



国泰君安证券
GUOTAI JUNAN SECURITIES

2016年投资策略研讨会

证券研究报告 2015年11月26日

转型谋变，日新月异

国泰君安轻工造纸行业2016年年度投资策略

行业评级：增持

姓名：穆方舟（分析师）
邮箱：mufangzhou@gtjas.com
电话：0755-23976527
证书编号：S0880512040003

姓名：吴晓飞（研究助理）
邮箱：wuxiaofei@gtjas.com
电话：0755-23976003
证书编号：S0880115100027

经济转型关键期，转型标的仍是投资主线

我国经济处于结构转型的关键时期，未来转型变革仍是行业投资的主线。无论是渠道摆脱传统营销困局亦或自身盈利模式变革乃至通过互联网整合供需体系，都是未来轻工各细分子行业演进的方向。国家政策大力推进的教育产业、电子发票和国企改革，也值得找寻其中超预期之处。

1、后地产时代看产业链重塑，品类扩张叠加渠道升级

家居龙头在品类拓展、O2O渠道商业模式创新、管理层经营效率提升等因素驱动下，盈利能力稳步提升。我们看好龙头企业凭借渠道优势、品类扩张和跨界拓展打造品牌综合优势。推荐标的：喜临门、索菲亚、大亚科技，受益标的：美克家居。

2、主业嫁接新引擎，新蓝海寻求确定成长

随着全面二胎政策的放开及80/90后父母更加看重孩子在教育和娱乐等方面的投入，婴童消费将快速增长。重点推荐高乐股份。随着电子发票试点的逐步加速以及会计档案管理办法的修订，行业最大阻力可报销问题有望消除，行业将迎来确定性成长，推荐标的东港股份。

3、消费升级包装重要性凸显，龙头触网打开新天地

随着品质生活驱动第三次消费升级，消费品包装的重要性日益提升。行业中一体化包装、智能包装等创新模式出现，企业逐步由制造业向服务平台转型，同时龙头企业也采用互联网模式整合供需资源，创造新增需求。推荐标的：美盈森，受益标的：奥瑞金。

4、国企改革逐步深入，红利释放逐步兑现

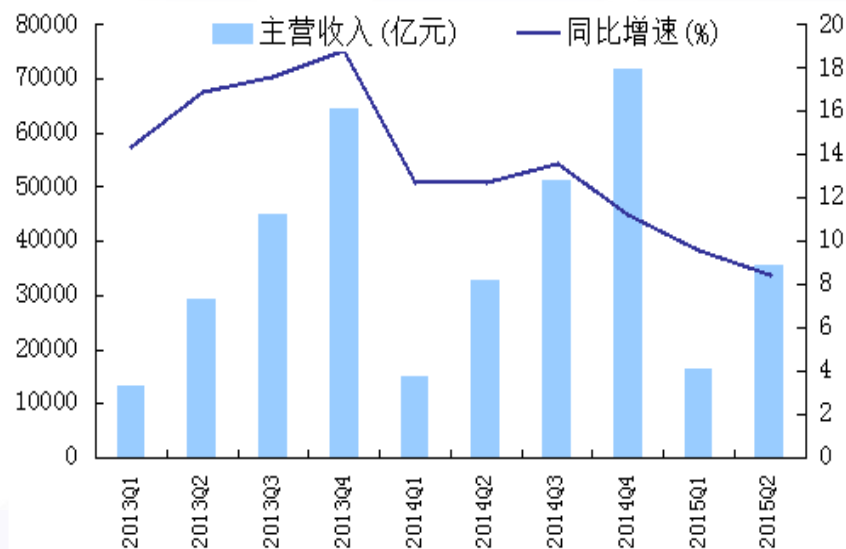
地方国企改革具体政策有望逐步落地，混合制、市场化及提效率将成为轻工行业国企发展关键字。广东、吉林、江苏、山东等地方国企改革有望占得先机，推荐标的：晨鸣纸业。

- 01 后地产时代看产业链重塑，品类扩张叠加渠道升级
- 02 主业嫁接新引擎，新蓝海寻求确定成长
- 03 消费升级包装重要性凸显，龙头触网打开新天地
- 04 国企改革逐步深入，红利释放逐步兑现

后地产时代看产业链重塑，品类扩张叠加渠道升级

- **产品品类拓展和渠道变革驱动龙头发展。**家具企业通过延伸品类，逐步启动大家居战略。销售互联网化等趋势显著，仅以天猫双十一销售为例，床垫、沙发等单品网络销售空间广阔。互联网化的趋势倒逼家具业向O2O等新商业模式转型。
- **品质生活和家居产业链变局，品牌企业将占得先机。**在地产调整、需求激变的背景下；家居各细分领域龙头企业表现稳健，有望在大行业小公司的竞争格局中进一步拓展版图。

图1：家具上市公司主营收入保持增长



数据来源：Wind，国泰君安证券研究

图2：天猫双十一销售火爆，网购带动渠道革新

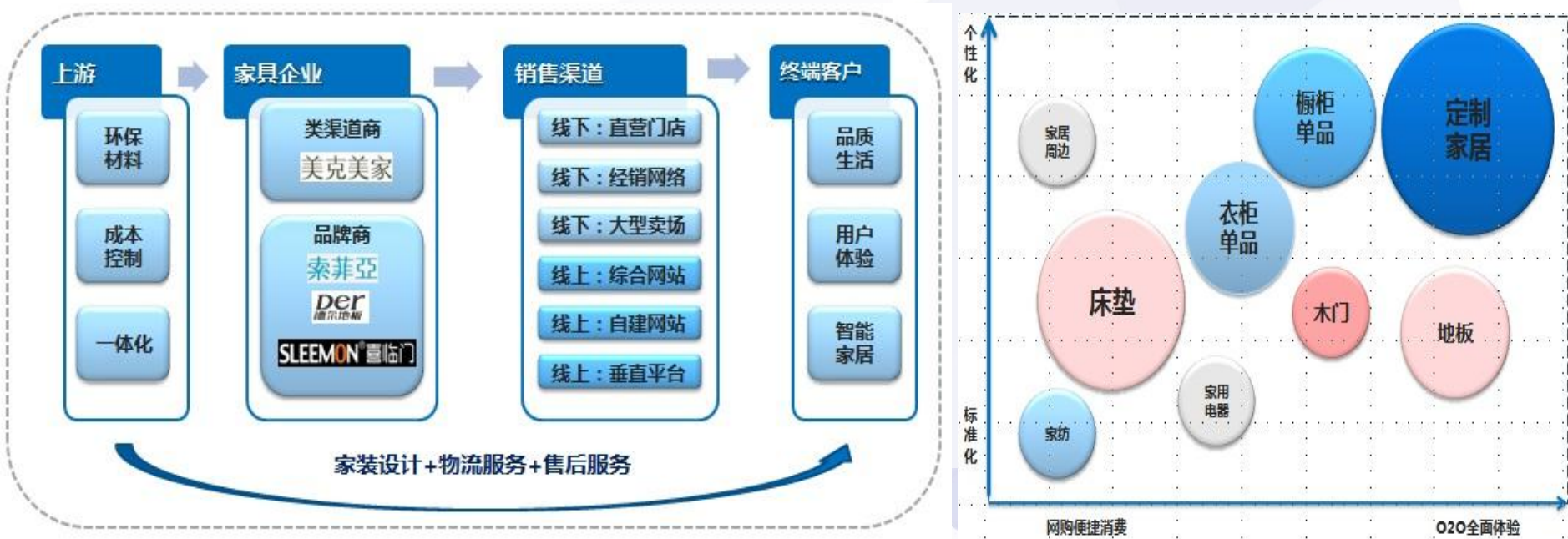
品牌	销售 (千万)	客单价(元)	主打单品
林氏木业	11.27	1581	沙发、床
全友家私	11.17	2268	沙发、床
顾家家居	5.68	3315	沙发
芝华士沙发	5.10	3396	沙发
雅兰床垫	4.49	2057	床垫
欧瑞家具	2.91	2895	沙发、餐桌
和购家具	2.87	1088	床
穗宝床垫	2.84	1399	床垫
皇朝家私	2.57	2738	沙发、床
迪士尼家居	2.09	1876	床

数据来源：淘宝网，国泰君安证券研究

后地产时代看产业链重塑，品类扩张叠加渠道升级

- **O2O推动家居产业链重塑，商业模式和线下配套是制胜关键。**网购和O2O等因素推动家居产业链发生重构，家具制造商、销售渠道商乃至家装服务商等业务产生交集，产业链边界逐步模糊。在O2O等新模式下，我们认为线下的产品服务配套仍是最关键因素。
- **大家居战略下品类拓展打开成长空间，实力家具龙头将占得先机。**

