
毛利率	29.40%	35.00%	35.28%	34.88%	34.44%
<b>卫浴产品</b>					
收入	421.91	478.58	538.40	604.09	675.97
增长率	24.22%	13.43%	12.50%	12.20%	11.90%
毛利	145.59	161.10	188.44	210.22	233.89
毛利率	34.51%	33.66%	35.00%	34.80%	34.60%
<b>陶瓷墙地砖</b>					
收入		3658.04	5011.51	6765.54	8998.17
增长率			37.00%	35.00%	33.00%
毛利		1311.11	1779.09	2367.94	3104.37
毛利率		35.84%	35.50%	35.00%	34.50%
<b>亚克力板</b>					
收入	108.99	145.24	148.14	162.96	182.51
增长率	27.92%	33.27%	2.00%	10.00%	12.00%
毛利	9.01	22.34	22.22	24.12	26.65
毛利率	8.27%	15.38%	15.00%	14.80%	14.60%

资料来源：Wind，光大证券研究所预测

**盈利预测和投资建议：**我们认为公司为工程端家居的代表企业，凭借欧神诺业务的协同效应和逐渐深化的渠道布局，公司未来业绩有望保持稳健发

展。我们预计公司 2019-2021 年 EPS 分别为 1.44 元、1.78 元、2.48 元，当前股价对应 PE 分别为 16X、13X、9X。我们认为，公司在建材陶瓷已建立明显的优势地位，卫浴产品及亚克力板增速较为平缓，参考可比公司给予公司 2019 年 19 倍 PE，对应目标价 27.36 元，首次覆盖给予“增持”评级。

**风险提示：**地产景气下行风险；行业竞争加剧风险；渠道扩张不及预期风险。

图表 91：帝欧家居可比公司估值表

公司代码	公司	收盘价 (元)	EPS (元)				PE			
			18A	19E	20E	21E	18A	19E	20E	21E
603385	惠达卫浴	10.54	0.65	0.76	0.91	1.09	16	14	12	10
002084	海鸥住工	6.03	0.08	0.24	0.29	0.36	73	25	21	17
603208	江山欧派	50.82	1.89	2.80	3.36	4.09	27	18	15	12
	平均						39	19	16	13
002798	帝欧家居	22.84	0.99	1.44	1.78	2.48	23	16	13	9

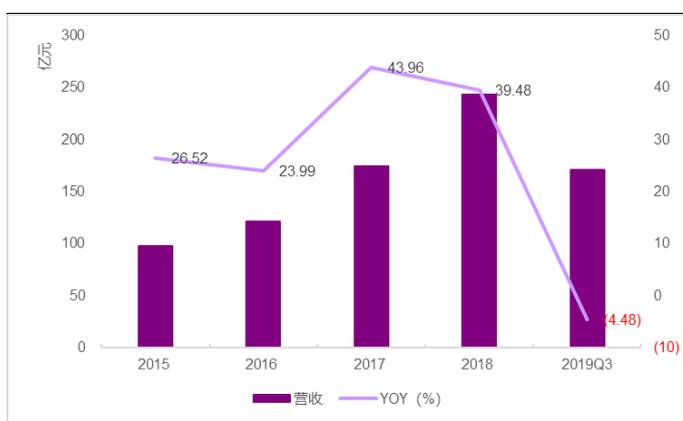
资料来源：Wind，光大证券研究所预测（股价时间为 2019 年 11 月 29 日，江山欧派为光大轻工预测，惠达卫浴、海鸥住工为 wind 一致预期）

### 三、山鹰纸业：静待包装纸行业回暖

山鹰纸业成立于 1999 年，2001 年于上交所上市。公司是一家集再生纤维、造纸、包装、印刷、环保、贸易、物流、港口码头等为一体的国际化企业，在海内外拥有 9 家造纸企业，19 家国际贸易企业，5 家陆路物流、港口码头企业，2 家投融资企业，以及 2 家环保企业。2018 年，山鹰国际跻身全球造纸业 15 强，位列《财富》中国企业 500 强第 346 位，中国轻工业造纸十强，包装纸产量居全国第三位。未来公司将以高瞻远瞩的姿态，抓住产业、国势和时代的变革，沿着“优化产品质量、打通产业链、构建产业生态”的路径，以纸为媒，共创美好生活。

