

行业研究/中期策略

2019年05月13日

行业评级:

轻工制造

增持(维持)

陈羽锋 执业证书编号: S0570513090004
研究员 025-83387511
chenyufeng@htsc.com

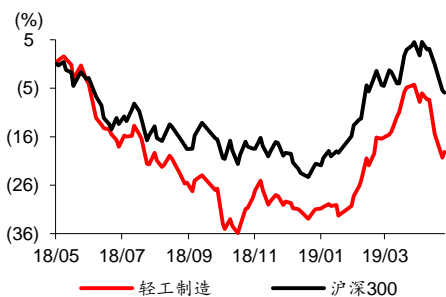
倪娇娇 执业证书编号: S0570517110005
研究员 nijiaojiao@htsc.com

周鑫
联系人 zhou.xin@htsc.com

相关研究

- 1《轻工制造:家居结构性分化,包装景气延续》2019.05
- 2《欧派家居(603833,增持):渠道+品类布局显成效,业绩超预期》2019.04
- 3《合兴包装(002228,买入):营收稳健增长,业绩略超预期》2019.04

一年内行业走势图



资料来源: Wind

精选稳健增长和景气改善品种

轻工行业 2019 年中期策略

投资建议: 精选稳健增长和景气改善品种

包装板块受益原材料价格中枢下移的盈利弹性,重点推荐合兴包装、裕同科技;烟标受益烟草产销复苏,新型烟草业务有望提振板块估值,推荐劲嘉股份,关注集友股份。持续看好内生增长稳健且受益政府阳光招标的文娱龙头,重点推荐晨光文具,关注齐心集团;以及受益浆价下行的生活用纸企业中顺洁柔。家居板块两条主线选股,竣工交付+精装修主线重点推荐帝欧家居,关注江山欧派、蒙娜丽莎;地产存量阶段的优质龙头主线,重点推荐欧派家居、尚品宅配、顾家家居。造纸供需格局走弱,盈利中枢下移压制板块估值,配置角度可选择资产负债表强劲的太阳纸业、山鹰纸业。

包装: 盈利弹性有望释放, 新业务提振估值

纸包装方面,供给侧改革及环保趋严倒逼中小产能退出,订单逐步向头部企业集中,为龙头企业业务量提供支撑;主要原材料箱板瓦楞纸价格中枢下行,盈利弹性有望持续释放。金属包装龙头并购加速行业整合,有助于提升龙头议价能力,长期竞争格局向好;短期看,马口铁及铝材价格下行,利好企业盈利修复。烟草包装方面,烟草行业库存降至历史低位,2019年Q1卷烟产量增速同比显著回升,产销回暖有望支撑烟标需求;同时,IQOS获批在美上市销售有望对全球新型烟草产业带来催化,若后续国内政策放开,与中烟公司合作关系紧密、具备烟具制造能力的企业有望最先受益。

家居: 竣工交付有望支撑 2H19 需求, 竞争加剧利润率承压

从地产销售到竣工交付的时间推演,2019年将是地产竣工交付的大年,结构性看房地产精装修交付比例稳步提升,工程渠道业务有望成为2019年最为受益的地产后周期板块。家居零售方面,地产销售出现结构性分化,我们预计全年地产销售面积仍有小个位数下滑;卖场客流下滑叠加行业竞争加剧,家居企业加大终端营销力度,18Q4/19Q1销售费用率同比显著上行。存量博弈阶段,家居企业向上下两端延伸拓展流量获取边界,一方面,定制企业紧抓精装房放量趋势,加大与房企合作力度;此外,通过设立整装团队、与地方优质整装企业合作等形式开展整装业务,挖掘前端客源。

造纸: 供需格局趋势向下, 纸价、盈利中枢下移

2018年下半年造纸行业景气下行,板块盈利有所回落,2019Q1造纸板块ROE为1.5%,相较于2018Q2的3.8%回落显著。2019年包装纸产能集中释放,全年预计新增产能或达800万吨,供需格局趋势向下;我们判断外废进口缩量将对废纸价格形成较强支撑,而包装纸受供需格局走弱影响价格中枢或将进一步下行,纸企盈利趋势性承压。文化纸方面,尽管2019年仍有木浆产能投放且阶段性港口木浆库存偏高,但考虑到国际纸浆巨头巴西Suzano年内减产商品浆100~150万吨,供给收缩或将对木浆价格形成一定支撑,对应木浆系成品纸价格下行压力不大。

风险提示: 地产销售低于预期; 下游需求不及预期; 纸价大幅波动风险; 烟草行业政策风险。

正文目录

投资建议：精选稳健增长和景气改善品种.....	4
包装：盈利弹性有望释放，新业务提振估值	4
家居：竣工交付有望支撑 2H19 需求，竞争加剧利润率承压	5
造纸：供需格局趋势向下，纸价、盈利中枢下移	6
文娱轻工：消费需求稳健，消费升级、政府阳光招标推动文具行业发展	6
包装：行业洗牌利好龙头，新业务提振估值	7
纸包装：原材料价格中枢下行，盈利弹性有望释放	7
供给侧改革及环保趋严倒逼中小产能退出，订单向头部企业集中	7
纸价趋势性承压，盈利弹性有望持续释放	9
金属包装：新增产能逐步消化，竞争格局优化利好龙头	10
新增产能逐步消化，二片罐供需趋于平衡	10
长期竞争格局向好提升龙头议价能力，短期原材料价格下行利好企业盈利	14
烟草包装：产销逐步回暖，新型烟草打开成长空间	17
库存低位奠定良好发展基础，行业产销逐步回暖	17
新型烟草东风在即，打开行业成长空间	18
家居：竣工交付有望支撑 2H19 需求，竞争加剧利润率承压	25
竣工交付支撑家居需求，精装崛起工装主线受益显著	25
竣工交付有望支撑 2H19 需求	25
精装渠道崛起，工装主线受益显著	26
行业竞争加剧、企业利润率承压	29
地产销售前瞻指标结构性分化，全年商品房销售面积预计小个位数下滑	29
零售客流量下滑，家居企业加大终端营销活动力度	30
存量竞争时代，渠道、品类优势日益凸显	32
造纸：供需格局趋势向下，全年盈利有下滑风险	37
供需格局：包装纸产能持续释放，供需格局趋势向下	37
纸价及盈利：纸价中枢向下，吨纸盈利下台阶	39
原材料：废纸价格支撑强于成品纸，木浆库存高位价格趋势性承压	39
纸价和盈利：纸价中枢向下，吨纸盈利下台阶	41
2018 年 ROE 高于 2002 年以来 75%分位，板块估值处于历史底部区间	43
文娱轻工：消费需求稳健，消费升级、政府阳光招标推动文具行业发展	45
重点推荐	49
合兴包装：盈利有望持续释放弹性，现金流步入改善通道	49
帝欧家居：工装优势显著，高增长有望延续	49
晨光文具：文具龙头稳健成长，办公业务高速增长	50
中顺洁柔：产品结构持续优化，盈利弹性有望释放	50
欧派家居：整装大家居落地，多品类全渠道共成长	50
尚品宅配：多业态布局抢占流量入口，整装云战略持续推进	51

劲嘉股份：大包装持续推进，新型烟草布局加速	51
索菲亚：渠道加速拓展，橱柜业务持续实现单月盈利	52
顾家家居：软体大家居扬帆起航，内生外延共助成长	52
太阳纸业：新增产能顺利投产，奠定长期发展基础	53
山鹰纸业：并购加强海外布局，巩固成本优势	53

投资建议：精选稳健增长和景气改善品种

展望 2019 年下半年我们建议精选稳健增长和景气改善的品种：1) 轻工子板块中建议首选景气度延续的包装板块，细分行业看，纸包装受益原材料价格中枢下移、盈利有望持续回升，重点推荐**合兴包装**、**裕同科技**；烟标受益烟草产销复苏，新型烟草业务有望提振板块估值，推荐**劲嘉股份**，关注**集友股份**。2) 其次建议关注下游需求稳健的文娱轻工板块，持续看好内生增长稳健且受益政府阳光招标的文娱龙头，重点推荐**晨光文具**，关注**齐心集团**；以及受益浆价下行的生活用纸企业中**顺洁柔**。3) 家居方面，企业收入增速前低后高格局逐步明朗，我们建议沿两条主线精选个股，竣工交付+精装修主线重点推荐**帝欧家居**，关注**江山欧派**、**蒙娜丽莎**；地产存量阶段的优质龙头主线，重点推荐**欧派家居**、**尚品宅配**、**顾家家居**。4) 造纸板块，行业供需格局走弱，盈利中枢下移压制板块估值，配置角度可选择资产负债表强劲的**太阳纸业**、**山鹰纸业**。

包装：盈利弹性有望释放，新业务提振估值

纸包装：原材料中枢下行，盈利弹性有望释放。供给侧改革及环保趋严倒逼中小产能退出，订单逐步向头部企业集中，为龙头企业业务量提供支撑。盈利方面，2018 年下半年包装纸价格出现回调，据 Wind 数据，2019Q1 箱板纸/瓦楞纸季度均价同比变动-7%/+1%，环比 18Q4 下滑约 1%/1%。受益于原材料价格下降，包装板块整体毛利率自 2018Q3 开始触底回升，2018Q3/Q4 包装板块单季度毛利率逐季提升，分别为 24.1%/24.5%，2018 年毛利率同比下滑 0.7pct 至 25.83%，2019Q1 毛利率略降，但仍维持在 23.7% 相对高位。展望后续，我们认为随着包装纸产能集中释放，预计 2019 年箱板瓦楞纸价格中枢较 2018 年进一步下移，包装企业成本端压力将有所减轻，盈利能力有望持续修复，根据敏感性分析，原材料成本占比较高的合兴包装盈利弹性更为显著。重点推荐纸包装龙头**合兴包装**、彩盒包装龙头**裕同科技**。

金属包装：长期竞争格局向好提升龙头议价能力，短期原材料价格下行利好企业盈利。近年来金属包装龙头企业并购频发，2015 年以来奥瑞金相继入股中粮包装及纪鸿包装、拟收购波尔中国，2017 年昇兴股份收购太平洋制罐，加速市场份额进一步向龙头企业集中。产能口径看，奥瑞金若成功收购波尔中国，二片罐市场有望形成奥瑞金+波尔亚太+中粮、宝钢包装、昇兴+太平洋三足鼎立局面，提升金属包装龙头议价能力，利好企业盈利能力回升。此外，2018 年二季度开始马口铁及铝材价格由涨转跌，2019Q1 镀锡薄板、铝锭季度均价较 2018 年均价分别下跌约 4.8%/4.8%，带动金属包装企业盈利修复，以奥瑞金 2018 年年报数据为基础测算，当镀锡薄板、铝锭价格均下跌 5% 时，公司毛利率有望提升 2.9pct 至 28.6%，建议关注金属包装龙头**奥瑞金**、**宝钢包装**。

烟草包装：卷烟产销复苏，新型烟草东风在即。烟草行业经过了 16-18 年持续三年去库存后，工商和社会库存都已经降至了历史低位，前期限产去库存所带来的对烟标需求压制因素有望解除，2019Q1 卷烟产量同比增长 7.8%，较 2018 年一季度 5.5% 的增速提升约 1.3pct，较 2018 年全年-0.4% 增速提升显著，卷烟产销回暖有望支撑烟标需求。新型烟草方面，IQOS 获批在美上市有望对全球新型烟草产业带来催化，国内当前新型烟草监管尚不明确，四川中烟、云南中烟等中烟子公司已推出了自主研发的加热不燃烧产品，销往海外可合法销售地区。由于烟弹属于烟草制品，将由中烟公司垄断生产，因此我们预计若后续国内新型烟草政策放开，产业链仍将以中烟公司为核心，与中烟公司合作关系紧密、具备烟具生产制造能力的企业有望最先受益。重点推荐烟标主业优势显著、多元化包装业务持续推进、积极培育新型烟草产品的**劲嘉股份**，建议关注**集友股份**。

家居：竣工交付有望支撑2H19需求，竞争加剧利润率承压

地产销售前瞻指标结构性分化，全年商品房销售面积预计小个位数下滑。2019年3~4月地产成交量显著上升，2019年3月全国30大中城市商品房成交面积同比增长66%，为2017年以来增速高点，4月成交面积也维持在1444万平米相对高位。地产成交量回升带动家居需求回暖，家居企业315促销活动中订单情况普遍向好，给收入增长带来一定支撑。结构上看，一二线城市新房成交率先复苏，三四线受前期棚改货币化透支需求影响销售仍存较大压力。展望后续，我们预计2019年一线城市有望维持稳步增长，二线城市复苏或成为全年地产销售重要增量，而三四线城市地产销售仍存压力，综合来看，2019年全年地产销售面积预计仍有小个位数下滑。

竣工交付有望支撑2H19需求。房屋开发存在“拿地-新开工-施工-销售-竣工”的开发流程，从施工周期推演、期房交付刚性需求以及地产融资情况边际改善看，我们预计2019年为房屋竣工大年，竣工交付有望支撑2019年家居消费需求。

精装渠道崛起，工装主线受益显著。2019年2月18日住建部发布《住宅项目规范（征求意见稿）》，指出城镇新建住宅建筑应全装修交付，并对全装修交付准则进一步细化。随着精装修政策持续落地、地产集中度提升+龙头房企精装交付比例不断提高，精装房渗透率有望快速提升。据奥维云网数据，全国精装房渗透率已由2017年末的15%快速提升至2018年的28%，精装渠道崛起利好具备工装渠道的家居企业，重点推荐**帝欧家居**，建议关注**江山欧派、蒙娜丽莎**。

行业竞争加剧利润率承压，存量竞争时代渠道、品类优势日益凸显。2018年地产销售持续下行导致家居市场出现低迷，家居消费的自然客流量增长放缓，同时，由于家居企业密集上市后加快渠道建设（截至2018年末定制家居企业中橱柜/衣柜/全屋及其他门店数量合计分别达到7155/7542/4888家，较2017年末分别净增941/1444/942家），积极尝试购物中心店、新零售店等多种销售渠道，传统家居建材卖场聚客能力减弱、终端客流进一步分散，享受自然客流量红利的卖场“坐商”模式经营难度加大。在此背景下，企业加大终端营销力度，以2019年315促销活动为例，大部分企业在套餐丰富度、赠品促销等领域力度均有所加大，相应企业18Q4/19Q1销售费用率同比显著上行，给企业利润率带来较大压力。我们认为，当前行业已进入存量竞争时代，产品差异化、渠道多元化日趋重要，重点推荐全屋定制品类完善、渠道布局多元化的**尚品宅配**，零售布局完善、积极拓展整装及大宗业务的**欧派家居**；以及渠道布局完善、品类扩张顺畅且营运能力优越的**顾家家居**。

造纸：供需格局趋势向下，纸价、盈利中枢下移

新增产能集中投放，供需格局趋势向下。2017年资产负债表修复后龙头纸企开启新一轮产能扩张，2018年太阳纸业/晨鸣纸业新增浆纸产能180/121万吨，2019年大型上市纸企玖龙纸业、博汇纸业箱板瓦楞纸产能已相继投产，达产后产能合计达到155万吨；龙源纸业、鑫盛泰等中小纸企产能也逐步释放，根据RISI、卓创资讯数据，2018年行业箱板瓦楞纸预计新增产能达到600万吨，2019年预计新增产能或将达到800万吨，年度新增产能水平将会到2012~2013年间的峰值区间，产能压力加码。

纸价中枢向下，全年盈利承压。箱板瓦楞纸方面，2019年1~4月外废审批量同比减少26%，废纸实际进口量大幅减少，进口缩量对废纸价格形成较强支撑；供需格局走弱、下游需求疲软，纸价中枢或将持续下行，包装纸盈利空间或将进一步缩窄。浆纸系方面，短期来看，依托今年以来纸厂库存不高，叠加华南、华东部分纸厂检修时间较长，市场供应偏紧，铜版纸/双胶纸在4月传统旺季价格提涨较为顺利，尽管2019年仍有木浆产能投放且阶段性港口木浆库存偏高，对浆价形成压制，但考虑到国际纸浆巨头巴西Suzano 5月9日宣布2019年公司商品浆将停产100~150万吨左右（占其商品浆产能10%左右），后续供给收缩或将对木浆价格形成一定支撑，对应木浆系成品纸价格下行压力不大。

二季度淡季盈利存压，盈利中枢下移压制板块估值。2018年下半年造纸行业景气下行，板块盈利有所回落，2018年/2019Q1（年化）造纸板块ROE分别为10.5%/5.9%，但仍处于历史较好水平，2018年ROE高于2002年以来75%分位，2019Q1ROE（年化）略低于50%分位。从估值角度看，截至2019年5月7日A股造纸板块PB(lf)估值为1.21x，接近2006年以来底部区间。短期看，尽管19Q1的ROE接近行业历史中枢水平，但二季度为造纸行业淡季、纸价与盈利短期仍然承压；中期看，年内包装纸新增产能较多，山鹰纸业、玖龙纸业等纸企下半年均有新增产能计划投产，若产能如期释放，行业供需格局仍将承压，预计全年板块盈利中枢下移，进而压制板块估值。

文娱轻工：消费需求稳健，消费升级、政府阳光招标推动文具行业发展

文具行业是文娱轻工中重要领域，2013年以后文具行业规模以上企业主营业务收入以及文化办公用品零售额增速由此前20%以上增长逐步放缓至10%左右，行业发展逐渐步入成熟阶段。据Wind数据，2017年我国文具行业规模以上企业主营业务收入达到1086亿元，同比增长9%，2013-2017年复合增长率达到12%。零售额方面，2018年受经济增长放缓等因素影响，我国文化办公用品零售额出现自2000年以来首次下滑，全年零售额达到3264亿元，同比下滑约11%，2014-2018年复合增长率6%。从月度数据看，2019年以来文化办公用品零售额跌幅有所收窄。

龙头并购加速行业整合。按狭义文具行业行业规模计算，2018年晨光文具、齐心集团、广博股份三家文具上市企业市场份额合计约为12.2%，相比海外文具龙头史泰博、欧迪办公2015年各占38%市场份额相比，我国文具龙头企业市占率仍有较大提升空间。近两年，晨光文具相继收购欧迪办公、安硕文教，齐心集团布局大数据营销、云视频会议，进行行业纵深拓展或横向整合，加速推动市场份额向龙头集中。

C端受益消费升级、B端受益政府阳光采购，文具行业有望稳步成长。随着消费理念的逐渐升级，兼具实用性与文化性的文创产品逐渐走向大众视野，创意化、个性化、时尚化文具受到消费者欢迎，大大促进了文具市场的需求。B端方面，2016年政府加强推进阳光采购，成为近年国内办公文具市场快速发展的重要驱动力，具备较强品牌力、大宗服务能力的文具企业有望受益。重点推荐零售渠道优势显著、办公业务快速发展的文创巨头**晨光文具**，建议关注**齐心集团**。

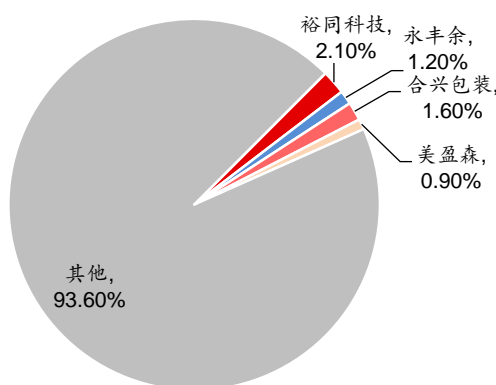
包装：行业洗牌利好龙头，新业务提振估值

纸包装：原材料价格中枢下行，盈利弹性有望释放

供给侧改革及环保趋严倒逼中小产能退出，订单向头部企业集中

中国纸包装行业分散，中小企业市占率超过90%，前十大企业总份额不超过10%。据wind数据，受供给侧改革等因素影响，我国限额以上纸包装企业数量从2005年的4150家下降至2015年的2340家，企业数减少，集中度出现提升趋势。中国前十大纸包装企业市场占有率不到10%，2018年营业收入排名前五的上市企业包括合兴包装、裕同科技、粤华包B、美盈森和吉宏股份，营收增长迅速，合兴包装2018年实现营收121.66亿元，同比增长39.1%。

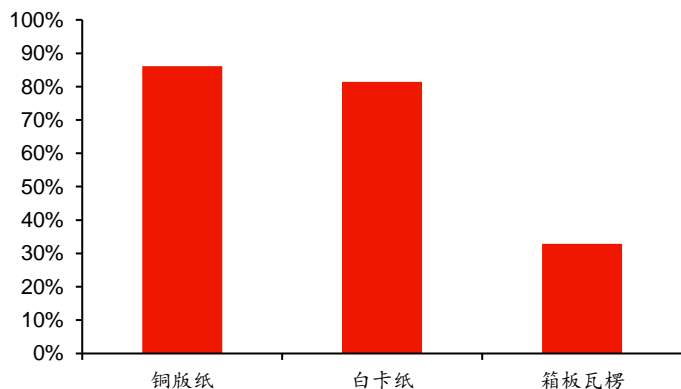
图表1：我国纸包装行业集中度（2018年）



资料来源：中国包装联合会，华泰证券研究所

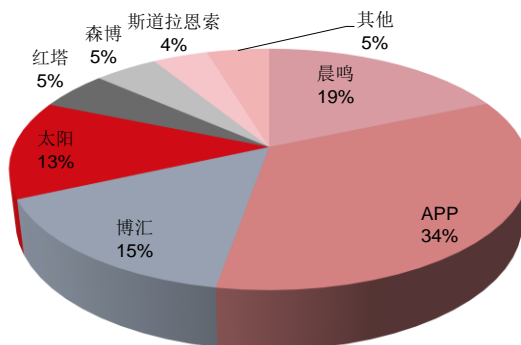
包装产业链条上，上游原纸行业集中度显著高于中游包装行业。箱板瓦楞纸、铜版纸和白卡纸是纸包装的主要原材料。其中，铜版纸和白卡纸集中度高，截止至2017年底，铜版纸和白卡纸CR5分别为84%/86%。箱板瓦楞纸行业集中度虽较为分散，但仍高于包装行业集中度，截至2017年底箱板瓦楞纸CR5约50%。铜版纸和白卡纸生产线固定资本投入较高，产能主要集中于大型企业，APP、晨鸣、博汇三家企业产能占市场总规模的比例达到68%。

图表2：2016年纸包装原材料集中度



资料来源：RISI，华泰证券研究所

图表3：白卡纸产能的集中度（2017年）



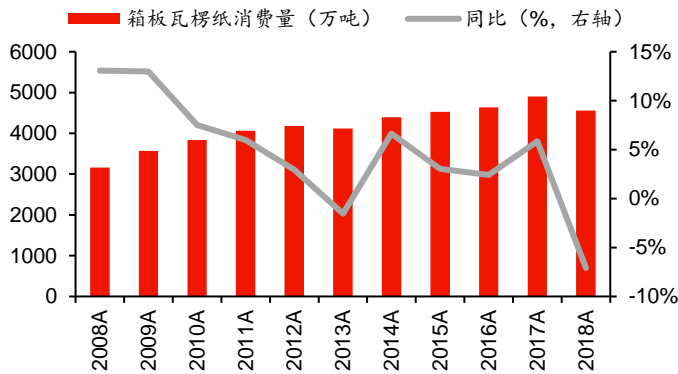
资料来源：Wind，华泰证券研究所

国内包装市场化起步晚，链条划分呈条块化，中游议价能力受压。国内包装行业真正有第三方市场化参与是从90年代开始的，起步较晚。国内纸包装行业链条划分一级厂、二级厂、三级厂，1)原纸生产企业为一级厂，2)向上游拿原纸生产纸板和纸箱的企业为二级厂，3)向二级厂拿纸板负责后道加工工序的企业为三级厂。三级厂的存在一定程度上压制了行业的集中度，利润被多层次企业摊薄。此外，上游造纸企业集中度较高，中游包装纸箱中小企业往往在供应商采购环节缺乏议价能力。

供给侧改革助力包装集中度提升。箱板瓦楞纸行业集中度仍相对较低，预计上游供给侧的推进将促使小产能逐步退出，对应纸板和纸箱包装行业中的中小产能从连续生产角度受到压制；此外，三级厂等因环保成本因素进入门槛会提升，环保压力亦会倒逼部分三级厂的退出，从而推动纸包装行业集中度提升。

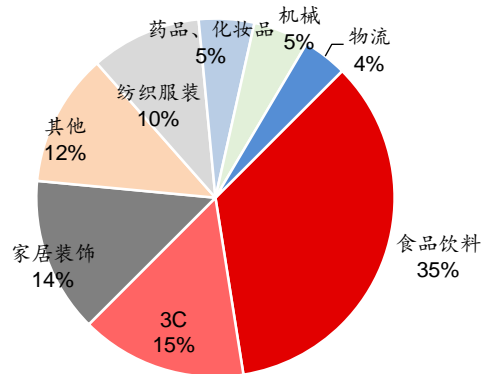
下游需求略显疲软。零售业是包装纸主要下游产业，根据卓创资讯数据，2017年食品饮料占包装下游需求约35%，3C电子产品占比约15%、家居装饰消费需求约14%。据Wind数据，截至2019年3月饮料/家电/化妆品行业零售额累计同比增速分别下滑至9%/8%/11%，增速与2018年基本持平，主要下游行业终端销售平稳。从产量数据看，截至2019年3月底，食品饮料、家电等行业产量增速略有抬升，较2018年全年增速上升幅度约为1~2pct；彩电、智能手机等3C产品产量增速较2018年出现10个百分点左右的下滑；整体而言，居民消费水平与消费意愿受宏观经济下波动影响，包装下游需求略显疲软。

图表4：箱板瓦楞纸近年来消费量及增速



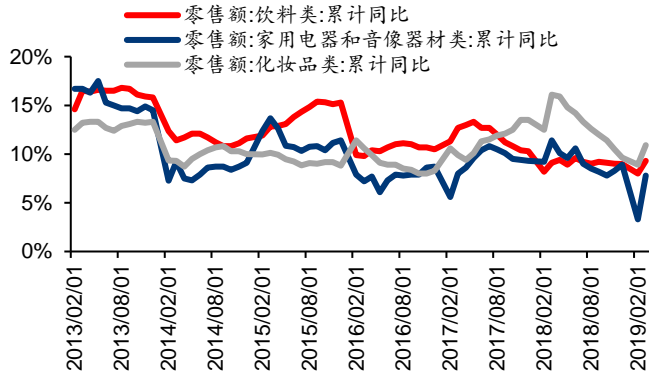
资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表5：2017年包装纸主要下游需求结构



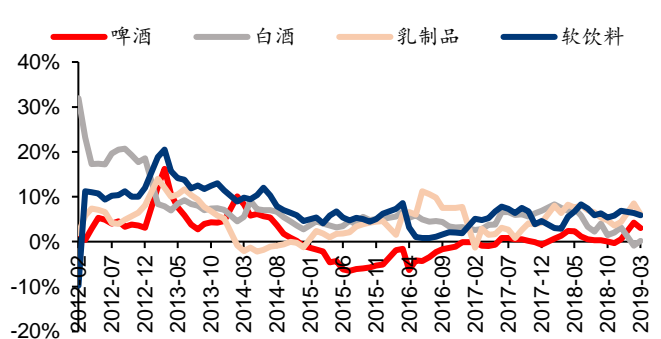
资料来源：卓创资讯，华泰证券研究所

图表6：2013年以来包装主要下游消费品零售额增速情况



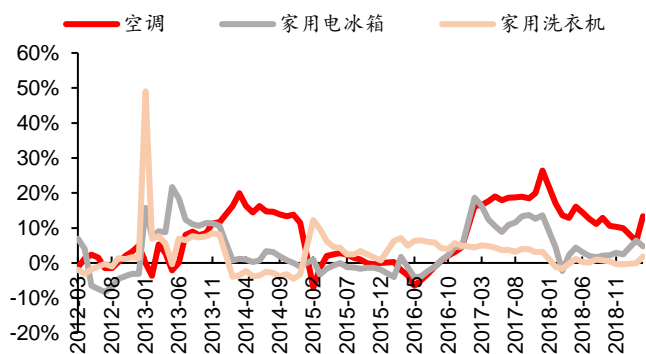
资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表7：下游食品饮料行业产量累计同比情况