图3：家居产业链发生重构，大家居战略下品类发展拓展

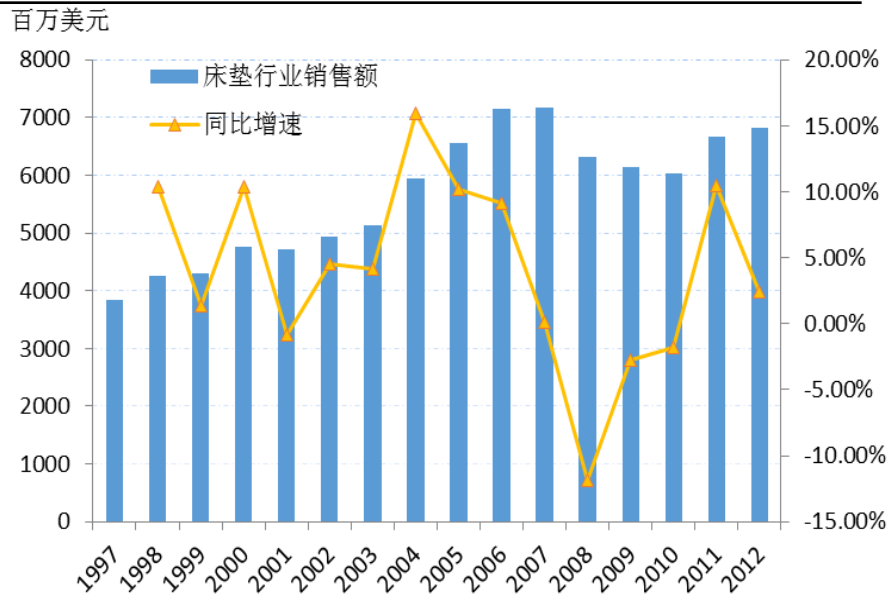


数据来源：国泰君安证券研究

细分行业之床垫：大行业小公司，启动新品类市场

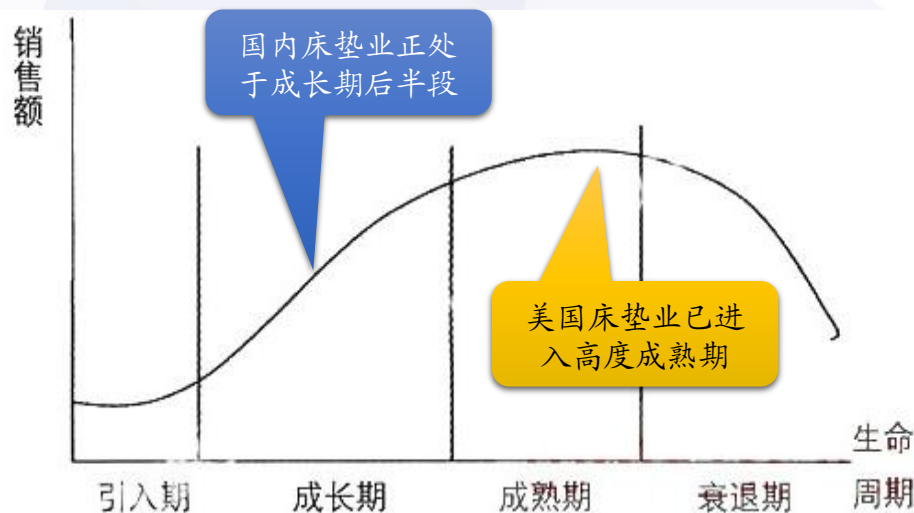
- **国内床垫市场成长空间巨大。**2013年，美国床垫行业总销售额接近70亿美元（出厂口径），终端销售规模约200亿美元。我国人口基数大，但目前国内床垫市场终端规模约350亿人民币，未来床垫市场的成长空间仍然巨大。
- **消费升级推动床垫需求跃升。**相比美国成熟市场，我国消费者对于床垫的消费意识落后，表现在床垫的更换周期以及选购床垫的价格档次上。随着国民收入及生活提高，以及床垫业从业者们对市场的培育以及引导宣传，市场必将迎来黄金发展期。

图4：1997年至2012年行业美国床垫行业销售额年复合增长率为3.90%，高于同期GDP的增速



数据来源：US Census Bureau，国泰君安证券研究

图5：从行业生命周期上看，国内床垫业进入成长期第二阶段

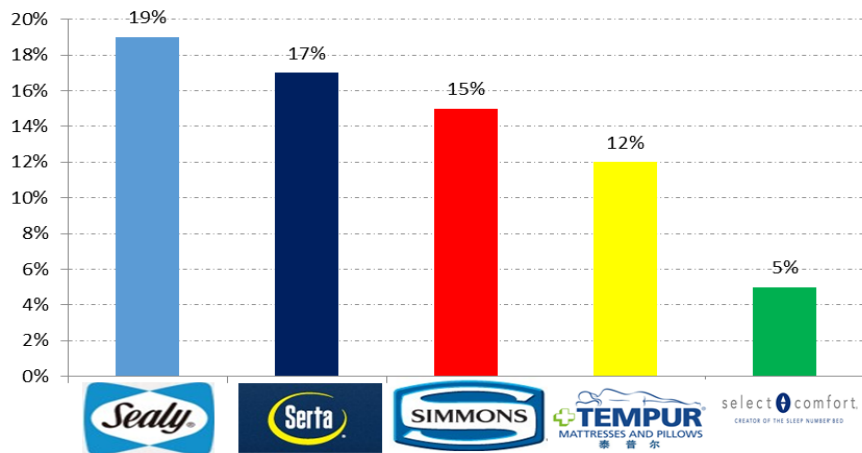


数据来源：国泰君安证券研究

细分行业之床垫：大行业小公司，启动新品类市场

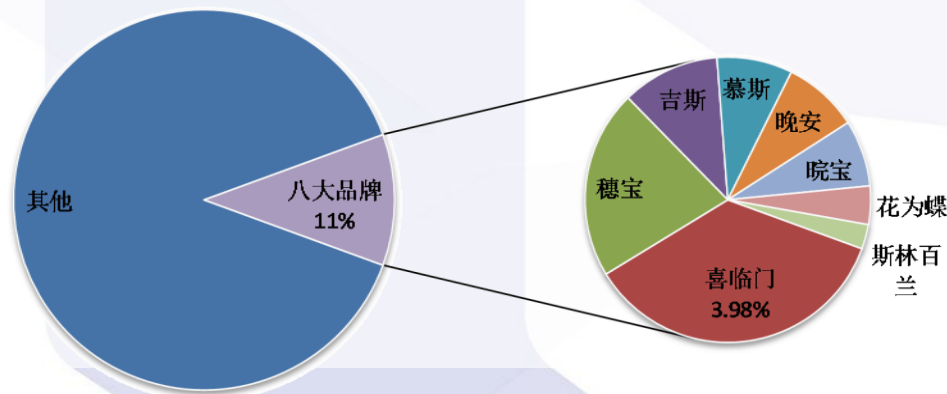
- **国际成熟市场床垫业市场份额相对集中。**2012年，美国床垫行业出货量前五名的公司占据了整个行业出货量的近70%，市场份额相对集中。
- **国内床垫行业分散，龙头企业有望凭借品牌优势实现行业整合。**与美国等成熟市场相比，我国床垫业市场份额分散，作为床垫业龙头的喜临门也仅占3.98%，预计未来市场份额将向行业龙头集中，品牌优势进一步显现。

图6：2012年美国前5大品牌床垫出货量占比



数据来源：ISPA，国泰君安证券研究

图7：国内床垫业市场份额占比

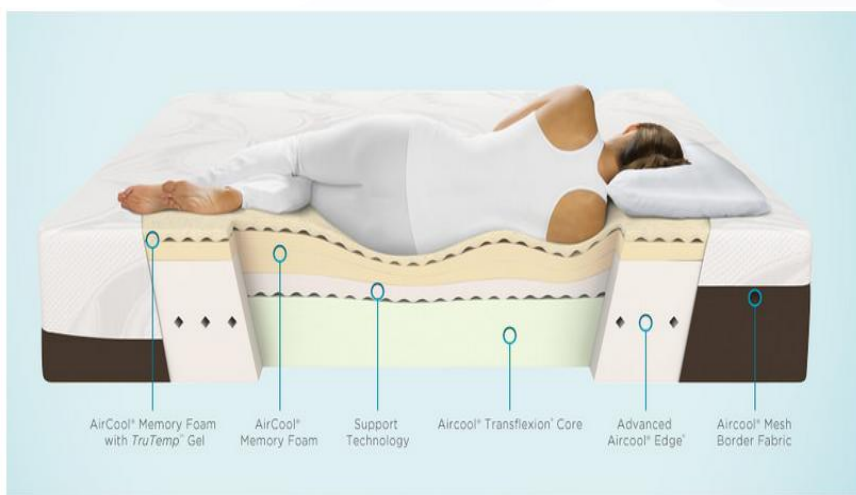


数据来源：喜临门年报，国泰君安证券研究

细分行业之床垫：大行业小公司，启动新品类市场

- **以智能床垫为着力点，开启智能卧室新纪元。**2014年以来，国外床垫品牌以技术创新为着力点，推出智能床垫。智能床垫在国内处于起步期，随着生活品质提升和智能家居的成熟，我们认为这一单品渗透率将得到提升。
- **切入婴童家居产业，成长空间渐次打开。**婴童家具市场增长势头强劲，众多品牌通过“动漫品牌合作+O2O体验”等模式切入细分市场。喜临门获得知名卡通形象授权切入婴童市场，扩大原有目标消费群体，延伸产业链，目前产品和渠道正在逐渐完善，未来业绩贡献可期。

