

## 轻工制造行业

### 定制倒春寒后迎盛夏，全装链条确定性更高

#### 核心观点：

● **近期行业观点：销售加速提估值，交房回暖涨预期，全装链条更确定**

关注 2019 年销售加速提估值与 2017 年异同，关键点在三四线销售是否能回暖，2019-2020 年交付面积增速有望回暖提升定制家具增速预期，全装修链条确认时点靠前具备渗透率提升逻辑，受政策催化弹性更大（木门，橱柜，卫浴，地板相关标的）；包装龙头 PSCP 模式运营质量改善现金流好转，成长逻辑持续兑现；造纸静候港口库存浆逐步消化，Q1 可能是年内低点，宽松周期下 PB 有望开启重估。

● **本周主题：定制倒春寒后迎盛夏，全装链条确定性更高**

家具投资中，地产销售决定行业估值，交付决定行业收入增速，竞争格局决定利润率预期，公司运营决定业绩与估值相比基准的差异。定制家居标的有望分享 EPS 成长，三四线地产回暖持续性决定估值向上波动是否可类比 2017 年，2019-2020 年预测实际竣工增速在 5-10%，行业龙头 2020-2021 年收入增速中枢预期有望至 20-25%，估值中枢有望稳定，2019 年内行业龙头收入改善拐点预计在 Q3-Q4，全年预期 15-20%，谨防上半年倒春寒；全装链条确定性更高，订单确认早于零售至少 1 年，更早受益竣工交付改善，全装修渗透率快速提升，中期内竞争格局稳定看重历史中标，资本市场悲观估值预期有望随收入增速具备持续性而修复。

● **行业数据更新**

**家居：**本周（3.25-3.29）上游原材料中，五金材料价格周度微涨；新房成交面积周环比提升 15.5%，其中一线城市新房成交量环比上升 14%，二线城市环比上升 17%，三线城市环比上升 14%。二手房成交量环比上升 14%，其中一线城市环比上升 10%，二三线城市环比上升 15%。A 股家具公司中，索菲亚、尚品宅配、顾家家居 P/E 近期大幅回升。

**造纸：**本周（3.25-3.29）包装纸价格弱势下行，文化纸稳中探涨。瓦楞及箱板纸市场呈疲软下滑走势，文化纸逐步进入上半年需求旺季，规模纸厂积极推进涨价函。国废价格随纸价回落，新一轮外废批文还迟迟没有下发，外废市场延续弱势震荡格局，木浆港口库存高位压制浆价上涨弹性。

**包装及文娱：**纸包装部分原材料价格有所下降，2019 年 1-2 月白酒、啤酒产量同比下滑趋势有所改善，卷烟产量同比由负转正。从价格周环比看，瓦楞纸 3416.25 元/吨，环比下跌 3.02%；箱板纸 4262.50 元/吨，环比下跌 2.29%。2019 年 1-2 月，烟草累计产量 4969 亿支，同比增长 8.24%。

● **风险提示**

数据存在滞后；地产持续低迷，家居竞争更激烈；造纸需求下滑超预期，供给大量释放；包装成本下滑中小企业复苏，经济下行外包量减少。

#### 行业评级

买入

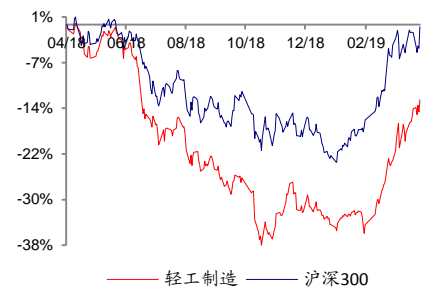
前次评级

买入

报告日期

2019-03-31

#### 相对市场表现



#### 分析师：

赵中平



SAC 执证号：S0260516070005



SFC CE No. BND271



0755-23953620



zhaozhongping@gf.com.cn

#### 分析师：

汪达



SAC 执证号：S0260517120005



010-59136610



wangda@gf.com.cn

请注意，汪达并非香港证券及期货事务监察委员会的注册持牌人，不可在香港从事受监管活动。

#### 相关研究：

轻工制造行业:315 透视电子烟，去伪存真行业加速发展	2019-03-17
轻工制造行业:全球视角浆价判断，太阳纸业估值重构	2019-03-11
精装潮（四）:竣工修复全装加速，关注滞涨工程单标的	2019-03-04

联系人：陆逸 021-60750604

gfluyi@gf.com.cn

联系人：徐成 0755-29953620

xucheng@gf.com.cn

## 重点公司估值和财务分析表

股票简称	股票代码	评级	货币	股价(元)	EPS(元)		PE(x)		EV/EBITDA(x)		ROE(%)	
				2019/3/29	2019E	2020E	2019E	2020E	2019E	2020E	2019E	2020E
合兴包装	002228.SZ	买入	人民币	6.07	0.28	0.38	21.7	16.0	16.2	12.7	11.0%	12.9%
索菲亚	002572.SZ	买入	人民币	25.65	1.20	1.38	21.4	18.6	11.0	9.2	20.7%	21.1%

数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

## 目录索引

一、近期行业观点：销售加速提估值，交房增速望回暖 .....	7
二、定制倒春寒后迎盛夏，全装链条确定性更高 .....	9
二、行业数据跟踪 .....	19
2.1 家居板块：板材价格涨跌不一，周度商品房销售回暖 .....	19
2.2 造纸板块：包装纸价格弱势下行，文化纸稳中探涨 .....	23
2.3 包装文娱板块：部分纸包原材料价格持续回升 .....	27
三、板块资本运作 .....	33
风险提示 .....	37

## 图表索引

图 1: 一线城市 1+2 月新房二手房交易面积与同比.....	7
图 2: 2019-2020 年真实竣工面积增速回暖至 5-10% (万平方米) .....	7
图 3: 全装修企业获取订单时点与零售类企业异同 .....	7
图 4: 全装修房企数量增加情况.....	7
图 5: 中国精装修市场规模及渗透率 .....	8
图 6: 合兴包装 PSCP 毛利率与现金流.....	8
图 7: 港口纸浆库存量 .....	8
图 8: 全国商品房销售面积单季度同比增速以及预测.....	9
图 9: 北京+深圳城市二手房交易面积 (万平米) (月度) .....	10
图 10: 4 大一线城市新房交易面积 (万平米) (月度) .....	10
图 11: 13 大二线城市新房交易面积 (万平米) (月度) .....	10
图 12: 23 个三四线城市新房交易面积 (万平米) (月度) .....	10
图 13: 11 个二三线城市二手房交易面积 (万平米) (月度) .....	10
图 14: 各年份一二三四线城市新房销售面积占比 .....	10
图 15: 新房从竣工-交付-装修的流程节点 .....	12
图 16: 地产推测真实竣工面积测算与索菲亚收入增速的拟合.....	12
图 17: 2019-2020 年地产真实竣工面积增速预测 (万平方米) .....	13
图 18: 历年销售面积与竣工面积比值 (月度) .....	14
图 19: 历年退出施工面积与销售面积基本匹配 (亿方) .....	14
图 20: 退出施工面积的计算公式.....	14
图 21: 历年商品房净停工面积累计与当期值 .....	14
图 22: 房企债务融资成本在 18 年 11 月开始边际下行.....	15
图 23: 18 年 11 月以来 A 股房企单月融资规模大.....	15
图 24: 18 年房企信用债规模提升, 19 年 1 月规模创新高 .....	15
图 25: 近期主要是短融以及 ABS 发行规模提升显著.....	15
图 26: 2018 年春节放假时间表.....	16
图 27: 2019 年春节放假时间表.....	16
图 28: 定制家具上市公司 2018-2020 年合计产能增速.....	16
图 29: 全装修企业获取订单时点与零售类企业异同 .....	17
图 30: 全装修房企数量增加情况.....	17
图 31: 中国精装修市场规模及渗透率 .....	17
图 32: 全装修不同品类市占率 .....	17
图 33: 工程单供应商评分体系 .....	18
图 34: 中纤板价格指数 .....	19
图 35: 刨花板价格指数 .....	19
图 36: 细木工板价格指数.....	19
图 37: 指接板价格指数 .....	19
图 38: 五金材料价格指数.....	20
图 39: 五金零部件价格指数.....	20