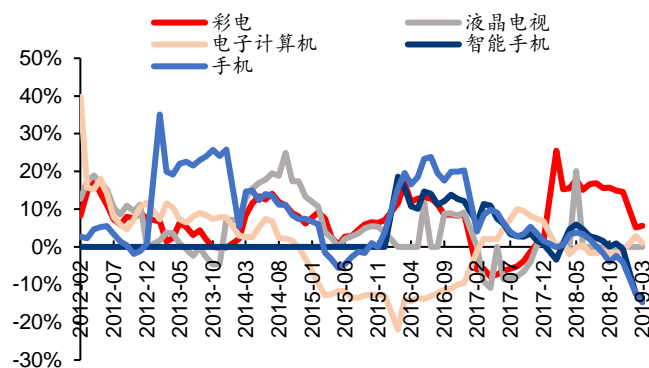
资料来源：Wind，华泰证券研究所

图8：下游白色家电产量累计同比情况



资料来源：Wind，华泰证券研究所

图9：下游黑电及3C产品产量累计同比情况

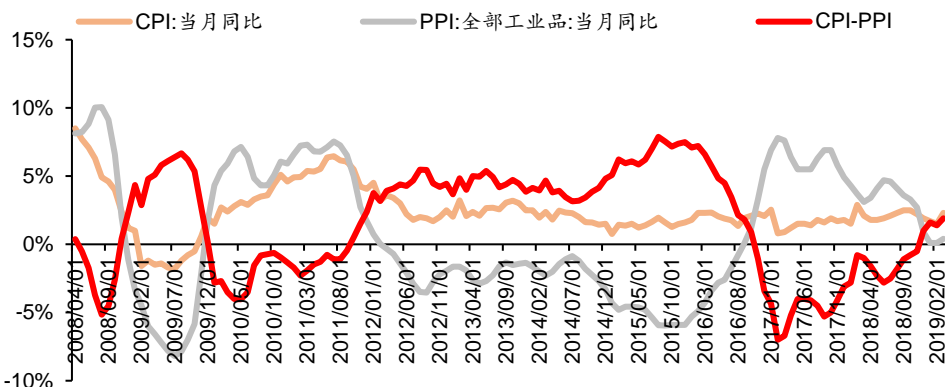


资料来源：Wind，华泰证券研究所

纸价趋势性承压，盈利弹性有望持续释放

CPI-PPI 剪刀差转正，利好中下游企业盈利。 CPI-PPI 的剪刀差代表上游价格向下游的传导，决定盈利继而影响股价。2017 年以来 CPI 和 PPI 的剪刀差持续在收窄，但仍在 0 以下区间。根据华泰宏观团队预测，2019 年居民消费增速有望继续对 GDP 维持较高贡献率，预计 CPI 中枢温和上行；需求侧压力将带动 PPI 中枢较 2018 年回落，预计 2019 年 CPI 中枢有望反超 PPI 中枢。2018 年 12 月以来 CPI-PPI 剪刀差开始突破零值向上，利好中下游企业盈利，纸包装中长期趋势有望向上。

图10：CPI-PPI 剪刀差自 2018 年 12 月开始再度转正

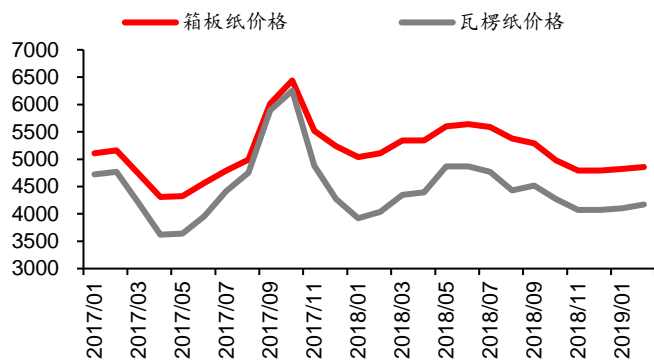


资料来源：Wind，华泰证券研究所

直接成本占比高，生产成本受纸价波动影响大。 纸包装企业生产成本中直接材料占比较大，据公司年报，2018 年裕同科技、美盈森、合兴包装等企业直接材料在成本中占比均在 50% 以上，生产成本受原材料价格波动影响大。

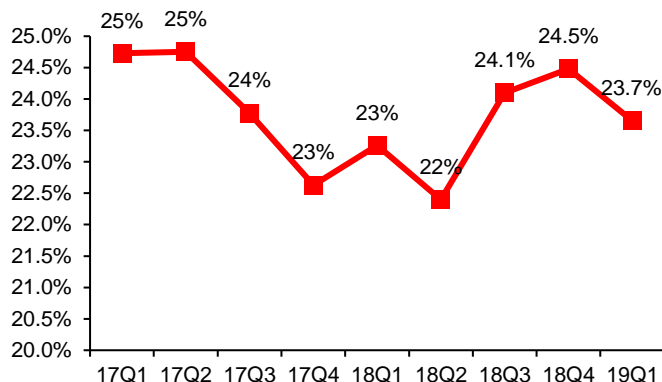
2018 年下半年以来箱板瓦楞纸价格中枢下行，包装企业盈利有望维持高位。 2018 年下半年包装纸价格出现回调，据 Wind 数据，2019Q1 箱板纸/瓦楞纸季度均价同比变动-7%/+1%，环比 18Q4 下滑约 1%/1%。受益于原材料价格下降，包装板块整体毛利率自 2018Q3 开始触底回升，2018Q3/Q4 包装板块单季度毛利率逐季提升，分别为 24.1%/24.5%，2018 年毛利率同比下滑 0.7pct 至 25.83%，2019Q1 毛利率略降，但仍维持在 23.7% 相对高位。展望后续，我们认为随着包装纸产能集中释放，预计 2019 年箱板瓦楞纸上漲空间有限，包装企业成本端压力将有所减轻，盈利水平有望维持。

图表11: 2018年下半年以来包装纸价格中枢下行(单位:元/吨)



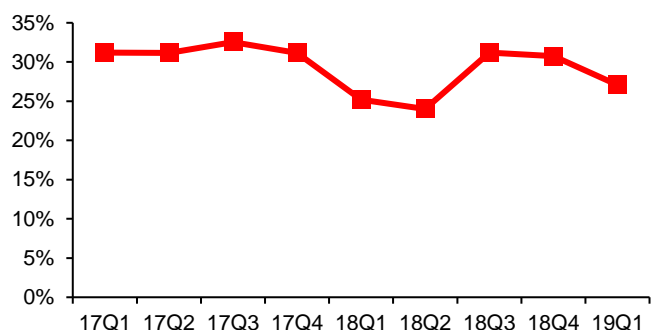
资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表12: 包装板块2017年以来单季度毛利率走势图



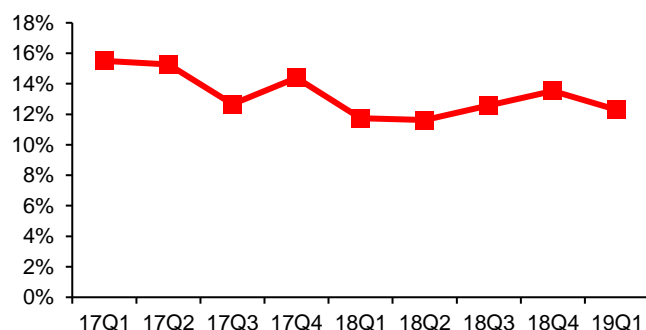
资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表13: 裕同科技2017年以来单季度毛利率走势图



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表14: 合兴包装2017年以来单季度毛利率走势图



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

原材料成本占比高的合兴包装业绩弹性更大。从盈利弹性来看,合兴、劲嘉以及裕同都表现出对产品售价较高的弹性,横向对比来看,合兴包装盈利对产品售价以及原材料价格的弹性都较高。选取三家公司原纸成本占总成本的比例历史均值,以2018年数据为基础进行测算,横向对比看合兴包装业绩弹性更大。

图表15: 主要包装企业盈利弹性测算

		2018年实际	原纸价格 下跌5%	原纸价格 上升5%	产品售价 下降5%	产品售价 上升5%
合兴包装	归母净利润(亿元)	2.85	5.61	0.08	(2.02)	7.71
	净利率	2%	5%	0%	-2%	6%
	盈利弹性		97%	-97%	-171%	171%
裕同科技	归母净利润(亿元)	9.46	10.07	8.84	5.97	12.95
	净利率	11%	12%	10%	7%	14%
	盈利弹性		15%	1%	-32%	48%
劲嘉股份	归母净利润(亿元)	7.25	7.62	6.88	5.97	8.53
	净利率	21%	23%	20%	19%	24%
	盈利弹性		34%	21%	5%	49%

资料来源: Wind, 华泰证券研究所

金属包装: 新增产能逐步消化, 竞争格局优化利好龙头

新增产能逐步消化, 二片罐供需趋于平衡

金属包装主要可分为二片罐和三片罐。三片罐由罐身、罐底和罐盖三部分组成,因其生产工艺成熟、刚性较好,广泛应用于食品饮料等行业,2018年均价约0.92元/罐;二片罐于20世纪中叶问世,产品通过对金属薄板进行冲压拉伸加工使得罐身和罐底一体成形,由罐身和顶盖两部分组成,因减少了罐体和罐底粘合步骤,二片罐密封性更好、生产效率更高,2018年均价约0.38元/罐,仅为三片罐均价一半,目前广泛应用于啤酒、碳酸饮料等食品饮料包装。

图表16: 三片罐 vs 二片罐

	三片罐	二片罐
定义	以金属薄板为材料经压接、粘接合电阻焊接加工成型的罐型包装容器，由罐身、罐底和罐盖三部分组成	由金属薄板通过冲床冲压拉伸加工，罐身和罐底一体成形，由罐身和顶盖两部分组成
出现时间	18世纪前后	20世纪中叶
主要材料	马口铁为主要材料	钢材或铝材为主要材料
特点	刚性好，运输要求低，且能生产各种形状的罐体；材料利用率较高，容易变换尺寸；生产工艺成熟，包装产品种类多，印刷性较好	减少了罐体和罐底粘合步骤，密封性好、生产效率高、节省原材料
用途	不含气体的饮料罐、食品罐、化工罐、气雾罐等	多用于凉茶、碳酸饮料和啤酒包装
价格（出厂口径）	约0.92元/罐	约0.38元/罐

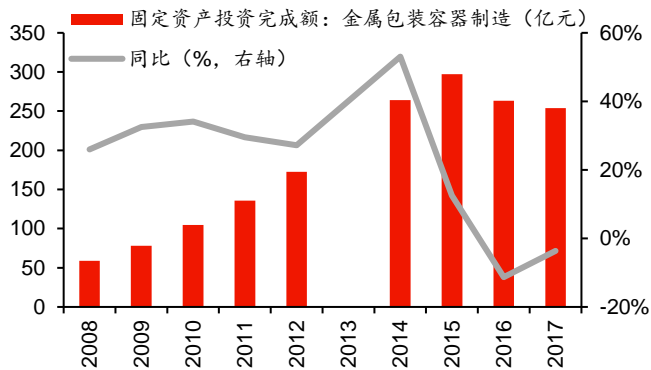
注：产品均价按奥瑞金、宝钢包装产品2018年出产价均值计算

资料来源：公司公告，华泰证券研究所

供给端：二片罐产能快速扩张，行业利润空间受到挤压

2008~2015年二片罐产能快速扩张。随着二片罐生产技术的逐步成熟、金属包装应用范围日趋广泛，越来越多企业争相进入金属包装行业，行业新增产能大幅增加，根据Wind数据，2008~2015年金属包装行业固定资产投资完成额同比增速始终维持在20%以上，2014年增速高达53%，2016年以后增速逐步下滑。从金属包装中占比最高的食品饮料金属包装产能情况看，据中国包装联合会数据，2012年末我国食品饮料二片罐产能已达到240亿罐，超过同期食品饮料三片罐235亿罐的产能水平，截至2017年末食品饮料二片罐、三片罐产能已分别达到450/400亿罐，较2012年增幅达88%/70%。

图表17: 金属包装容器制造固定资产投资完成额



资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表18: 食品饮料金属包装行业产量规模

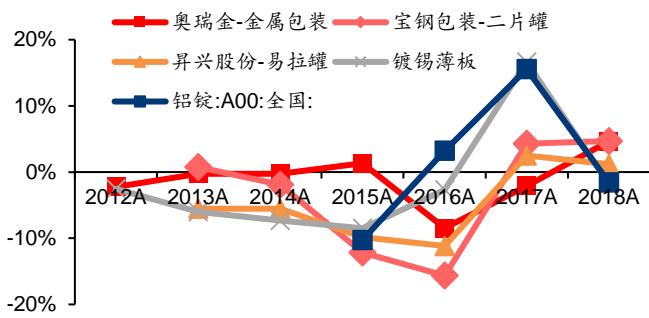
(亿罐)	2012A	2013A	2014A	2015A	2016A	2017A
二片罐	240	290	320	360	400	450
三片罐	235	280	314	350	376	400
杂罐	89	106	123	136	150	162
合计	564	676	757	846	926	1012

资料来源：中国包装联合会，华泰证券研究所

产能过剩+价格调整滞后，金属包装利润空间受到挤压。据新世纪评级报告，2017年金属包装行业整体产能利用率约65%，存在较为明显的产能过剩情况，影响金属包装行业整体盈利能力。另一方面，由于金属包装企业议价能力相对较低，2012~2015年主要原材料镀锌薄板、铝价格持续下行期间金属包装产品价格出现持续下行，从主要上市企业数据看，2012年以来奥瑞金（金属包装）、宝钢包装（二片罐）、昇兴股份（易拉罐）产品均价均出现一定程度下降，2016年产品均价降幅超过8%。

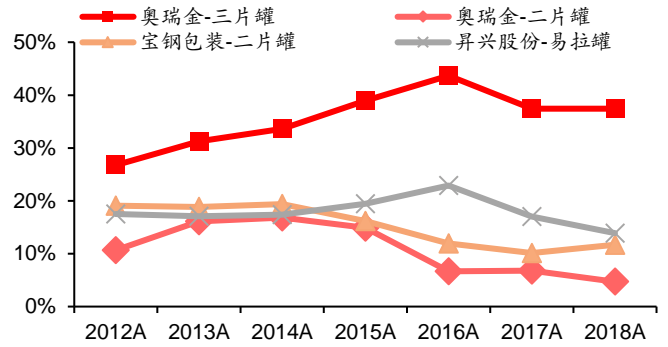
行业层面看，据中国包装联合会数据，2012年以来我国金属包装行业营收增速不断放缓，2018年金属包装行业规模以上企业实现主营业务收入1114亿元，同比下滑14%；行业利润增速快速下滑，2018年实现利润总额55亿元，同比下滑21%。

图表19: 上市企业金属包装产品均价同比增速及原材料价格同比增速



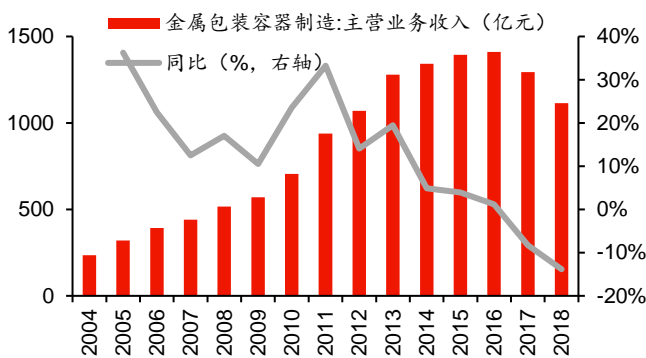
资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

图表20: 主要上市企业金属包装产品毛利率情况



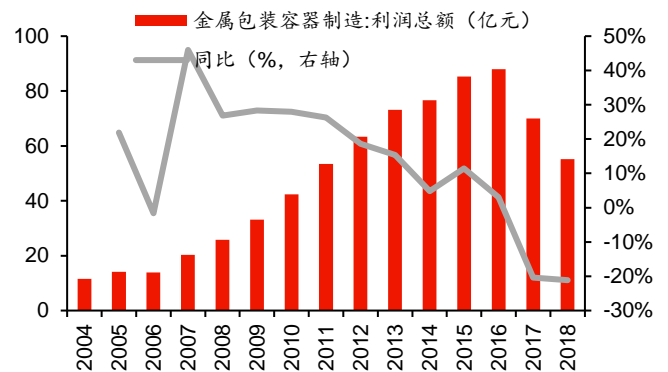
资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表21: 金属包装行业规模以上企业主营业务收入及同比



资料来源: 中国包装联合会, 华泰证券研究所

图表22: 金属行业规模以上企业利润总额及同比



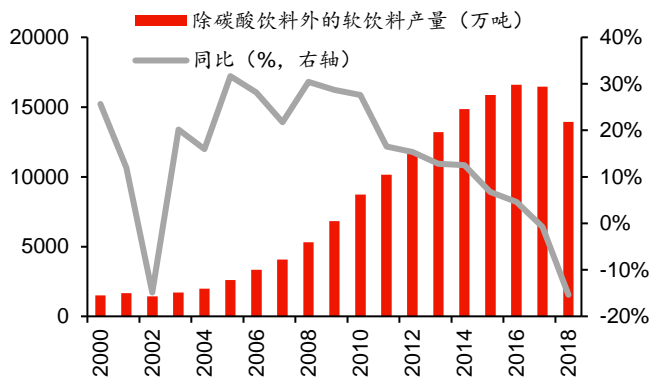
资料来源: 中国包装联合会, 华泰证券研究所

需求端: 三片罐下游需求增长放缓, 罐化率提升推升二片罐市场空间

三片罐与二片罐产品特性、灌装工艺以及产品价格的差异使得两者下游需求略有不同。二片罐因抗压强度较低, 一般用于充气灌装或碳酸饮料等具有一定内压的产品以保持罐型, 下游需求以啤酒、碳酸饮料为主; 三片罐强度较高、满足灌装时高温消毒需求, 目前主要用于食品、功能饮料、植物蛋白饮料以及不适宜充填氮气的相关产品。据中国产业研究院数据, 2016年我国食品饮料行业金属包装中三片罐、二片罐、易拉盖及杂罐占比分别为43%、27%、15%、15%。

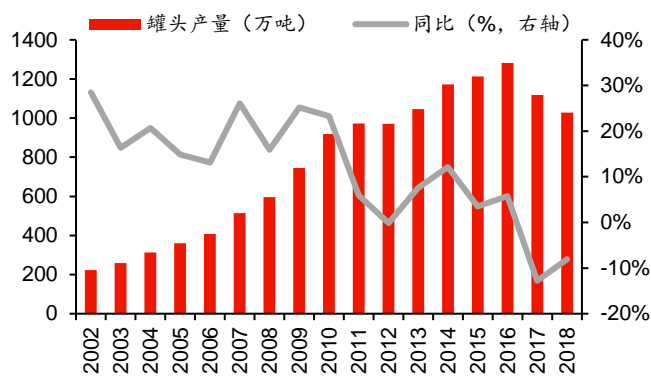
三片罐需求整体略有下滑。据中国包装联合会数据, 三片罐主要消费需求源自饮料及食品包装需求。软饮料涵盖碳酸饮料、果汁、蔬菜汁、植物蛋白质饮料、乳酸饮料、矿泉水等类别产品, 其中碳酸饮料主要以二片罐包装为主, 据 Wind 数据, 剔除碳酸饮料后 2018 年我国软饮料产量约 1.39 亿吨, 2014-2018 年 CAGR 为 1%, 需求增长缓慢。食品罐方面, 2018 年我国罐头产量为 1028 万吨, 同比下滑 8%, 跌幅同比有所收窄。

图表23: 我国软饮料(除碳酸饮料外)产量及同比增速情况



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表24: 我国罐头产量及同比增速情况

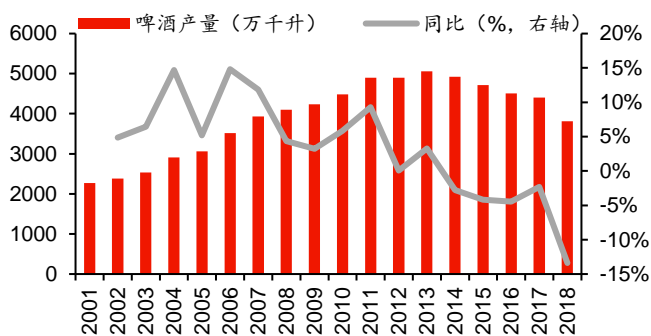


资料来源: Wind, 华泰证券研究所

啤酒罐化率提升、凉茶等产品替代需求兴起有望支撑二片罐市场扩容。二片罐下游以啤酒及碳酸饮料为主,我们认为啤酒罐化率提升、凉茶等产品逐步由三片罐转向二片罐等因素有望驱动二片罐市场扩容。

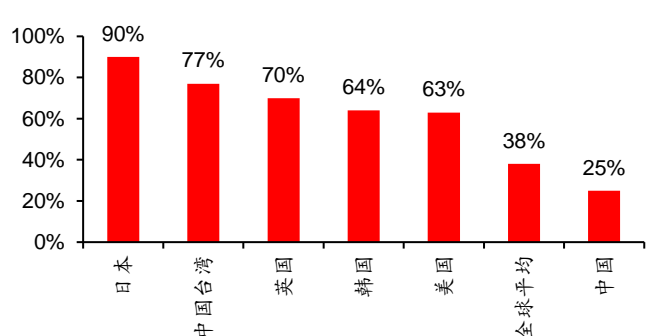
我们认为啤酒罐化率提升仍将是驱动二片罐市场规模增长的重要因素。啤酒中溶有二氧化碳且容易氧化,对包装容器的密闭性和强度有一定的要求,包装材料一般以玻璃瓶、金属二片罐为主。据 Wind 数据,2018 年啤酒产量 3812 万千升,同比下滑 13%,尽管啤酒产量增速近年来有所回落,但总体仍保持在 3800 万千升以上,为二片罐包装提供了较为广阔的市场基础。据 Euromonitor 数据,2017 年我国啤酒罐化率已由 2014 年的 19%快速提升至 25%,但仍显著低于全球平均 38%、美日等发达国家 60%以上的啤酒罐化率水平。

图表25: 我国啤酒产量及同比增速情况



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

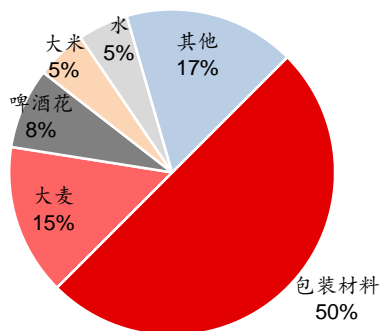
图表26: 2017年各国啤酒罐化率情况



资料来源: Euromonitor, 华泰证券研究所

啤酒罐化率达到 35%时啤酒二片罐市场规模有望达到 322 亿罐。我们认为以下两大因素仍将推动啤酒罐化率快速提高: 1) 据中国产业信息网数据,2017 年啤酒成本构成中包装材料占比近 50%,远高于大麦、啤酒花等产品直接原料。二片罐较玻璃瓶而言价格更低,更受生产商欢迎; 2) 金属包装在运输方面安全性与便捷性更高,能够有效降低啤酒企业运输费用。以 2018 年啤酒产量 3812.20 万千升为基础,假设单件啤酒灌装量为 415ML (市面上主流罐装量 330ml、500ml 均值),则啤酒罐化率每提升 1pct 将带来 9.2 亿罐二片罐新增需求,啤酒罐化率 35%时对应我国啤酒二片罐市场规模达到 321.51 亿罐。

图表27： 2017年啤酒成本构成



资料来源：中国产业信息网，华泰证券研究所

图表28： 12瓶/罐啤酒售价对比（2019年5月10日）

单位：元/套	瓶装	灌装
青岛啤酒1903 精酿 500ml	135 (铝瓶)	75
燕京啤酒纯生 10度500ml	86	69

资料来源：京东旗舰店，华泰证券研究所

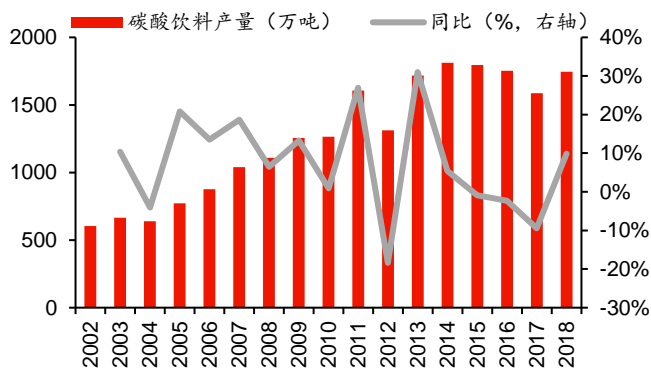
图表29： 罐化率提升推动啤酒二片罐市场需求快速扩容

啤酒罐化率	25%	30%	35%	40%	45%	50%	55%	60%
啤酒包装需求 (亿瓶/亿罐)	918.60	918.60	918.60	918.60	918.60	918.60	918.60	918.60
对应二片罐需求 (亿罐)	229.65	275.58	321.51	367.44	413.37	459.30	505.23	551.16

资料来源：Wind，华泰证券研究所

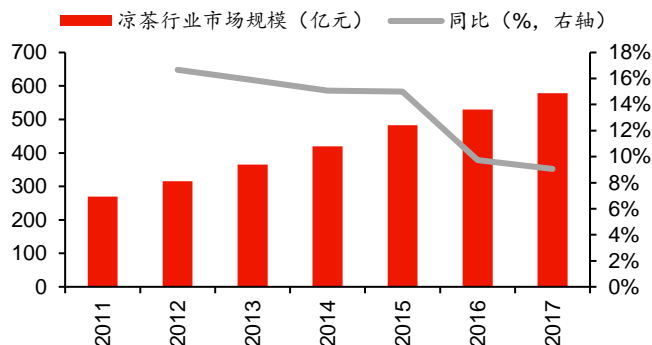
碳酸饮料产量有所回升，加多宝等凉茶替代需求兴起。近年来碳酸饮料需求增长有所下滑，据 Wind 数据，2018 年我国碳酸饮料产量达到 1745 万吨，同比增速由负转正至 10%，给二片罐市场需求带来一定支撑。从替代需求看，随着二片罐灌装技术的逐步成熟，越来越多产品包装由三片罐转向成本较低的二片罐罐型，其中较为明显的就是凉茶产品。据前瞻产业研究院数据，2017 我国凉茶市场规模达到 578 亿元，同比增速 9%，随着二片罐在凉茶产品中使用率的逐步提升，有望成为二片罐重要需求增量。

图表30： 我国碳酸饮料产量及同比增速情况



资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表31： 我国凉茶产量及同比增速情况

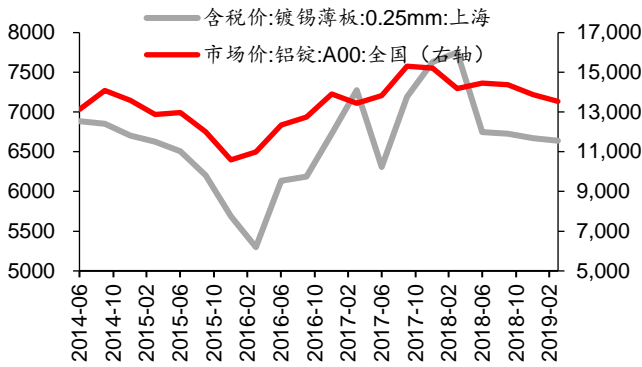


资料来源：前瞻产业研究院，华泰证券研究所

长期竞争格局向好提升龙头议价能力，短期原材料价格下行利好企业盈利

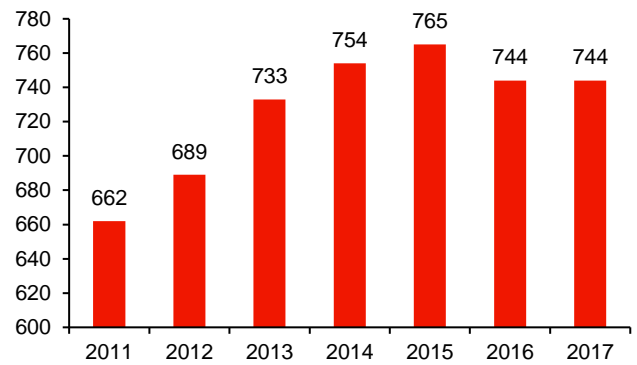
去产能推进+原材料价格上涨，加速中小企业出清。在大规模扩产、行业盈利下行阶段后，金属包装行业产能建设有所放缓，2016 年金属包装行业固定资产完成额自 2003 年以来出现首次下滑，同比下滑 11%，2017 年金属包装行业固定资产完成额 254 亿元，同比下滑 4%，行业扩产逐步趋于理性。与此同时，在供给侧改革驱动下，金属包装行业落后产能逐步淘汰，2016 年金属包装容器规模以上企业数量由 2015 年 765 家降至 744 家。此外，供给侧改革同样使得金属包装上游钢、铝等原材料价格出现大幅上涨，2018 年 6 月末镀锡薄板、铝锭阶段性价格高点较 2016 年初分别累计上涨 26%/29%，进一步压缩企业盈利空间，加速中小企业出清。

图表32: 金属包装主要原材料价格情况 (单位: 元/吨)



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

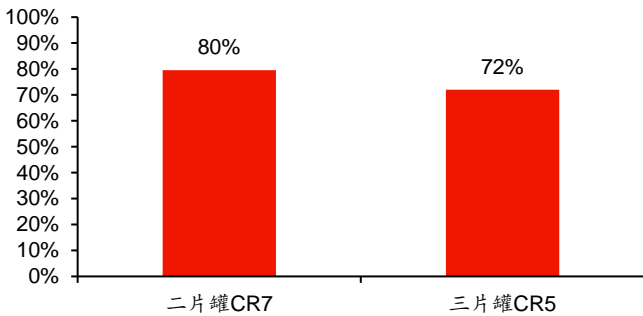
图表33: 金属包装容器制造企业单位数 (单位: 家)