图8：ComforPedic IQ智能床垫震撼上市



数据来源：ComforPedic产品官网

图9：酷漫居依托国际知名动漫，打造O2O销售模式



数据来源：酷漫居产品官网

喜临门：“床垫+传媒”双双发力，业绩拐点初现

- **销售渠道逐步多样化，业绩拐点可期。**公司正逐步打造海外销售、集团客户、线上电商和线下加盟的多种销售渠道来带动收入的增长，同时公司在销售费用、财务费用等费用端的控制效果也十分显著，我们预计公司2015年将迎来业绩拐点。
- **晟喜华视剧进入收获期，业绩承诺逐步兑现。**公司收购的晟喜华视制作的电视剧已经进入收获期，实现2015年6850万净利润的业绩承诺是大概率事件。随着公司的入主，晟喜华视在财务等方面的资源将得到较大提高，未来通过打造精品剧将给公司带来更大业绩贡献。
- **参股神灯科技，大健康产业布局逐步推进。**公司出资1500万元取得神灯科技35%股权，募集资金主要用于脑电波等领域。床垫作为卧室主要组分，与睡眠有紧密联系。借助入外部研发团队，公司将加速研发并量产健康睡眠产品，在大健康领域的布局逐步推进。

图10：以文化塑品牌，“实业+文化”发展模式逐步清晰 图11：参股神灯科技，大健康产业布局逐步推进



数据来源：国泰君安证券研究



数据来源：国泰君安证券研究

美克家居：多品牌多渠道，家具龙头加速成长

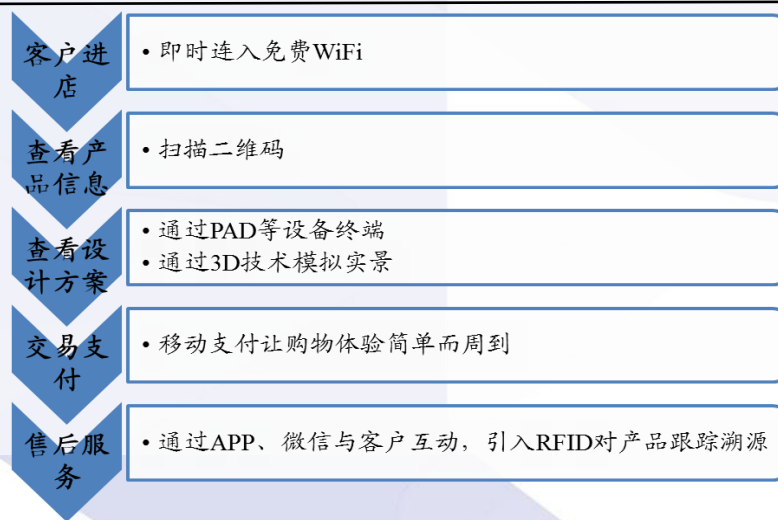
- **多品牌战略落地，转型家具品牌运营商。**公司实施多品牌战略，2001年公司推出自有品牌美克美家定位于中高端消费者，2013年下半年公司推出YvvY、Zest、Rehome等品牌，2009年开始收购Schnadig等多家国外知名家具品牌，构建了包括高端、高中端和低中端的品牌矩阵，在价格区间上基本做到全覆盖。
- **OBO模式+加盟商模式开启，公司逐步实现多渠道发展。**公司打造OBO模式将实体店、网络和移动端整合，向客户提供线上线下融合的无缝消费体验；2011年收购A.R.T以来，公司逐步开启加盟模式，YvvY、Zest等新品牌也将采用“自营+加盟”模式，借助于渠道商的资源实现快速扩张。

图12：转型家具品牌运营商，多品牌战略逐步落地



数据来源：公司官网，国泰君安证券研究

图13：线下和线上深度融合，提供无缝购物体验



数据来源：公司年报，国泰君安证券研究

索菲亚：大家居战略效果显著，橱柜收入爆发在即

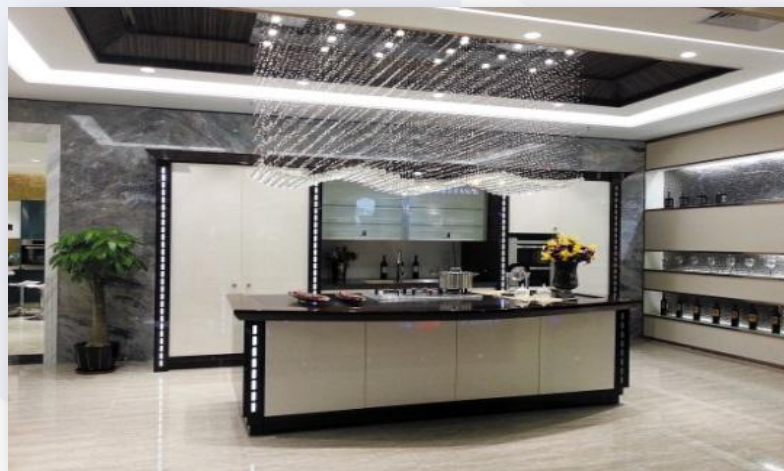
- **大家居战略下客单价稳步提升，爆款引流策略效果显著。**大家居品类扩展带来的客单价提升为公司收入增长提供动力，其中爆款产品以及线上引流效果显著，大幅带动了其他品类的销售，预计未来门店的客单价还将继续提升。随着年轻一代人成为消费主力，其对于定制家具的偏好有望带动市场需求量的提升，助力公司主业保持高速增长。
- **员工持股+经销商持股，激发积极性。**公司先后公告累计不超过10%的员工持股和不超过5%的经销商持股计划，将激发积极性，提高经营效率同时强化销售网络建设。
- **橱柜门店稳步扩张，预计下半年收入能获得高速增长。**目前公司橱柜业务主要竞争对手以欧派为主，市场竞争相对较小，空间较大，下半年随着门店的继续扩张以及单店坪效的不断提升，公司橱柜收入有望迎来爆发式增长。

图14：799爆款套餐



数据来源：索菲亚

图15：司米定位中高端定制化橱柜

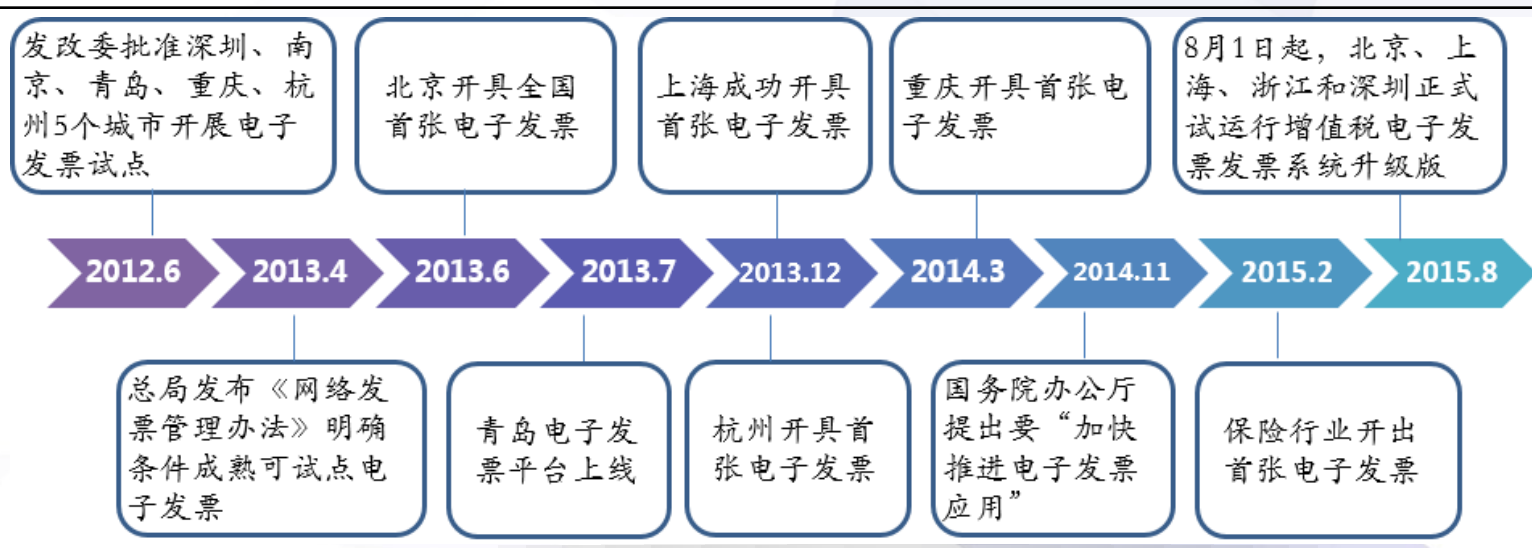


数据来源：公司官网

2-1 电子发票步入黄金发展期，催化剂接踵而至

- **电子发票税种再扩容，增值税电子发票展开试点。** 国税局于2015年7月公布了《关于开展增值税发票系统升级版电子发票试运行工作有关问题的通知》，决定自2015年8月1日起在北京、上海、浙江和深圳开展增值税电子发票的试运营工作。
- **预计2016年相关法律会做出修订，行业空间逐步打开。** 当前增值税的电子发票正处于试点阶段，未来发展需要《会计法》和《会计档案管理办法》等法律法规的配合，我们预计2016年年初相关的修订能够落地，电子发票的使用将在更大范围内得到推广。