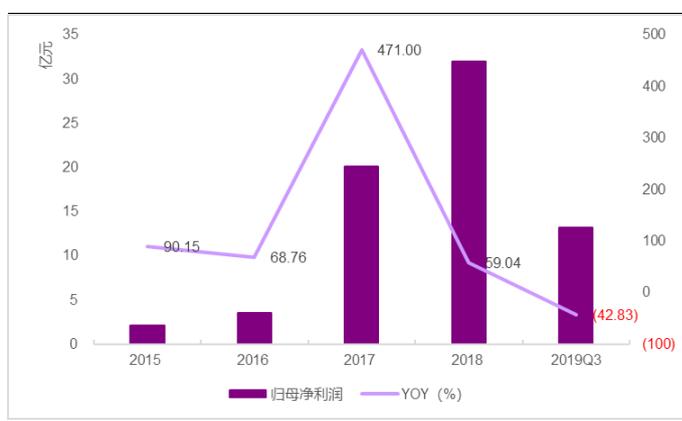
公司积极布局海外原料产能，全产业链布局降低成本，海内外产能布局提升长期成本优势，享受行业集中度提升红利。2018 年公司实现营业收入 243.67 亿元，同比增长 39.48%；归母净利润 32.04 亿元，同比增长 59.04%。19 年前三季度受制于疲软需求业绩承压，实现营业收入 171.34 亿元，同比下降 4.48%；归母净利润 13.25 亿元，同比下降 42.83%。

图表 92：山鹰纸业营收及增长



资料来源：Wind，光大证券研究所

图表 93：山鹰纸业归母净利润及增长



资料来源：Wind，光大证券研究所

### 关键假设：

1、收入端假设：我们认为公司为包装纸领域的龙头产业，公司加速海外并购产能增长带来规模效应，公司以推进深度国际化、强化产业链协同、打造产业互联生态平台为工作主线，19年由于需求疲软业绩承压，但未来有望继续发挥其竞争优势。具体来看：

1) 原纸：公司先进的设备、技术结合公司的规模优势，已经建立了行业卓越运营标杆体系，带来了显著的行业成本领先优势。19年需求疲软导致营收增速大幅下降，我们预计2019-2021年公司原纸收入增速分别为5.00%、10.00%、15.00%。

2) 纸制品：19年国内经历了较为复杂的经营环境，部分中小企业落后产能退出市场，行业集中度持续提升，公司作为龙头企业成本优势明显且转嫁能力强。我们预计2019-2021年公司纸制品收入增速分别为10.00%、13.00%、14.24%。

3) 再生纤维：再生纤维产业致力于成为全球废纸资源集成商，为全球客户提供高品质、全品类废纸资源。19年废纸政策趋严，长期来看利好龙头，预计2019-2021年公司再生纤维收入增速分别为10.00%、9.50%、9.00%。

2、毛利率假设：原纸生产具备规模优势和产品结构优势，公司作为国内最大的箱板纸生产企业之一，拥有产能优势所带来的规模效应；同时配以精益生产及持续改进，使得公司具有显著的成本领先优势。再生纤维渠道稳定，公司拥有同行业领先的海内外再生纤维采购网络以及与之配套的物流渠道。在国家对于废纸进口政策收紧的背景下，公司仍然能够有力保障原材料的供应。因此，我们预计2019-2021年公司综合毛利率分别为17.10%、18.77%、19.62%。

图表 94：山鹰纸业收入分项预测

单位：百万元	2017	2018	2019E	2020E	2021E
主营收入	17233.45	24366.54	25856.02	28561.66	32689.99
增长率	43.82%	41.39%	6.11%	10.46%	14.45%
毛利	4916.65	5617.26	4421.31	5361.16	6415.14
毛利率	28.53%	23.05%	17.10%	18.77%	19.62%
<b>原纸</b>					
收入	12576.19	18593.93	19523.63	21475.99	24697.39
增长率	37.82%	47.85%	5.00%	10.00%	15.00%
毛利	4234.16	4944.03	3904.73	4724.72	5646.60
毛利率	33.67%	26.59%	20.00%	22.00%	22.86%
<b>纸制品</b>					
收入	3649.39	4369.17	4806.09	5430.88	6204.30
增长率	35.69%	19.72%	10.00%	13.00%	14.24%
毛利	555.12	577.57	432.55	543.09	666.33
毛利率	15.21%	13.22%	9.00%	10.00%	10.74%
<b>再生纤维</b>					
收入	833.15	1053.88	1159.27	1269.40	1383.64
增长率	70.92%	26.49%	10.00%	9.50%	9.00%
毛利	43.32	33.62	28.98	35.54	41.51
毛利率	5.20%	3.19%	2.50%	2.80%	3.00%