图 40: 4 大一线城市新房周成交 .....	20
图 41: 13 个二线城市新房周成交 .....	20
图 42: 23 个三线城市新房周成交 .....	21
图 43: 2 大一线城市二手房周成交 .....	21
图 44: 11 个二三线城市二手房周成交 .....	21
图 45: 13 城市二手房周成交 .....	21
图 46: 家具行业零售额及同比 .....	21
图 47: 家具行业出口额及同比 .....	21
图 48: 商品房销售面积及同比 .....	22
图 49: 商品房销售额及增速 .....	22
图 50: 购置土地面积及同比 .....	22
图 51: 商品房新开工面积及同比 .....	22
图 52: 商品房施工面积及同比 .....	22
图 53: 商品房竣工面积及同比 .....	22
图 54: 国外家具公司 PE (TTM) (单位: 倍) .....	23
图 55: 国内家具公司 PE (TTM) (单位: 倍) .....	23
图 56: 国外家具公司 PS (TTM) (单位: 倍) .....	23
图 57: 国内家具公司 PS (TTM) (单位: 倍) .....	23
图 58: 国废价格延续低迷走势 (元/吨) .....	24
图 59: 木浆市场价格持续下滑 .....	24
图 60: 木浆港口库存量缓慢下降 .....	24
图 61: 溶解浆价格低位企稳 .....	25
图 62: 箱板瓦楞纸市场走势偏弱 (元/吨) .....	26
图 63: 2 月末包装纸库存量有所回升 .....	26
图 64: 双胶纸和铜版纸价格相对稳定 (元/吨) .....	27
图 65: 生活用纸价格走势相对平稳 .....	27
图 66: 社会零售总额: 当月值 .....	28
图 67: 社会零售总额: 累计值 .....	28
图 68: 白酒产量 .....	28
图 69: 啤酒产量 .....	28
图 70: 软饮料产量 .....	28
图 71: 食品饮料总产量 (白酒+啤酒+软饮料) .....	28
图 72: 烟草产量 .....	29
图 73: 烟草销量结构占比 .....	29
图 74: 卷烟工商库存 .....	29
图 75: 卷烟商业库存 .....	29
图 76: 消费电子—智能手机 .....	30
图 77: 消费电子—平板电脑 .....	30
图 78: 消费电子—PC .....	30
图 79: 消费电子总出货量—3C .....	30
图 80: 家电—空调产量 .....	30
图 81: 家电—家用冰箱产量 .....	30
图 82: 包装原材料价格—纸类 .....	31

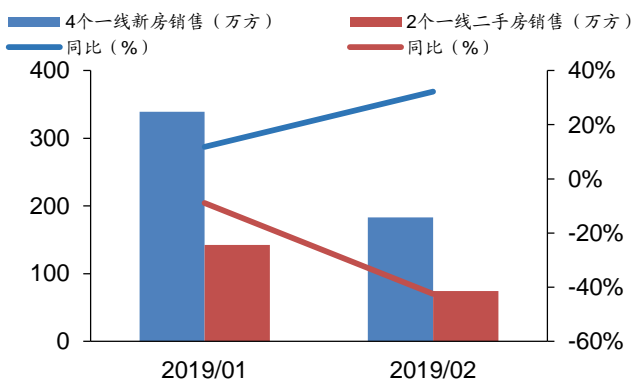
图 83: 包装原材料价格——塑料.....	31
图 84: 包装原材料价格——金属（镀锡板卷）.....	31
图 85: 包装原材料价格——玻璃.....	31
图 86: 文具办公用品零售额累计值.....	32
图 87: 文具办公用品零售额单月值.....	32

表 1: 公司股份回购.....	33
表 2: 公司股权质押.....	33
表 3: 公司股权解除质押.....	34
表 4: 公司对外投资.....	35
表 5: 公司公告增、减持进度.....	35
表 6: 公司股权激励.....	36

## 一、近期行业观点：销售加速提估值，交房增速望回暖

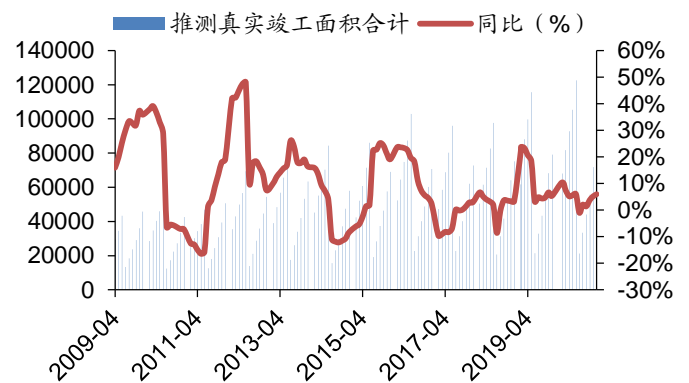
关注 2019 年销售加速提估值与 2017 年异同，关键点在三四线销售是否能回暖，2019-2020 年交付面积增速有望回暖提升定制家具增速预期，全装修链条确认时点靠前具备渗透率提升逻辑，受政策催化弹性更大（木门，橱柜，卫浴，地板相关标的）；包装龙头 PSCP 模式运营质量改善现金流好转，成长逻辑持续兑现；造纸静候港口库存浆逐步消化，Q1 可能是年内底部，期待年中 PB 开启估值修复，宽松预期有利于板块 PB 估值提前回升。

图 1：一线城市 1+2 月新房二手房交易面积与同比



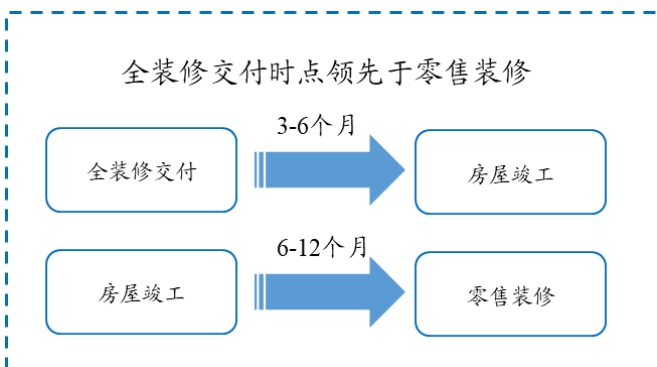
数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

图 2 2019-2020 年真实竣工面积增速回暖至 5-10% (万平方米)