图16：国内电子发票发展历程



数据来源：国泰君安证券研究

2-2 电子发票步入黄金发展期，催化剂接踵而至

- **电子发票按张收费的模式基本确立，仅这块的市场空间就能达到500亿元。**目前我国纸质版发票的年开票量在2000亿张左右，电子发票的市场渗透率能达到50%；纸质版发票的综合成本在1元左右，预计电子发票的平均定价将在5毛钱左右。基于以上假设，我们预计电子发票的市场空间能达到500亿元。

图17：增值税电子发票试点情况一览



数据来源：国家税务总局，国泰君安证券研究

图18：电子发票市场规模测算假设

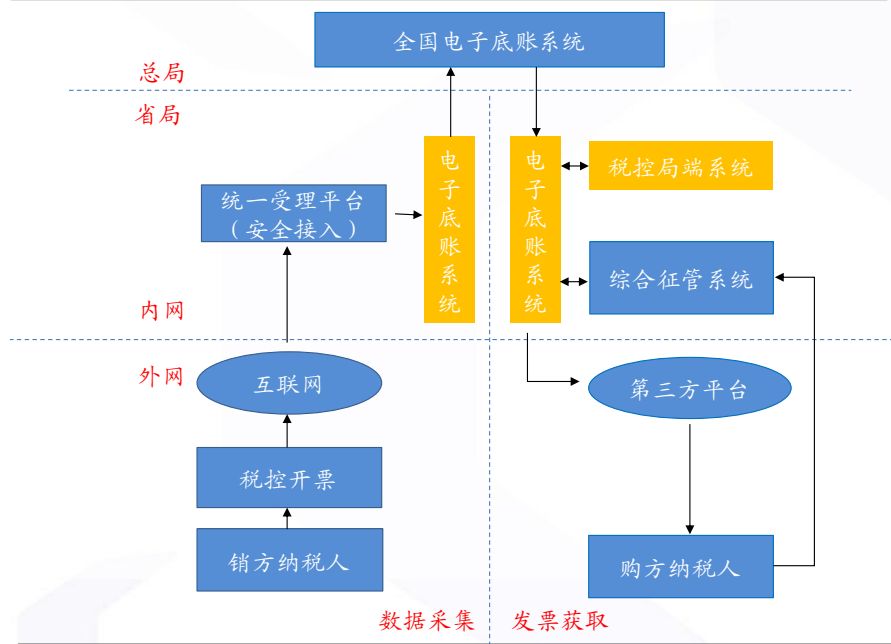
假设条件	纸质版发票的年开票量2000亿张 电子发票的市场渗透率达到50% 电子发票的平均价格能达到0.5元
市场空间 测算	$2000\text{亿} \times 50\% \times 0.5\text{元} = 500\text{亿元}$

数据来源：国泰君安证券研究

2-3 电子发票步入黄金发展期，催化剂接踵而至

- **大型客户覆盖成本，中小客户是主要盈利来源。**电子发票的客户分为大型客户、中型客户和小微客户三类。其中大的电商平台、电信企业具有较高议价能力，第三方平台对他们的收费价格不会太高，主要用来打造知名度和维持覆盖运营成本，中小客户才是第三方平台的主要盈利来源。
- **“税控盘+第三方平台”模式得到官方认可。**这种模式下形成了两条数据流：一、交易发生后相关税务信息通过税控装置进入升级版统一受理平台，进而录入电子底账系统，完成信息存档；二、对于有电子发票需求的消费者，第三方平台从电子底账系统提取数据形成电子发票，发送给消费者。

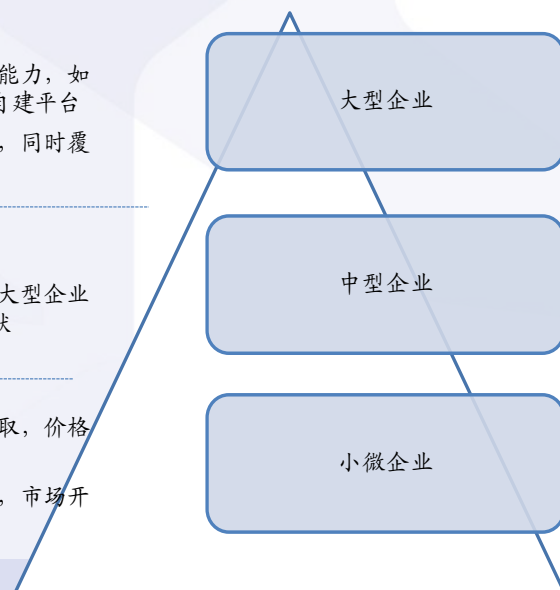
图19：升级版电子发票系统将形成两条数据流



数据来源：国家税务总局，国泰君安证券研究

图20：大型客户覆盖成本，中小客户是第三方平台的主要盈利来源

- 对大型企业的收费预计在1毛到2毛钱
- 大型企业开票量大，具有较强的议价能力，如果对其收费过高会转向竞争对手或者自建平台
- 大型企业可以作为品牌争取其他客户，同时覆盖掉平台运作的主要成本
- 对中型企业的收费预计在5毛千左右
- 中型企业开票量较大，企业数量也比大型企业多很多，能够给企业带来很大业绩贡献
- 小微企业的收费模式大概率是按年收取，价格在300-500元
- 小微企业开票量较小，数量更为巨大，市场开拓成本很高



数据来源：国泰君安证券研究

- 瑞宏网的技术标准以及丰富客户的积累为公司的异地扩张奠定了基础。截至2015年6月底，瑞宏网累计开票量超过1亿份，业内领先。
- 随着试点范围的扩大，公司有望攻城略地、打造覆盖全国范围的第三方电子发票平台。

图21：公司是中国电子发票推广的主力军和标准协助制定者



数据来源：公司公告，国泰君安证券研究

➤ **以纳税数据为基础，不断创新盈利模式。**未来公司将以税务数据库为基础提供高附加值服务，当前比较明确的方向为搭建征信平台切入税银业务领域，票据业务带来的金融客户基础是其税银业务落地的重要保证。

➤ **多业务线稳步推进，创新点不断涌出。**公司智能卡业务增长迅速，成为重要增长动力。创新业务除电子发票外，彩票业务、电子档案储存稳步推进。

表1：公司电子发票的盈利模式有望实现多元化

基础业务收费

- 向政府或企业收取基础费用，包括软件服务费、发票流量费用。

高附加值服务额外收费

- 针对电子发票基础客户提供供应链管理、融资服务、贸易对接等高附加值服务，进行额外收费。

数据分析衍生服务收费

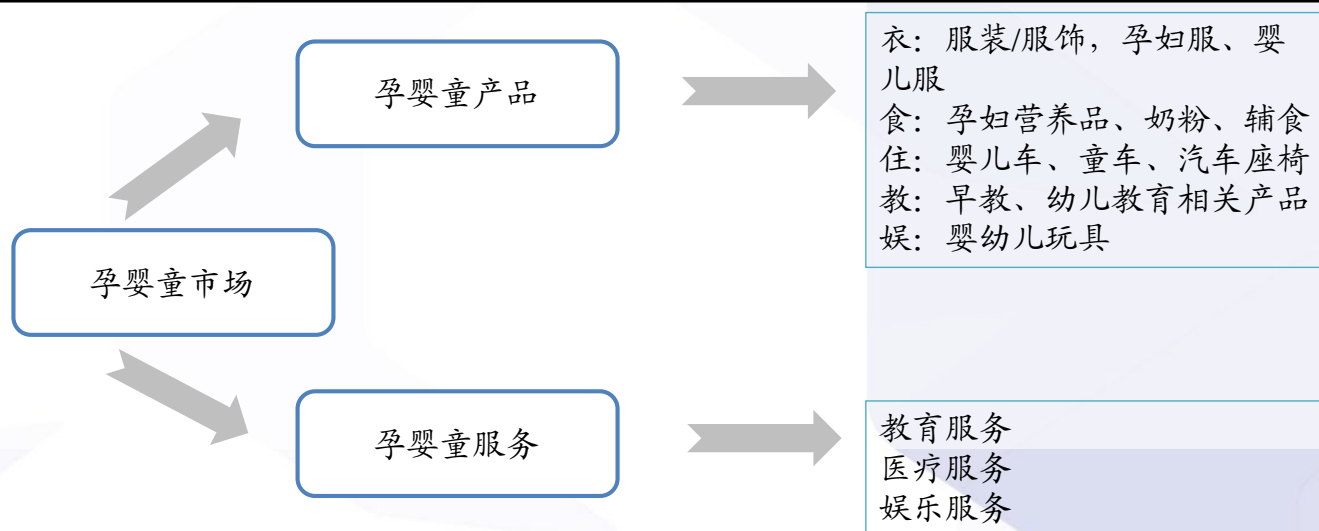
- 利用电子发票大数据优势，整合、提取、分析商业信息，提供征信服务等。

数据来源：公司公告，国泰君安证券研究

➤ **二胎政策放开有望带来新增量，婴童消费市场迎来机遇。**我国0-10岁的婴童比例近几年保持相对稳定，随着全面二胎政策的逐步放开，未来出生率将有所提升，0-10岁以下的婴童的占比将有所提升，针对婴童的消费品牌将迎来较大机遇。