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

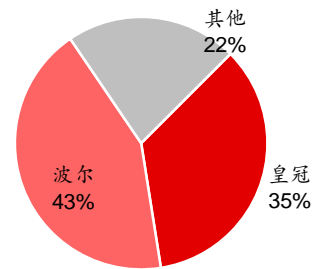
龙头企业开启行业整合, 市场份额加速集中。近年来金属包装龙头企业并购频发, 2015年以来奥瑞金相继入股中粮包装及纪鸿包装、收购波尔中国(已通过股东大会), 2017年昇兴股份收购太平洋制罐, 加速市场份额进一步向龙头企业集中。根据新世纪评级报告, 2017年我国金属包装行业中二片罐CR7(宝钢包装、中粮包装、奥瑞金、波尔、皇冠、联合制罐和太平洋制罐)达到80%, 三片罐CR5(奥瑞金、嘉美、昇兴、福贞、吉源)达到72%, 市场份额较为集中, 但较欧美罐头寡头垄断的市场竞争格局而言还有一定差距。

图表34: 2017年金属包装行业集中度(产量口径)



资料来源: 新世界评级报告, 华泰证券研究所

图表35: 2017年美国金属包装行业集中度情况



资料来源: Bloomberg, 华泰证券研究所

图表36: 2015年至今我国包装行业部分并购整合案例

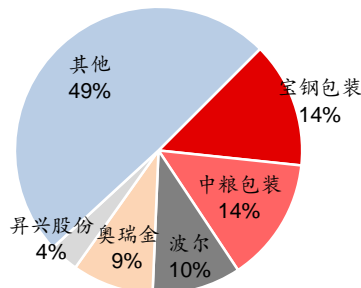
首次披露日	交易标的	交易买方	标的方所在行业	交易总价值(万元)	最新进度
2018-12-14	波尔佛山100%股权;波尔北京100%股权;波尔青岛100%股权;波尔湖北95.69%股权	奥瑞金(002701.SZ)	金属与玻璃容器	20,500.00 (万美元)	股东大会通过
2017-08-28	太平洋制罐(漳州)99.5%股权;太平洋制罐(武汉)99.5%股权;太平洋制罐(肇庆)99.5%股权;太平洋制罐(沈阳)64.5%股权;太平洋制罐(青岛)64.5%股权	昇兴股份(002752.SZ)	金属与玻璃容器	--	完成
2017-03-16	纪鸿包装70%股权	奥瑞金(002701.SZ); 中粮包装	金属与玻璃容器	--	完成
2016-01-13	永新股份4.92%股权	奥瑞金(002701.SZ)	金属与玻璃容器	29,573.20	完成
2015-11-10	中粮包装27%股权	奥瑞金(002701.SZ)	金属与玻璃容器	132,553.04	完成

资料来源: Wind, 华泰证券研究所

奥瑞金拟收购波尔亚太, 整合后将成为国内二片罐市场第一大供应商, 提升行业话语权。2018年12月奥瑞金发布公告, 拟以2.05亿美元(约人民币14.1亿元)价格收购波尔亚太在中国包装业务的相关公司, 包括波尔佛山/北京/青岛100%股权以及波尔湖北95.69%股权。截至2019年4月2日, 奥瑞金已收到国家市场监督管理总局《经营者集中反垄断审查不予禁止决定书》, 整合取得实质性进展。产能口径看, 2017年奥瑞金、波尔亚太尔

二片罐产能分别为 55、60 亿罐，在我国二片罐市占率分别为 9%、10%，整合后奥瑞金市占率有望达到 19%，成为国内二片罐市场第一大供应商。此次收购后二片罐市场有望形成奥瑞金+波尔亚太+中粮、宝钢包装、昇兴+太平洋三足鼎立局面，提升金属包装龙头议价能力，利好企业盈利能力回升。

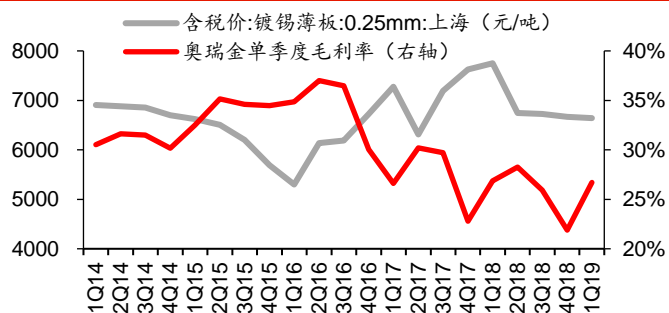
图表37： 2017年我国二片罐行业企业市占率情况（产能口径）



资料来源：公司公告，华泰证券研究所

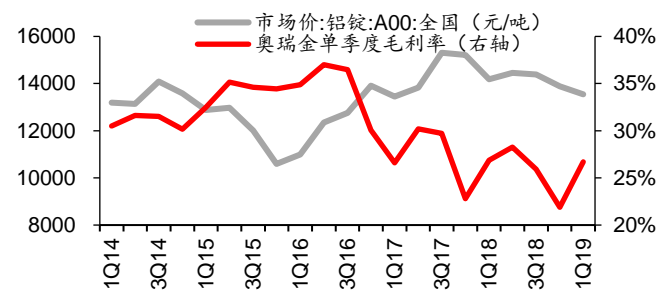
马口铁、铝材为金属包装主要原材料，奥瑞金、宝钢包装等包装企业 2009 年以来直接材料占比始终在 80% 以上，盈利能力受原材料价格波动影响较大。2016 年受供给侧改革影响，马口铁及铝材价格均出现大幅持续上涨，据 Wind 数据，2018Q1 上海 0.25mm 镀锡薄板含税季度均价较 2016Q1 累计上涨幅度达 46%，A00 铝锭全国市场季度均价较 2016Q1 累计上涨达 29%。原材料价格持续性上涨不断压制企业盈利，奥瑞金单季度毛利率由 2016Q2 高点的 37.0% 一度降至 2017Q4 低点的 22.8%。

图表38： 含税价:镀锡薄板:0.25mm:上海 vs 奥瑞金单季度毛利率



资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表39： 市场价:铝锭:A00:全国 vs 奥瑞金单季度毛利率



资料来源：Wind，华泰证券研究所

2018 年二季度开始，马口铁及铝材价格由涨转跌，2019Q1 镀锡薄板、铝锭季度均价较 2018 年均价分别下跌约 4.8%/4.8%，带动金属包装企业盈利修复。以奥瑞金 2018 年年报数据为基础测算，当镀锡薄板、铝锭价格均下跌 5% 时，公司毛利率有望提升 2.9pct 至 28.6%。

图表40： 主要原材料价格变动下奥瑞金毛利率弹性测算（单位：pct）

铝材价格										
马口铁价格 \ 铝材价格	-10.0%	-7.5%	-5.0%	-2.5%	0.0%	2.5%	5.0%	7.5%	10.0%	
-10.0%	5.71	5.18	4.64	4.10	3.56	3.02	2.49	1.95	1.41	
-7.5%	4.82	4.29	3.75	3.21	2.67	2.13	1.60	1.06	0.52	
-5.0%	3.93	3.40	2.86	2.32	1.78	1.24	0.71	0.17	(0.37)	
-2.5%	3.04	2.50	1.97	1.43	0.89	0.35	(0.19)	(0.72)	(1.26)	
0.0%	2.15	1.61	1.08	0.54	0.00	(0.54)	(1.08)	(1.61)	(2.15)	
2.5%	1.26	0.72	0.19	(0.35)	(0.89)	(1.43)	(1.97)	(2.50)	(3.04)	
5.0%	0.37	(0.17)	(0.71)	(1.24)	(1.78)	(2.32)	(2.86)	(3.40)	(3.93)	
7.5%	(0.52)	(1.06)	(1.60)	(2.13)	(2.67)	(3.21)	(3.75)	(4.29)	(4.82)	
10.0%	(1.41)	(1.95)	(2.49)	(3.02)	(3.56)	(4.10)	(4.64)	(5.18)	(5.71)	

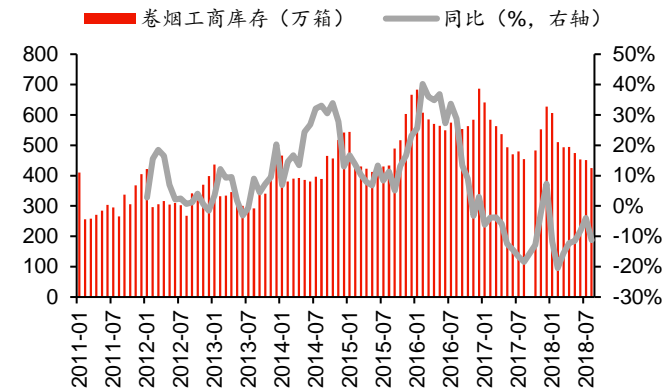
资料来源：公司公告，华泰证券研究所

烟草包装：产销逐步回暖，新型烟草打开成长空间

库存低位奠定良好发展基础，行业产销逐步回暖

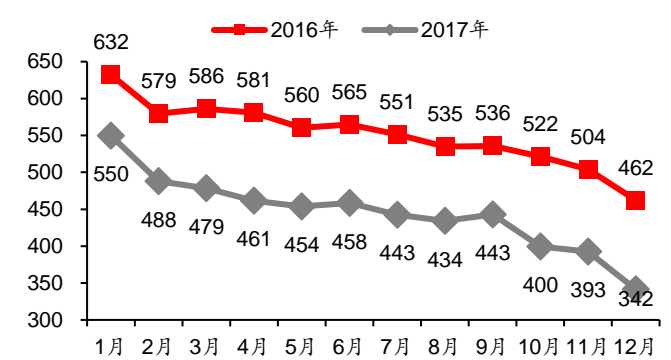
库存降至低位，为行业供需发展奠定良好基础。2017年去库存效果进一步显现，年末工商商业库存首次出现下降，降至627万箱，社会库存降至三年内最低值，为342万箱。2018年全国烟草工作会议明确提出继续推进“稳产销、提结构、控烟叶、降库存、增税利”各项任务，在产量计划上预留300万担作为库存消减空间；2018年7月国家烟草专卖局新局长张建民上任，提出烟草行业要进一步限产压库、改善行业供需关系。通过近两年调控指导，卷烟行业供需关系不断改善，截至2018年末卷烟工商商业库存降至400万箱，已低于2011年以来均值水平，为行业后续健康发展奠定了较好的基础。

图表41：我国卷烟工商库存及同比增速情况



资料来源：Wind，华泰证券研究所

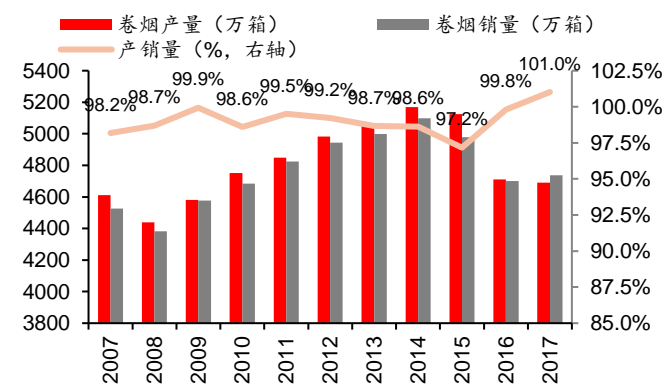
图表42：我国卷烟社会库存情况（单位：万箱）



资料来源：Wind，华泰证券研究所

2019年工作重点不再提“降库存”，烟草行业去库存或步入尾声。烟草为国家管制行业，每年年初国家烟草总局会根据当年卷烟烟草经营目标对全年烟叶、卷烟产销量制定计划。回顾过去几年烟草工作重点可以发现，尽管2019年烟草工作基调仍有“降库存”表述，但在工作重点安排中不再提及控制卷烟产量。从2007~2014年卷烟稳健运行时期数据看，每年卷烟产销率普遍维持在99%左右水平，2016~2017年去库存目标下卷烟产销量显著提升，产量压制对卷烟产量增速影响在1个百分点左右。随着去库存接近尾声，前期压制卷烟产量因素逐步解除，带动烟标需求回升。

图表43：我国卷烟行业产销量情况



资料来源：Wind，华泰证券研究所

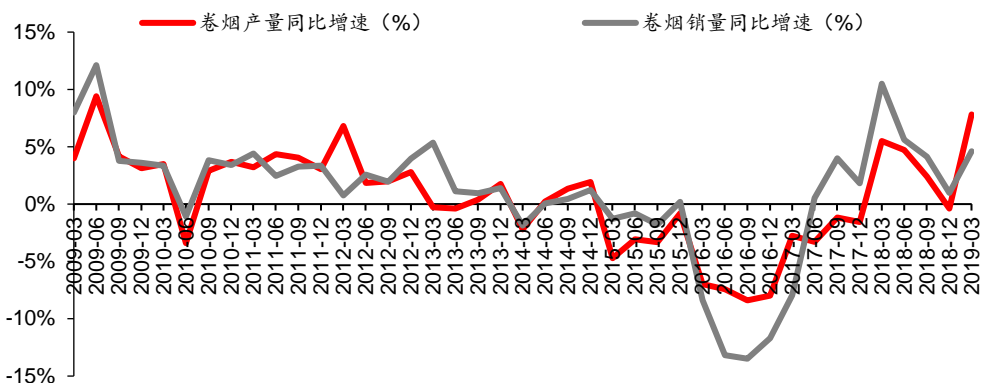
图表44：烟草工作会议政策回顾

年份	上年回顾	当年重点工作安排
2019	卷烟结构持续优化， 限产压库成效显著 ，脱贫攻坚取得实效，控烟履约有序开展，行业发展取得了积极成效，质量和效益稳步提升。	统筹推进稳增长、优结构、育品牌、降库存、控成本、增税利工作，保持经济运行在合理区间；重点工作：巩固“三去一补”成果；积极推动烟叶生产提质增效；持续提升烟草市场监管水平；全面推进行业改革创新等。
2018	狠抓稳产销、提结构、控烟叶、 降库存 、增税利各项任务落实	强化创新驱动、品牌带动、改革推动，加快培育新动能；统筹做好稳产量、增销量、提结构、 控烟叶 、 降库存 、增税利
2017	积极推进供给侧结构性改革， 严控烟叶生产规模，主动调减卷烟产销计划 ，超额完成库存压减目标，保持了工商税利总额、上缴财政总额“两个超万亿”	坚定实施大品牌、大市场、大企业发展战略，全面做好稳产销、提结构、 降库存 、增税利各项工作
2016	精心 调控提税顺价、烟叶生产、财税任务 ；重点品牌发展、细支卷烟发展、卷烟打假打私、控烟履约进展、干部作风建设持续向好	突出“去产能、 去库存 、去杠杆、降成本、补短板”的重点任务

资料来源：国家烟草专卖局，华泰证券研究所

2019年一季度卷烟产量回升显著。据国家统计局数据，从2019年1~3月卷烟产量达到6911.30亿只，同比增长7.8%，较2018年一季度5.5%增速提升约1.3pct，较2018年全年-0.4%增速提升显著，卷烟产销已出现回暖迹象。

图表45: 卷烟产销量同比增速情况



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

新型烟草东风在即, 打开行业成长空间

加热不燃烧和雾化为当前新型烟草制品两大主要类型。烟油式电子烟主要依靠将烟油雾化供吸烟者使用, 焦油等有害物质含量较低, 烟油选择范围广, 但口感与传统卷烟仍有较大差别; 加热不燃烧 (Heated-not-Burn, 下文 HNB 均指代加热不燃烧) 则主要通过将卷烟加热到 250-350 度使烟叶足以散发味道又不会点燃烟叶, 减少高温加热产生的有害物质, 烟草式烟弹保持了卷烟的纯正口感, 且烟弹主要由大型烟草企业发现, 质量更具保障。

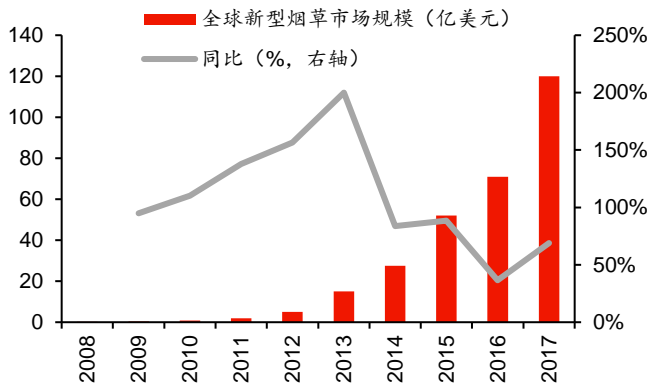
图表46: 加热不燃烧与烟油式电子烟的区别

	加热不燃烧	烟油式电子烟
原理	低温卷烟工作温度在250-350度, 使特制烟弹里面的烟叶刚好加热到足以散发出香味和烟草味的程度又避免了产生一氧化碳等有害物质, 实现无明火、无焦油、无烟灰	通过一种低压的微电子雾化设备, 把具有烟草香味和尼古丁的溶液通过加热雾化成烟雾状供吸烟者使用
烟弹	烟弹源于烟草, 需使用配套烟支, 口味选择稀少但口感与传统卷烟相似	烟油一般来说由尼古丁、丙二醇、丙三醇和香精混合而成, 口味多样, 选择范围广
释放物含量	传统卷烟的5%	传统卷烟的8%
细胞毒性	传统卷烟的14%	传统卷烟的9%
代表产品		

资料来源: 中国电子烟资讯网, 公司官网, 华泰证券研究所

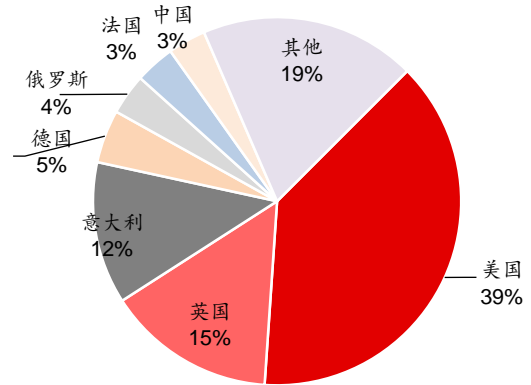
国际新型烟草市场规模快速增长。2008 年开始菲莫国际加强无烟烟草制品研发检验, 核心产品 IQOS 自 2014 年推出后广受市场欢迎, 成为世界新型烟草制品中市场份额最高的品牌; 其后英美烟草、日本烟草、帝国烟草也相继进军新型烟草制品领域, 推动新型烟草技术、产品的不断革新。据 Statista 数据, 2008 年全球新型烟草市场规模仅 0.2 亿美元, 到 2017 年该规模已达到约 120 亿美元, 十年 CAGR 高达 89.6%; 从消费区域看, 美欧等国为新型烟草主要消费国, 据《2017 年世界烟草发展报告》数据, 2017 年美国、英国、意大利新型烟草消费额分别为 46.3、17.8、15.0 亿美元, 占全球新型烟草消费规模比重分别为 39%、15%、12%, 中国新型烟草市场规模约 4 亿美元, 占比为 3%。

图表47: 全球新型烟草市场规模快速增长



资料来源: Statista, 华泰证券研究所

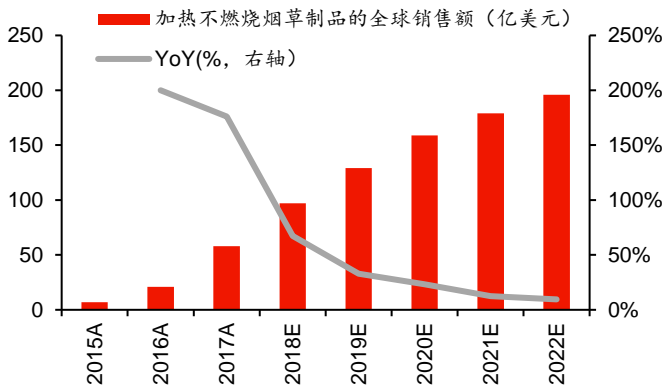
图表48: 2017年新型烟草市场结构



资料来源: Frost & Sullivan, 华泰证券研究所

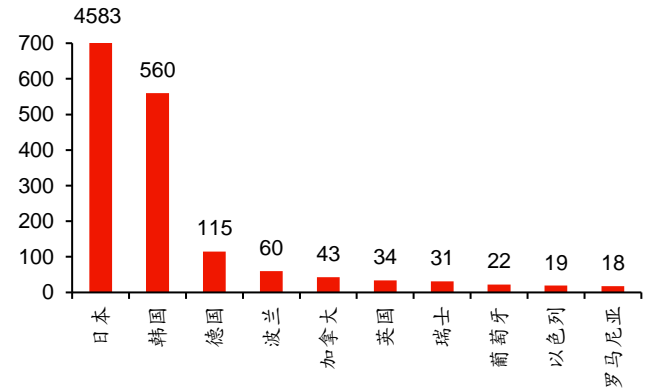
2017年加热不燃烧制品市场规模达到58亿美元, 消费市场主要集中在日本。据Frost & Sullivan数据, 近年兴起的新型加热不燃烧烟草制品2017年全球销售额达到58亿美元, 同比增长176%, Frost & Sullivan预测到2022年全球加热不燃烧烟草制品全球销售额有望达到196亿美元。受制于监管政策, 美国新型烟草市场主要以雾化电子烟产品为主; 而日本、韩国、德国、波兰等国为当前HNB的主要消费市场, 其中日本作为加热不燃烧主流产品IQOS最先投放地, HNB市场发展时间相对较旧, 市场规模显著高于其他国家, 2017年销售额达到45.8亿美元, 高出第二位的韩国近40亿美元。

图表49: 加热不燃烧烟草制品市场规模



资料来源: Statista, 华泰证券研究所

图表50: 2017年前十大销售国加热不燃烧烟草制品销售额 (百万美元)



资料来源: Frost & Sullivan, 华泰证券研究所

监管政策影响新型烟草产品推广进程。新型烟草普及速度与各国监管政策息息相关, 日本宽松的法律环境为加热不燃烧制品提供了发展机遇, 迅速成长为当前世界最大的加热不燃烧产品市场; 美国2019年4月末FDA刚审批通过IQOS加热不燃烧烟草上市销售许可; 韩国、以色列均允许加热不燃烧产品销售; 而新加坡、中国香港地区明确规定禁止新型烟草制品销售, 为新型烟草在当地发展造成一定阻碍。

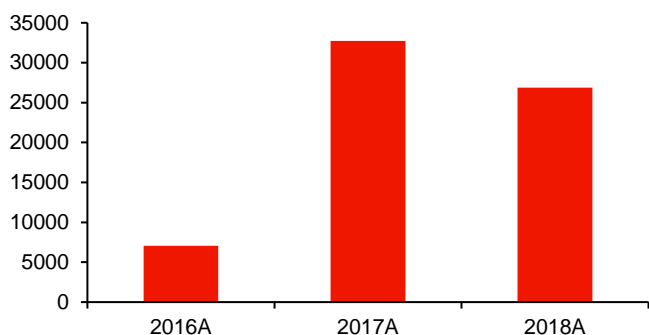
图表51: 各国/地区新型烟草监管政策梳理

国家	相关政策
美国	受FDA监管, 绝大部分HNB产品目前不可上市销售
日本	受烟草业务部门管理, 监管较为宽松, 2017年是HNB最大消费国
韩国	使用干物质的电子烟产品被卫生福利部规定为电子烟, 可上市销售, 税率低于传统香烟
以色列	不限制HNB产品销售, 税率与传统香烟产品相同
新加坡	卫生部禁止新型烟草制品销售
中国香港	2019年2月13日香港特区政府食物及卫生局向特区立法会提交《2019年吸烟(公共卫生)(修订)条例草案》, 建议禁止进口、制造、销售、分发、宣传电子烟等另类吸烟产品, 违例者最高可判罚款5万港元和监禁6个月。

资料来源: Wikipedia, 华泰证券研究所

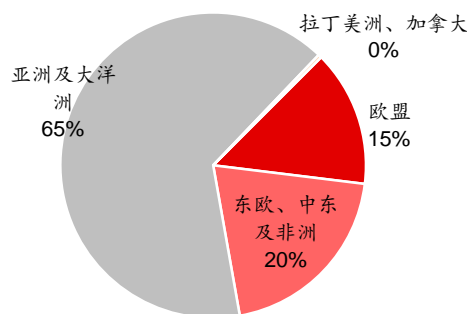
日本：监管政策宽松，HNB 渗透率快速提升。根据日本相关法律规定，含有尼古丁的电子香烟需遵守“医药品及医疗设备”许可制度，产品制造和销售均须获得相关机构许可，这使得早期“以烟油为原料”的蒸汽式电子烟在日本销售存在一定限制壁垒，并没有得到快速的普及；而 HNB 被认为是“以烟叶为原料”产品，属于烟草业务部门管理对象，无需获得“医药品及医疗设备”相关许可即可出售，目前日本烟草部门对 HNB 较开放的态度也为加热不燃烧制品在日本的流行创造了较宽松的法律环境。菲莫国际于 2014 年在日本推出了不产生烟雾并能抑制尼古丁摄入的电子烟 IQOS，由于拓展初期同类替代产品较少，IQOS 借助菲莫国际成熟的销售渠道得到快速拓展市场，成为日本市场最流行的电子烟。根据公司公告，2018 年菲莫国际在亚洲地区加热不燃烧制品销售量达到 269 亿套。后期英美烟草公司于 2016 年末推出的电子烟 glo，日本最大烟草公司日本烟草于 2017 年推出了自行研发的电子烟 ploom，市场竞争有所加剧。根据菲莫国际对日本市场的统计发现截至 2018 年 11 月末日本烟民中新型烟草制品保有率已达到 45.6%，较 2015 年末的 4.3% 已有显著提升；2018 年 IQOS 烟弹在日本市占率达到 15.5%，同比提升 4.7pct。

图表52： 菲莫国际加热不燃烧制品亚洲地区出货量（单位：百万套）



资料来源：公司公告，华泰证券研究所

图表53： 2018年菲莫国际加热不燃烧制品各地区出货量占比情况



资料来源：Frost & Sullivan，华泰证券研究所

图表54： IQOS 在日本市占率



资料来源：菲莫国际官网，华泰证券研究所

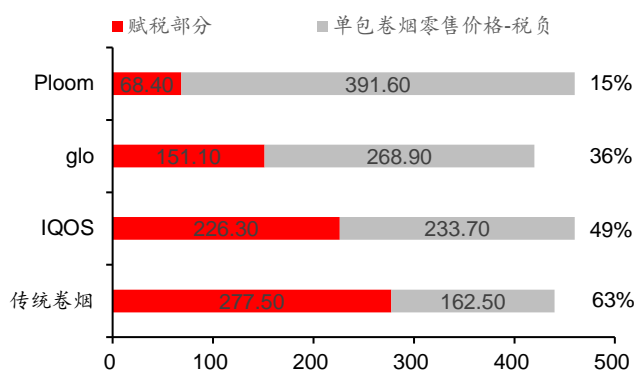
图表55： IQOS 在日本销售渠道



资料来源：公司官网，华泰证券研究所

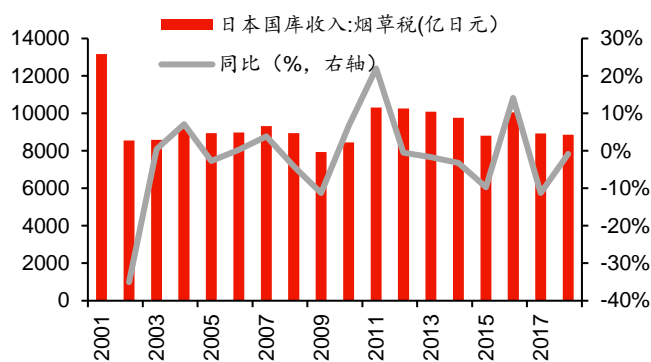
吸烟率下降+新型烟草渗透率提升，日本提升新型烟草税率应对税收下滑。卷烟是日本负税率最高的商品之一，据烟草在线，目前日本卷烟税种包括国家烟草税、地方烟草税、烟草特别税、消费税四种税金，税率分别为 24.1%、27.8%、3.7%、7.4%，卷烟综合税率达到了 63%。相比之下，加热不燃烧烟草税率远低于传统烟草，据 Ernst & Young 数据，日本 IQOS、glo、ploom TECH 的税率分别为 49.2%、36.2%、14.9%。从政府税收角度看，近年来日本合法吸烟人群基数减少、吸烟率下降叠加低税率新型烟草制品渗透率快速提升等使得日本烟草税收呈现下滑趋势。为此，日本自 2018 年 11 月开始对加热不燃烧产品提税，提税后从量税提升 4311 日元/千克、新增 30% 从价税。

图表56: 日本传统卷烟与电子烟征税情况 (单位: 日元)



资料来源: Ernst & Young, 烟草在线, 华泰证券研究所

图表57: 日本烟草税收情况



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

美国: IQOS2019年4月获批在美销售, 未来市场空间可期。由于使用烟油的电子雾化设备通常不含有烟草成分, 因此受烟草管制限制较小, 蒸汽式电子烟早期顺利登陆美国市场, 并由于危害性更小、具备较强的娱乐性(能够迅速产生大量烟雾, 在“烟圈”群体中迅速受到欢迎)在美国迅速流行; 而 HNB 产品主要原料仍为烟草制品, 属于食品药品监督管理局(FDA)管辖范围, 由于目前尚无法证实其减害效果, IQOS 等加热不燃烧产品在美上市销售需要经较为严格的审批。