资料来源：Wind，光大证券研究所预测

**盈利预测和投资建议：**我们认为公司为包装纸领域龙头企业，行业集中度提升利好公司，海内外产能布局带来成本优势，核心技术达到国际先进水平，公司未来业绩有望保持稳健发展。我们预计公司 2019-2021 年 EPS 分别为 0.65 元、0.83 元、1.02 元，当前股价对应 PE 分别为 5X、4X、3X。造纸行业的可比公司估值为 9 倍，但由于文化纸的格局好于包装纸，且包装纸的下游需求要弱于文化纸，因此给予公司 2019 年 7 倍 PE，对应目标价 4.55 元，首次覆盖给予“增持”评级。

**风险提示：**外废进口减少可能导致的原材料供应风险；下游需求受宏观经济下滑影响风险。

图表 95：山鹰纸业可比公司估值表

公司代码	公司名称	收盘价 (元)	EPS (元)				PE			
			18A	19E	20E	21E	18A	19E	20E	21E
000488	晨鸣纸业	4.68	0.86	0.60	0.72	0.82	5	8	7	6
002078	太阳纸业	9.03	0.86	0.83	0.96	1.09	11	11	9	8
2689.HK	玖龙纸业	7.95	1.67	0.88	1.06	1.16	5	9	8	7
2314.HK	理文造纸	5.45	1.12	0.82	0.86	0.85	5	7	6	6
	平均						6	9	7	7
600567	山鹰纸业	3.25	0.98	0.65	0.83	1.02	3	5	4	3

资料来源：Wind，光大证券研究所预测（股价时间为 2019 年 11 月 29 日，太阳纸业为光大轻工预测，晨鸣纸业、玖龙纸业、理文造纸为 wind 一致预期）

图表 96：重点公司盈利预测与估值表

公司代码	公司名称	收盘价 (元)	EPS (元)				PE				投资 评级
			18A	19A	20E	21E	18A	19A	20E	21E	
603208	江山欧派	50.82	1.89	2.8	3.36	4.09	27	18	15	12	买入
300616	尚品宅配	66.65	2.4	2.87	3.38	3.95	28	23	20	17	买入
603833	欧派家居	99	3.74	4.53	5.45	6.64	26	22	18	15	买入
002191	劲嘉股份	11.14	0.5	0.61	0.75	0.91	22	18	15	12	买入
002511	中顺洁柔	12.9	0.31	0.42	0.52	0.65	42	31	25	20	增持
603899	晨光文具	45.93	0.88	1.13	1.46	1.83	52	41	31	25	增持
002831	裕同科技	24.02	1.08	1.41	1.76	2.14	22	17	14	11	增持
002078	太阳纸业	9.03	0.86	0.83	0.96	1.09	11	11	9	8	增持
002117	东港股份	11.25	0.71	0.88	1.06	1.3	16	13	11	9	买入
002301	齐心集团	12.85	0.30	0.39	0.55	0.77	43	32	23	17	买入
600567	山鹰纸业	3.25	0.98	0.65	0.83	1.02	3	5	4	3	增持
002798	帝欧家居	22.84	0.99	1.44	1.78	2.48	23	16	13	9	增持

资料来源：Wind，光大证券研究所预测（股价时间为 2019 年 11 月 29 日）

## 7、风险分析

### 地产景气下行风险

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。

### 汇率波动风险

轻工行业核心子板块家居、包装、造纸等部分公司出口业务占比相对较高，因此汇率波动将对公司整体业绩存在一定影响（收入端、原材料端）。

### 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。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证, 本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不会与, 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, 本公司的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, 本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。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。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块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, 仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有, 未经书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失, 本公司保留追究一切法律责任的权利。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。

光大证券股份有限公司 2019 版权所有。

## 联系我们

上海	北京	深圳
静安区南京西路 1266 号恒隆广场 1 号写字楼 48 层	西城区月坛北街 2 号月坛大厦东配楼 2 层 复兴门外大街 6 号光大大厦 17 层	福田区深南大道 6011 号 NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