➤ **新消费群体带来新消费习惯，更加看重婴童用品使用。**与60、70后父母相比，80、90后父母的育儿方式逐渐向西方发达国家看齐，注重品牌 and 安全性，同时他们也更加看重孩子在教育和娱乐等方面的投入，随着80、90后父母的收入水平的提高，婴童消费将快速增长。预计到2018年孕婴童市场的规模将达到3万亿元。

图22：婴童消费涉及婴童衣食住教娱各个方面，市场空间广阔



数据来源：国泰君安证券研究

➤ **设立婴童并购基金，抓住婴童产业、K12教育行业机遇。** 公司2015年6月公告与中云辉资本合资设立并购基金，目的在于抓住我国儿童产业链以及K12教育等行业的发展机遇，为公司业务拓展储备标的，公司转型方向出露端倪。

➤ **婴童产业链稳步推进，转型之心矢志不渝。** 根据公司已有基础条件和相关公告，我们预计公司将进军婴童教育相关产业链，有望成为教育板块成长黑马。目前公司内部已经理顺，转型教育方向明确，同时公司原有业务和人脉关系具备较强的渠道属性，未来在婴童产业链协同效应明显。

图23：公司将整合产业链提供0-10岁婴童的产品



数据来源：国泰君安证券研究

- **品质生活驱动第三次消费升级，消费品包装的重要性日益提升。**作为消费品品牌形象的重要载体，包装的形象和宣传功能大幅提升。企业通过提高包装档次来提升产品价值、增加产品区分度、打造产品品牌、吸引核心消费人群，将成大势所趋。
- **客户对包装的采购标准同步升级，下游趋势影响包装供应行业格局**

图24：一筐橙子的变迁：包装有助于价值提升，消费品包装重要性日益提升



- 物资相对匮乏，水果种类单一，消费者多为价格驱动，产品价格弹性大，只有便宜的橙子才有销量。

1500元/年

1990年



- 橙子种类日渐丰富，销售者更重视性价比，价格便宜但口感差的橙子很难有市场。

6200元/年

2000年



- 橙子进入品牌化阶段，高档“褚橙”成为送礼佳品。灌溉褚橙的是山泉水，肥料是烟梗做的有机肥，为了让每颗橙子都享受到充分的阳光和营养每颗树仅留240-260朵花，特级“褚橙”由比利时进口的专门机器挑选，大小都是7厘米左右，每箱的价格（约10斤）超过百元。

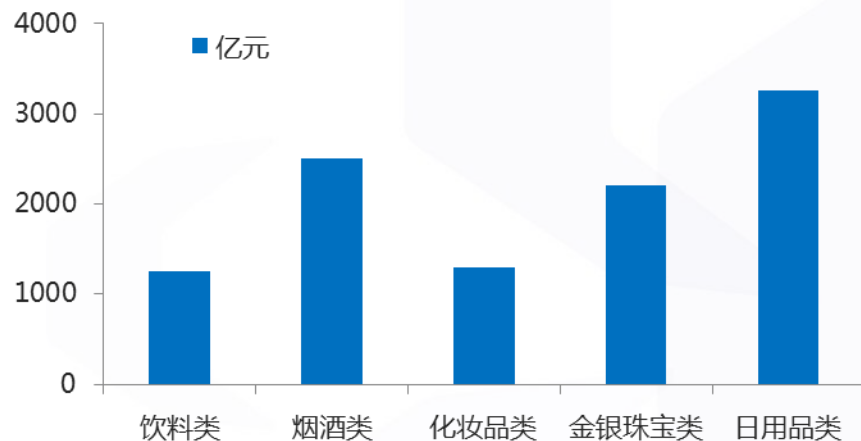
19000元/年

2010年

资料来源：褚橙、昵图网、国泰君安证券研究

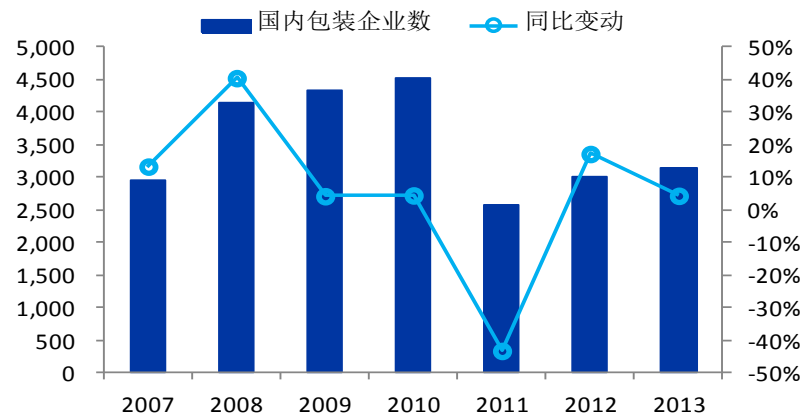
下游需求驱动格局变迁，包装龙头成长正当时

图25：下游消费品需求体量大，包装行业前景广阔



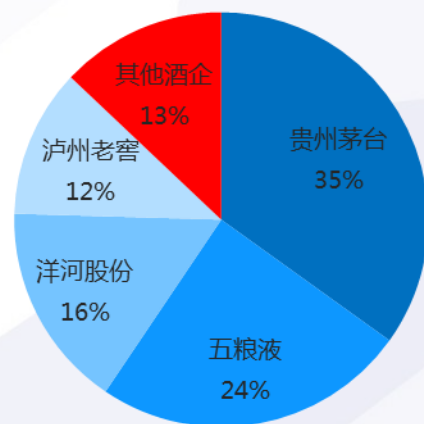
数据来源：CEIC，国泰君安证券研究

图27：包装企业数量减少，行业集中度开始提升



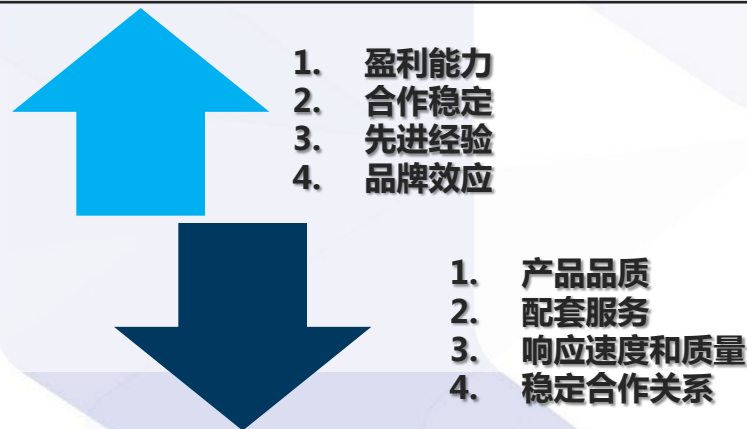
数据来源：WIND，国泰君安证券研究

图26：下游集中度高，行业格局或传导至包装行业



数据来源：中新网，国泰君安证券研究

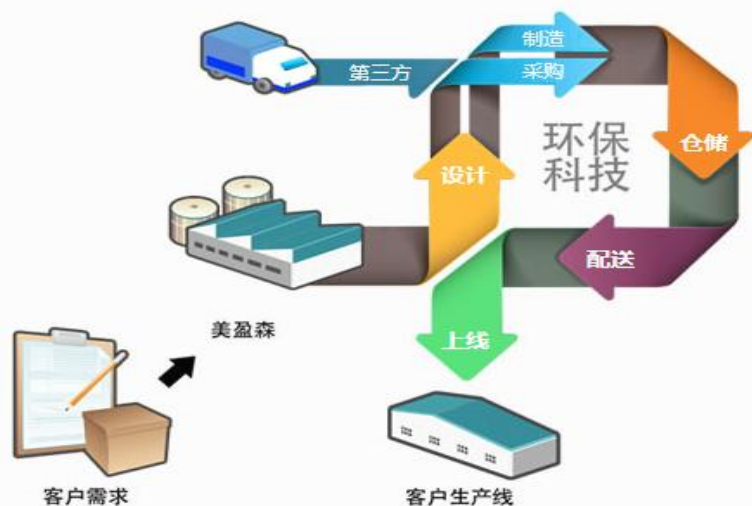
图28：包装龙头达到下游大客户需求，形成马太效应



数据来源：国泰君安证券研究

- **一体化等创新模式出现，包装企业由制造业向服务平台转型。**与下游客户的优势合作，对包装企业从原材料采购、包装设计、生产制造、质量控制以及物流运输等提出了更多要求。包装龙头的创新一体化设计，在为客户提供了增值服务的同时，也提升了自我盈利能力。
- **外延扩张打造竞争优势，向深度一体化综合服务商迈进。**除通过内生成长外，外延扩张横向扩展业务版图、纵向丰富业务模式等外延并购也逐步增多，进一步提升了包装龙头的成长空间。