近年来, 菲莫国际等烟草企业一直在为加热不燃烧产品进入美国市场而努力, 2016年以来公司提交了 IQOS 的 PMTA (Pre-market Tobacco Product Application) 与 MRTP (Modified Risk Tobacco Product) 两类申请材料。PMTA 即烟草产品销售许可, 通过后烟草产品可在美国上市销售; 而 MRTP 申请则基于产品减害属性, FDA 将结合烟草专家及公众意见综合评定, 通过该认证后新型烟草产品可以“减害烟草产品”进行宣传, 同时税率将大幅降低。2019年4月30日, FDA 宣布正式批准 IQOS 的 PMTA 申请, 允许 IQOS 加热不燃烧烟草设备及相关烟弹产品(万宝路加热棒、万宝路丝滑薄荷加热棒和万宝路新鲜薄荷加热棒)在美国市场销售, 这也是加热不燃烧烟草在美上市申请首次获得批准。我们认为, IQOS 的 PMTA 申请获批将打开 IQOS 在美国市场, 凭借 PMI 集团的强大销售渠道和万宝路的品牌号召力, IQOS 在美市场有望迎来爆发式增长。此外, IQOS 的 PMTA 申请获批还对 HNB 产品的全球渗透具有示范性作用, 这对于其他 HNB 产品申请上市和 HNB 产品在全球范围内的推进将大有裨益。

图表58: 美国 IQOS 销售许可证申请进度

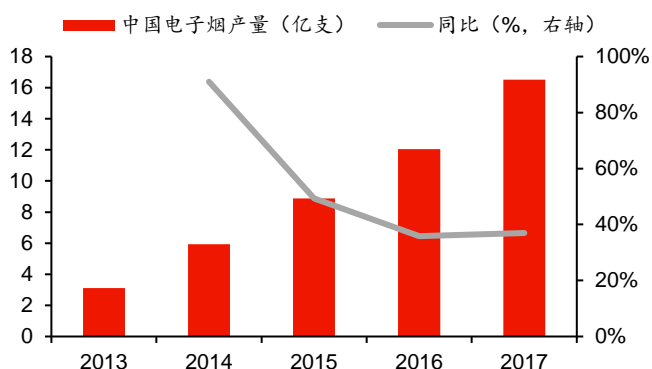
时间	相关进度
2016年12月	PMI 向 FDA 提交了寻求 IQOS 上市许可的 MRTP (Modified Risk Tobacco Product, 减害烟草产品) 文件, 与 PMTA (Pre-market Tobacco Application, 烟草上市前申请) 路径不同, MRTP 要求制造商向 FDA 证明该产品对公众的健康危害小于传统香烟。
2017年3月	PMI 向美国 FDA 烟草产品中心提交 PMTA 申请, PMTA 与 MRTP 相独立, PMTA 是在美国商业化新烟草产品的先决条件, 结果将决定 IQOS 的营销许可。
2017年5月	FDA 正式接受并提交 PMI 的 MRTP 申请
2017年8月	FDA 完成对 PMTA 的初步审查, 并接受了 PMI 的实质性审查申请
2018年1月	PMI 向 FDA 的 TPSAC (烟草产品科学咨询委员会, 仅提供咨询服务, 无批准权) 提交了 IQOS 的 MRTP 文件, 但 TPSAC 认为 PMI 提交的 MRTP 文件未能提供足够的证据以支持该产品对公众的健康危害小于传统香烟的主张, 认为美国的烟民转向 IQOS 的可能性很低, 并认为 IQOS 的广告和包装存在误导性倾向, 未能充分告知消费者产品的风险。
2019年2月	IQOS MRTP 审核处于公众评论阶段, 窗口于 2月11日关闭, 后续 FDA 将给予审核结果。4月30日, FDA 宣布正式批准 IQOS 的 PMTA 申请, 允许 IQOS 加热不燃烧烟草设备及相关烟弹产品(万宝路加热棒、万宝路丝滑薄荷加热棒和万宝路新鲜薄荷加热棒)在美国市场销售。
2019年4月	FDA 承认 IQOS 相对传统香烟的少危害性及可替代性——其产生的有害物质水平低于传统香烟, 但可提供接近传统香烟的尼古丁水平, 同时亦对其营销进行了严格限制, 要求所有包装标签和广告要包含关于尼古丁成瘾性的警告, 必须向 FDA 通报其广告计划和限制青少年获取接触该产品的计划等。

资料来源: FDA 官网, 《Tobacco Control 2018》, 华泰证券研究所

我国电子烟渗透率仍较低，百亿烟具市场待解绑

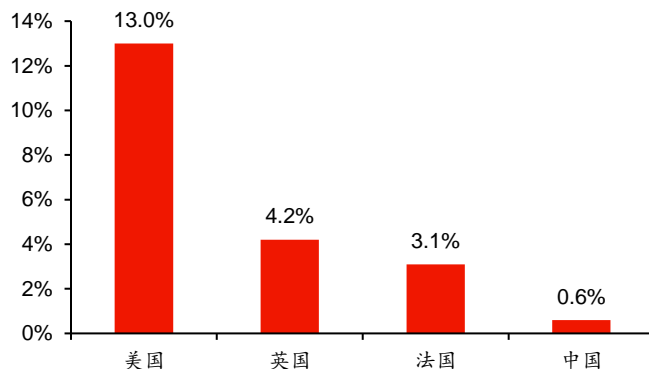
中国为电子烟主要生产地与出口国，但电子烟渗透率仍然较低。中国是电子烟主要生产与出口国，据千讯咨询数据，2017年我国电子烟产量达到16.5亿支，同比增长37%，2013-2017年CAGR达40%，但由于国内监管限制，中国所生产的电子烟约有90%销往海外。我国电子烟市场仍处在培育阶段，截至2017年我国电子烟渗透率仅为0.6%，与英美等国相比仍然较低，电子烟市场规模与国内超万亿的传统卷烟市场相比仍然较小。

图表59：我国是电子烟重要生产国，电子烟产量快速上升



资料来源：千讯咨询，华泰证券研究所

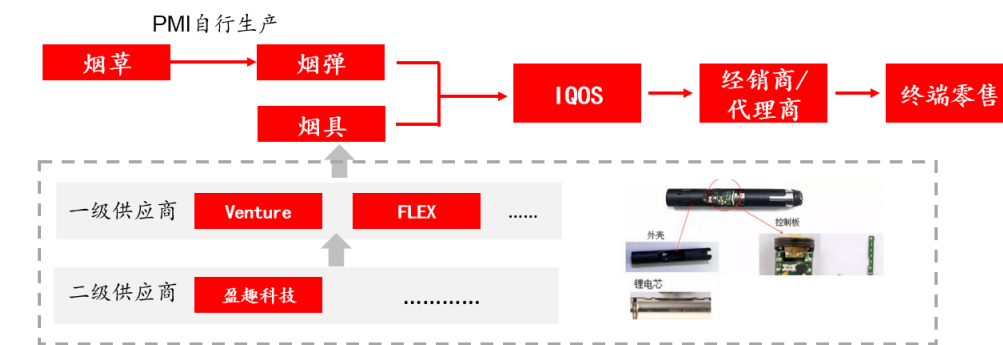
图表60：2017年部分国家电子烟渗透率情况



资料来源：千讯咨询，华泰证券研究所

加热不燃烧制品主要包括烟具及烟弹两大部分，烟弹主要成分为烟草，严格意义上仍属于烟草制品，因此属于国家烟草管制范畴，只有具备烟草制造许可的烟草公司才具备生产资格；而烟具作为相关配套产品生产及销售受限则较小。以菲莫国际 IQOS 电子烟为例，菲莫国际自行生产烟弹，烟具部分主要由 Venture、Flex 等一级供应商提供。从盈利能力看，新型烟草供应链盈利能力较强，菲莫国际减害烟草产品（剔除烟具）毛利率在 64% 左右，盈趣科技毛利率在 50% 左右。

图表61：IQOS 产业链情况



资料来源：PMI 官网，中国香烟网，华泰证券研究所

当电子烟渗透率达到 5% 时，电子烟具市场空间有望突破百亿元。考虑加热不燃烧烟具加热芯使用寿命限制，我们假设烟具 1 年更换一次，以京东商城 IQOS、宽窄功夫、Webacco 三大品牌共 6 款电子烟均价为参考，假设电子烟具均价为 715 元/件，以 2017 年我国烟民数量 3.06 亿人（中烟国际招股说明书数据）为基础测算，若后续我国电子烟政策放开，当电子烟渗透率达到 5% 时电子烟具市场规模有望突破 100 亿元，当电子烟渗透率达 10% 时该规模有望突破 200 亿元。

图表62： 我国电子烟烟具市场规模测算

电子烟渗透率	1%	2%	3%	4%	5%	6%	7%	8%	9%	10%
电子烟市场规模(亿元)	21.42	42.84	64.26	85.68	107.1	128.52	149.94	171.36	192.78	214.2

注：以2017年我国烟民数量3.06亿人（中烟国际招股说明书数据）为基础，产品均价以IQOS、宽窄功夫、webacco等电子烟具价格均价计算

资料来源：华泰证券研究所

具备烟企客户渠道、生产制造能力企业有望最先收益。目前我国布局加热不燃烧制品领域的企业主要有：1)以劲嘉股份、东风股份为代表的烟标企业，加强在HNB领域技术与生产研发；2)以盈趣科技为代表的国际加热不燃烧企业零部件供应商；3)具有技术专利储备的制造企业。从国际上已有加热不燃烧产品来看，各个品牌HNB烟弹规格各有不同，需有专门尺寸的烟具产品相匹配，因此我们认为与中烟公司合作关系紧密、具备烟具生产制造能力的企业有望最先受益。

行业良性发展亟待监管规范，多因素助力我国新型烟草监管放开

我国尚无新型烟草明确监管标准，烟草总局提出深化新型烟草制品创新改革三大方向。目前，我国对新型烟草并没有明确的监管标准，但与对待传统烟草不同，国家烟草总局对新型烟草表态更为积极，在2018年全国烟草工作会议上明确指出要密切关注烟草市场新动向，积极研发电子烟、口含烟、加热不燃烧烟草制品等新型产品；2018年10月进一步表示将密切跟进电子烟监管立法的后续进展情况、推动有关立法或政策早日出台。

图表63： 国家烟草总局明确提出继续深化新型烟草制品创新改革

政策方向	主要内容
推进新型烟草制品监管的政策法规研究	从政策法规方面，加强研究新型烟草制品的分类管理措施。对纳入专卖监管范畴的新型烟草制品，要进一步研究制订市场监管、鉴别检验、案件移送等方面的相关政策规定；积极推进电子烟等新型烟草制品纳入监管，进一步加强电子烟的市场分析和监管模式研究，协调配合立法部门制定有效的监管政策和可行措施。
推进新型烟草制品全产业链创新发展	加快推进新型烟草制品技术、产品、装备研发创新，做好6款集成产品定型工作，推动新型烟草制品定型化、产业化、品牌化发展。加强新型烟草制品标准研究与布局。深化行业新型烟草制品创新体系建设，加快推动上海新型烟草制品研究院、装备工程中心、深圳研创平台、企业新型烟草制品研究所建设和发展，加强与电子、材料、机械、法律等领域国际顶尖机构高端合作。
推进新型烟草制品产品国际拓展	开拓国际市场投放渠道，推进新型烟草制品产品国际市场投放试销，并开展配套政策研究。

资料来源：国家烟草专卖局，华泰证券研究所

我们认为当前有几大因素推动国内新型烟草监管加速放开：

1) 首先，全球控烟趋势下各国对烟草行业政策不断趋严，烟草产品减害是卷烟行业发展的必然趋势。加热不燃烧产品一方面符合消费者对于减害的需求，另一方面因为体验与传统卷烟更为相似，更易被消费者接受。我国严禁电子烟销售使得近年来诸多消费者通过代购等方式购买IQOS等新型烟草产品及烟弹，2018年以来宁波、温州、绍兴、上海等地走私及非法贩卖电子烟案件频发，客观上反映了消费者对于加热不燃烧等新型烟草产品的需求。

图表64： 2018年以来走私及非法贩卖电子烟案件频发

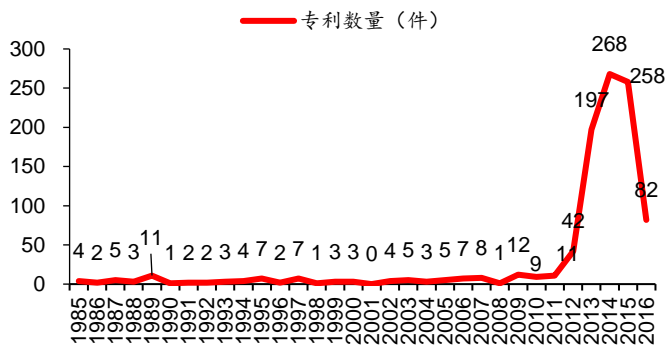
时间	地区	案件主要内容
2018年1月	宁波	宁波公安部门联合市烟草专卖局，破获全国首例部督特大新型卷烟非法经营案，抓获犯罪嫌疑人13名，涉案金额上亿元。
2018年1月	上海	公安机关从犯罪嫌疑人苟某及其同伙处查获IQOS卷烟共计2000余条，初步估算价值共计340000余元。
2018年5月	温州	瓯海警方联合温州市烟草专卖局侦破一起非法经营烟草案件，查获IQOS卷烟2000多条，涉案价值高达2000万元
2018年6月	绍兴	绍兴警方破获一起特大互联网销售加热不燃烧卷烟案件，抓获犯罪嫌疑人19名，涉案金额超过6000万元

资料来源：浙江在线，中国香烟网，华泰证券研究所

2) 其次，加热不燃烧制品烟弹仍为烟草制品，并不会带来因新型烟草替代传统香烟而使烟草消费量减少的问题（早期蒸汽式电子烟以烟油为主要原料，对烟草消费具有一定替代性），对烟草利税收入影响相对较小。从日本发展经验看，后期随着新型烟草渗透率提高、对烟草税收影响程度提升后，政府仍可通过提高新型烟草制品税收的方式应对烟草税收下滑的情况。

3) 最后，中烟集团各大子公司近两年持续加大新型烟草研发力度，反映出国内政策态度较为明朗。据《烟草科技》数据，截至2016年末，云南中烟、湖北中烟等中烟子公司在加热不燃烧领域专利数量仅次于菲莫国际，企业已具备较为充分的设计与制造技术储备。

图表65： 1985年-2016年各年度加热不燃烧型卷烟专利申请数量情况



资料来源：《烟草科技：国内加热不燃烧型卷烟专利技术统计分析》，华泰证券研究所

图表66： 各申请人加热不燃烧型卷烟专利数量（截至2016年末）

申请人	发明专利	实用新型专利	外观设计专利	专利总量
菲莫国际	136	0	5	141
云南中烟	49	43	7	99
湖北中烟	41	39	0	80
川渝中烟	40	24	0	64
湖南中烟	28	29	2	59
上海烟草	17	17	2	36
雷诺士烟草	36	0	0	36
广东中烟	17	17	0	34
浙江中烟	19	12	0	31
中国烟草总公司	15	15	0	30
英美烟草公司	27	0	0	27
合元科技	4	20	1	25
劲嘉科技	7	12	0	19
河南中烟	8	10	0	18
日本烟草公司	15	0	0	15
安徽中烟	10	5	0	15
贵州中烟	11	2	0	13
麦克维尔	6	4	1	11
绿馨电子科技	1	9	1	11

资料来源：《烟草科技：国内加热不燃烧型卷烟专利技术统计分析》，华泰证券研究所

目前，部分中烟公司已推出了自主研发的加热不燃烧产品，产品主要销往海外可合规销售新型不燃烧产品的地区。四川中烟推出的“宽窄功夫”烟具烟弹产品于2017年末登陆韩国市场并取得较好的销售成绩；云南中烟生产的“webacco+MC”于2018年4月销往韩国市场，后续有望逐步登陆柬埔寨、俄罗斯等国；广东中烟推出的MU+、ING加热不燃烧电子烟，2018年7月出口至老挝上市。

中烟子公司新型烟草产品出口主要依靠中烟集团子公司中烟国际，据中烟国际招股说明书，中烟国际自2018年5月开始进行新型烟草制品的出口和销售，截至2018年9月底公司新型烟草出口业务实现收入186万港元（主要为川烟的“宽窄”产品）。根据中烟国际发展计划，其作为中国烟草总公司向全球出口及销售新型烟草制品的独家运营实体，将利用其在海外市场的销售渠道，进一步加大新型烟草制品销售力度。我们认为具备新型烟草生产专利及烟弹生产资格的中烟公司有望首先受益，而在新型烟草研制过程中具备专利技术、已与中烟公司建立良好关系的企业有望成为电子烟具、外包装等相关配套产品供应商，同样受益于新型烟草产品的出口。

图表67： 中烟集团子公司在新型烟草领域的拓展情况

公司	在新型烟草领域拓展情况
四川中烟	宽窄功夫加热不燃烧电子烟，2017年底出口至韩国市场销售
云南中烟	Webacco+MC加热不燃烧电子烟，2018年4月登陆韩国市场销售
广东中烟	MU+、ING加热不燃烧电子烟，2018年7月出口至老挝上市
湖北中烟	具备化学加热低温卷烟、辊压法加热不燃烧再造烟叶的制备方法及其应用等相关专利
湖南中烟	2016年全球首创“超声雾化电子烟”亮相，“超声烟(U-sonicig)”技术实现了中国烟草企业对电子烟雾化技术的专利突破。
山东中烟	具备可调式烟草物料加热器等相关专利
贵州中烟	具备新型卷烟红外加热技术等相关专利

资料来源：烟酒行网，华泰证券研究所

家居：竣工交付有望支撑2H19需求，竞争加剧利润率承压

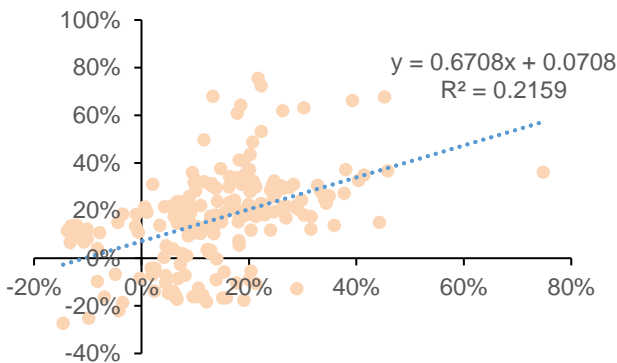
竣工交付支撑家居需求，精装崛起工装主线受益显著

竣工交付有望支撑2H19需求

房地产新开工与竣工存在约20个月左右滞后关系。房屋开发存在“拿地-新开工-施工-销售-竣工”的开发流程，我们对房屋新开工面积、竣工面积累计增速数据进行回归，发现房屋新开工与竣工数据在滞后20个月时拟合度最优，存在较强相关关系。据此推算，2018/2019/2020H1竣工面积增速分别为17.07%/17.14%/20.3%。但从实际运行看，对比房屋新开工面积增速的实际值与滞后20个月预测值，2016年以后回归方程拟合与实际值之间出现了较大偏差。

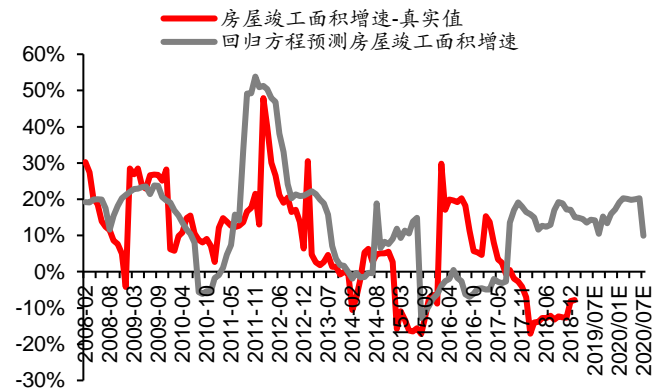
施工周期延长，2018年新开工与竣工增速出现显著背离。2015年竣工面积下滑、基数较低，使得2016年开始房屋新开工面积累计增速出现快速回升，2016年4月增速迅速升至21.4%，显著高出我们回归方程预测水平，且此后一直维持在相对高位。但从竣工数据看，2016~2017年新开工面积高增长对应到2017年年中的房屋竣工数据并未出现明显改善，相反，2018年开始房屋新开工与竣工增速出现了较为显著背离。我们认为两指标相背离主要是因为2018年受地产政策偏紧融资难度较大、销售下行影响房企资金回款预期影响，导致施工周期延长、对竣工面积增速形成拖累。

图表68：房屋竣工面积累计增速（滞后20月）与房屋新开工面积累计增速拟合效果最优



资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表69：房屋竣工面积累计增速实际值与模拟值



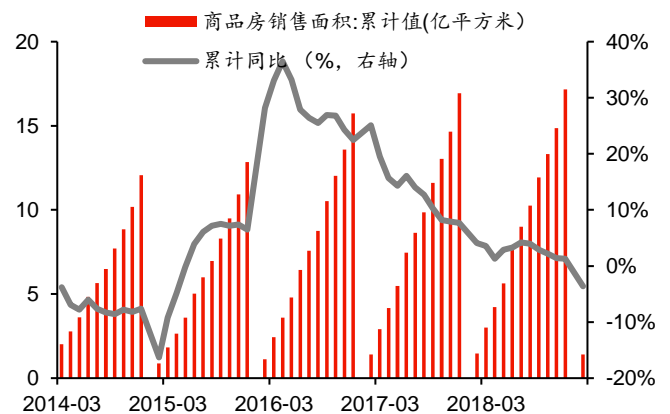
资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表70：房地产开发资金合计累计同比情况



资料来源：Wind，华泰证券研究所

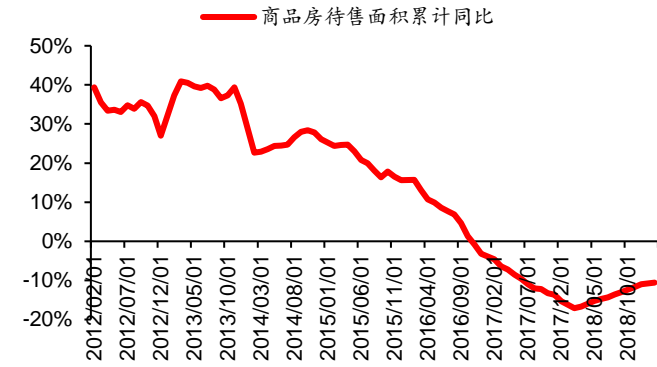
图表71：商品房销售面积累计值及同比增速



资料来源：Wind，华泰证券研究所

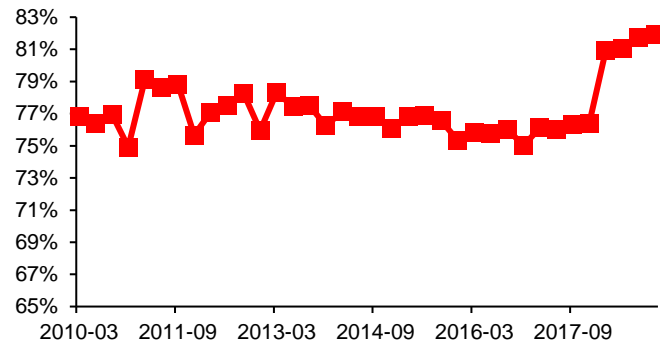
商品房库存降低+期房交付需求有望支撑 2019 年竣工数据回暖。尽管施工周期延长等因素会对竣工带来一定扰动，但前期施工项目终将向竣工环节传导，我们认为前期新开工高速增长叠加商品房库存降低、期房占比提高带来的交房需求，有望支撑 2019 年房屋竣工面积增速回暖。可以看到，2018 年底竣工面积增速已开始有所改善，2019 年前两月住宅竣工面积累计增速回升至-7.8%，根据华泰地产组预测，2019 年房屋竣工面积累计增速有望回升至 2.3%左右。

图表72： 商品房待售面积累计同比



资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表73： 商品房销期房销售占比情况



资料来源：Wind，华泰证券研究所

宽信用背景下地产融资改善，政策边际放松助推商品房交易回暖。央行公布的3月金融数据超市场预期，新增社融2.86万亿元，同比多增1.28万亿元，3月末社融同比增长10.7%；M2同比8.6%，前值8.0%；M1同比4.6%，前值2.0%。宽信用效果逐步显现，一方面地产融资改善将有助于推动全年地产竣工和交付，另一方面随着房贷利率回落，居民购房意愿提升、购房成交热度回暖（3月居民贷款新增8908亿元，其中短期贷款、中长期贷款分别多增2262和835亿元）。

精装渠道崛起，工装主线受益显著

精装修政策密集颁布。2016年以来全国各地颁布的精装修政策数量出现快速增长，2018年城市级别的政策颁布多达15次，截至2018年末全国颁布涉及精装修/全装修的各类政策累计超过80次，覆盖26个省市。

图表74： 各省市涉及精装修/全装修的政策梳理

地区	时间	政策内容
湖北	2016.02	对符合建筑产业化要求的新建住宅全装修工程办理规划审批时，其外墙装配式部分建筑面积（不超过规划总建筑面积的3%）可不计入成交地块的容积率核算。
四川	2016.03	2020年新建住宅全装修率50%；2025年新建住宅全装修率70%
上海	2016.08	2017年1月1日期，凡出让的本市新建商品房建设用地，全装修住宅面积占新建商品住宅面积（三层及以下的低层住宅除外）的比例为：外环线以内的城区应达到100%，除奉贤区、金山区、崇明区之外，其他地区应达到50%，奉贤区、金山区、崇明区实施全装修的比例为30%，至2020年应达到50%。）
广西	2016.08	2020年底综合试点城市新建全装修成品房面积比率达20%以上。
阜阳	2016.11	新建住宅全装修比例逐年增加不低于5%；2020年末政府投资的新建建筑全部事实全装修，新建住宅中全装修比例不低于30%。
海南	2016.12	2017年7月1日起，各市县商品住宅项目全部实行全装修。
杭州	2017.01	房地产开发项目未按土地出让合同要求实施全装修的，不予办理竣工备案手续。
辽宁	2017.08	城市中心区新建住宅全部实行全装修
天津	2017.10	2018年1月1日起。实施装配式建筑的保障性住房和商品住房全装修比例达到100%。
成都	2017.10	中心城区成品房覆盖率2017-2020年分别达到50%/60%/80%/100%。
河南	2017.12	2018年起新建商品住宅全部按照成品房设计建设。
山东	2018.04	城市规划区内新建公租房、棚改安置房及工程等项目要全面实施装配式建造；新供应建设用地全面按比例建设装配式建筑；新建高层住宅全面实行全装修。
山西	2018.08	1、各设区城市中心城区新出让或划拨国有土地上的新建住宅，原则上实行住宅全装修，推行成品交房； 2、全省新开工建设的装配式住宅项目、执行绿色建筑标准的住宅项目和租赁住房、酒店式公寓全部实行住宅全装修。到2025年太原市中心城区新开工全装修住宅面积比例力争达到100%（其他地市目标比例为90%-95%）。

资料来源：政府官网，华泰证券研究所

全装修交付准则进一步细化，配套设施及验收标准更为明确。2019年2月18日住建部发布《住宅项目规范（征求意见稿）》，指出城镇新建住宅建筑应全装修交付，并明确提出住宅全装修交付需满足“所有功能空间的固定面全部铺装或粉刷完成，给水排水、供暖、通风和空调、燃气、照明供电等系统基本安装到位，厨房和卫生间的基本设备全部安装完毕，达到基本使用标准”要求，同时住宅交付时应当具备接通水、电、燃气、暖气等条件，配套设施具备交付使用条件，安全防护设施验收合格。相比此前政策，本次意见稿对全装修所涵盖的相关配套要求表述更为细致明确，同时对门窗工程、楼地面饰面工程、卫浴工程等各个项目验收提出明确检验标准。