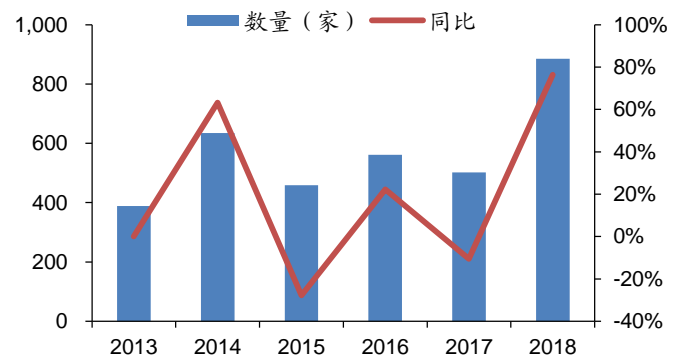
数据来源：奥维云网、广发证券发展研究中心

图 3：全装修企业获取订单时点与零售类企业异同



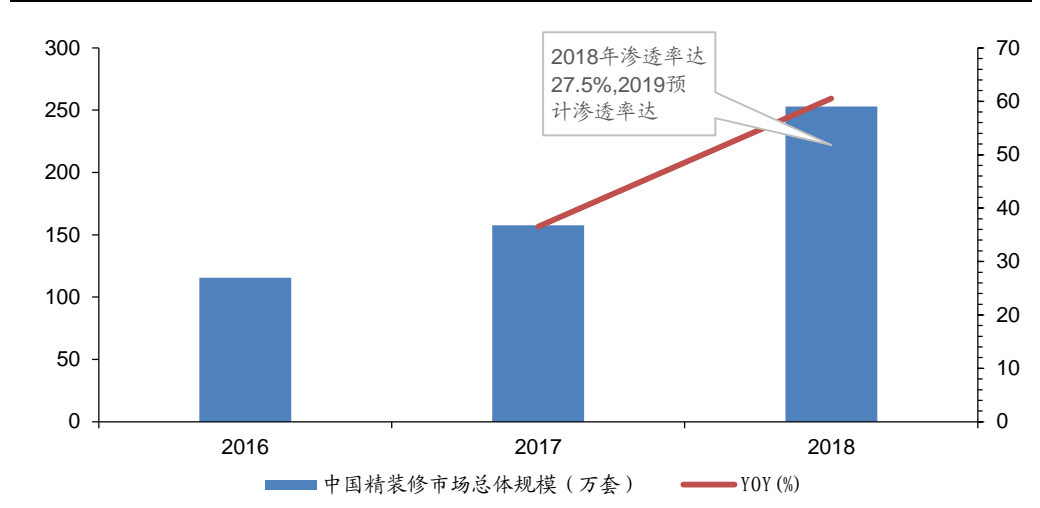
数据来源：Wind、广发地产组、广发证券发展研究中心

图 4：全装修房企数量增加情况



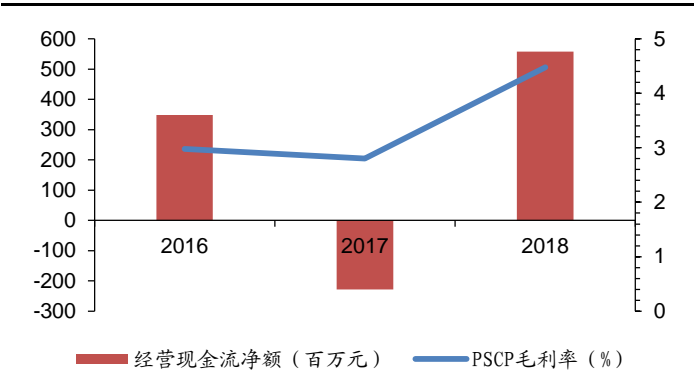
数据来源：Wind、奥维云网、广发证券发展研究中心

图5: 中国精装修市场规模及渗透率



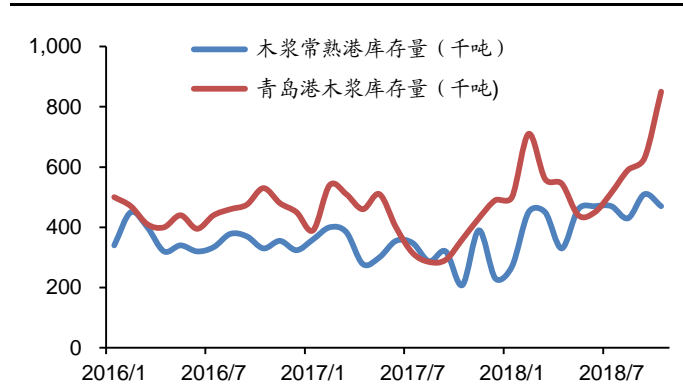
数据来源: Wind、奥维云网、广发证券发展研究中心

图6: 合兴包装 PSCP 毛利率与现金流



数据来源: 合兴包装年报、广发证券发展研究中心

图7: 港口纸浆库存量



数据来源: 卓创咨询、广发证券发展研究中心



## 二、定制倒春寒后迎盛夏，全装链条确定性更高

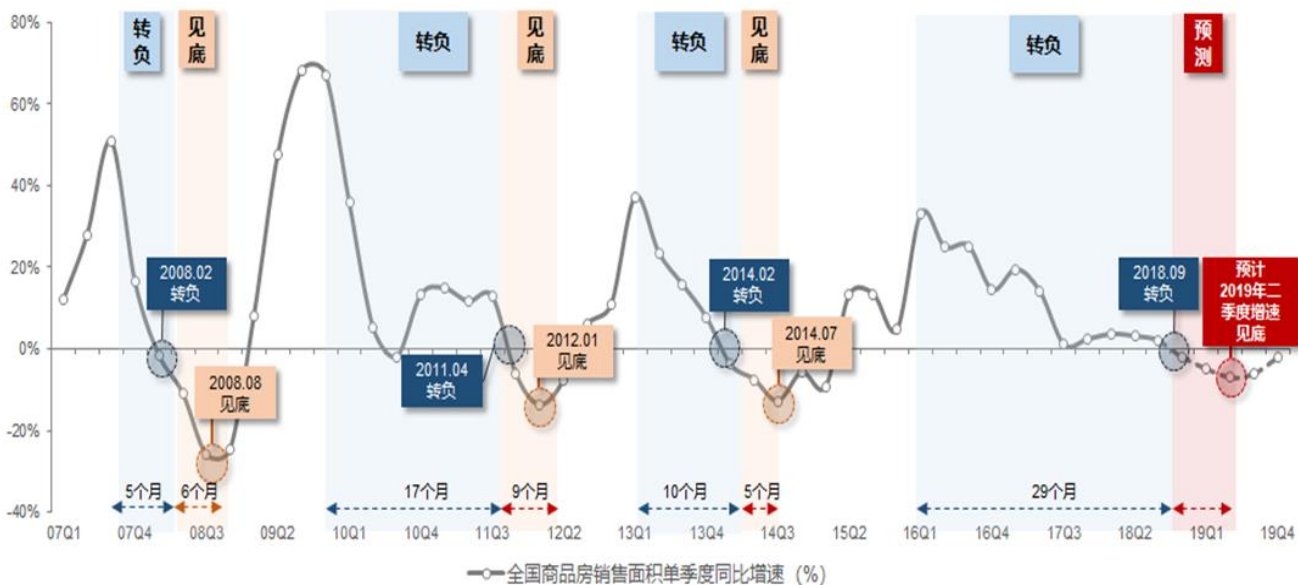
家具投资中，地产销售决定行业估值，交付决定行业收入增速，竞争格局决定利润率预期，公司运营决定业绩与估值相比基准的差异。定制家居标的有望分享EPS成长，三四线地产回暖持续性决定估值向上波动是否可类比2017年，2019-2020年预测实际竣工增速在5-10%，行业龙头2020-2021年收入增速中枢预期有望至20-25%，估值中枢有望维持稳定，2019年内行业龙头收入改善拐点预计要Q3-Q4，全年预期15-20%，谨防上半年倒春寒，行业竞争格局短期难有好转，年内利润增速预计低于收入增速；全装链条确定性更高，订单确认早于零售至少1年，更早受益竣工交付改善，全装修渗透率快速提升，中期内竞争格局稳定看重历史中标，资本市场悲观估值预期有望随收入增速具备持续性而修复。

### 2.1 地产销售景气度决定行业估值波动

一线城市销售回暖态势基本确立，有望逐步向二三四线城市传导，2019年2季度末前后有望见到总销售面积增速的底部。地产销售的决定因素较为复杂，此处不展开，以广发地产组年度策略观点《房地产2019年年度策略报告：大浪淘沙，金不换；寒风卷地，久弥坚》为基准：2019年2季度末前后有望见到总销售面积增速的底部，而地产商往往会在根据销售面积安排竣工交付，销售若能年中增速见底，也为下半年真实竣工修复埋下伏笔，详细测算见地产交付测算。

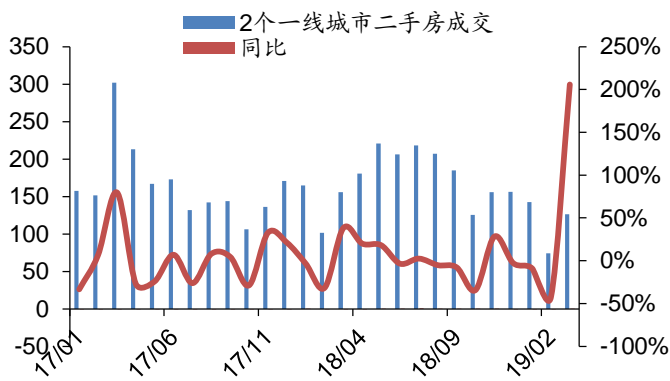
销售面积从结构观察，一线城市的交易热度拐点往往领先于全国地产销量的拐点，对二三四线城市销售有指引效应。下文总结跟踪地产后周期消费的主要地产销售数据，几个重要的结论：（1）一二线城市二手房交易占比逐步提升，是影响一线城市地产销售面积的重要因素；（2）三四线城市交易面积大多集中于新房，二手房重要性较低，三四线城市数量多个体差异大，23大城市的统计量可能不足，存在样本偏差；（3）2018年全国维度：按照商品房销售面积计算，一线城市占比16%，二线城市占比49.3%，三四线占比34.7%，要重视结构的影响。