图29：美盈森创新一体化服务，提升盈利水平



数据来源：美盈森公司网站

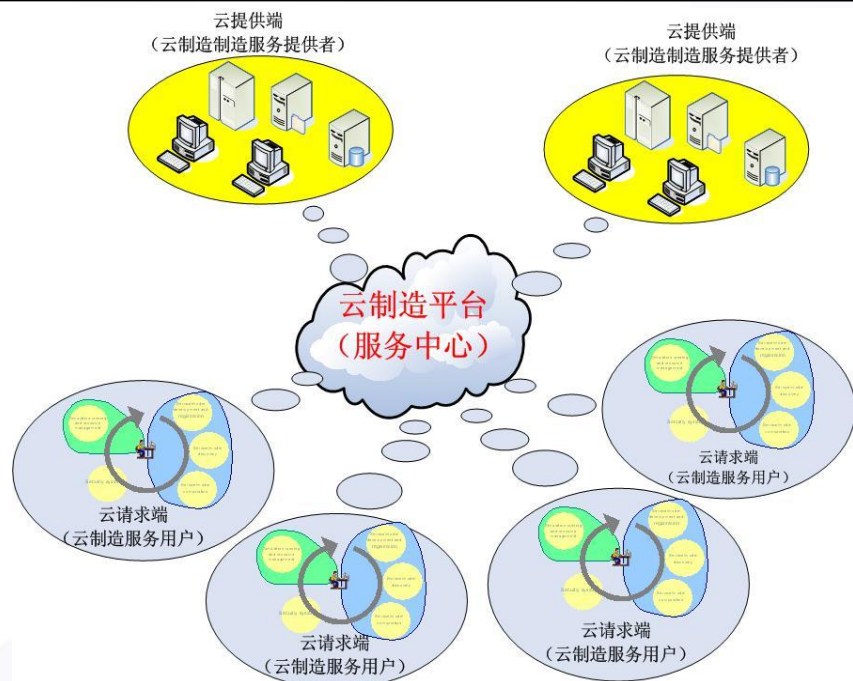
图30：包装二维码为客户精细化、大数据分析提供基础



数据来源：云南网

- 通过构建全新的互联网平台实现行业整合，由包装制造业转型为互联网包装平台服务供应商。通过开发小型企业和个人用户大幅提升市场容量，借助C2B模式创造新增需求，美盈森有望形成互联网改造传统行业的风口。
- 公司管理层在行业内快速高效的执行力成为其转型成功的重要保证

图31：美盈森的网络包装服务平台，实现产业链资源整合



包装淘宝

- 打造专业线上交易平台，向包装服务商转变
- 为包装需求方和生产方提供交易窗口，包装领域的阿里巴巴淘宝模式

定制生产

- 线上平台整合中小包材商，提升集约型产能
- 整单接收并拆分到中小包材商，小规模定制化和个性化包装服务

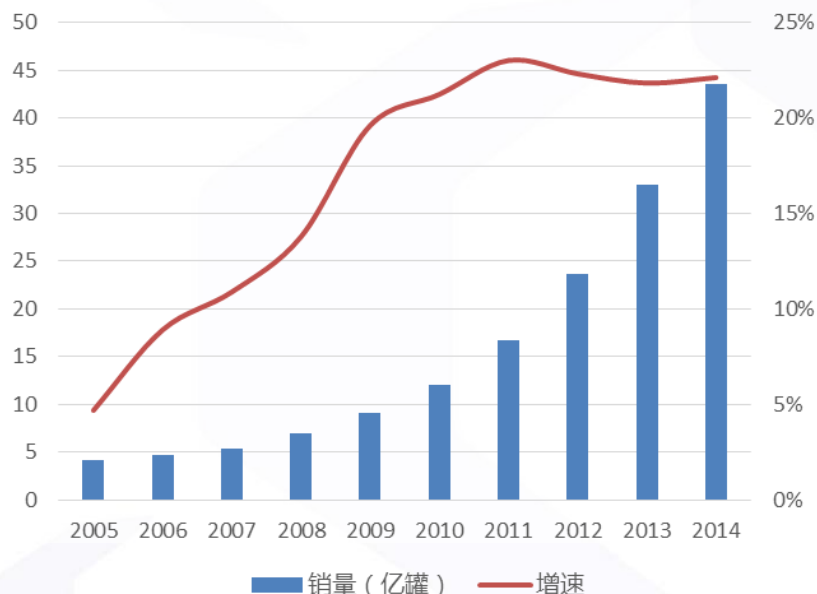
流量价值

- 线上平台交易金额巨大，类金融价值值得期待
- 平台带来规模效应，成本节约显著
- 海量交易信息为数据挖掘和盈利模式创新奠基

数据来源：www.cqmi.cn，国泰君安证券研究

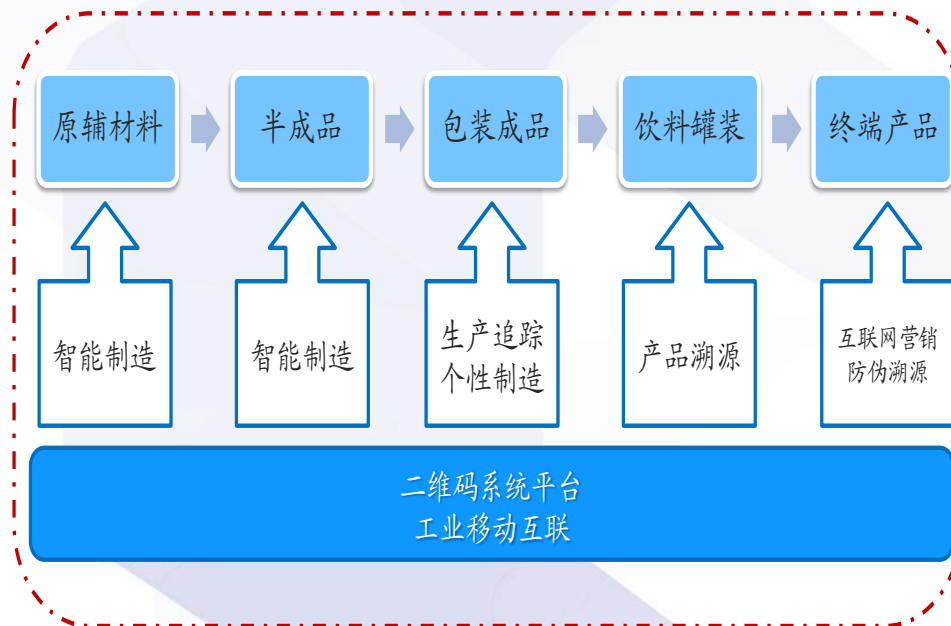
- **公司以红牛为依托，通过跟进式布局获得持续高毛利、高增长。**红牛参与公司定增后两者关系进一步强化，公司将持续受益于红牛未来两年15—20%的稳健增长，主业利润保持20—30%增长。
- **致力于打造二维码产品移动互联网入口，红牛二维码罐体实现量产。**二维码技术作为移动互联网的关键入口，具备较好的可复制性和可拆借性，将满足下游厂商客户移动营销、供应链管理等多项需求；随着客户基数和罐装应用基数的增长，未来开平台模式有望衍生更多盈利模式。