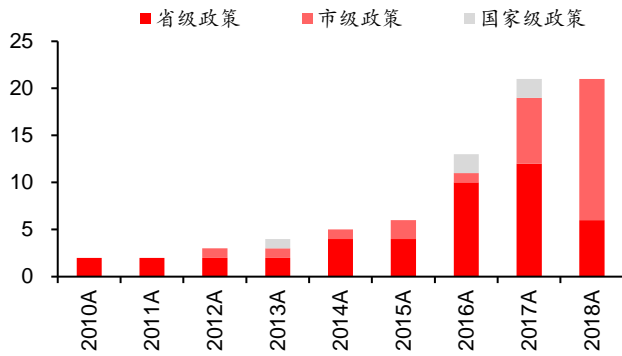
图表75：部分工程项目分户验收时主要检查内容与质量要求参考表

检验项目	检验内容		
户内空间尺寸	户内净高、净距尺寸符合设计要求		
防水工程	1、防水墙、地面无渗漏、无积水；2、面层坡向符合设计要求		
门窗工程	1、外观洁净；2、安装牢固，开关灵活，留缝正确，关闭严密；3、合页位置、方向正确，透气孔留置正确，密封条完好		
楼地面饰面工程	木（竹）地板	1、安装稳固，行走无松动和响声；2、表面平整，洁净，光滑，无损伤；3、接缝严密	
	块材地板	1、粘结牢固，无空鼓（边角局部空鼓符合要求）；	
		2、表面洁净，无明显色差，板块无裂缝、缺棱、掉角等缺陷；3、表面平整，缝格均匀平直	
	地毯	1、品种规格、颜色图案符合设计要求；2、表面洁净、无胶痕；3、固定牢固，铺设服帖，无起鼓、起皱、无毛边、损伤等	
	整体面层	1、粘结牢固，无空鼓开裂（局部空鼓符合要求）；	
细部工程	储柜、橱柜	1、材质、造型、安装位置符合设计要求；2、安装牢固，配件齐全；3、开关灵活，回位正确；4、表面洁净，拼缝严密，无裂缝、翘曲及损坏	
	窗帘盒、窗台板、门窗套	1、造型、规格符合设计要求，尺寸正确；2、安装牢固；3、表面平整光滑，线条顺直，色泽一致	
	护栏和扶手	1、材质、规格、造型和位置正确；2、安装牢固，表面洁净；3、栏杆高度、杆间净距、防攀爬措施符合要求；4、栏板玻璃符合要求	
	装饰线条和花饰	1、材质、品种、规格、颜色符合设计要求；2、安装牢固，不露螺钉；3、接口整齐无缝	
	隔断	1、材质、品种符合设计要求，配件齐全；2、安装牢固，标识清晰；3、与固定面交接嵌合严密，交接线顺直	
	内遮阳、阳台晾晒架	1、材质、规格、性能符合设计要求；2、安装牢固，位置正确；3、表面整洁，无破损、皱褶；4、运行平稳灵活	
	卫浴工程	卫生洁具	1、材质、规格、位置符合设计要求；2、安装牢固；2、给、排水通畅，满水试验合格；3、表面光洁，无损伤、划痕；4、结合部位严密，防水封闭到位
		浴室柜	1、材质、造型、安装位置符合设计要求；2、安装牢固，配件齐全；3、开关灵活，回位正确；4、表面洁净，拼缝严密，无裂缝、翘曲及损坏5、与固定面交接、嵌合严密，无渗漏水
		淋浴间	1、材质、规格、型号符合设计要求；2、安装牢固，开关灵活，结合部位无渗漏；3、进水顺畅，排水通畅；4、表面洁净，胶面光滑均匀
		卫浴配件	1、安装牢固，位置正确，启闭灵活；2、与固定面吻合严密，无缝隙；3、表面光滑，无损伤
室内环境污染	氨、甲醛、苯、氩、TVOC等室内环境污染物浓度符合要求		

资料来源：住建部《住宅项目规范（征求意见稿）》，华泰证券研究所

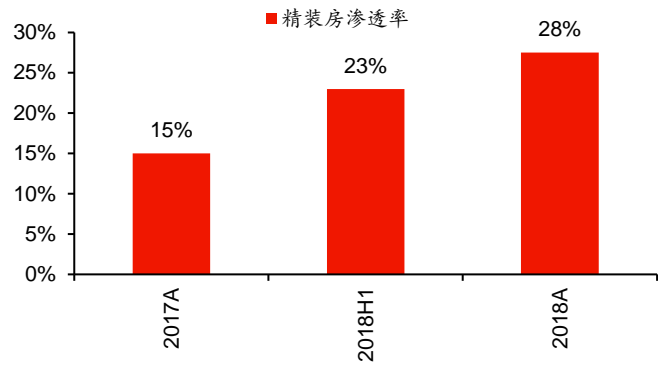
政策落地，精装房渗透率快速提升。随着精装修政策内容更加明确化、多元化、精细化，政策执行力度有望增强。据奥维云网数据，全国精装房渗透率已由2017年末的15%快速提升至2018年的28%，接近2017年住建部印发《建筑业发展“十三五”规划》中提出的“到2020年新开工全装修成品住宅面积达到30%”这一要求。

图表76： 全国精装修/全装修政策颁布数量



资料来源：奥维云网，华泰证券研究所

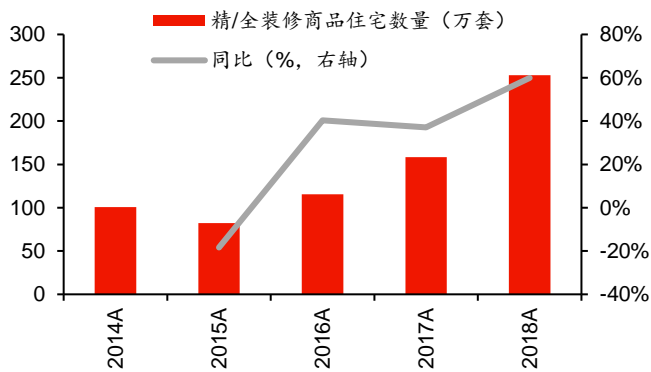
图表77： 精装房渗透率快速提升



资料来源：奥维云网，华泰证券研究所

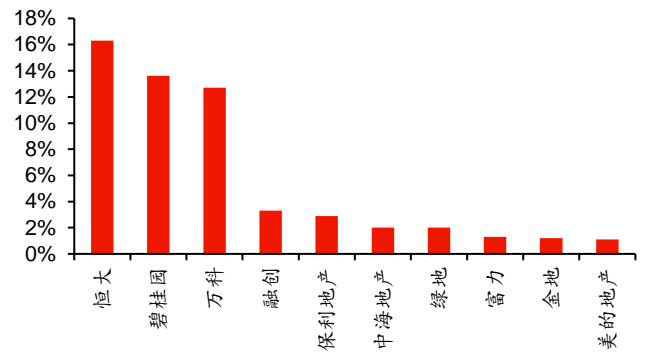
龙头房企为精装房主要供应商。对房地产商而言，提供高质量的全装修住房有利于增强产品竞争力、提升产品形象，主要地产商纷纷推出全装修楼盘，新成交楼盘中精装修占比较高。据全装联数据，2017年Top 10房企全装修规模市场份额合计达到56%，是精装房主要供应商。

图表78： 精/全装修商品住宅数量情况



资料来源：奥维云网，华泰证券研究所

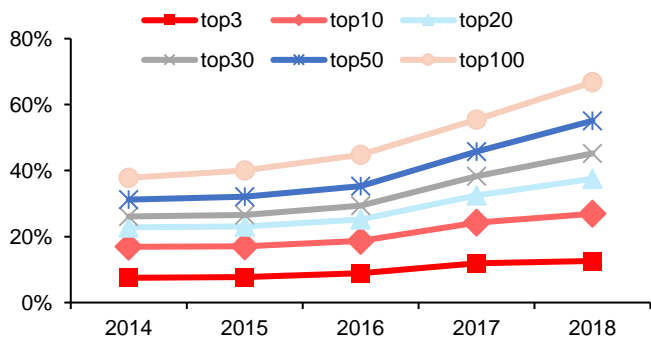
图表79： 2017年Top 10房企全装修规模市场份额



资料来源：全装联，华泰证券研究所

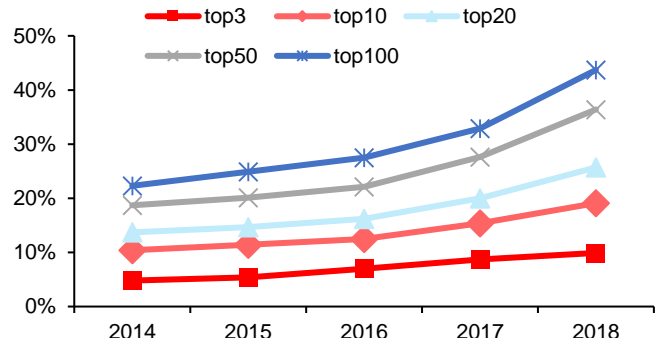
地产集中度提升有望驱动带动精装业务加速发展。近年来龙头地产商在拿地、融资等优势推动下销售面积增速显著高于行业，2018年前20大房企销售面积合计值同比增速为33%，显著高于行业1.5%增速水平，推动地产行业集中度不断提高。据中国指数研究院数据，2012-2018年房企CR10从13%提升至24%，CR20从18%提升至36%。龙头房企精装修交付比例高叠加地产集中度提升有望带动精装业务加速发展。

图表80： 地产公司销售金额市占率逐步提升 (%)



资料来源：CRIC，国家统计局，华泰证券研究所

图表81： 地产公司销售面积市占率逐步提升 (%)



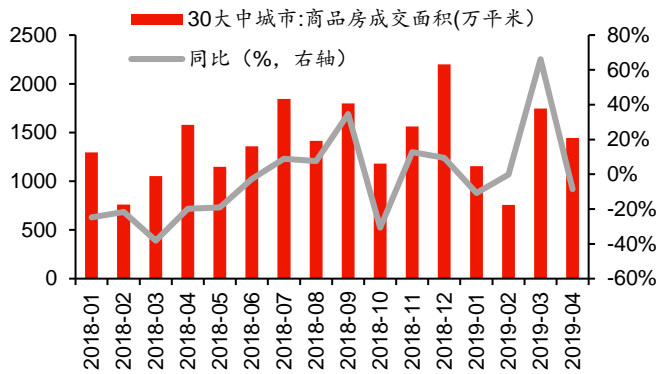
资料来源：CRIC，国家统计局，华泰证券研究所

行业竞争加剧、企业利润率承压

地产销售前瞻指标结构性分化，全年商品房销售面积预计小个位数下滑

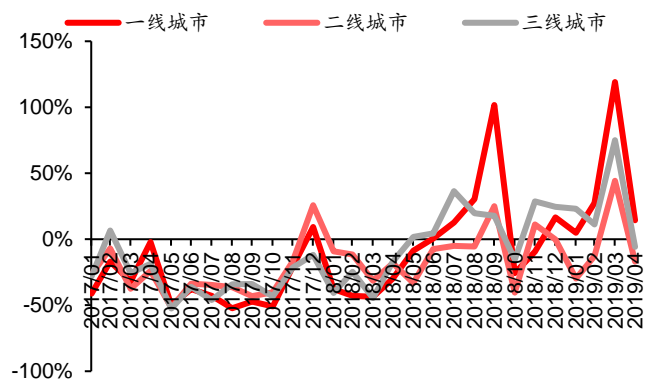
3-4月小阳春地产成交量回暖，给家居消费需求带来支撑。 2018年地产销售显著下滑，全年商品房销售面积增速回落至-0.5%，各地地产调控政策出现边际放松，据华泰地产组不完全统计，从2018年12月份菏泽取消限售开始至2019年4月末，有14个城市人才、落户等政策出现改善、有5个城市或区域在限购层面边际改善、有6个城市部分银行在房贷层面出现改善。政策边际放松助推商品房交易回暖，2019年3-4月地产成交量显著上升，2019年3月全国30大中城市商品房成交面积同比增长66%，为2017年以来增速高点，4月成交面积也维持在1444万平米相对高位。地产成交量回升带动家居需求回暖，家居企业315促销活动中订单情况普遍向好，给收入增长带来一定支撑。

图表82：30大中城市商品房成交面积及同比增速



资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表83：30大中城市各类城市商品房成交面积同比增速



资料来源：Wind，华泰证券研究所

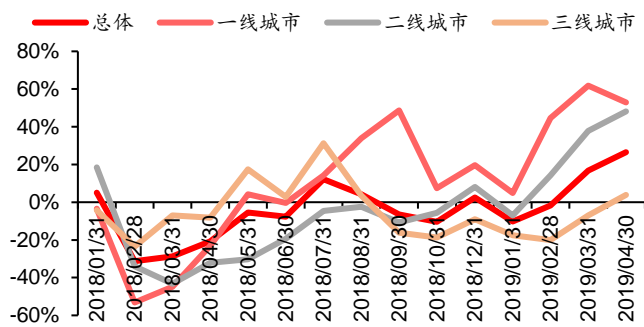
图表84：2018年末菏泽取消限售以来，地方层面房地产边际放松政策的不完全统计

政策放松类型	涉及城市
限售	菏泽、大连
限商	广州
限购	珠海、杭州、合肥、香河、高碑店
限价	衡阳、阜阳、赣州、济南
落户政策	海口、广州、常州、南京、西安、石家庄
人才政策	芜湖、广东、石家庄、海南、杭州、呼和浩特
房贷利率	合肥、厦门、深圳

资料来源：各地方政府网站，各地方住建局，华泰证券研究所

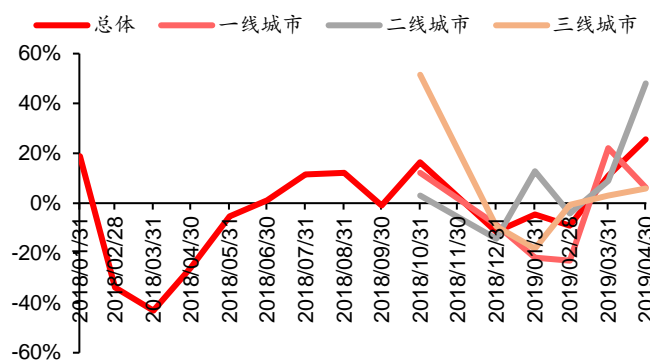
结构上，一二线城市成交率先复苏，三四线城市探底。受前期三四线城市棚改货币化影响，本轮地产周期有所拉长，不同城市能级地产销售情况出现分化。从华泰地产组跟踪的43城一手房成交数据看，一线城市率先复苏，2018年7月开始新房成交量当月同比增速回正，二线城市复苏略滞后于一线城市、成交量于2019年2月起大幅增长，2019年4月一二三线城市新房成交量单月同比分别增长53%/48%/4%，累计同比增速分别为+40%/+22%/-9%。三线城市前期棚改货币化透支需求，新房成交量自2018年8月开始持续下滑，根据财政部数据，2019年我国各地棚户区改造任务为285.3万套，较2018年的626万套相比下降约46%，给全年三四线地产销售带来较大压力。展望后续，我们预计2019年一线城市有望维持稳步增长，二线城市复苏或成为全年地产销售重要增量，而三四线城市地产销售仍存压力，综合来看，2019年全年地产销售面积预计仍有小个位数下滑。

图表85：43城一手房成交面积当月同比增速



资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表86：14城二手房成交面积当月同比增速



资料来源：Wind，华泰证券研究所

政治局会议再提“房住不炒”，强调落实好“一城一策”。2019年4月19日政治局会议提出：要坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，落实好一城一策、因城施策、城市政府主体责任的长效调控机制。在今年楼市小阳春背景下重提“房住不炒”，我们认为政策更多是对结构性回暖城市的预期管理，而不是全国政策的收紧政策，在“一城一策”、“因城施策”推进下，房地产市场有望实现更为平稳的发展，而非大起大落。

图表87：2019年以来部分省份/城市“一城一策”相关表述

时间	省份/城市	“一城一策”相关表述
1月8日	湖北	坚持因地制宜、综合施策、长短结合、标本兼治，实施分类指导，促进供求平衡，把稳地价、稳房价、稳预期的责任落到实处。武汉市要加快制定全国试点城市“一城一策”实施方案，其他市州要注意保持调控政策的连续性稳定性，在武汉等试点城市方案出台之前，各地不得调整调控政策。
1月14日	福建	健全促进房地产市场平稳健康发展长效机制，夯实城市主体责任，编制实施住房发展规划，福州、厦门编制“一城一策”实施方案，切实稳地价、稳房价、稳预期。
1月17日	河南	2019年，我省将继续落实房地产市场调控城市政府主体责任制，坚持因地制宜、综合施策，实行“一城一策”。
1月18日	浙江	浙江将加快建立房地产市场平稳健康发展长效机制，杭州、宁波两市今年将研究制订“一城一策”方案。
1月22日	成都	市住建局正按照国务院要求，研究“一城一策”的具体方案，此后将制定“因地制宜”的政策，精准调控房地产市场，实现房地产市场健康发展，满足市民住房需求。
1月22日	安徽	安徽省将继续对房地产市场实施精准调控，健全市场监测、评价和预警机制，坚持分类调控、一城一策，多方式推进非住宅商品房去库存。
1月24日	长沙	今年市住建局将坚持“房子是用来住的，不是用来炒的”定位，完善住房市场体系和住房保障体系，开展“一城一策”试点，着力构建长沙房地产市场平稳健康发展长效机制，实现“稳房价、稳地价、稳预期”的调控目标，让全体市民“住有所居”。当前我们根据国家要求，正在研究制定完善房地产市场调控“一城一策”的长效机制。要坚持“房子是用来住的，不是用来炒的”定位，坚持严控高房价高地价不是权宜之计、减少经济增长和财政收入对房地产业的依赖也不是权宜之计，坚持房地产市场调控不动摇、不放松，实现稳地价、稳房价、稳市场预期目标。我们不希望看到上海房价太高。
2月22日	武汉	稳妥推进一城一策试点，防范高地价高房价高杠杆风险。
3月4日	河南	坚持房住不炒定位，落实城市政府主体责任，坚持因地制宜、综合施策、长短结合、标本兼治，实行一城一策。
3月5日	山东	以稳地价稳房价为目标，保持房地产市场平稳健康发展，落实房地产调控城市主体责任制，济南、青岛要科学制定“一城一策”实施方案。

资料来源：各地方政府网站，各地方住建局，华泰证券研究所

零售客流量下滑，家居企业加大终端营销活动力度

零售自然客流下滑、多元化销售渠道进一步分散客流。2018年地产销售持续下行导致家居市场出现低迷，据调研信息，家居卖场的自然客流量增速放缓。其次，在零售业快速发展下，家居销售不再只依赖于传统家居卖场，购物中心店、独立店、新零售店等多种渠道成为家居企业积极尝试的销售场景，传统家居建材卖场聚客能力减弱，享受自然客流量红利的卖场“坐商”模式经营难度加大。此外，2017年欧派家居、志邦家居等一大批家居企业密集上市，募投资金多用于加强产能与渠道建设，头部企业开店速度加快，截至2018年末定制家居企业中橱柜/衣柜/全屋及其他门店数量合计分别达到7155/7542/4888家，较2017年末分别净增941/1444/942家，门店数量增多进一步分散了终端客流，加大各企业获客难度。

图表88：主要定制家居企业渠道数量（单位：家）

门店类型	公司简称	2015A	2016A	2017A	2018A
橱柜	欧派家居	2010	2088	2150	2276
	索菲亚	261	600	720	822
	志邦家居	857	950	1352	1520
	金牌厨柜	741	835	1292	1750
	我乐家居		731	700	787
	合计	3869	5204	6214	7155
衣柜	欧派家居	1054	1394	1872	2113
	索菲亚	1600	1900	2200	2600
	志邦家居	80	153	395	726
	好莱客	1174	1300	1511	1766
	金牌厨柜		29	120	337
	合计	3908	4776	6098	7542
全屋及其他	欧铂丽		647	839	935
	尚品宅配	1073	1157	1642	2201
	我乐家居-全屋			362	496
	皮阿诺	864	954	1103	1256
	合计	1937	2758	3946	4888
合计		9714	12738	16258	19585

资料来源：公司公告，华泰证券研究所

面对零售客流量下滑、行业竞争加剧，企业积极做出应对，包括加强渠道多元化建设、加大终端营销活动力度、加大终端经销商扶持力度等。一般而言，家居大型促销活动集中在315、五一、国庆等时间点，以315为例，对比2018、2019年主要企业促销活动，2019年套餐数量有所增多，套餐每平方米单价基本持平或略降，同时定制套餐中床垫、厨具等赠品促销力度明显大于2018年。

图表89：2018、2019年全屋定制315促销力度对比

品牌	2019年315促销活动			2018年315促销活动		
	套餐情况	折合单价(元/平)	赠品	套餐情况	折合单价(元/平)	赠品
欧派家居	22平 19800	900	加799元获赠价值7999金可儿床垫	22平 19800	900元/平	—
索菲亚(官方旗舰店)	22平 19999	909	独立弹簧床垫	1111元/平	1111	—
好莱客	21平 16800	800	价值498元抽屉、价值527元针织棉床垫	20平 16800 23平 19800	840/861	—
金牌厨柜	20平 16999	850	陶瓷餐具、收纳篮	—	—	—
志邦家居	9/10平 7999	799/889	—	18平 19800	1100	价值680元礼包

资料来源：公司官网，天猫旗舰店，华泰证券研究所

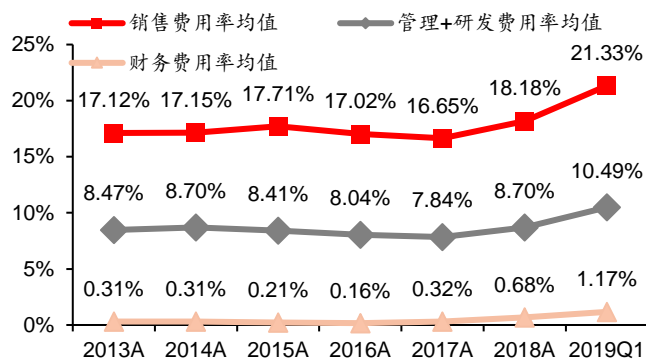
图表90：2018、2019年橱柜315促销力度对比

品牌	2019年315促销活动			2018年315促销活动		
	套餐情况	折合单价(元/平)	赠品	套餐情况	折合单价(元/平)	赠品
欧派家居	3+3+1 拉萨尼亚双饰面	6999	—	—	—	—
索菲亚	3+3+1 双饰面	9999	烟机灶具等	3+3+1	9999	烟机灶具等
尚品宅配	3+3+1 双饰面	9999	老板烟机灶具、水龙头水盆等	—	—	—
好莱客	3+3+1 双饰面	6999	水龙头、水盆，限量赠送价值2999消毒柜	—	—	—
金牌厨柜	3+3+1.5 模压板	10999	赠送价值599煎炒锅，加3元换购价值1800净水器	3+3+1.5 模压板	11580	—
志邦家居	3+3+1 双饰面	6759	限量增价值4999烟机灶具	3+3+1UV 高光耐磨漆	8999	烟机灶具等

资料来源：公司官网，天猫旗舰店，华泰证券研究所

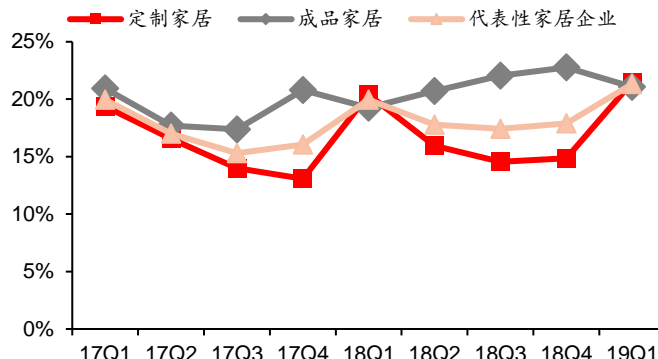
费用率同比提升显著，利润率压力增大。相比直接降价打价格战，家居企业促销更侧重于加大赠品力度、推出更符合消费者需求的套餐，以达到吸引客流的目的，2018年下半年开始销售费用率出现明显上行，9家代表性定制家居2018年销售费用率同比提高0.79pct至15.88%，18Q1/18Q2/18Q3/18Q4/19Q1代表性定制家居企业销售费用率分别为20.4%/15.9%/14.5%/14.9%/21.5%，同比分别变动+1.0/-0.6/0.5/1.8/1.1pct。费用率提升加大企业利润端压力，代表性定制家居企业2018年“毛利率-费用率”指标同比下降0.8pct至13.7%，18Q1/18Q2/18Q3/18Q4/19Q1分别为4.8%/14.7%/17.4%/14.0%/4.3%，同比分别变动-0.6/+0.6/-0.2/-1.9/-0.5pct，尤其是18Q4家居传统销售旺季费用率提升更显著。

图表91：代表性家居企业费用率均值（算数平均法）



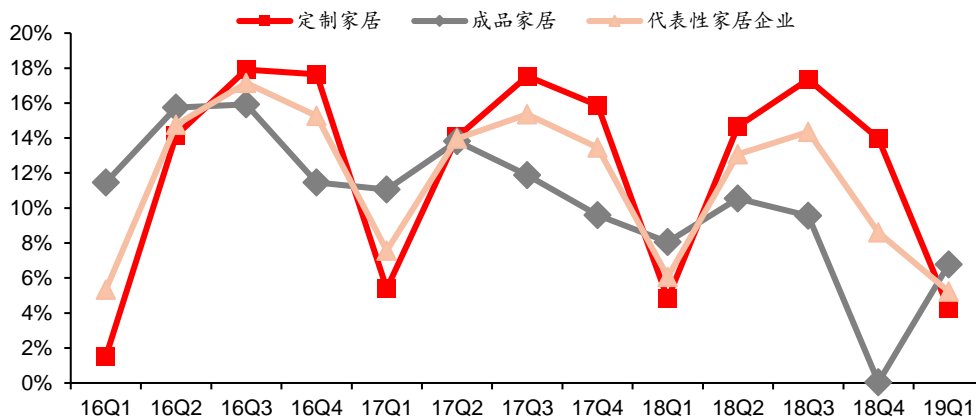
资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表92：代表性家居企业单季度销售费用率情况



资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表93：代表性家居企业“毛利率-费用率”情况



资料来源：Wind，华泰证券研究所

存量竞争时代，渠道、品类优势日益凸显

在行业竞争持续加剧环境下，家居企业纷纷寻求产品差异化、渠道多元化的发展路径，以提升自身终端获客能力。产品端，全屋定制设计与服务能力是企业核心竞争力，以尚品宅配为代表的家居企业不断优化信息化软件、打通全屋家具前端需求与后端制造，丰富产品品类以进一步满足消费者需求、提升客单值。渠道端，向上下两端延伸拓展流量获取边界成为关键，一方面，定制企业紧抓精装房放量趋势，加大了与地产开发商合作力度，借助大规模订单快速抢占市场份额。与此同时，企业主动向前端延伸抢占流量入口，通过设立整装团队、与地方优质整装企业合作等形式开展整装业务，争夺前端客源；另一方面，在零售端，传统家居卖场客流量减少，家居企业正积极探索新型门店形式，推出购物中心店、小区店、新零售店等门店，尽可能的扩大消费者覆盖范围，激发潜在消费者更新改造需求。

尚品宅配：全屋定制基因+渠道多元化布局塑造核心竞争力，整装云平台

持续优化软件技术，打造全屋高效整合信息系统。公司持续加强软件技术研发，2018年推出包含光速云渲染、AI云设计、灵感柜平台、整装销售设计系统在内的智能设计平台，提升销售人员设计能力、形成更具说服力的设计方案、便于与客户深入沟通设计细节，全方位提升终端设计服务能力；推出智能生产平台，推动公司在生产、物流、仓储、供应链等方面进行精细化运作，实现降本增效；推出销售赋能平台，覆盖从分享引流、约尺获尺、店面接待、粉丝运营、会员运营、老介新、新零售等线上、线下各个环节，不断提升运营效率加强用户体验，为引流、获尺、运营赋能。

图表94：尚品宅配高效整合的信息系统



资料来源：公司官网，华泰证券研究所

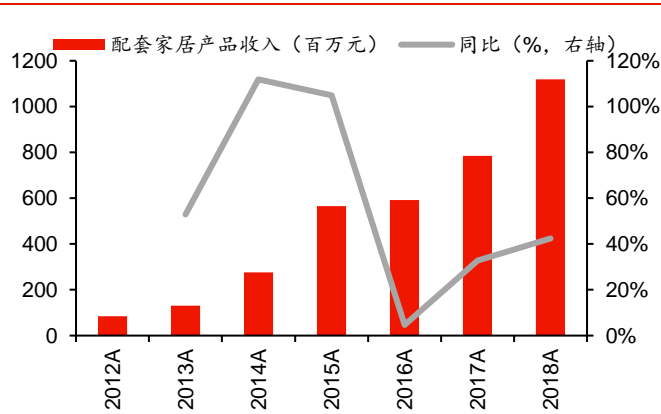
不断推出定制家具新产品和大家居配套新品，真正实现全屋定制、全屋配齐。公司以定制为起点，持续推出定制新品，2018年创新性地根据人的生命阶段设计相对应的生活方式系列产品，上市多款橱柜新品、重磅推出9999厨房单空间套餐，大幅促动全年销售。发挥全屋家具定制优势，加快装配式内装产品研发，推出美家背景墙进一步扩张公司产品边界。此外，针对大家居配套产品，做了大量的更新迭代，打造“家居严选”宅配精品模式，提升品质、丰富款式，在原有配套业务稳定增长的情况下，通过买手模式新拓软装装饰品（窗帘、灯饰、挂画）及家居百货（家用电器、居家用品、婴童特护）两条产品线，进军新零售，更大限度的满足设计师的全屋空间效果搭配，真正实现全屋定制、全屋配齐。2018年公司配套家居产品收入超过11亿元，较上年同期增长了42.47%。

图表95：尚品宅配提供丰富配套产品真，真正实现全屋定制



资料来源：公司官网，华泰证券研究所

图表96：尚品宅配配套家居产品收入及同比情况



资料来源：公司公告，华泰证券研究所

创新渠道模式，渠道布局多元化。尚品宅配自 2014 年以来着力拓展购物中心渠道，在万达广场等客流量大、定位高端的大型商业圈开设门店，并通过免费量尺和全屋定制理念增强客转化率，截至 2018 年底公司加盟店总数已达 2100 家，其中购物中心店占 46%。在购物中心店成功运营的基础上，尚品宅配于 2018 年再度创新性地推出 C 店（超集店）开创大体量、多业态、重体验的集合店模式，充分展示各种生活场景。此外，公司持续创新 O2O 营销模式，打造千万级短视频矩阵，深化线上平台运营能力，深耕微信朋友圈平台，提升品牌曝光度。