图8：全国商品房销售面积单季度同比增速以及预测



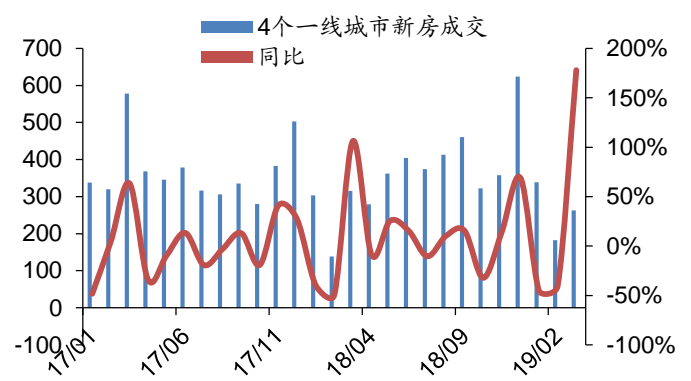
数据来源：Wind、广发地产组《房地产2019年年度策略报告：大浪淘沙，金不换；寒风卷地，久弥坚》、广发证券发展研究中心

图 9: 北京+深圳城市二手房交易面积(万平方米)(月度)



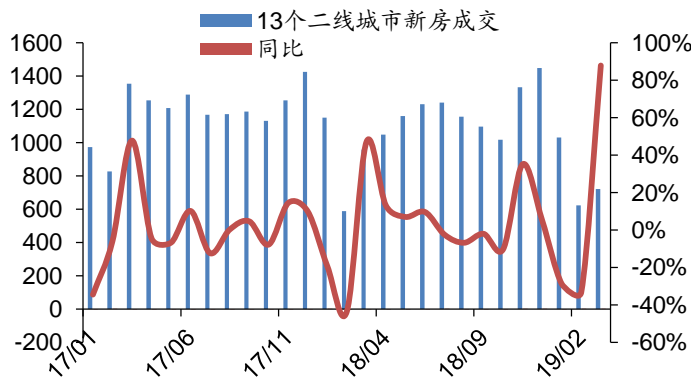
数据来源: Wind、广发地产组、广发证券发展研究中心

图 10: 4大一线城市新房交易面积(万平方米)(月度)



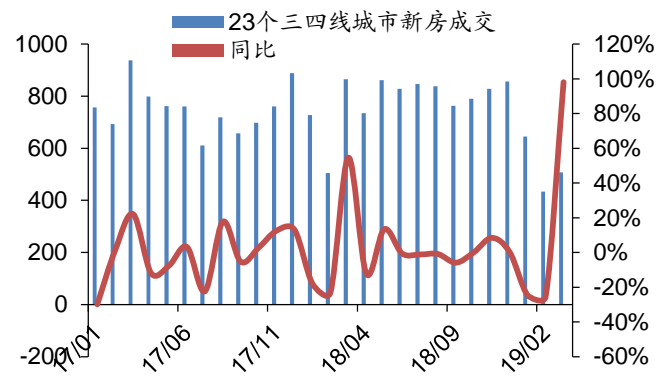
数据来源: Wind、广发地产组、广发证券发展研究中心

图 11: 13大二线城市新房交易面积(万平方米)(月度)



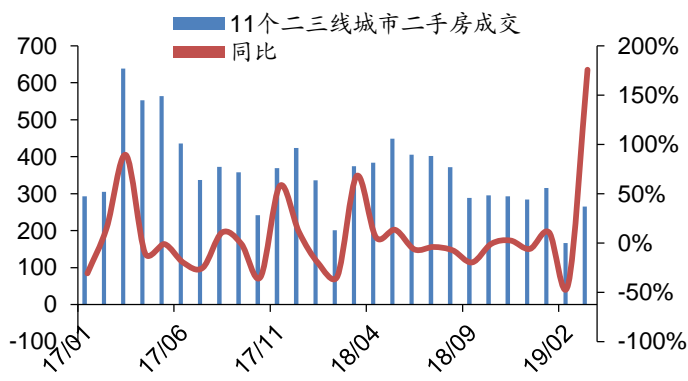
数据来源: Wind、广发地产组、广发证券发展研究中心

图 12: 23个三四线城市新房交易面积(万平方米)(月度)



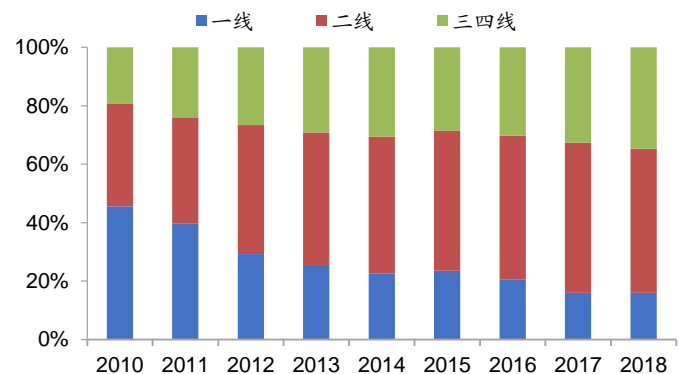
数据来源: Wind、广发地产组、广发证券发展研究中心

图 13: 11个二三线城市二手房交易面积(万平方米)(月度)



数据来源: Wind、广发地产组、广发证券发展研究中心

图 14: 各年份一二三四线城市新房销售面积占比



数据来源: Wind、广发地产组、广发证券发展研究中心

## 2.2 地产交付景气度决定行业中期估值中枢与收入增速中枢

结论: 地产真实竣工面积测算具有一定主观性, 预计在 2019 年启动增速修复, 2019-2020 年全年增速在 5-10% 之间, 与广发地产组结论吻合, 阶段性存在

大幅提升至 20%以上增速的可能性，竣工回暖传导至家具公司订单端可能要到 2019 年 Q4 附近。地产商品房交付分三部分：新房交付，二手房交付，旧房重装。暂不考虑增速较快但基数较低的旧房重装市场，二手房交付与二手房销售几乎同步完成已在销售观测中考虑，交付预测的关键是新房交付的节奏和增速，预测的关键在两点：（1）如何通过期房滞后交付与现房当期销售拟合当期预测真实竣工面积；（2）停工面积的假设将明显影响期房销售面积向竣工传导，停工面积改善可能是交付增速超预期的潜在来源。

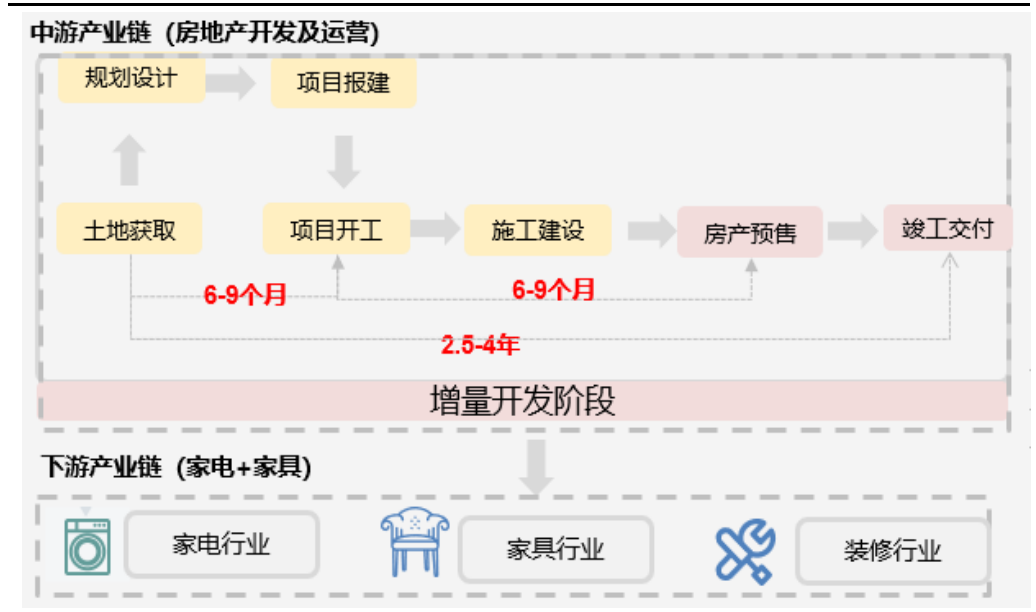
### 1. 预测实际竣工面积并与索菲亚历史收入增速拟合，具备预测价值

暂不考虑停工面积影响，预测真实竣工面积与索菲亚历史季度营业收入增速拐点吻合较好，且能反映历史定制行业龙头稳定的超额成长性，对 2019-2020 年的真实竣工面积预测与广发地产组结论相吻合（5-10%），能够指导定制家具龙头公司组合在 2019-2021 年收入增速预测，具备预测价值：