图32：红牛保持15-20%稳健增长，持续贡献利润



数据来源：红牛，王老吉，露露杏仁露

图33：打造二维码移动互联网入口，开启智能包装时代

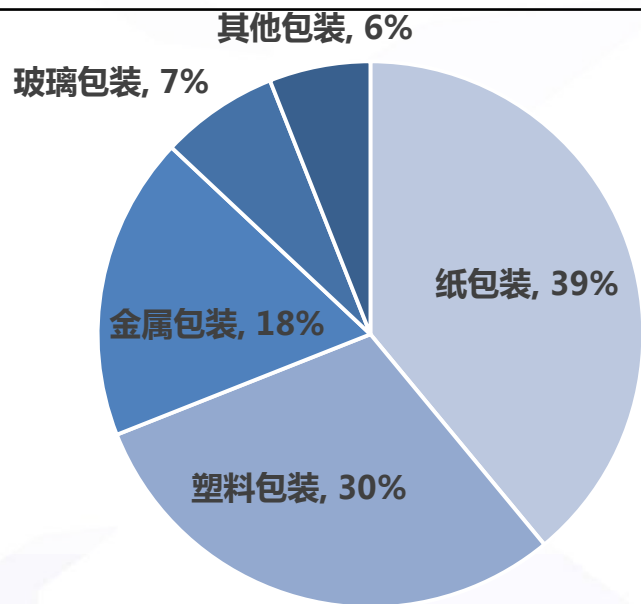


数据来源：上市公司公告，国泰君安证券研究

奥瑞金：举牌永新股份、入股中粮包装，推进综合包装服务商战略

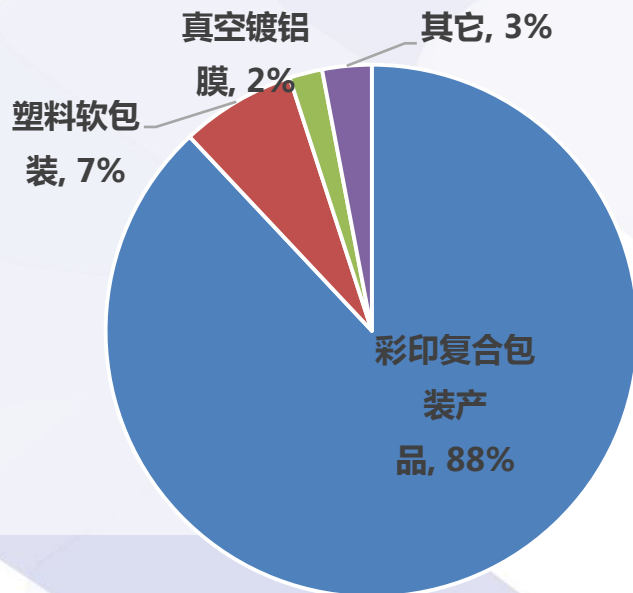
- **举牌永新股份，有望开拓软塑包装业务。**公司持有软塑包装龙头永新股份20.2%股权，形成强烈协同与互补效应，有望首次进军软包装业务。
- **入股中粮包装成为其第二大股东，协同效果显著。**公司2015年11月公告以自筹资金受让中粮包装27%股权、参与到中粮集团的混合所有制改革。此次合作将在二片罐、塑料包装方面带来显著的协同效应，同时也有助于公司客户结构的改善。
- **有望提供金属包装+软塑包装服务，增强客户黏性，坚实推进综合包装商战略。**

图34：涵盖金属+塑料包装两大业务，市场空间大幅增加



数据来源：公司公告、国泰君安证券研究

图35：永新股份主业多样，有望拓展软塑包装业务

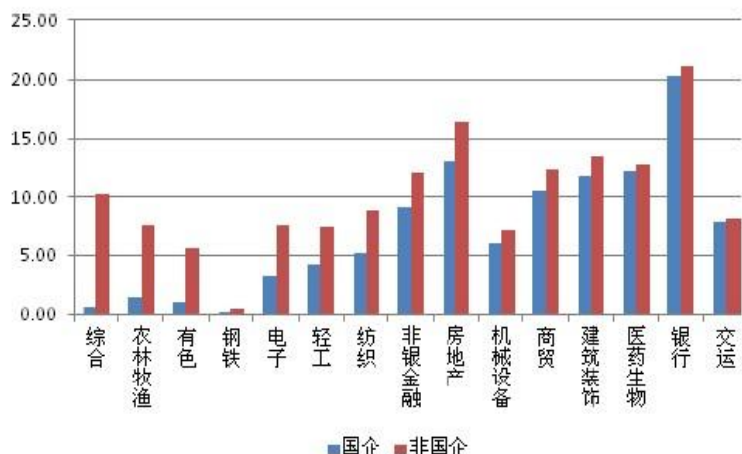


数据来源：公司公告、国泰君安证券研究

4-1 地方国企改革关键年，政策红利落地可期

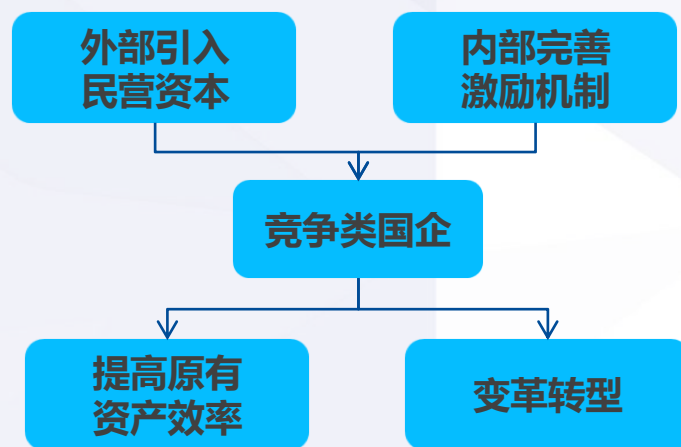
- **国企改革制度破冰在即，政策红利逐步落地。**2014年，国企改革相关问题逐一完成筹备：地方国企分类监管、国资证券化、央企薪酬改革方案等逐步推进。我们认为，未来两年将成为改革关键年份。
- **轻工行业国企改革的关键字是市场化，重点关在于混合所有制和资产经营效率。**根据本轮国企改革的分类监管及对应措施，我们认为竞争性国企的市场化和经营效率将成为主要投资逻辑，对应的子行业有文化平台、造纸等。

图36：轻工行业：国企运营效率低于非国企公司



数据来源：Wind，国泰君安证券研究

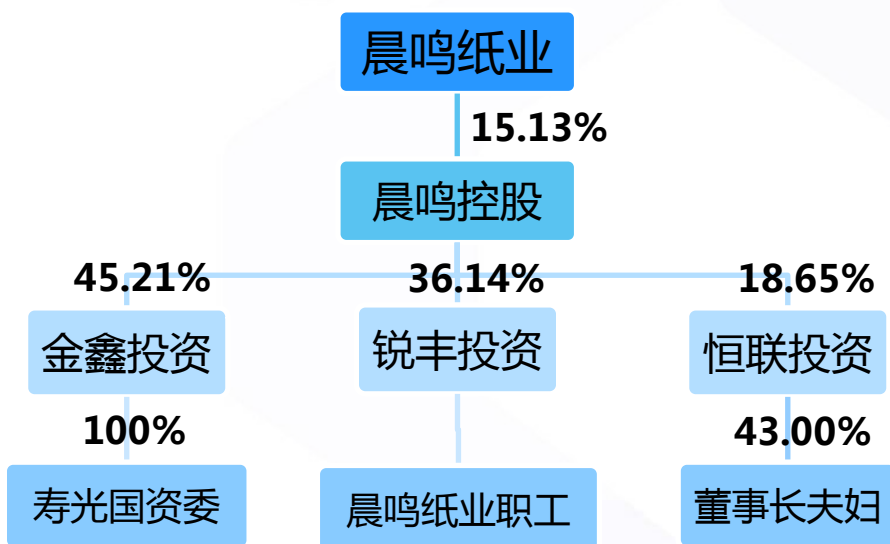
图37：竞争型国企改革趋势在于市场化



数据来源：国泰君安证券研究

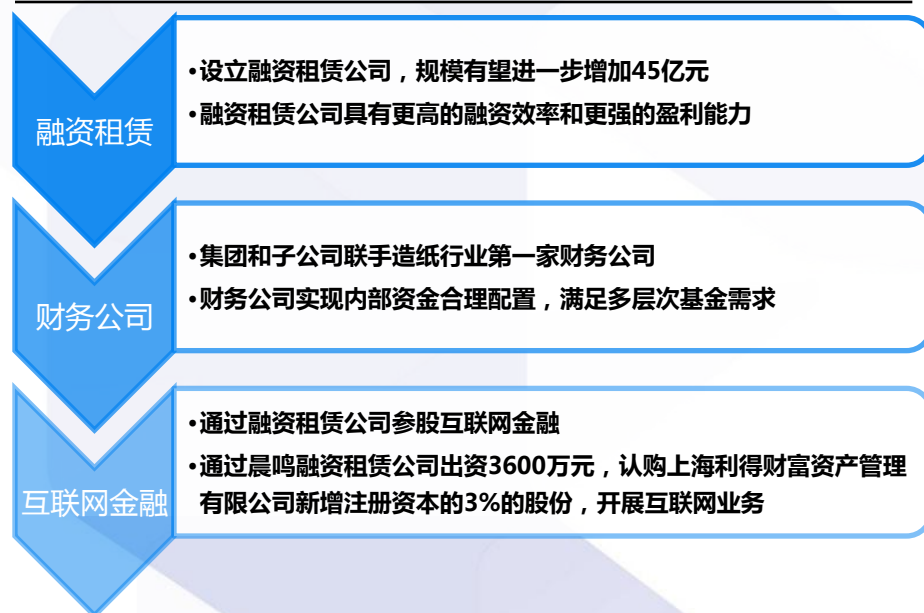
- 控股股东晨鸣控股对金鑫投资持有的晨鸣控股的26.5%的股票做减资处理，股权处理问题尘埃落定。减资完成后，寿光国资委持有的晨鸣控股的股权降到50%以下，这将使公司未来的某些审批流程得以简化，公司发展迎来新篇章。
- 未来公司在经营效率改善以及融资租赁业务方面值得市场期待，预计随着优先股发行完成，公司融资租赁业务规模有望再次扩大，带动公司业绩高速增长。