图表97： 尚品宅配上海超集店融合多种业态



资料来源：公司公告，华泰证券研究所

整装云平台赋能整装企业。公司发挥自身信息技术优势搭建整装云平台，旨在服务中小整装企业。整装云平台向整装云会员企业提供整装销售设计系统、BIM 虚拟装修系统、中央厨房式供应链管理系统、机场塔台式中央计划调度系统四大系统，并通过集采优势以更低价提供主辅材，解决整装企业管理效率低、规模难以做大、利润空间小等问题。

图表98： 整装云平台赋能中小整装企业



资料来源：公司官网，华泰证券研究所

贯穿业务全流程，供应链平台整合采购需求。HOMKOO 整装云整合国内外一线品牌，打造满足整装企业一站式采购需求的 F2C 整装供应链平台，产品涵盖硬装主辅材，定制家具，上千种风格、功能、款式的软装装饰，以及高端智能生活电器等等，超过上万个 SKU 可供选择，一单畅享 F2C 价格。同时建立全国的仓储体系和物流配送专线，使家装公司难以解决的采购备料、仓储管理、库存积压等诸多问题迎刃而解。

图表99: 整装云平台提供主辅材、定制家居、配套品供应链平台



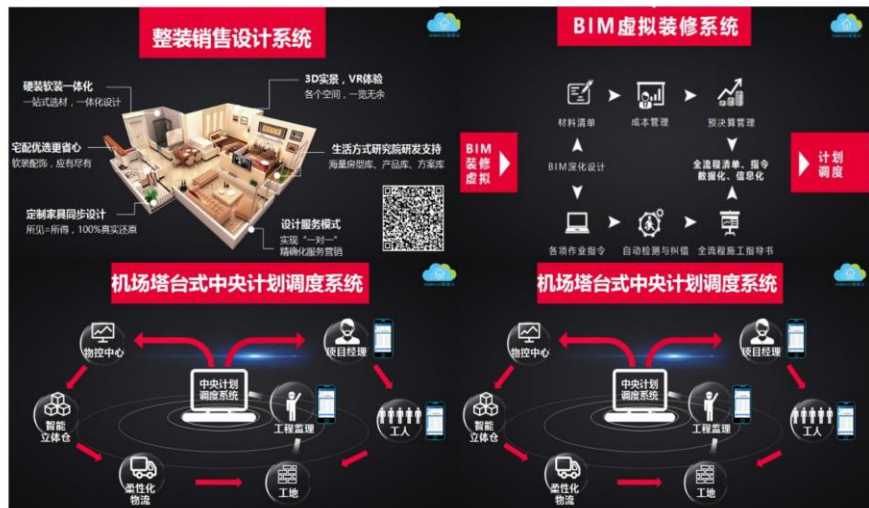
资料来源: 公司官网, 华泰证券研究所

图表100: 提供全业务链帮助



资料来源: 公司官网, 华泰证券研究所

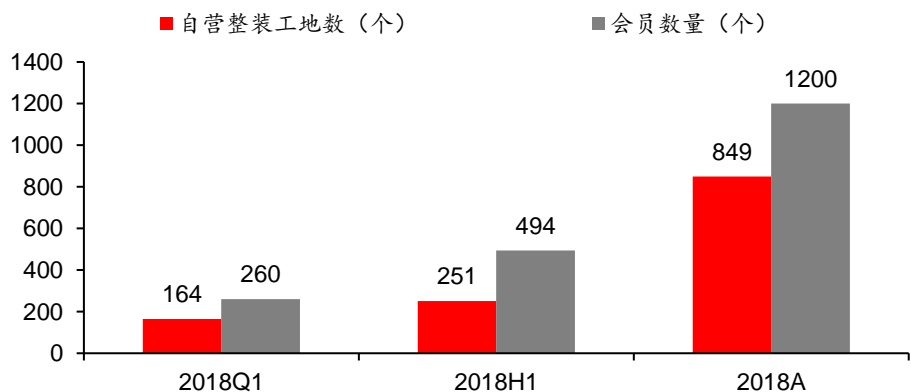
图表101: 整装云平台赋能中小整装企业



资料来源: 公司官网, 华泰证券研究所

建立自营整装团队, 深入了解整装痛点难点。为更好地完善整装云服务, 尚品宅配在广州、佛山、成都三地建立了自营整装团队, 旨在通过自营装修团队实际体验整装云项目的所有环节发现整装企业的痛点难点, 有针对性地进行项目调整和优化, 提升整装云平台的服务效率。

图表102: 整装云平台赋能中小整装企业



资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

欧派家居：总部、经销到终端，三大层面打造整装业务模式

欧派自 2017 年就开始尝试整装业务，目前整装业务共有三级发展模式：1) 总部层面一方面推进与生活家、靓家居等全国性整装公司合作，从以前单品合作向大家居合作模式推进；另一方面在整装大家居门店试点成功基础上，在全国范围内加快整装大家居模式的开拓；2) 经销商层面与当地头部整装公司合作；3) 终端层面，以橱柜为基础，加强整装产品在零售端布局。

加快整装产品上样，整装业务蓄势待发。2018 年公司加大整装渠道支持力度，创造性提出与各地龙头家装公司直接合作模式，率先提出了“整装赋能”的全新商业模式，出台了包含整装产品上样、促销支持等一系列政策帮扶措施，加快经销商整装拓展与合作。据公司中报，2018 年上半年欧派家居整装业务实现收入 1.92 亿元，同比增速达到 445%，其中橱柜业务线在约 60%左右商场开展整装渠道的情况下，整装订单数量占全国零售订单超 10%；整装订单占比超 20%的经销商超 200 个；2018 年全年整装接单业绩突破 3.5 亿元。

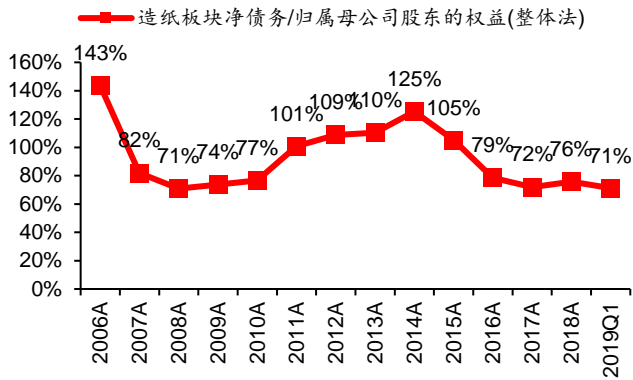
试点整装大家居，模式快速在全国复制。2018 年欧派在原有门店内加入整装业务模式的基础上，在全国 22 个城市推出整装大家居门店进行第一批试点。2018 年 5 月欧派家居首家整装大家居店在宜宾开业，据公司公告，宜宾整装大家居店在开业短短三个月内（截至 2018 年 7 月 31 日）就接单 602 户，销售业绩超过 2500 万元。在此成功基础上欧派在全国范围内拓展整装大家居门店，截至 2018 年末公司整装大家居已在 22 个城市开设门店，签约门店数达到 108 家。随着整装业务持续推进、公司与整装企业有望实现互利共赢，成为公司未来收入增长的重要驱动力。

造纸：供需格局趋势向下，全年盈利有下滑风险

供需格局：包装纸产能持续释放，供需格局趋势向下

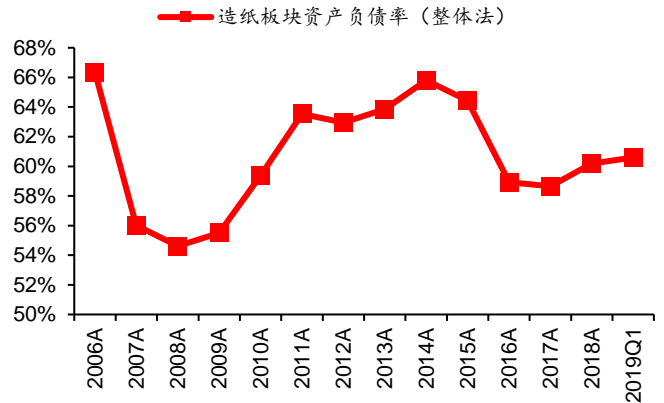
龙头企业扩产不断推进。经过2016、2017年行业盈利回升，龙头企业资产负债表有所修复，板块资产负债率由2014年66%降至2017年59%，净负债率自2014年125%高位下降至2017年的72%。随着资产负债表修复，龙头企业开启新一轮产能扩张，据公司公告，太阳纸业2018年新增浆纸产能180万吨、晨鸣纸业新增浆纸产能121万吨，截至2018年末，造纸板块净负债率提升4pct至76%。

图表103：造纸板块净负债率



资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表104：造纸板块资产负债率均值（整体法）



资料来源：Wind，华泰证券研究所

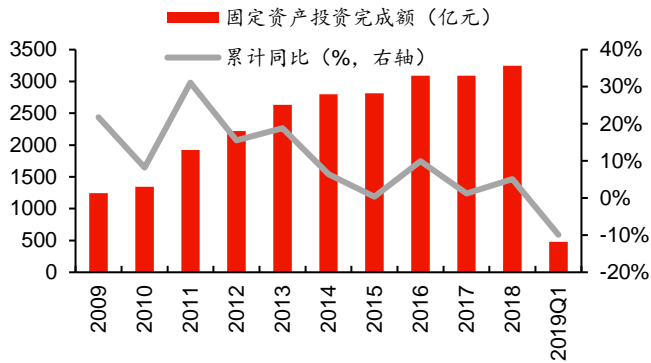
图表105：主要造纸上市公司2018~2019年产能建设情况

公司	2018年产能建设情况	2019年产能建设计划
玖龙纸业	2018年投产55万吨包装纸（重庆项目）	2019年预计增加205万吨总产能（卡纸）（泉州35万吨、河北50万吨、沈阳60万吨项目预计于19Q2投产，东莞60万吨项目预计于19Q3投产）
理文纸业	2017年重庆投产11万吨卫生纸生产线，越南年产能40万吨造纸机项目已投产，江西年产能约40万吨PM21造纸机已投产。	2019年年底预计有10万吨卫生纸在江西投产
山鹰纸业	2018年全资子公司联盛纸业年产能规模技改完成后将达到105万吨	预计2019年湖北公安华中造纸基地一、二期项目完工后新增年产能可达到127万吨；收购的凤凰纸业预计将具备年产36万吨的高端牛卡纸/木浆生产能力。
太阳纸业	2018年新增180万吨浆纸产能（公司本部20万吨高档特种纸；老挝30万吨化学浆；邹城80万吨高档板纸；10万吨木屑浆生产线和40万吨半化学浆生产线已分别在2018年4月份和8月份竣工投产）。	预计2019年下半年20万吨本色高得率生物纤维项目投产；2019年加快推进老挝120万吨造纸项目
晨鸣纸业	2018年新增浆纸产能121万吨（海鸣矿业菱镁矿项目一期已于2018年1月份成功投运；寿光美伦51万吨高档文化纸项目已于2018年8月底投产；黄冈晨鸣30万吨化学木浆项目已于2018年11月中旬投产）；寿光美伦40万吨化学木浆项目也进入生产调试阶段。	预计2019年海鸣矿业二期项目全面建成投产。
博汇纸业	-	2019年预计新增175万包装纸产能（第二季度二期年产75万吨高档包装纸项目预计开始正式投产；第二季度年产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陆续投产）。

资料来源：公司公告，华泰证券研究所

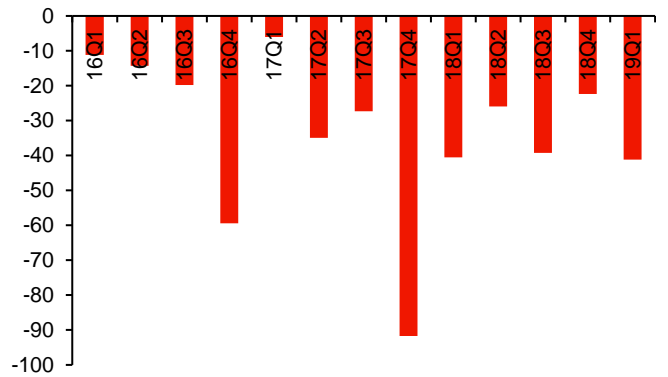
行业景气下行，固定资产投资有所回落。从行业固定资产投资数据来看，截至2018年底造纸行业累计固定资产投资完成额达到3249亿元，同比增长5.1%，较2017年底1.2%的同比增速有显著回升。受行业景气下行、供给预期大幅增加影响，2019年以来造纸行业固定资产投资有所回落，2019Q1固定资产投资完成额477亿元，同比下滑9.9%。从上市公司角度看，2018A/2019Q1造纸板块投资性现金净流出131/41亿元，同比下滑16%/6%；据公司公告，投资性现金净流出增加显著的有博汇纸业、宜宾纸业、景兴纸业。2018年代表性企业（晨鸣纸业、景兴纸业、太阳纸业、青山纸业、华泰股份、山鹰纸业、宜宾纸业、岳阳林纸、博汇纸业）资本开支占投资支出比重提升25个百分点至68%。

图表106：造纸及纸制品业固定资产投资情况



资料来源：Wind，华泰证券研究所

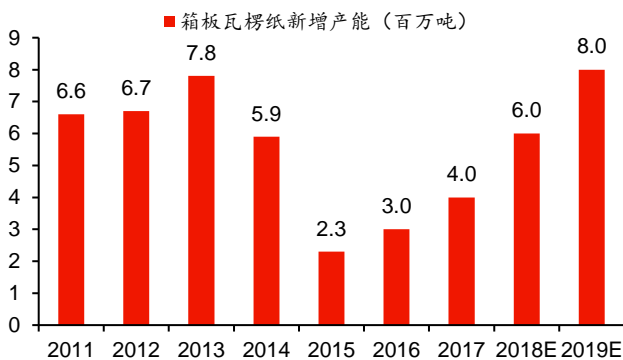
图表107：造纸板块单季度投资性现金流净额情况（单位：亿元）



资料来源：Wind，华泰证券研究所

包装纸产能集中释放，预计2019年供给端压力加码。2019年以来，大型上市纸企玖龙纸业、博汇纸业箱板瓦楞纸产能相继投产，达产后产能合计达到155万吨；龙源纸业、鑫盛泰等中小纸企产能也逐步释放，给供给端带来较大压力。根据RISI、卓创资讯数据，2018年行业箱板瓦楞纸预计新增产能达到600万吨，2019年预计新增产能或将达到800万吨，年度新增产能水平将会到2012~2013年间的峰值区间，产能压力加码。

图表108：近年来箱板瓦楞纸新增产能情况



资料来源：卓创资讯，RISI，华泰证券研究所

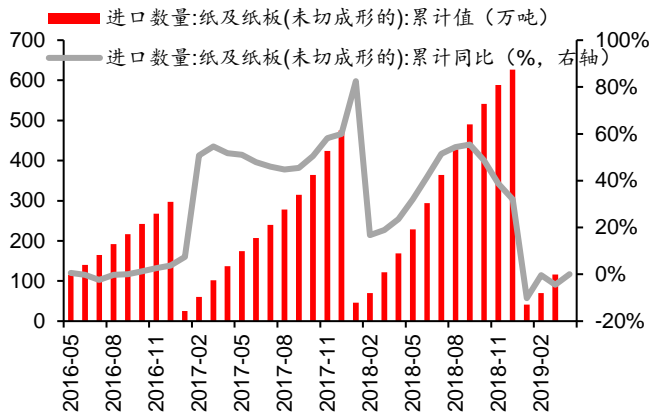
图表109：2019年已投产、计划投产包装纸项目

公司	地区	计划投产时间	类型	状态	达产产能 (万吨)
玖龙纸业	重庆	2019年1月	高强瓦楞纸	已投产	55
博汇纸业	山东	2019年3月	箱板瓦楞纸	已投产	100
龙源纸业	河南	2019年3月	箱板纸生产线	已投产	30
鑫盛泰纸业	云南	2019年3月	瓦楞纸生产线	已投产	30
和泓环保纸业	浙江	2019年3月	高强瓦楞纸	试产	20
湛江晨鸣			液体包装纸板项目	通过环评	60
玖龙纸业		19Q2~3	4台箱板纸机	计划中	205
山鹰纸业		2019~2020年	五条造纸生产线	计划中	220
荣成再生科技公司	湖北	2019年6月	高档箱板纸项目	计划中	30
盛大纸业	湖北	2019年7月	瓦楞纸生产线	计划中	20
中兴建平纸业	江苏	2019年5月	瓦楞纸生产线	计划中	20
荣成再生科技	湖北	2019年6月	高强瓦楞纸纸机	计划中	35
金励纸业	浙江	2019年9月	灰板纸项目	计划中	30
荣耀纸业	辽宁		高强瓦楞原纸项目	计划中	50
博汇纸业	江苏	2019年3月	高档包装纸	在建	75

资料来源：卓创资讯，中国纸网，华泰证券研究所

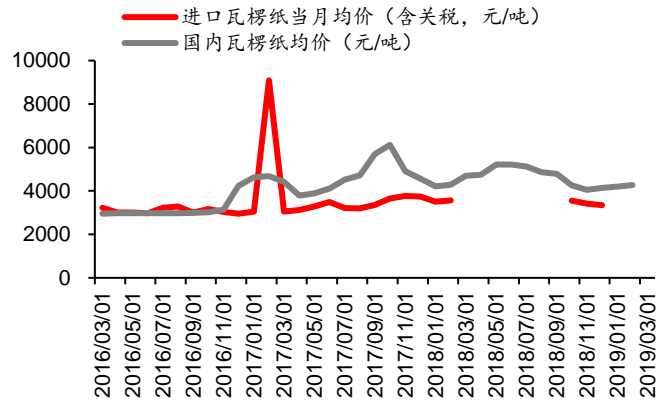
成品纸进口大幅增长，影响短期供给。2017年随着供给侧改革持续推进、环保标准不断趋严，国废及成品纸价格大幅上涨，国内外成品纸价差不断扩大，进口成品纸数量快速增长，2017年全国纸及纸板进口量达到475万吨，同比增幅达60%。2018年外废进口政策持续趋严，2018年3月开始外废进口含杂率由此前1.5%调低至0.5%，导致外废进口量大幅缩减，国废及成品纸价格进一步上升，进口纸板凭借价格优势成为成品纸重要供给来源，2018年纸及纸板进口量达627万吨，同比增长32%。尽管成品纸进口量大幅增长，但占国内成品纸产量比重仍然较低，我们判断进口纸板大幅替代国内成品纸可能性不大，更多是对短期供求关系及纸价带来一定波动。

图表110: 2016年以来纸及纸板进口量情况



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表111: 国内瓦楞纸均价 vs 进口瓦楞原纸均价



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

纸价及盈利: 纸价中枢向下, 吨纸盈利下台阶

原材料: 废纸价格支撑强于成品纸, 木浆库存高位价格趋势性承压

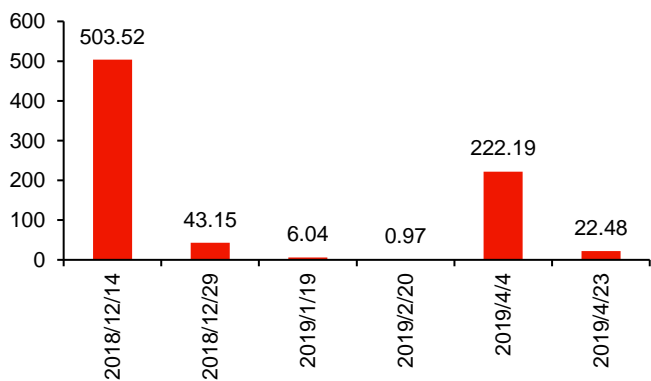
2019年1~4月外废进口审批量同比减少26%, 19Q1废纸实际进口量同比减少17%。从2018年固废中心废纸审批节奏看, 一般每季度初外废核定量较大, 后续批次主要根据实际进口情况进行补充。2019年1~4月固废中心共核定外废进口额度798.35万吨, 同比减少26%。实际进口情况看, 2019年一季度废纸进口量328万吨, 同比减少17%。在外废进口量缩减形势下, 2019年废纸浆进口量增长明显, 2019年一季度进口量同比增长396%至8.28万吨, 但仍难以弥补外废进口缩量带来的缺口。

图表112: 2019年第1-6批废纸限制进口许可证审批情况

加工利用单位	2019年1-6批获批额度 (万吨)	获批额度占1-6批总额的比重	2018年获批废纸额度占2018年总额比重
玖龙纸业	248.02	31.07%	34.25%
山鹰(含联盛)	136.71	17.12%	16.76%
理文造纸	104.11	13.04%	14.86%
广州造纸	73.00	9.14%	4.13%
华泰纸业	68.00	8.52%	4.96%
其他纸业	168.51	21.11%	25.04%
合计	798.35	100.00%	100.00%

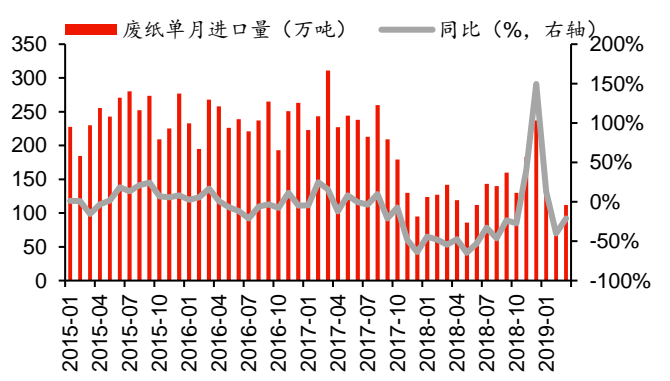
资料来源: 固废中心, 华泰证券研究所

图表113: 2019年第1-6批次外废进口核定量 (单位: 万吨)



资料来源: 固废中心, 华泰证券研究所

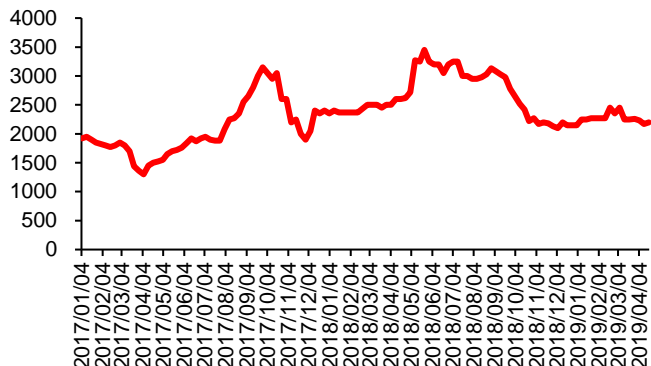
图表114: 废纸进口量单月值及其同比情况



资料来源: Wind, 固废中心, 华泰证券研究所

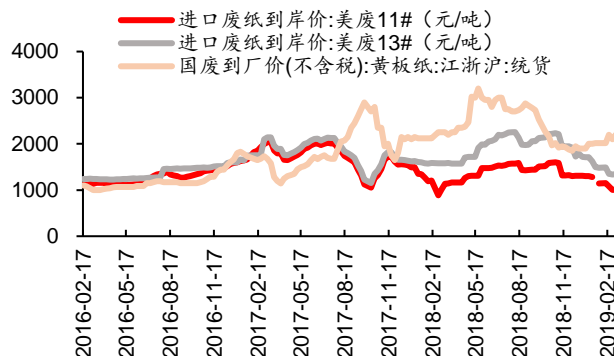
外废进口缩量，废纸价格支撑较强。外废进口缩进对废纸价格形成较强支撑，2019年以来国废黄板纸价格震荡上行，尤其是4月以来出现上行态势。2019Q1国废黄板纸均价2307元/吨，环比18Q4上涨3.6%，而同期箱板纸/瓦楞纸均价环比下跌1%/1%。

图表115：国废黄板纸价格走势



资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表116：国废 vs 外废价差收窄



资料来源：Wind，华泰证券研究所

预计2019年木浆新增产能115万吨，较2018年大幅减少。根据Wind数据，2017年中国纸浆进口量2372万吨，同比增加265万吨，同期全球商品浆产能增加322万吨。2017年国内木浆消耗量为3152万吨，同比增加275万吨。供给端，根据RISI、卓创资讯数据，2017年下半年至2018年全球新增产能合计约539吨，主要集中于2017年下半年和2018年投产，2019年全球国内外木浆新增产能预计为256万吨，其中中国新增纸浆产能占整体新增产能的66%，主要为阔叶浆、化机浆。

图表117：2017~2019年新增木浆产能情况

公司名称	产能大小 (万吨)	项目情况	投产地区	预计投产时间
APP	140	阔叶浆	印度尼西亚	2017年6月投产
Fibria	195	阔叶浆扩产	巴西	2017年8月底投产，预计2020年达产195万吨
Mesta Fibre Aankoski	77	针叶浆扩产	芬兰	2017年9月投产
Severlogosky P&B	40		俄罗斯	2017年11月试车
SCA, Ostrand	47		瑞典	预计2018年2季度投产
太阳纸业	30	阔叶浆	老挝	预计2018年2季度投产
岳阳林纸	10		中国	预计2018年3季度投产
SAPPI	43			预计2019年2季度投产
STORA ENSO	43	43万吨溶解浆，其中18.5万吨硬木浆、24.5万吨软木浆	-	预计2019年下半年完工
晨鸣纸业	40	化学木浆	中国	未披露
亚太森博	130	转产溶解浆，一期30万吨、二期100万	中国	未披露

资料来源：RISI，华泰证券研究所

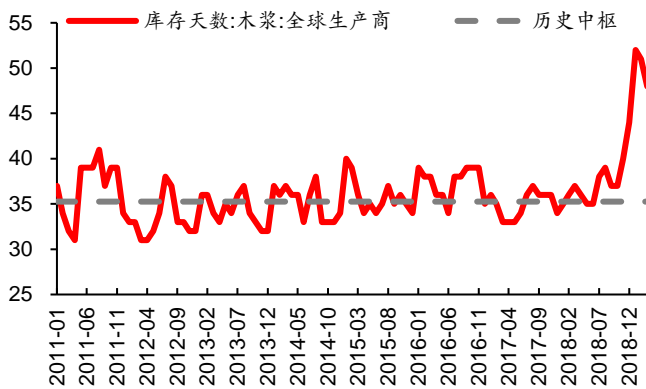
图表118：2018年部分木浆企业停产情况

公司	地区	纸种	停机天数	影响产能 (万吨)
-	北欧	针叶浆	-	7.5
-	北欧	阔叶浆	-	1.5
SCA	瑞典	针叶浆	22	2.6
SCA	瑞典	化机浆	22	0.6
Rottneros	瑞典	针叶浆	-	0.6
Fibria	巴西	桉木浆	-	5
Klabin	巴西	桉木浆	6	1.9
Klabin	巴西	桉木浆	6	0.7
-	巴西	桉木浆	11	30
Canfor (Taylor)	加拿大	化机浆	-	1.7
Alpac	加拿大	针叶浆	10	0.3
Alpac (Boyle)	加拿大	阔叶浆	10	1.5
合计影响产能				53.9

资料来源：RISI，华泰证券研究所

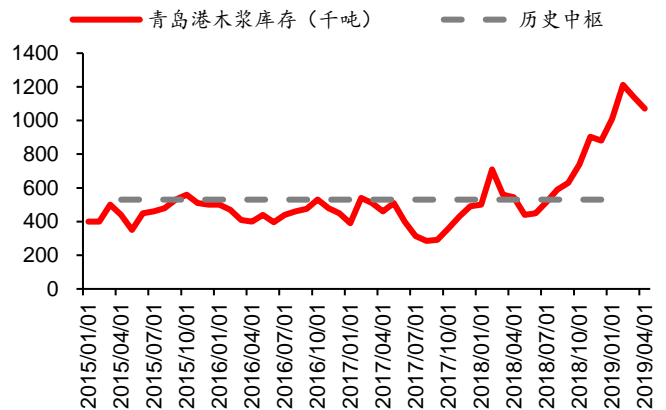
木浆库存高位，浆价趋势性承压。2018年下半年经济增速放缓、纸企下游需求疲软，悲观预期下纸企加速库存去化、采购偏刚性，库存压力转至上游，木浆供应商库存明显上升。2018年10月以来无论是全球木浆库存还是国内纸浆港口库存，都持续攀升，截至2019年3月末，全球木浆库存天数达到48天，远高于35天历史中枢水平；国内库存自2019年开始有所回落，但仍显著高于历史中枢，青岛港纸浆库存为107万吨，同比增长96%，常熟港木浆库存49万吨，较去年同期增长5%。高库存压制浆价走势，2018年11月以来木浆价格震荡下跌，2019年1~4月针叶浆/阔叶浆价格较2018Q4均价下降11%/4%。