- （1）**推测真实竣工面积推算方法：**以累计期房销售面积滞后 30 个月+累计现房当期销售面积=当期累计真实竣工面积，并计算同比增速，期房从销售到竣工在南方约为 24 个月，北方由于冬天停工期长约为 36 个月，平均值计为 30 个月。随着 2015 年龙头房企全装修比例不断提升，预计平均销售到竣工市场要拉长 4-6 个月，平均期房竣工时间在 35 个月甚至以上。现房销售实际在竣工结算之后发生，假设与竣工结算同步，滞后期为 0。
- （2）**推测真实竣工面积与索菲亚历史营业收入增速拐点吻合较好，公司收入增速拐点出现在竣工面积增速拐点后的 6-12 个月：**由于索菲亚在家具公司中上市时间较早，质地优良且成长均为内生性，且定制行业没有存货干扰，以其作为拟合样本最为合适：
  - A. 真实竣工面积增速在 2011 年 5 月出现最低点，索菲亚在滞后 10 个月的 2012 年 Q1 出现上市以来唯一一次收入负增长；
  - B. 真实竣工面积增速在 2012 年 6 月出现历史高点，索菲亚在滞后 9 个月的 2013Q1 出现历史收入增速高点，2013 年开始行业进入高速增长；
  - C. 2013-2016 年是索菲亚依靠行业红利释放与渠道扩张实现快速增长的 4 年，迅猛的成长熨平了地产周期的不利波动，成长的迅猛压过的周期的波动；
  - D. 2017 年开始随着行业渗透率提升斜率放缓，上市企业增多竞争趋于激烈，行业周期性再次显现。真实竣工面积在 2016 年 5 月显现拐点，公司在滞后约 12 个月的 2017 年 Q2 增速峰值出现，随后和推测真实竣工增速一起步入下行通道；滞后期长于以往预计和 2015 年开始全装修比例提升，销售到竣工时间拉长相关。

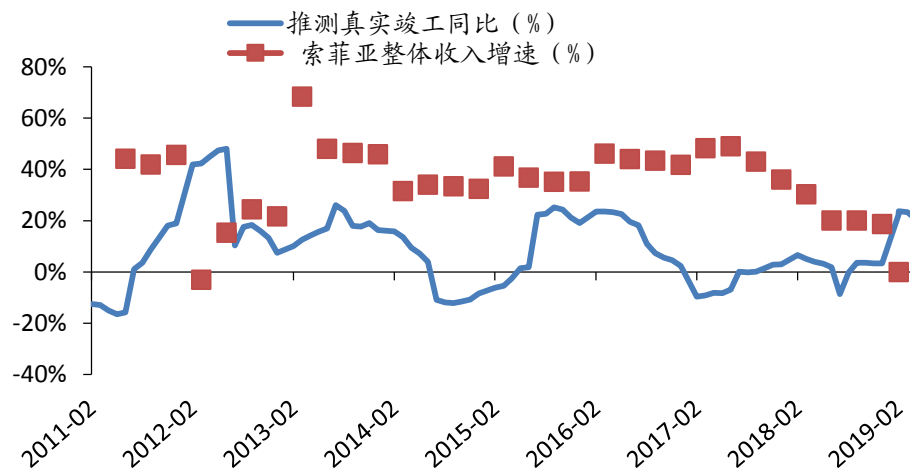
**总体结论：**公司收入增速拐点在竣工增速拐点的 9-12 个月后出现。即新房从办理竣工结算到真正交付需要 3-6 个月，即便交付后立刻开始装修，前期硬装也要 2 个月，消费者去门店选样比对下单，上市公司需要 1 个月时间发货后才确认收入，全周期至少在 6-9 个月以上。

图15: 新房从竣工-交付-装修的流程节点



数据来源: Wind、广发地产组、广发证券发展研究中心

图16: 地产推测真实竣工面积测算与索菲亚收入增速的拟合

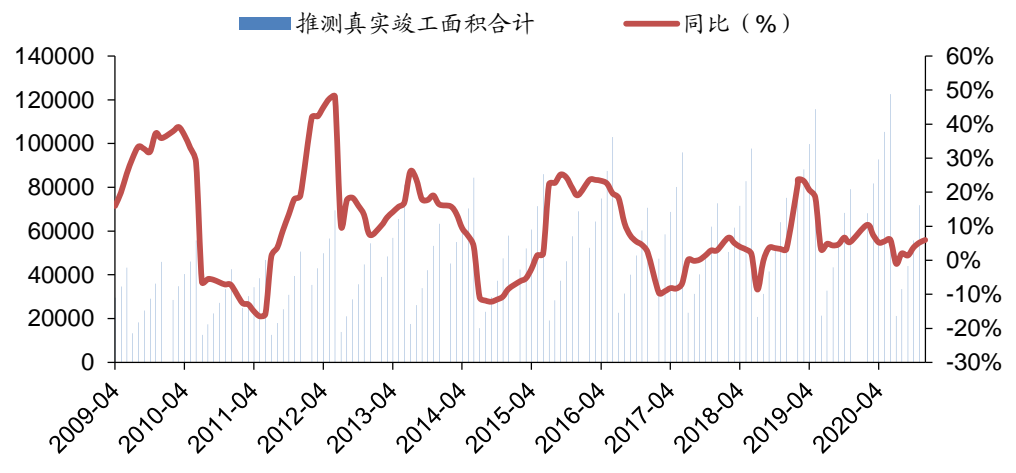


数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

(3) 定制龙头具备三重超额成长性, 保守预测后可作为竣工 0 增速下龙头公司平均营收增速中枢: 无论在 2011、2012 还是 2017 年的重要拐点前后, 索菲亚的营业收入增速峰值或低谷始终比真实竣工面积拐点增速高出约 20pct (60vs40%, 40vs20%, 20vs0%左右), 背后反映的是家具之于地产, 定制之于家具, 龙头之于定制行业的三重成长性, 2017 年初-2018 年底行业真实竣工面积增速进入 0% 增长平台, 龙头企业有望继续受益三重成长性, 公司运营能力将决定具体增速。

(4) 2019-2020 年真实竣工好于 2018 年，预计增速均为 5-10%，与广发地产组观点吻合，具备阶段性某几个月增速超过 20% 的可能性，龙头定制家具在 2020-2021 年收入增速有望修复至 20-25%。根据上述假设推算，2019-2020 年真实竣工增速预计均为 5-10%，修复的启动点有望在 2019 年年中与销售增速见底相符合，根据龙头成长性溢价 15-20pct 估算，2020-2021 年龙头公司收入增速中枢有望修复回 20% 以上。如图，真实竣工增速可能阶段性攀升至 20% 以上，带动定制家具在 1-2 个季度收入增速快速上升，估值也有望抬升，但预计时点最早也要在 2019 年 Q4 前后，可能叠加定制家具公司 2018 年 Q4-2019 年 Q1 普遍收入降速下的低基数，实现单季度收入高成长。

图 17: 2019-2020 年地产真实竣工面积增速预测 (万平方米)