图38：国资委对晨鸣控股的股权比例降至50%以下



数据来源：公司公告、国泰君安证券研究

图39：融资租赁规模不断扩大，多元布局金融领域

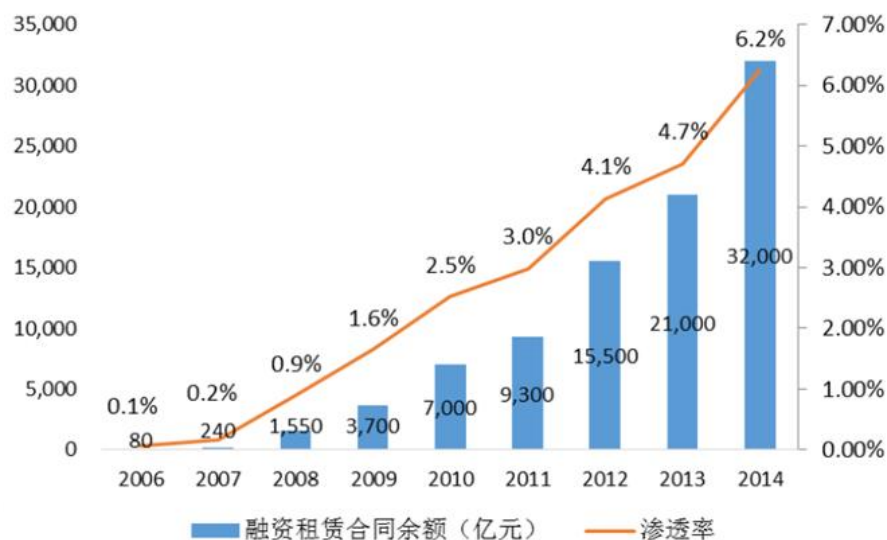


数据来源：公司公告、国泰君安证券研究

4-3 晨鸣纸业：融资租赁，大金融行业新蓝海

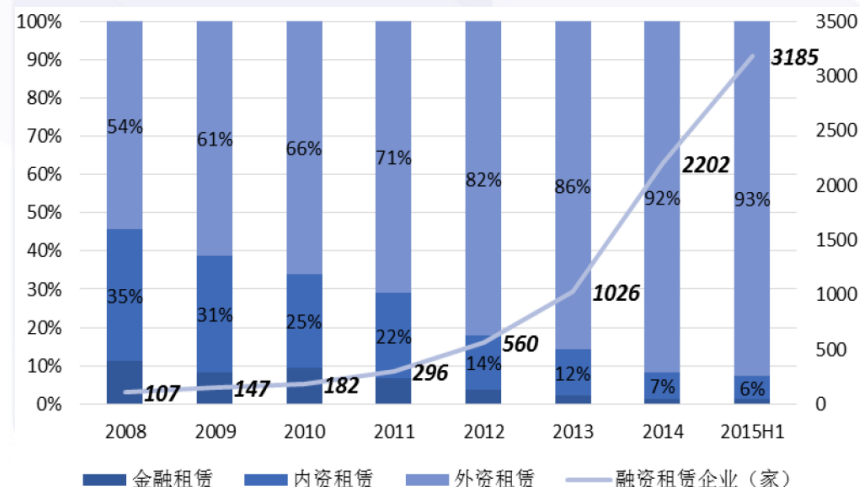
- 中国融资租赁渗透率远低于世界平均水平，未来增长潜力巨大。目前，融资租赁在美国、德国、日本等发达国家已经成为企业购买设备的重要融资手段，2014年美国、德国、日本等国家的融资租赁渗透率分别为22%，16.6%和9.8%，而中国仅为6.2%。
- 中国融资租赁业务渗透率上升至6.24%，5年规模增加133倍。2007年—2014年，我国租赁行业渗透率（租赁业务规模/全年设备总投资额）由0.17%提高到2014年底的6.24%；融资租赁余额由2007年底的240亿升至3.2万亿元，5年规模增加133倍。

图40：中国融资租赁业务渗透率近年来持续上升



数据来源：WIND、国泰君安证券研究

图41：中国租赁公司数目近年来呈现爆发式增长



数据来源：WIND、国泰君安证券研究

4-4 地方国企改革关键年，政策红利落地可期

轻工行业标的 所属区域

国企改革投资看点

岳阳林纸	湖南	✓ 公司积极剥离亏损业务，进行相关多元化扩张进军朝阳产业，以6.46元的价格定增收购凯盛园林开辟新的利润增长点，同时定增方案中嵌套员工持股计划，大幅提高员工工作积极性 ✓ 与诺安资本签订规模达到50亿元的林业资产投资合作框架协议，率先在广西等地开展林场改革。
珠江钢琴	广东	✓ 开启股权激励计划，彰显转型发展决心，预计未来国企改革将进一步深化 ✓ 进军影视传媒，引入民资助力转型，打造文化艺术综合型企业 ✓ 研发智能钢琴，探索在线教育，目前公司已经与人民教育出版社合作设立线上线下互动的音乐培训门店，与埃诺教育合资进军幼儿艺术启蒙教育。
冠豪高新	央企	✓ 公司实际控制人为央企诚通集团。诚通集团有望入围第二批央企改革试点名。作为诚通集团旗下的上市平台，公司未来有望进一步整合集团下面的特种纸等资源和其他相关资源。 ✓ 作为特种纸龙头，公司将从“营改增”的改革中受益。
通产丽星	广东	✓ 管理层变更所带来的积极效果正在发酵，预计公司今年业绩将有所改善，富勒烯等新品添加剂值得市场期待 ✓ 未来混合所有制的推进将进一步激发企业的活力
吉林森工	吉林	✓ 作为吉林森工集团唯一的上市平台，吉林森工在很大程度上将成为集团的资产证券化的主要渠道和突破口 ✓ 中央一号文件明确深化林业改革，尤其是国有林场和国有林区改革，这将有助于公司引进多元资本、改善经营效率。

数据来源：国泰君安证券研究

重点公司盈利预测及估值

28

分类	公司代码	公司名称	现价(元)	每股收益(元)			市盈率(X)			投资评级
				2015E	2016E	2017E	2015E	2016E	2017E	
包装印刷	002303.SZ	美盈森	11.68	0.31	0.46	0.59	37.70	25.40	19.80	增持
包装印刷	002117.SZ	东港股份	37.00	0.61	0.79	0.98	50.10	38.90	31.20	增持
文娱轻工	002348.SZ	高乐股份	19.64	0.11	0.13	0.17	143.40	119.40	92.40	增持
家具制造	000910.SZ	大亚科技	15.73	0.28	0.38	0.52	153.93	113.42	82.88	增持
家具制造	002572.SZ	索菲亚	39.50	1.01	1.32	1.72	38.00	29.10	22.30	增持
家具制造	603008.SH	喜临门	20.87	0.63	0.82	1.06	30.50	23.30	18.00	增持
文娱轻工	002678.SZ	珠江钢琴	15.37	0.22	0.28	0.32	82.10	64.40	56.20	增持
造纸相关	000488.SZ	晨鸣纸业	9.18	0.51	0.67	0.83	14.50	11.20	9.00	增持

请参阅附注风险提示

受益标的一览

29

分类	公司代码	公司名称	现价(元)	每股收益(元)			市盈率(X)		
				2015E	2016E	2017E	2015E	2016E	2017E
家具制造	600337.SH	美克家居	15.27	0.48	0.62	0.78	31.17	24.43	19.34
包装印刷	002701.SZ	奥瑞金	27.91	1.06	1.36	1.71	26.64	20.70	16.46
家具制造	603898.SH	好莱客	31.28	0.61	0.83	1.12	53.80	39.25	29.26
造纸相关	600963.SH	岳阳林纸	7.69	0.04	0.14	0.18	185.06	59.06	45.40
文娱轻工	002678.SZ	珠江钢琴	15.37	0.18	0.22	0.28	84.80	69.59	56.05
包装印刷	600243.SH	通产丽星	12.66	0.02	0.10	0.15	859.48	133.37	87.26
造纸相关	600433.SH	冠豪高新	10.25	0.10	0.12	0.11	103.02	82.20	90.47

注：受益标的的每股收益为wind一致预期。现价日期为2015年11月18日。

请参阅附注风险提示

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格

分析师声明

作者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，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

本报告仅供国泰君安证券股份有限公司（以下简称“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本公司的当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“国泰君安证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息或进而交易本报告中提及的证券。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

诚信 亲和 专业 创新



国泰君安证券

GUOTAI JUNAN SECURITIES