图表119: 木浆全球生产商库存天数



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表120: 国内青岛港木浆港口库存



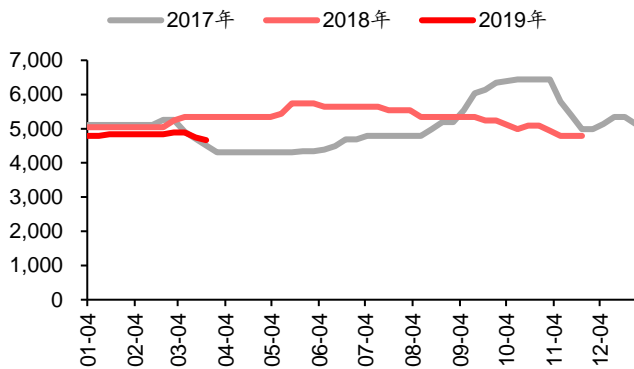
资料来源: 卓创资讯, 华泰证券研究所

纸价和盈利: 纸价中枢向下, 吨纸盈利下台阶

纸价: 预计包装纸价格承压, 浆纸系下行压力相对有限

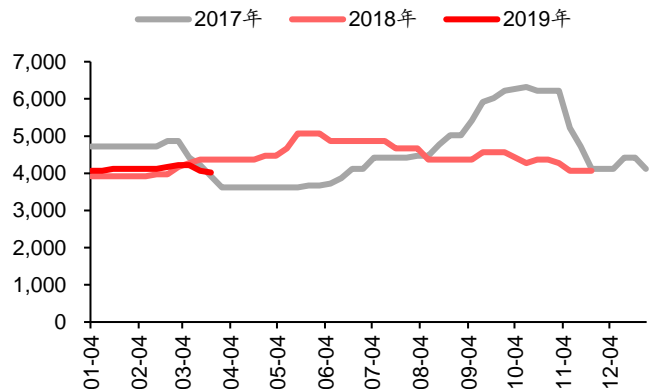
废纸价格支撑较强, 包装纸价格中枢向下。2019Q1 国废黄板纸均价 2307 元/吨; 箱板纸、瓦楞纸上半年累计涨幅分别达到 12%、24%, 受益于外废进口量缩减, 我们预计 2019 年国废价格仍有支撑。2018 年下半年以来, 包装纸供需格局走弱、下游需求疲软, 成品纸价格持续回调, 截至 4 月末箱板纸/瓦楞纸价格较 2018 年均价分别下跌 13%/18%。据卓创资讯数据, 截至 2019 年 3 月末包装纸企业库存仍有增加趋势, 库存偏高叠加下游需求疲软, 短期看纸价仍将承压; 中期看, 今明两年包装纸供给端存在较大压力, 我们预计 2019 年箱板瓦楞纸价格中枢或将下行。

图表121: 箱板纸价格走势 (元/吨)



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

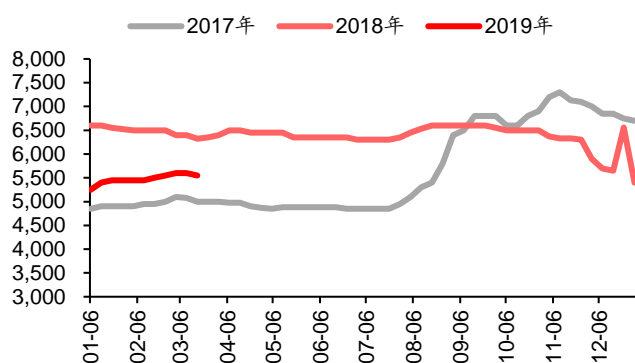
图表122: 瓦楞纸价格走势 (元/吨)



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

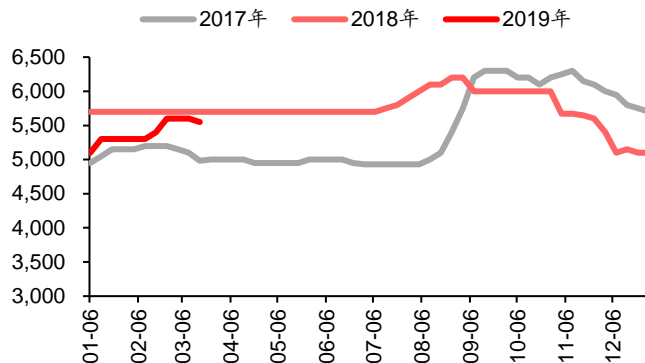
浆纸系方面, 需求偏弱运行、Suzano 停机影响全球木浆供给缩量, 对浆价形成支撑。短期来看, 依托今年以来纸厂库存不高, 叠加华南、华东部分纸厂检修时间较长, 市场供应偏紧, 铜版纸/双胶纸在 4 月传统旺季价格提涨较为顺利。但对比 2018 年, 2018 年 11 月以来木浆价格震荡下跌, 2019 年 1~4 月针叶浆/阔叶浆价格较 2018Q4 均价下降 11%/4%; 对应 2019 年 4 月末铜版纸/双胶纸价格较年初变动约 -0.7%/2.3%, 1~4 月均价较 18Q4 下跌约 12%/9%。向前看, 2019 年仍有木浆产能投放以及阶段性港口木浆库存偏高, 对浆价形成压制, 但考虑到国际纸浆巨头巴西 Suzano 5 月 9 日宣布 2019 年公司商品浆将停产 100~150 万吨左右 (占其商品浆产能 10%左右), 后续供给收缩或将对木浆价格形成一定支撑, 对应木浆系成品纸价格下行压力不大。

图表123: 针叶浆价格走势(元/吨)



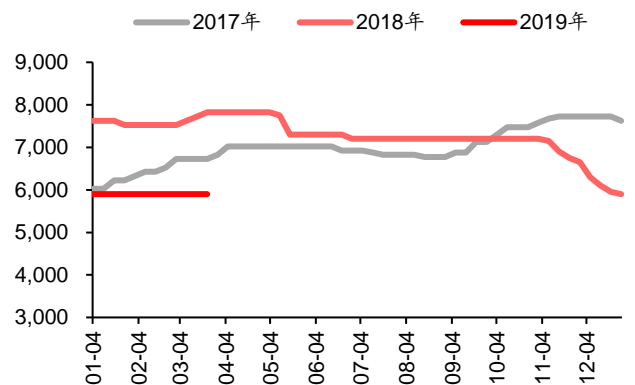
资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表124: 阔叶浆价格走势(元/吨)



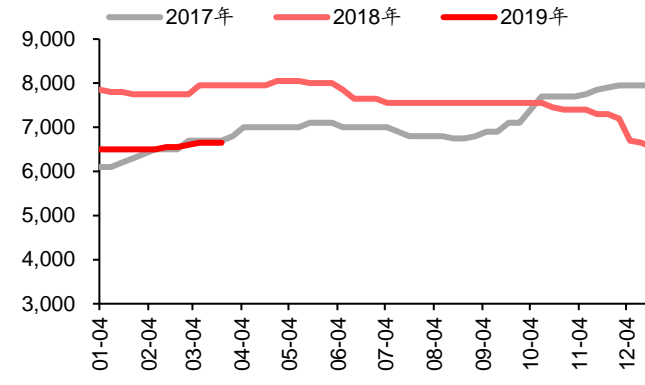
资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表125: 铜版纸价格走势(元/吨)



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

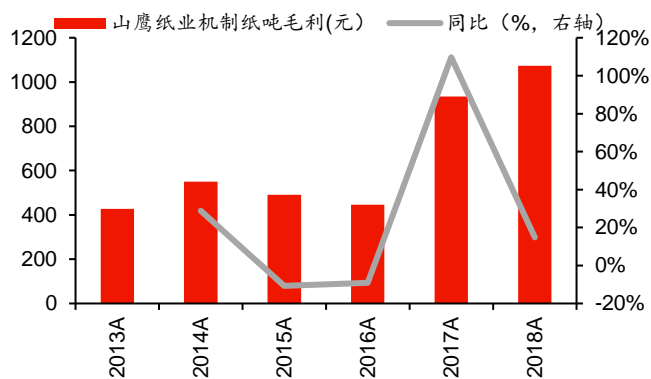
图表126: 双胶纸价格走势(元/吨)



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

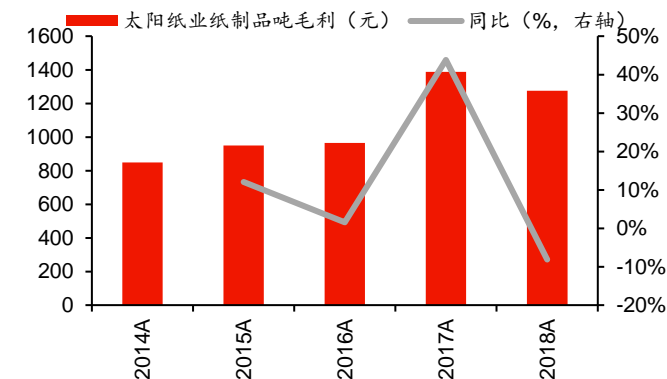
2018年具备较强原材料获取渠道的龙头纸企成品纸吨毛利基本持平。2018年上半年环保持续趋严,落后产能持续出清,原材料、成品纸价格均出现大幅提升,造纸行业利润逐渐向上游原材料端集中具备较强原材料获取渠道、原材料自给能力的企业仍具有一定成本红利。尽管2018年下半年开始纸价持续持续回落,企业盈利空间缩窄,但全年看,晨鸣纸业、山鹰纸业、华泰股份等企业2018年吨毛利同比基本持平,太阳纸业吨毛利下滑约8%。

图表127: 山鹰纸业机制纸吨毛利情况



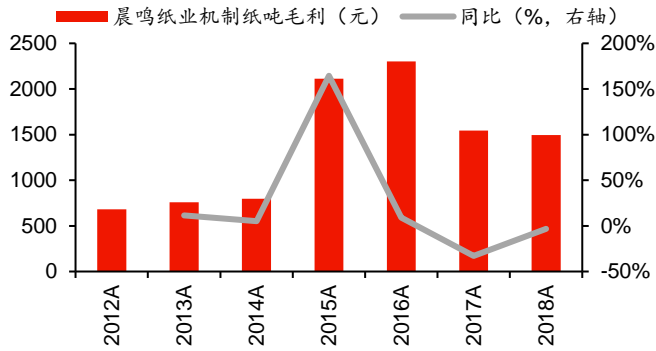
资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表128: 太阳纸业机制纸吨毛利情况



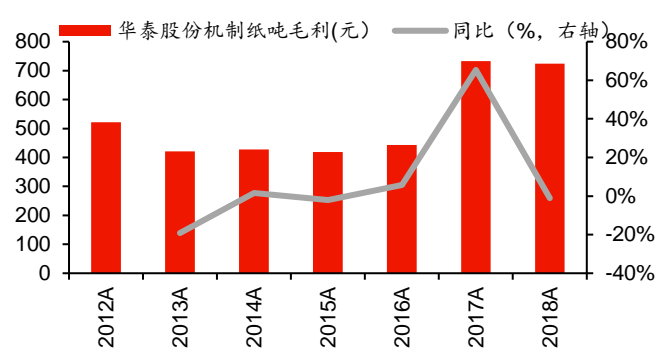
资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表129: 晨鸣纸业机制纸吨毛利情况



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

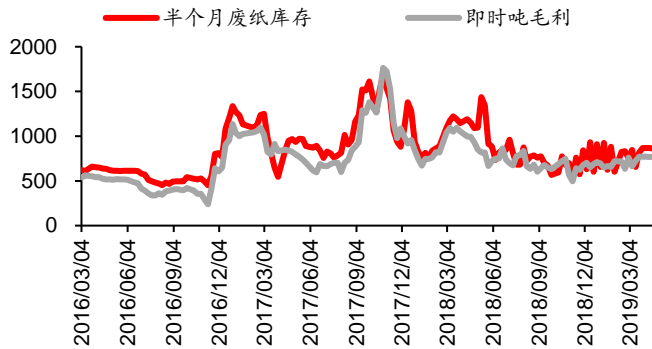
图表130: 华泰股份机制纸吨毛利情况



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

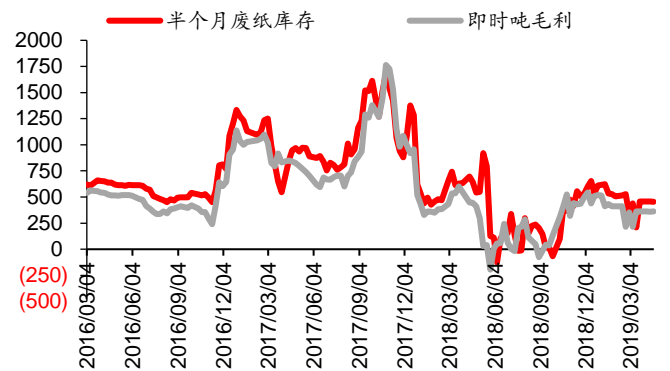
箱板瓦楞纸盈利或将有所缩窄。根据我们的盈利预测模型，箱板瓦楞纸盈利从2018年中开始已经走出了下行趋势，截至2019年4月末，以4:6的外废/内废配比测算的即时吨毛利和半个月废纸库存的吨毛利分别为772元/吨、862元/吨；无外废配比情况下，即时吨毛利和半个月废纸库存的吨毛利分别为363元/吨、454元/吨，较18Q4有所提升，但远低于去年同期水平。考虑到二季度为造纸行业淡季，纸价存在下行压力，后续箱板瓦楞纸盈利或将有所缩窄。

图表131: 箱板纸吨毛利模拟 (半个月库存 vs 即时) (4:6 外废/内废)



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表132: 箱板纸吨毛利模拟 (半个月库存 vs 即时) (无外废)

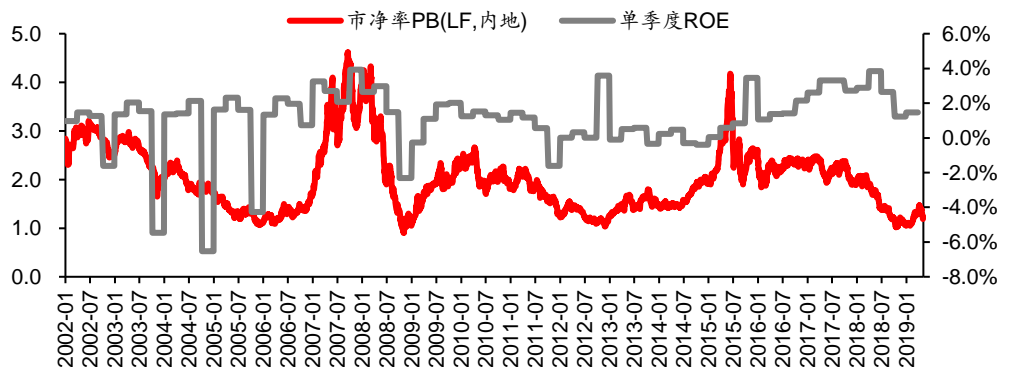


资料来源: Wind, 华泰证券研究所

2018年 ROE 高于 2002 年以来 75% 分位，板块估值处于历史底部区间

ROE 有所下滑，但处于历史较好水平。2018 年下半年造纸行业景气下行，板块盈利有所回落，2018 年/2019Q1 (年化) 造纸板块 ROE 分别为 10.5%/5.9%，但仍处于历史较好水平，2018 年 ROE 高于 2002 年以来 75% 分位，2019Q1 ROE (年化) 略低于 50% 分位。

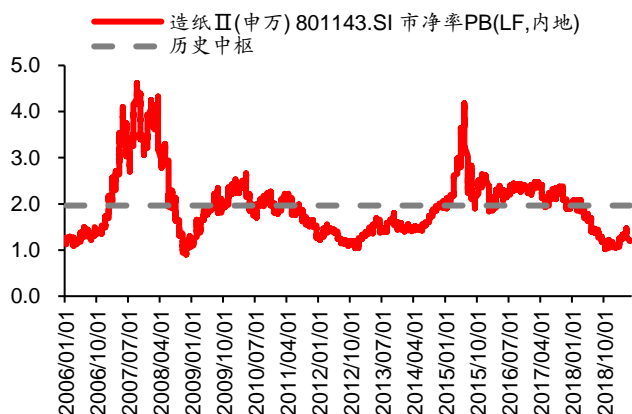
图表133: 2002 年以来造纸板块 PB (lf) -ROE 走势图



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

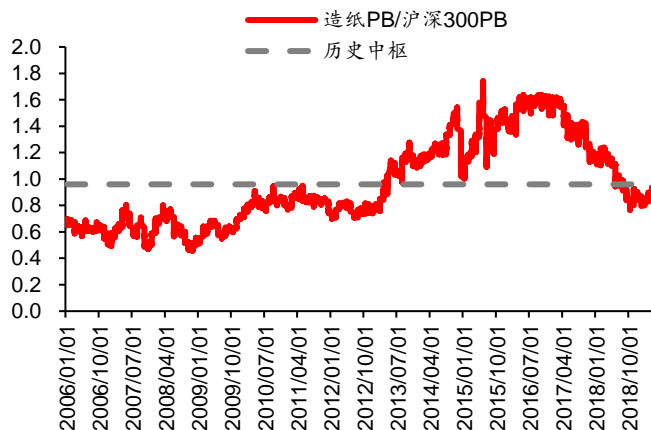
截至2019年5月7日，A股造纸板块PB(If)估值为1.21x，接近2006年以来底部区间。短期看，尽管19Q1的ROE接近行业历史中枢水平，但二季度为造纸行业淡季、纸价与盈利短期仍然承压，从我们模拟的吨毛利数据也可以看到，2016~2017年箱板纸二季度吨毛利环比普遍出现下滑，下滑幅度在20%左右；2018年受外废进口缩量、成本支撑纸价上行影响，二季度吨毛利环比略升。2019年以来造纸下游需求偏弱，我们预计二季度行业淡季，吨盈利仍有进一步收缩的可能性，进而压制板块估值。中期看，年内包装纸新增产能较多，山鹰纸业、玖龙纸业等纸企下半年均有新增产能计划投产，若产能如期释放，行业供需格局仍将承压，预计全年盈利中枢下移。

图表134：造纸板块PB(If)及历史中枢



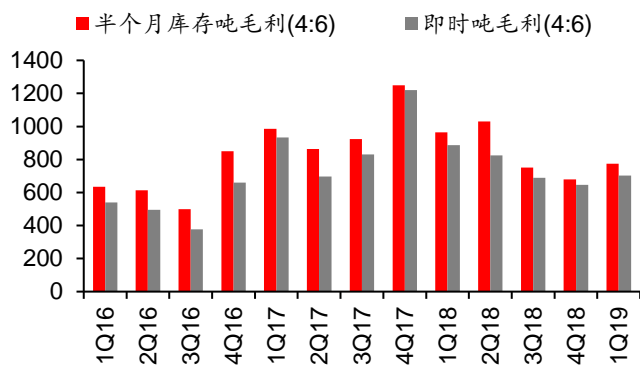
资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表135：造纸板块PB(If)/沪深300PB(If)比值及历史中枢



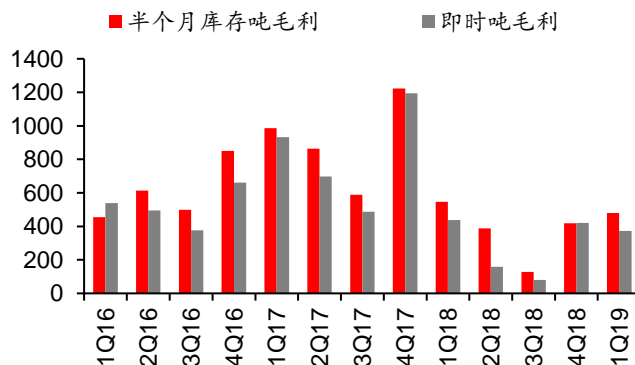
资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表136：箱板纸吨毛利模拟（半个月库存 vs 即时）（4:6 外废/内废）



资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表137：箱板纸吨毛利模拟（半个月库存 vs 即时）（无外废）

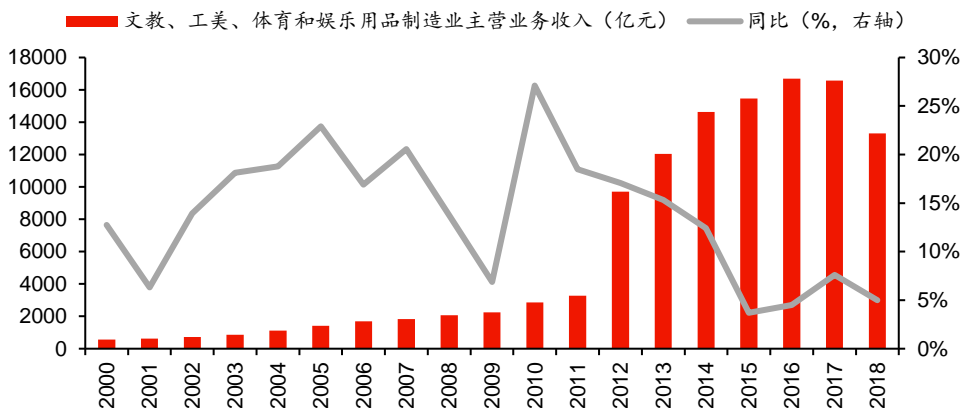


资料来源：Wind，华泰证券研究所

文娱轻工：消费需求稳健，消费升级、政府阳光招标推动文具行业发展

文娱轻工是轻工行业重要细分行业之一，涵盖文化办公用品、体育、娱乐用品等多个子行业，涉及日常消费生活多个领域，2018年我国文教、工美、体育和娱乐用品制造业实现主营业务收入1.33万亿元，同比增长约5%。

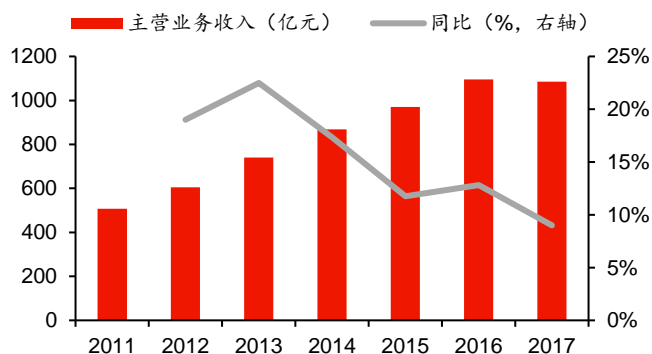
图表138：2000年以来文教、工美、体育和娱乐用品制造业主营业务收入



资料来源：Wind，华泰证券研究所

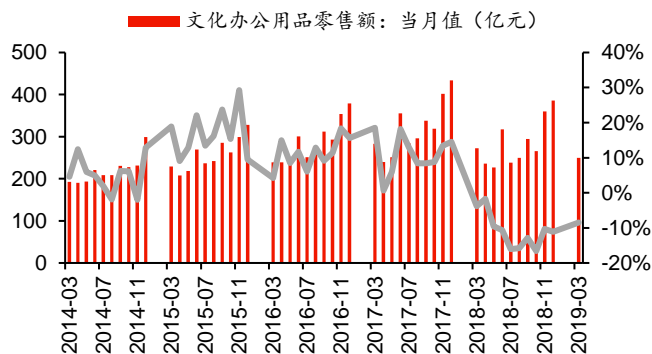
文具行业增长稳定，发展逐步进入成熟期。文具行业是文娱轻工中重要领域，尽管文具产品单价较低，但文具市场规模较大，具有典型“小产品、大市场”的特点，2013年以后文具行业规模以上企业主营业务收入以及文化办公用品零售额增速由此前20%以上增长逐步放缓至10%左右，行业发展逐渐步入成熟阶段。据Wind数据，2017年我国文具行业规模以上企业主营业务收入达到1086亿元，同比增长9%，2013-2017年复合增长率达到12%。零售额方面，2018年受经济增长放缓等因素影响，我国文化办公用品零售额出现自2000年以来首次下滑，全年零售额达到3264亿元，同比下滑约11%，2014-2018年复合增长率6%。从月度数据看，2019年以来文化办公用品零售额跌幅有所收窄。

图表139：文具行业规模以上企业主营业务收入及同比增速



资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表140：我国文化办公用品零售额及同比增速



资料来源：Wind，华泰证券研究所

尽管行业增长略有下滑，但从龙头企业看，主要文具上市企业晨光文具、齐心集团均保持了较高增速，2018年晨光文具营收同比增长34%至85亿元，归母净利润同比增长27%至8亿元；齐心集团营收同比增长33%至42亿元，归母净利润同比增长37%至2亿元。广博股份因前期收购的灵云传媒业绩不及预期、计提商誉减值准备6亿元，营收下滑14%至21亿元，归母净利润下滑706%至-7亿元。

图表141: 主要文具上市企业主营业务收入及同比增速

营业收入 (亿元)	2014A	2015A	2016A	2017A	2018A	2019Q1
晨光文具	30.43	37.49	46.62	63.57	85.35	23.56
YoY	29%	23%	24%	36%	34%	28%
齐心集团	16.33	15.82	28.65	31.82	42.41	10.75
YoY	-3%	-3%	81%	11%	33%	54%
广博股份	9.07	14.57	16.43	23.78	20.48	4.07
YoY	7%	61%	13%	45%	-14%	-13%

资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表142: 主要文具上市企业归母净利润及同比增速

归母净利润 (亿元)	2014A	2015A	2016A	2017A	2018A	2019Q1
晨光文具	3.40	4.23	4.93	6.34	8.07	2.59
YoY	21%	24%	17%	29%	27%	26%
齐心集团	0.29	0.20	1.05	1.40	1.92	0.39
YoY	5%	-32%	432%	34%	37%	31%
广博股份	0.09	0.82	1.19	1.12	(6.77)	0.14
YoY	-45%	787%	45%	-6%	-706%	4%

资料来源: Wind, 华泰证券研究所

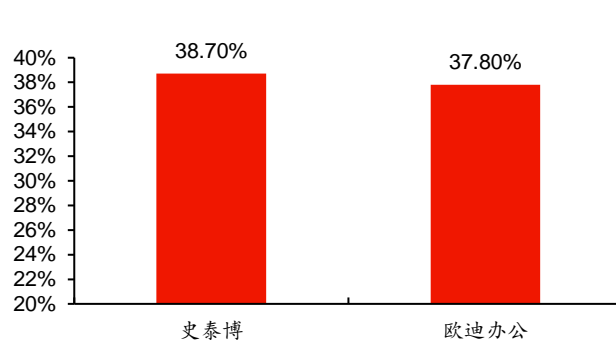
行业集中度低, 对比海外仍有较大提升空间。晨光文具、齐心集团、真彩文具、得力文具等少数文具企业在国内具有较高知名度, 从企业规模看, 2018年晨光文具营收规模达到85亿元, 齐心集团/广博股份2018年营收42/21亿元, 按狭义文具行业行业规模(2017年文具行业规模以上企业主营业务收入1086亿元, 按2013~2017年CAGR12%预计2018年行业规模约1216亿元)计算, 三家上市企业合计市场份额仅为12.2%。相比海外文具龙头史泰博、欧迪办公2015年在美国市场各占38%市场份额相比, 我国文具龙头企业市占率仍有较大提升空间。

图表143: 主要文具企业业务分布



资料来源: 晨光文具招股说明书, 华泰证券研究所

图表144: 2015年海外文具龙头在美国市占率情况



资料来源: CSI Market, 华泰证券研究所

龙头并购加速行业整合。行业龙头近年通过并购等方式进行垂直领域的纵深拓展或者横向整合, 晨光文具相继收购欧迪办公、安硕文教, 重点提升公司在办公文具领域品牌知名度, 加强传统文具综合竞争力; 齐心集团重点布局大数据营销和云视频会议, 进军SaaS领域; 广博股份致力于提供一站式的流量导入、电商经营管理和支付清算服务, 逐步形成产业闭环。龙头并购有望加速行业整合, 推动市场份额向龙头集中。

图表145: 主要上市文具企业收购情况

公司名称	发展方向	时间	股权比例	标的企业	标的企业主营业务
晨光文具	大力发展办公文具和电商销售, 加强线下加盟店布局, 打造文具行业综合服务商。	2017.08.18	100%	欧迪办公	行业领先的办公产品及服务提供商、B2B 电子商务企业, 通过网站、电子商务采购软件、直销、直邮等多种渠道向企业客户提供办公产品与服务。
		2019.03.26	56%	安硕文教用品(上海)	铅笔行业领军企业, 自有品牌 MARCO 在木杆铅笔行业品牌知名度高, 业务覆盖全球 80 余个国家和地区
齐心集团	致力于打造“硬件+软件+服务”的企业级综合办公服务平台。	2015.05.04	100%	杭州麦苗	主要从事互联网营销业务, 客户为中小企业及个体经营者。
		2016.05.07	100%	银澎云计算	核心业务为“云视频会议”SaaS 服务及相关产品, 业务开展依托行业知名的“好视通”品牌。
广博股份	提供一站式的流量导入、电商经营管理、支付清算服务, 形成产业闭环。	2015.05.30	100%	灵云传媒	专业的互联网整合精准营销服务商, 集中国网络广告营销、数字媒体运营、电子商务运行、信息技术研发于一体。
		2016.03.29	10%	泊源科技	主营业务产品主要面向电子商务中小企业, 为其提供电子商务解决方案。
		2016.07.13	26%	汇元通	为客户提供一站式定制化的跨境支付解决方案, 业务已遍及世界领先的电子商务企业、全球知名大学及旅行机构。

资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

C 端消费升级背景下，创意化、个性化产品趋势明显。随着消费理念的逐渐升级，文具已经成为创意及个性传达的重要载体。在满足功能化的基础上，创意化、个性化、时尚化的文具赋予了传统文具以流行元素和文化内涵，大大促进了文具市场的需求。除此之外，在绘画、财务、设计及礼品等领域，对于专业性、品质要求越来越高的消费者不断增加，高端文具的产品需求不断显现，专业画材、高端金属笔等高端文具产品也已成为文具消费的新亮点。