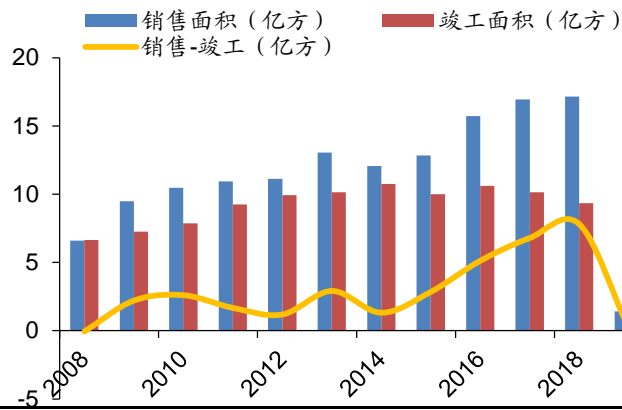


数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

## 2. 净停工面积有望贡献真实竣工超预期增速，但力度难以预测

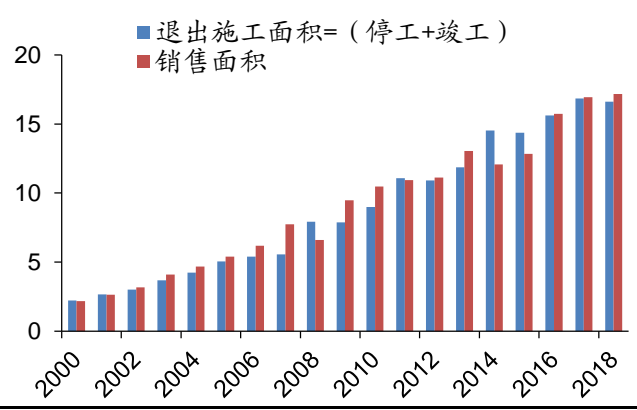
以预售+现房推算未来竣工面积增速的核心假设是停工面积的稳定，而该指标历史的不稳定性恰是导致统计局口径竣工面积广为诟病的主要原因。因地产商通常是按照销售节奏安排竣工交付节奏，年度销售面积增长节奏大约与竣工面积增长节奏一致，但 2008-2018 年间，竣工面积愈发偏离销售面积，而净停工面积+统计局口径竣工面积约等于销售面积，近年来净停工面积的扩大是导致竣工数据逐步失真的原因。

图 18: 历年销售面积与竣工面积比值 (月度)



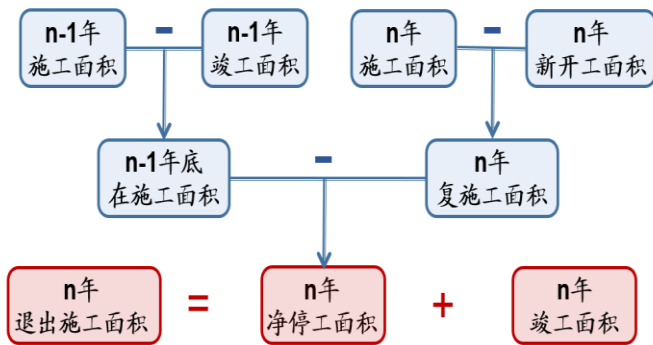
数据来源: Wind、广发地产组, 广发证券发展研究中心

图 19: 历年退出施工面积与销售面积基本匹配 (亿方)



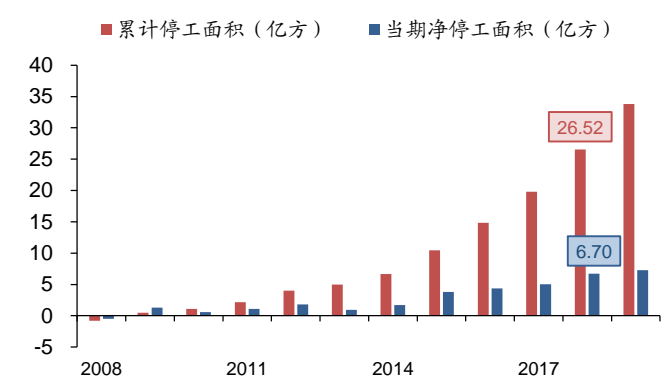
数据来源: Wind、广发地产组, 广发证券发展研究中心

图 20: 退出施工面积的计算公式



数据来源: Wind、广发地产组, 广发证券发展研究中心

图 21: 历年商品房净停工面积累计与当期值

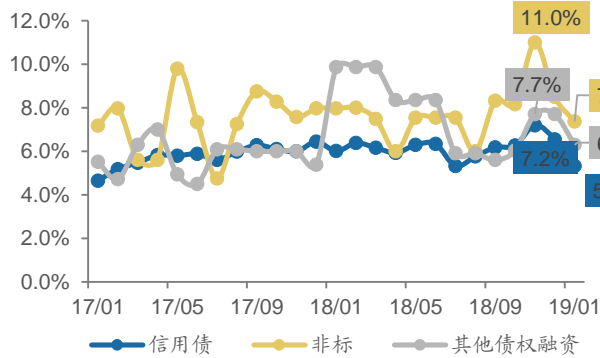


数据来源: Wind、广发地产组, 广发证券发展研究中心

净停工节奏的变化是期房销售向真实竣工传导的重要扰动项，关注融资条件改善与地产行业整合为真实竣工提供超预期增速。导致净停工主要是三类原因：(1) 中小房企地产项目资金断裂，项目长期停工（融资性）；(2) 已售项目的房企倒闭（烂尾楼，偶发性）；(3) 规划方案调整（偶发性）

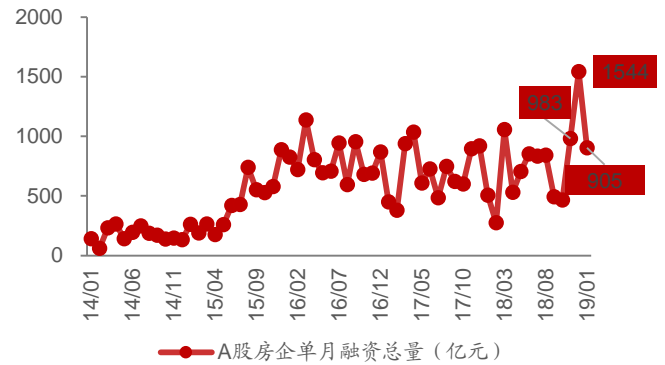
其中只有 (1) 是系统趋势性和融资条件相关。从 2018 年底开始地产企业融资条件趋势性改善，一方面中小房企有望恢复部分长期停工的已售优质项目，一方面大型房企有望通过并购激活部分僵尸项目。净停工面积/销售面积的比例有望下降，更多项目加速步入竣工交付环节，成为 2019-2020 年竣工交付增速在 5-10% 基础预测之上的超预期因素。详情见我司 3 月 3 日发布的周报《精装潮（四）：竣工修复全装加速，配置滞涨工程单组合》。

图 22: 房企债务融资成本在 18 年 11 月开始边际下行



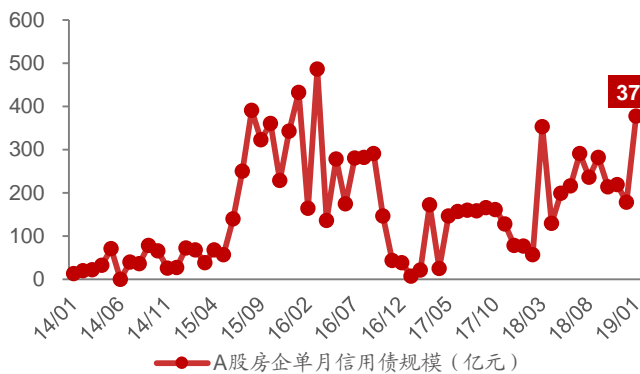
数据来源: Wind、广发地产组, 广发证券发展研究中心

图 23: 18 年 11 月以来 A 股房企单月融资规模大



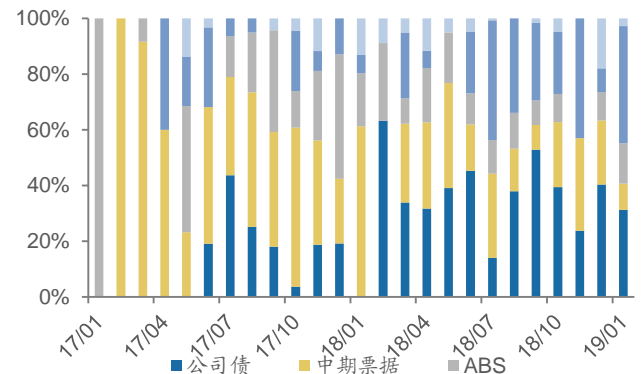
数据来源: Wind、广发地产组, 广发证券发展研究中心

图 24: 18 年房企信用债规模提升, 19 年 1 月规模创新高



数据来源: Wind、广发地产组, 广发证券发展研究中心

图 25: 近期主要是短融以及 ABS 发行规模提升显著



数据来源: Wind、广发地产组, 广发证券发展研究中心

### 2.3 定制倒春寒后迎盛夏, 全装链条确定性更强

对于本轮定制家具快速上涨行情的两个催化剂 (1) 315 活动各家公司订单增速超预期, 修复市场对家具行业收入增速的悲观预期; (2) 一线城市二手房 1+2 月累计同比增速超预期。我们后续的判断是短期数月基本面兑现有压力, 但 2019 年 Q3 末-2021 年收入增速向好态势明显, 即便考虑净利率处下降通道仍值中长期持有, 年内看点在于真实竣工增速可能在某季度形成 20%+ 增速的脉冲, 有望推动板块收入增速在滞后 6-12 个月产生超过地产竣工增速的收入增速, 产生戴维斯双击。

(1) 后续单月订单增速预计较 3 月回落, 但可能好于 1-3 月份订单的累计同比, 因为我们前期周报提示本次 315 活动蓄客时间同比去年要长 1/2 (元宵节后开始蓄客, 2018 年 4 周, 2019 年 6 周), 订单增速的根本性改善应该在下半年;

(2) 根据地产组判断, 销售整体增速见底在 5-6 月, 恢复正增长可能时间点要再靠后, 一线城市二手房与新房交易的当下回暖大概率是整体销售回暖的前奏。但要紧盯核心需求可能不足的三四线城市销售面积是否会被传导到, 仅一二线销售回暖还是类似 2017 年的全面回暖, 板块的估值弹性是完全不同的。

(3) 本轮行情从定制家具定价体系判断是一线城市销售回暖下的估值修复行情, 需要提防行业高预期下单月订单不及预期带来的倒春寒, 但在 2019 年 Q3-Q4 有望迎接定制行业整体订单改善的承接, 同样收入增速反弹背后的估值上限则取决于三

四线地产销售面积是否能持续改善。

(4) 行业竞争 Q4 有望缓解,但在 2 年维度依然呈现加剧的态势。在真实竣工转好于 Q4 转传导至市场后叠加需求旺季,上市公司产能利用率相对饱满,实质促销竞争有望稍缓,但上市公司未来 3 年橱柜、衣柜产能 CARG 增速分别为 13.5%、21.7%,超过行业整体预计不到 20%的需求增速,竞争趋于激烈在长时间内是确定性事件,费用率的上升促使利润增速将低于收入增速。

图 26: 2018 年春节放假时间表

2018年 二月						
日	一	二	三	四	五	六
				1	2	3
				十六	十七	十八
4	5	6	7	8	9	10
立春	二十	廿一	廿二	小年	廿四	廿五
11	12	13	14	15	16	17
廿六	廿七	廿八	情人节	除夕	春节	初二
18	19	20	21	22	23	24
初三	初四	初五	初六	初七	初八	初九
25	26	27	28			
初十	十一	十二	十三			

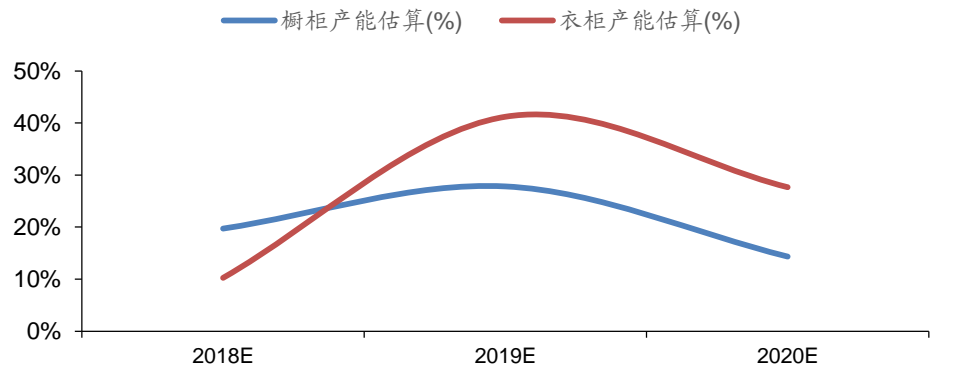
数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

图 27: 2019 年春节放假时间表

2019年 二月						
日	一	二	三	四	五	六
					1	2
					廿七	廿八
3	4	5	6	7	8	9
廿九	除夕	春节	初二	初三	初四	初五
10	11	12	13	14	15	16
初六	初七	初八	初九	情人节	十一	十二
17	18	19	20	21	22	23
十三	十四	元宵节	十六	十七	十八	十九
24	25	26	27	28		
廿十	廿一	廿二	廿三	廿四		

数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

图 28: 定制家具上市公司 2018-2020 年合计产能增速



数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

全装修链条收入增速确定性更强盈利预测上修概率更高,若增速持续性超预期,资本市场悲观预期未来的修复有望带动估值产生较大弹性:

(1) 全装修交付时点在竣工前 3-6 个月,而零售装修在竣工后 6-12 个月,竣工交付若有回暖,工程单企业订单增速拐点远远领先于零售订单拐点,将在业绩中率先体现;

(2) 全装修不仅有和零售端共通的竣工交付修复逻辑,而且有渗透率在政策督促下快速提升的行业成长逻辑,渗透率弹性最大预计就在 2019-2020 年。根据奥维云网统计,2018 年全装修房企数量新增 80%,中小房企纷纷效仿龙头房企布局全装修,提升住房品质;

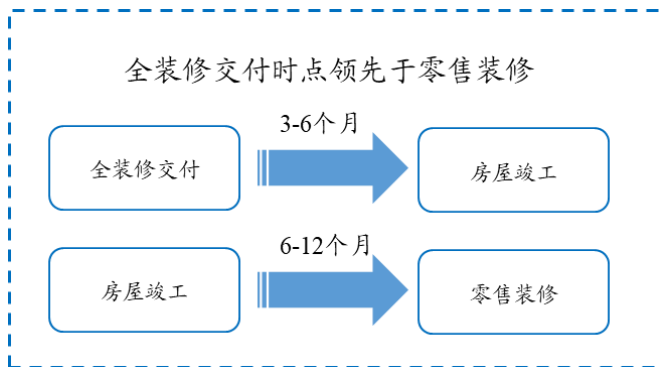
(3) 工程单行业格局更稳定,重质量与交付胜于价格,订单招标较重视历史中标情况,对新进入者往往有 2-3 年考察期,具备一定的时间壁垒。对某些重



视品牌效应的品类，零售品牌也是重要壁垒。

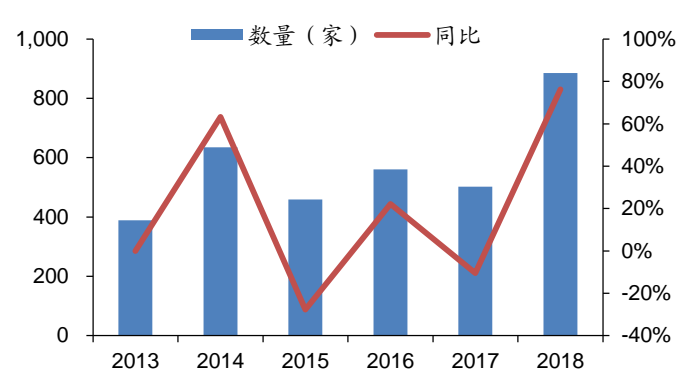
(4) 由于全装修企业订单增速季度间不稳定，加上资本市场对其现金流与利润率的担忧，无论在盈利预测还是估值上都给予充分折价。反而未来订单的获取有助于上调市场一致盈利预期。而对压制估值的现金流和利润率问题，其实很多全装修企业通过工程代理商解决了现金流问题，通过强大的规模成本优势确保同样竞标价格下获取稳定的净利率。