图表146： 创意广告笔之红楼梦卡通圆珠笔



资料来源：创意网，华泰证券研究所

图表147： 木制画板画架套装



资料来源：京东商城，华泰证券研究所

兼具实用性与文化性的文创产品走向大众视野。在国内文具创意化、个性化、高端化消费趋势下，兼具实用性与文化性的文创产品逐渐走向大众视野，各大博物馆、书店、文具品牌纷纷加大在中高端文创产品领域的布局。以晨光文具为例，公司 2016 年以来不断加大文创产品开发力度，将产品与内容相结合，与海贼王、果壳网、时尚芭莎等合作推出精装本册、手账本、日历等文创产品，借助带有社群效应的 IP 引流，增强客户黏性。

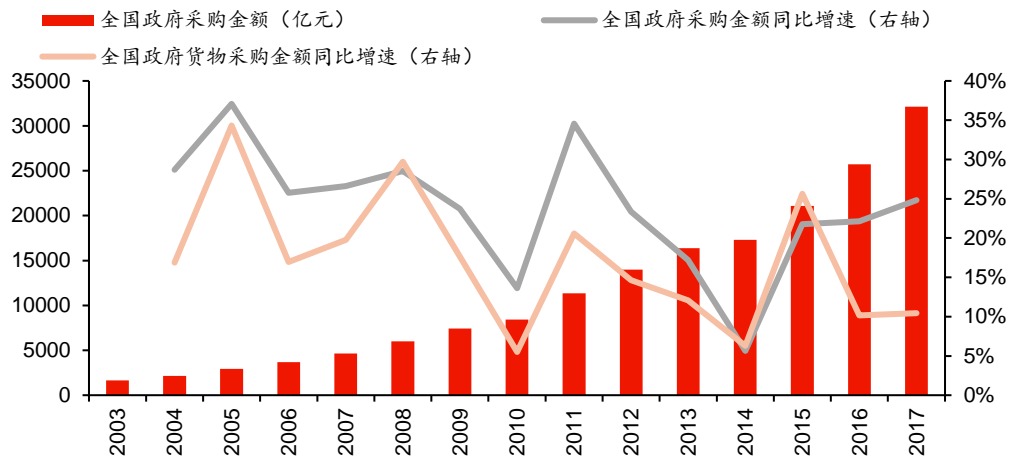
图表148： 晨光文具等积极布局中高端文创产品



资料来源：天猫晨光文具旗舰店，华泰证券研究所

B 端政府阳光采购推进，行业迎来新发展。2003 年以来我国政府采购规模持续快速增长，2017 年全国政府采购金额总量达到 3.2 万亿元，同比增长 25%，其中货物采购金额达到 7996 亿元，同比增长 10%。2016 年 6 月国务院办公厅发布《关于成立政府购买服务改革工作领导小组》的通知，为加快推进政府购买服务改革，国务院决定成立政府购买服务改革工作领导小组，此后《中央预算单位 2017—2018 年政府集中采购目录及标准》、《国有金融企业集中采购管理暂行规定》等相关政策逐步颁布实施，政府及大型央企阳光采购的持续推进成为近年国内办公文具市场快速发展的重要驱动力，具备较强品牌力、大宗服务能力的文具企业有望受益。

图表149： 全国政府采购金额及同比增速



资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表150： 政府阳光采购相关政策

时间	颁布主体	主要内容
2016年6月	国务院办公厅	为加快推进政府购买服务改革，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、各部门制定改革方案、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。
2016年12月	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。
2017年7月	财政部	发布修订后的《政府采购货物和服务招标投标管理办法》，对招标、投标、开标、评标、中标及合同等各个环节作出具体规定。
2018年2月	财政部	印发《国有金融企业集中采购管理暂行规定》，规范国有金融企业集中采购行为，加强对采购支出的管理，提高采购资金的使用效益。
2018年5月	财政部	为深入落实“放管服”改革要求，依法加强政府采购监督管理，规范政府采购代理机构执业行为，财政部决定从2018年7月至11月组织开展全国政府采购代理机构监督检查工作，检查涵盖政府采购活动的全过程，主要包括委托代理、文件编制、进口核准、方式变更、信息公告、评审过程、中标成交、保证金、合同管理、质疑答复等10个环节。

资料来源：中国政府采购网，政府官网，华泰证券研究所

重点推荐

合兴包装：盈利有望持续释放弹性，现金流步入改善通道

传统制造业务稳健增长，纸价下跌贡献盈利弹性。按照量价拆分，我们预计过去五年公司销量增速的均值为 16%+，上游供给侧改革以及环保倒逼小产能退出，我们预计 2019~2020 年公司纸箱、纸板销量仍能维持稳健增长。盈利方面，我们测算了原纸涨价周期以及跌价周期中，原材料价格到下游包装产品价格的传导分别为 91%和 64%，纸包装毛利率整体呈现逆周期属性，2019~2020 年包装纸有新增产能冲击，纸价中枢有下行压力，纸价下跌有望释放公司业绩弹性。

PSCP 平台轻资产运营，现金流有望稳步向上。PSCP 平台的核心在于解决中游行业的账期错配：PSCP 平台轻资产运营的模式带动 2018 年 ROE 同比显著提升。此外，我们预计 2018 年下半年平台已经实现盈利，未来有望持续贡献盈利弹性。现金流方面，拆分收现比数据，2018 年二季度开始公司收现比开始提升，带动 2018 年现金流同比改善，收现比的提升反映整体收入规模扩容后对下游议价能力的提升。从全局现金流来看，根据拆解的 2018 年收现比提升、营运指标效率提升以及产业链层面上游造纸行业景气见顶回调，我们预计公司有望凭借 PSCP 放量后营运效率的提升以及上下游支付模式的调整带动现金流步入新一轮的向上周期。

收购合众创业，产品客户有望双协同。合众创业包装业务产能布局聚焦一二线城市，客户覆盖面更广，有望从生产及市场角度与合兴形成协同。从盈利能力和营运能力来看，2016~2017 年合众创业通过降本控费实现了净利率的大幅改善；对比 2018 年数据来看，1)合众创业费用率较合兴来看仍有压缩空间，2)合众创业周转率指标小幅好于合兴包装，两者体系融合均有望正面促进。

帝欧家居：工装优势显著，高增长有望延续

精装修持续推进，帝欧家居有望受益于工装放量。随着精装政策落地，2018 年精装房渗透率同比快速提升 13pct 至 28%（奥维云网数据），龙头房企精装交付比例提高+地产集中度快速提高有望带动精装修交付比例加速提升，从而有望带动家居工装渠道放量。

工装业务快速发展，欧神诺 2018 年营收同比增长 53.4%。2018 年帝欧家居并表欧神诺，实现营收 43.08 亿元，同比增长 707%；实现归母净利润 3.81 亿元，同比增长 598%。受益于工装业务的快速发展，欧神诺 2018 年收入同比增长 53.4%至 36.81 亿元，其中第一大客户碧桂园收入达到 20.4 亿元。公司发挥工装大批量订单带来的规模效应，成本优势增强，毛利率同比提升 0.9pct 至 35.8%，净利率（未扣除合并摊销费用口径）同比提升 0.5pct 至 9.7%。2019 年公司在继续保持与碧桂园等存量客户份合作份额持续增长的基础上，还将积极推进与雅居乐、荣盛、富力等龙头房企的合作，零售端加速县市渠道下沉与城市社区店布局，高增长有望延续。

卫浴主业稳健增长，发挥协同效应拓展工程渠道。2018 年帝王洁具卫浴产品营收同比增长 13.4%至 4.79 亿元，其中销量同比增长 11.3%，均价同比上涨 2%至 1080 元/套，毛利率同比下滑 0.8pct 至 33.7%；亚克力板业务营收同比增长 33.3%至 1.45 亿元，其中销量及均价同比分别增长 8.4%，受益于主要原材料 MMA 价格下行，毛利率同比提升 0.7pct 至 15.4%。2019 年卫浴主业将在巩固零售渠道优势的基础上，借助欧神诺在工装业务的渠道优势及管理经验积极拓展卫浴产品工装业务，成为营收新增长点，两大主业协同发展可期。

扩充自有产能，奠定长期增长基础。欧神诺在广东佛山、江西景德镇、广西藤县均设有生产基地，目前公司在广西藤县高端智能化生产线建设一期项目、景德镇产能扩充升级项目已顺利投产使用，我们预计公司 2019 年产能规模有望达到 5700 万方。随着公司产能逐步释放，前期产能瓶颈问题有望得到缓和，同时有望形成规模效应、提高生产优势，进一步提升公司盈利能力。

晨光文具：文具龙头稳健成长，办公业务高速增长

传统业务稳步发展，办公业务如期高增长。分产品看，书写工具实现收入 19.46 亿元，同比增长 8.8%；学生文具实现收入 18.58 亿元，同比增长 13.8%；公司顺利入围众多政府、央企及金融企业采购项目，办公业务同比增长 62.8%至 46.13 亿元，其中晨光科力普实现营收 25.86 亿元，同比增长 106.0%；书写工具/学生文具/办公文具毛利率同比提升 0.48/1.89/0.09pct 至 34.8%/33.5%/19.0%。受办公文具业务占比提升影响，2018 年综合毛利率同比下降 0.8pct 至 25.8%；期间费用率同比下滑 0.1pct 至 14.9%。现金流持续向好，经营性净现金流同比增长 15.4%至 8.3 亿元；应收账款同比增长 73%主要系科力普业务高速增长所致。

加速发展零售大店，晨光生活馆营收同比增长 49%。公司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，截至 2018 年末公司零售大店数量达到 255 家，其中晨光生活馆运营效率持续提升，年内亏损显著减少；九木杂物社自 18Q3 开始开放加盟，迅速进驻全国 32 个城市。2018 年晨光生活馆（含九木杂物社）实现营收 3.1 亿元，同比增长 49%，后续在零售大店快速布局下，渠道与产品结构有望实现进一步升级。

收购上海安硕，做大做强学生文具主业。公司以现金 1.932 亿元收购安硕文教用品（上海）股份有限公司 56%股权，按标的公司净资产账面价值/评估价值计算，收购 PB 对应为 2.2/1.0x。上海安硕在铅笔行业竞争优势强，自有品牌 MARCO 在木杆铅笔行业品牌知名度高，业务覆盖全球 80 余个国家和地区，2018 年前三季度实现收入 3.9 亿元，受产能利用率不足、毛利率下降影响净利润亏损 0.6 亿元。此次收购顺利完成，将丰富晨光产品线、提升公司在铅笔领域竞争地位，同时渠道协同有望提高晨光内销渠道效率、带动晨光产品外销的发展。

中顺洁柔：产品结构持续优化，盈利弹性有望释放

产品结构持续优化，盈利弹性有望显现。2018 年公司生活用纸营收同比增长 23%至 55.8 亿元，其中销量同比增长 22.3%至 6891 万箱。随着高端、高毛利产品新棉初白、Face、Lotion 和自然木等重点品的销售力度加大，产品结构持续优化，18 年 Face、Lotion 和自然木收入占比达到 60%以上。盈利方面，18Q1/Q2/Q3/Q4 单季毛利率分别为 39%/34%/33%/31%，18Q4 毛利率下滑主要受库存高价浆影响。随着主要原材料木浆价格自 2018 年 11 月以来持续回落（据 Wind 数据，针叶浆、阔叶浆 19Q1 均价较 18Q4 下跌 11%、2%），我们预计盈利弹性有望在 2019Q1 之后逐渐显现。

四大渠道全面发力，新增产能提升区域供应能力。公司通过三年渠道建设，在 KA/GT/AFH/EC 四大渠道全面发力，目前产品已覆盖线下 1790 余个县市区，2019 年公司将进一步加速在空白县市进行网点布局，完善经销商网络；线上加大在天猫、淘宝、京东等电商平台的投入，电商平台收入高增长。2018 年公司唐山扩建项目、云浮中顺二期项目顺利完成，我们预计公司 2018 年生活用纸产能达到 66 万吨，后续随着湖北、唐山新增产能进一步释放，有望进一步提升公司区域供应能力。

欧派家居：整装大家居落地，多品类全渠道共成长

卫浴木门高速增长，各渠道毛利率同比均有显著提升。2018 年橱柜/衣柜/卫浴/木门营收分别为 57.7/41.5/4.5/4.7 亿元，同比分别增长 8%/25.9%/49.5%/ 47.7%。分渠道看，2018 年直营渠道实现收入 3.0 亿元，同比增长 17%，毛利率同比提升 1.4pct 至 60.5%；经销渠道实现收入 92.5 亿元，同比增长 15%，毛利率同比提升 3.8pct 至 35.7%；大宗业务维持较高增速，同比增长 47%至 14.2 亿元，毛利率同比提升 1.5pct 至 49.5%。2018 年欧铂丽事业线完成代理商全面转换，全年实现收入 4.62 亿元，同比增长 32%，毛利率同比下滑 3.8pct 至 26.9%。

渠道布局进一步完善，整装大家居落地。2018年公司橱/衣/卫/木门/欧珀丽专卖店分别净增126/271/116/191/96家，门店总数增加800家至6708家门店。2018年公司率先提出“整装赋能”的新商业模式，与当地头部家装公司强强合作，抢占前端流量入口，目前在宜宾与长沙成功经营基础上，整装大家居门店已快速推广至全国22个城市，18年橱柜业务整装接单规模达3.5亿元，随着后续与整装企业合作逐步推进，整装业务有望成为公司未来3-5年的增长主引擎之一。

抢份额、增单值，聚焦产品和服务质量的突破性提升。加强终端营销与品牌塑造，在户外广告同时探索抖音等新宣传方式，推出的《喊你回家》等短片投放效果良好，18年销售费用率同比提升0.4pct至10.2%；加强产品体系研发整合力度，提升产品与服务竞争力，研发费用率同比增长2.7pct至5.5%。2019年公司仍将发挥全渠道、多品类优势，加强渠道与品类融合，做大客户单值、快速抢占市场份额。

尚品宅配：多业态布局抢占流量入口，整装云战略持续推进

加速产品更新迭代，配套家居延续高增长。2018年定制家具业务营收同比增长17%至50.2亿元，其中橱柜/衣柜/系统柜收入同比增长26%/19%/15%；完成大配套、新配套、微商城三足鼎立的战略布局，配套家居业务营收同比增长43%至11.2亿元；O2O引流服务/软件及技术服务营收同比变动+42%/-17%至1.5/0.8亿元；新增整装业务收入1.9亿元。受毛利率较低的配套家居和整装业务占比提升影响，毛利率同比下滑1.4pct至43.7%；直营门店快速拓展、广告及运输等费用增加使得销售费用率同比增长1.7pct至29.5%，管理+研发费用率同比下滑1.8pct主要系当期研发项目投入达到资本化要求所致。

加盟渠道扩张加速，持续创新O2O营销模式。持续探索家居新零售模式，2018年直营门店净增16家至101家，直营收入同比增长13%至23亿元。放开自营城市加盟、加盟店净增543家至2120家，其中购物中心加盟店净增152家至975家，自营城市加盟店数量达78家。深化线上平台运营能力，视频粉丝突破7000万，18年尚品宅配/维意定制线上成交达到9.0/3.5亿元。受益于全渠道拓展，公司18年客户数同比增长15%至42.2万户，平均客单价同比增长6%至14542元。

加强软件技术研发，整装云全国布局快速推进。2018年推出智能设计平台（包括光速云渲染、AI云设计、灵感柜平台、整装销售设计系统等功能）、智能生产平台（智能排产、拆单、整装供应链管理）等，持续提升公司核心竞争力。发力整装云平台会员招募，截至2018年末会员数量已超过1200家，较18年三季度末增加500余家；全年自营整装工地交付数达849个，基于自营整装落地经验，平台在施工工艺优化、工地管理等方面都提供了更完备的系统支持，帮助会员提高经营效率。

劲嘉股份：大包装持续推进，新型烟草布局加速

卷烟产销回暖支撑烟标主业稳步发展。2018年公司烟标营收同比增长8.1%至25.7亿元，其中销量同比增长8%至353万大箱，随着2019年卷烟产销逐步回暖，烟标主业有望维持稳步增长。根据国家统计局数据，2019年一季度烟草产量同比增长7.8%，增速较去年同期提升约2.3pct，我们预计劲嘉股份2019Q1烟标业务收入增速在2018年全年8.1%增速基础上略有提升。

大包装持续推进，彩盒高增长延续。彩盒方面，精品烟盒拓展顺利，3C领域获得包括英美烟草、菲莫国际等在内知名企业新型烟草彩盒包装供应商资格，酒包携手“五粮液”、“劲酒”等白酒客户，18年彩盒营收同比增长67.1%至4.5亿元，占营收比重同比提升4.1pct至13.2%。我们预计彩盒业务仍将维持高增速，同时随着彩盒产能利用率逐步提升，毛利率仍有进一步上行空间。

积极培育新型烟草产业，携手合作伙伴共同发展。公司积极布局新型烟草产业，目前已与云南、上海、河南等中烟公司开展合作，并形成了一定专利技术积累，截至2018年10月公司已获得低温不燃烧领域有效专利总数40项。未来公司仍将不断加大自主研发力度，

继续配合中烟公司等客户进行新型烟草制品的产品研发，做好相关技术预研与产品储备；进一步深化与云南中烟的战略合作，推进双方品牌及联合品牌产品的生产及销售；依靠因味科技各股东方的综合优势，在符合当地相关政策的前提下，争取推出具有市场影响力的新型烟草器具制品，并实现良好的销售，培育公司利润新增长点。

索菲亚：渠道加速拓展，橱柜业务持续实现单月盈利

衣柜业务增速放缓，橱柜业务扭亏为盈。分品类看，2018年公司定制衣柜及配件业务实现收入60.6亿元，同比增长17.5%，其中经销收入同比增长14%至53.5亿元，直营收入同比增长5%至1.9亿元，大宗业务同比增长105%至4.8亿元；橱柜业务扭亏为盈，2018年实现营收7.1亿元，同比增长20%；加快木门业务布局，木门营收同比增长80%至1.6亿元。毛利率方面，在地产景气度下行、行业竞争加剧环境下，公司加大促销力度、下调部分产品出厂价，销售毛利率同比下滑0.6pct至37.5%，其中18Q4单季度毛利率环比下降1.3pct至36.9%。

加大经销商支持力度，销售费用率提升。索菲亚加大经销商支持力度、延长促销活动时间，导致2018年销售费用率同比提升1.2pct至9.6%；研发投入增加使得管理+研发费用率同比提升0.5pct至10.4%；衣柜大宗业务快速发展，形成的应收票据进行贴现和保理的操作导致财务费用有所增加，财务费用率提升0.1pct至0.3%。经营性现金流净额同比下降12%主要系大宗业务占比提升，应收账款增加所致。

渠道下沉+旧店改造增强终端竞争力，“大家居”融合持续推进。2018年公司定制衣柜/橱柜门店净增至310/102家至2510/822家，米兰纳/华鹤木门门店分别达到128/160家，2019年公司计划加快旧有店面整改、加密原有城市店面布局、下沉营销网络至四五线城市，2019年衣柜/橱柜/木门店新开店目标分别为300/100/100家。此外，公司自2017年底开始鼓励经销商开设全品类的千平米大店，截至2018年底大家居门店净增78家至98家，公司计划2019年新拓展150家大家居门店，进一步加强各品类融合。

顾家家居：软体大家居扬帆起航，内生外延共助成长

内生外延共助成长，外销实现高增长。大家居布局进一步完善，2018年沙发/床类/配套产品/餐椅/信息技术服务/定制家具/红木家具营收同比增长39%/28%/32%/21%/91%/146%/40%至51.4/11.3/12.9/3.2/3.3/2.1/1.6亿元。年内公司收购的Rolf Benz、Natuzzi、班尔奇、玺堡家居等公司相继并表，并表收入合计约9.2亿元，公司内生收入同比增长约24%至82.5亿元。分区域看，外销国家战略与大客户战略效果显著，2018年境外收入同比增长56.7%至35.0亿元，占营收比重同比提升4.5pct至38%。

TDI价格下行有望带动盈利持续回升，期间费用率同比有所下降。综合毛利率同比下滑0.9pct至36.4%，原材料TDI价格自18年下半年已开始逐步回落，据Wind数据，18年下半年TDI现货均价较18H1下滑28%，公司沙发品类18H2毛利率较18H1提升3.6pct至36.4%。我们认为TDI产能扩张背景下TDI价格仍将延续下行走势，19Q1TDI均价较18H2下滑约43%，公司盈利有望进一步回升。期间费用率同比下降0.8pct至24.8%，销售/管理+研发/财务费用同比分别变动-1.5/+1.1/-0.4pct，管理+研发费用率上行主要系股权激励分摊费用较多、加大培训及研发投入所致。经营性现金流净额同比减少12%，主要系加大采购支出、研发投入所致。

门店快速扩张，渠道布局日趋多元化。2018年自主品牌直营店/经销店分别净增19/937家至207/4015家，下属其他品牌门店净增185家至1854家。公司加强渠道多元化布局，一方面强化与传统家具卖场的紧密联系、紧跟传统家具卖场开店规划，另一方面，结构上向大店、旗舰店、融合店倾斜，并已入驻百货店、尝试与苏宁零售云合作，此外还与恒大、万科等地产商合作拓展样板间销售模式，多元化渠道布局效果有望逐步显现。

太阳纸业：新增产能顺利投产，奠定长期发展基础

纸/浆业务量价齐升，铜版纸营收下滑。2018年造纸业务实现营收158.8亿元，同比增长12.2%，销售量/吨单价同比增长6.5%/5.4%，其中文化纸/牛皮箱板纸/生活用纸/淋膜原纸营收分别为72.1/26.4/8.2/8.8亿元，同比增长22.2%/10.4%/13.4%/26.7%，铜版纸营收下滑10.2%至39.9亿元，新增瓦楞纸实现营收3.4亿元。制浆方面，化机浆/溶解浆分别实现营收15.7/31.7亿元，同比增长32.1%/17.5%，化学浆实现营收2.3亿元，制浆业务合计实现营收49.7亿元，同比增长27.9%，销售量/吨单价同比增长27.2%/0.6%。此外，电及蒸汽板块实现营收7.9亿元，同比增长8.8%；石灰板块实现营收289.5万元。

盈利有所承压，经营性现金流持续向好，负债结构有所改善。受2018年下半年需求疲软、行业景气下行影响，成品纸盈利普遍走弱，除淋膜原纸外各造纸产品毛利率同比均有所下滑，综合毛利率同比下滑2.6pct至23.5%。期间费用率同比增长0.9pct至10.5%，其中销售/管理+研发/财务费用率同比分别变化-0.1/+0.7/+0.3pct至3.4%/3.8%/3.3%，管理费用率提升主要系股权激励摊销费用增加所致。经营性净现金流44.8亿元，同比增长16.2%；资产负债率为57.2%，同比下降1.2pct，负债结构有所改善。

新增产能顺利投产，奠定长期发展基础。2018年公司本部20万吨高档特种纸项目、邹城80万吨高档板纸改建及其配套工程项目均顺利竣工达产，10万吨木屑浆生产线和40万吨半化学浆生产线也已顺利投产，公司预计20万吨本色高得率生物质纤维项目有望于19年下半年投产，带动公司原料自给率稳步提升。此外，老挝“林浆纸一体化”项目建设稳步推进，为公司的原料自给和可持续发展提供保障。

山鹰纸业：并购加强海外布局，巩固成本优势

造纸业务量价齐升，包装板块稳步增长。分业务看，2018年公司造纸业务实现营收185.94亿元，同比增长48%；全年实现销量461万吨，同比增长30%，均价同比提升13.5%至4037元/吨；掌握外废收购渠道、成本优势凸显，造纸吨毛利同比提升14.8%至1073元，毛利率同比提升0.3pct至26.6%。2018年包装业务实现收入43.69亿元，同比增长20%；其中销量同比增长4%，均价同比增长15%至3.6元/平米；毛利率同比下滑2pct至13%，单位毛利为0.47元/平米，同比基本持平。再生纤维业务实现收入10.54亿元，同比增长26%，毛利率同比下滑2pct至3.2%。

研发费用率提升带动期间费用率上行，多起并购形成较大金额商誉。2018年公司综合毛利率为23.1%，同比基本持平；18Q1/Q2/Q3/Q4单季度毛利率分别为21%/25%/20%/25%，Q3毛利率下滑主要系成品纸价格回调、外废到港受限使得固废使用比例提升所致。2018年期间费用率同比提升1.8pct至12.9%，主要系研发费用率大幅提升，销售/管理/研发/财务费用率分别为4.0%/3.5%/2.4%/3.0%。经营性净现金流32.5亿元，同比增长16.8%；收购北欧纸业、联盛纸业100%股权，截至2018年末商誉总额33.3亿元，占资产总额比重达到9.3%。

全产业链布局巩固成本优势，产能增长支撑长期发展。公司积极布局海外原料，收购美国凤凰纸业、荷兰WPT公司，进一步提升外废掌控能力，在外废紧缩情况下稳定废纸采购量与采购价格。2018年公司拥有原纸产能460万吨、包装纸产能12亿平米，公司预计2019年华中造纸基地一二期项目完工后原纸年产能有望升至600万吨，产能释放支撑公司长期稳步发展。

图表151: 重点公司一览表

公司名称	公司代码	评级	05月10日 收盘价(元)	EPS(元)				P/E(倍)			
				2018	2019E	2020E	2021E	2018	2019E	2020E	2021E
合兴包装	002228.SZ	买入	5.08	0.20	0.32	0.41	0.50	25.40	15.88	12.39	10.16
帝欧家居	002798.SZ	买入	20.26	0.99	1.28	1.70	2.27	20.46	15.83	11.92	8.93
晨光文具	603899.SH	增持	36.62	0.88	1.08	1.33	1.62	41.61	33.91	27.53	22.60
中顺洁柔	002511.SZ	增持	9.89	0.31	0.40	0.49	0.63	31.90	24.73	20.18	15.70
欧派家居	603833.SH	增持	109.95	3.74	4.57	5.36	6.18	29.40	24.06	20.51	17.79
尚品宅配	300616.SZ	增持	86.76	2.40	3.00	3.56	4.22	36.15	28.92	24.37	20.56
劲嘉股份	002191.SZ	增持	13.18	0.50	0.60	0.72	0.85	26.36	21.97	18.31	15.51
索菲亚	002572.SZ	增持	21.63	1.04	1.17	1.31	1.52	20.80	18.49	16.51	14.23
顾家家居	603816.SH	买入	46.70	2.30	2.96	3.70	4.57	20.30	15.78	12.62	10.22
太阳纸业	002078.SZ	增持	6.72	0.86	0.79	0.89	0.97	7.81	8.51	7.55	6.93
山鹰纸业	600567.SH	增持	3.51	0.70	0.64	0.72	0.83	5.01	5.48	4.88	4.23

资料来源: Wind, 华泰证券研究所

风险提示

地产销售不及预期: 家用轻工属于地产后周期消费品种, 家居企业经营情况与地产行业景气度密切相关, 若地产销售增速低于预期, 家居企业经营压力或将进一步增大, 企业收入与利润增速或进一步承压。

下游需求不及预期: 包装产品需求与下游食品饮料、电子等行业景气度密切相关, 若下游需求不及预期将影响到包装企业订单量, 进而影响到企业收入增长速度。

纸价大幅波动风险: 纸价高低将会影响到造纸企业收入与盈利, 同时成品纸作为纸包装的重要原材料, 纸价高低也将影响到包装企业盈利空间, 若纸价出现大幅波动将会对造纸、纸包装企业经营产生较大影响。

烟草行业政策风险: 烟标业务受下游烟草行业需求影响显著, 若国家加强控烟政策, 将影响到烟草产品需求量, 进而影响到企业营收增速。

免责声明

本报告仅供华泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或征价。该等观点、建议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，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。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。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。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头寸并进行交易，也可能为之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。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独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许范围内使用，并注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权力。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。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：91320000704041011J。

全资子公司华泰金融控股（香港）有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格，经营许可证编号为：A0K809

©版权所有 2019 年华泰证券股份有限公司

评级说明

行业评级体系

一 报告发布日后的 6 个月内的行业涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

一 投资建议的评级标准

增持行业股票指数超越基准

中性行业股票指数基本与基准持平

减持行业股票指数明显弱于基准

公司评级体系

一 报告发布日后的 6 个月内的公司涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

一 投资建议的评级标准

买入股价超越基准 20% 以上

增持股价超越基准 5%-20%

中性股价相对基准波动在 -5%~5% 之间

减持股价弱于基准 5%-20%

卖出股价弱于基准 20% 以上

华泰证券研究

南京

南京市建邺区江东中路 228 号华泰证券广场 1 号楼/邮政编码：210019

电话：86 25 83389999/传真：86 25 83387521

电子邮件：ht-rd@htsc.com

深圳

深圳市福田区益田路 5999 号基金大厦 10 楼/邮政编码：518017

电话：86 755 82493932/传真：86 755 82492062

电子邮件：ht-rd@htsc.com

北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同 28 号太平洋保险大厦 A 座 18 层
 邮政编码：100032

电话：86 10 63211166/传真：86 10 63211275

电子邮件：ht-rd@htsc.com

上海

上海市浦东新区东方路 18 号保利广场 E 栋 23 楼/邮政编码：200120

电话：86 21 28972098/传真：86 21 28972068

电子邮件：ht-rd@htsc.com