图 29: 全装修企业获取订单时点与零售类企业异同



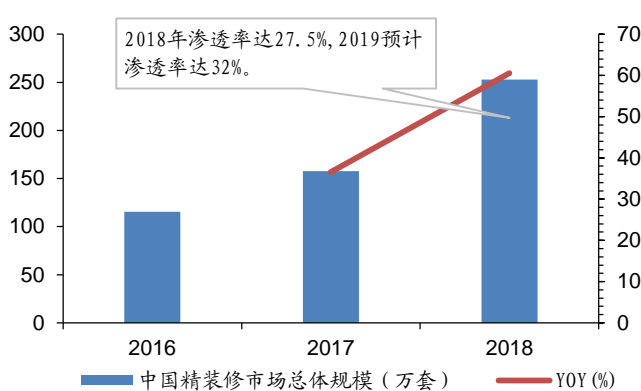
数据来源: Wind、广发地产组, 广发证券发展研究中心

图 30: 全装修房企数量增加情况



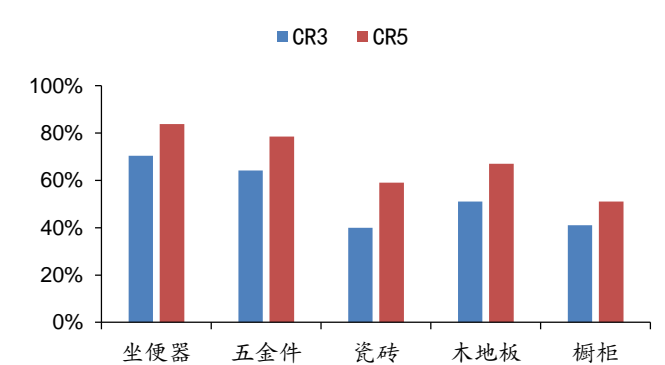
数据来源: Wind、奥维云网、广发证券发展研究中心

图 31: 中国精装修市场规模及渗透率



数据来源: Wind、奥维云网、广发证券发展研究中心

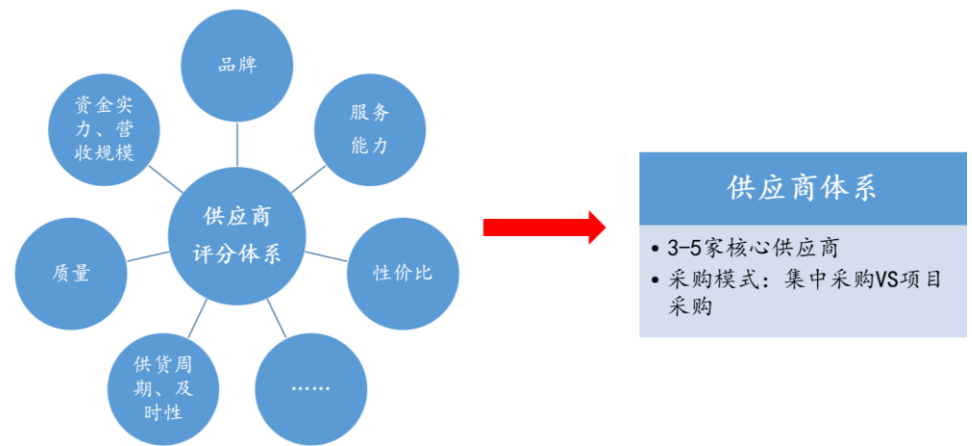
图 32: 全装修不同品类市占率



数据来源: Wind、奥维云网、广发证券发展研究中心

注释: 橱柜为 2017 年数据, 坐便器和五金件为 2018 年数据, 瓷砖、木地板为 2019 年 2 月份数据

图 33: 工程单供应商评分体系



数据来源: 奥维云网、广发证券发展研究中心

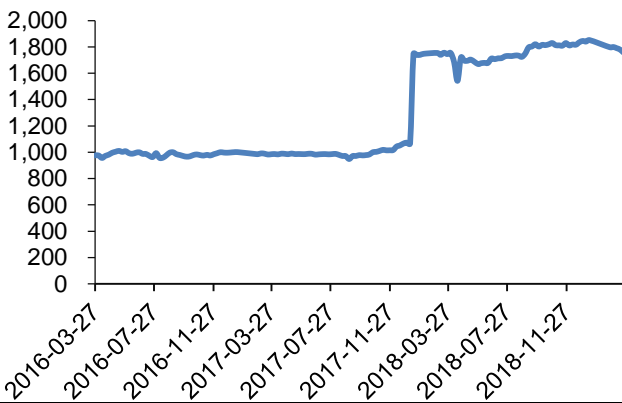
## 二、行业数据跟踪

### 2.1 家居板块：板材价格涨跌不一，周度商品房销售回暖

#### 2.1.1 上游原材料价格跟踪

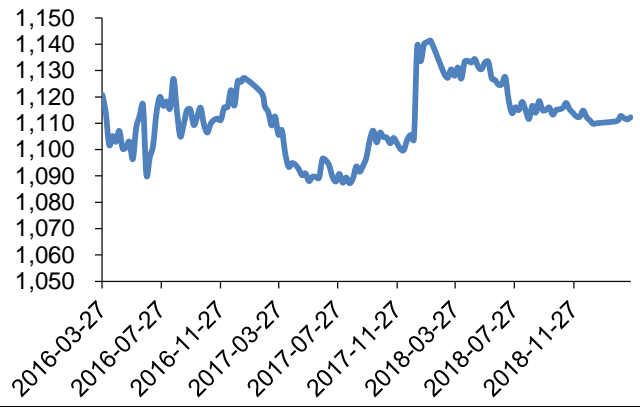
**板材价格周度涨跌不一。**本周刨花板、细木工板价格上涨，中纤板、指接板价格下滑；从同比波动上看，中纤板价格上涨，其余同比下跌。其中，中纤板价格指数为 1757.83，环比下降 1.25%；刨花板价格指数为 1112.27，环比上升 0.07%；细木工板价格指数为 958.71，环比上升 4.48%；指接板价格指数为 833.66，环比下降 0.13%。

图34：中纤板价格指数



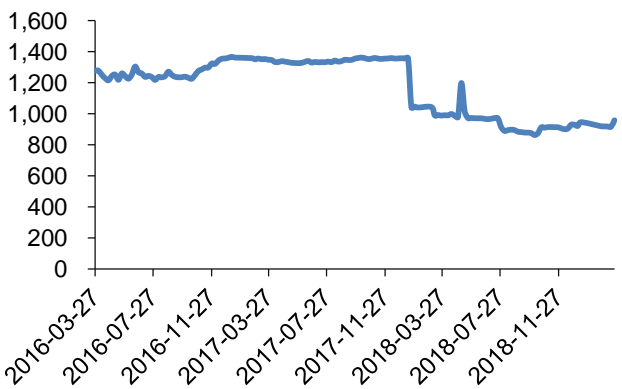
数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

图35：刨花板价格指数



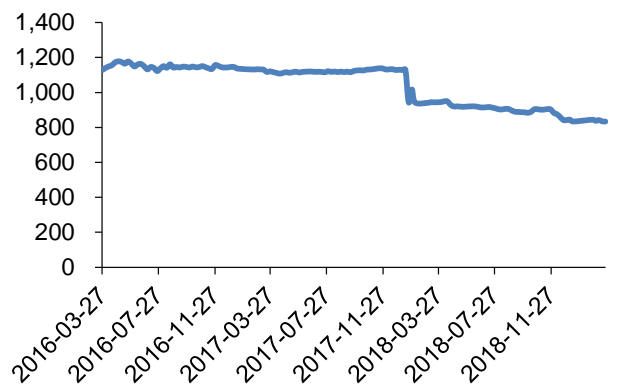
数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

图36：细木工板价格指数



数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

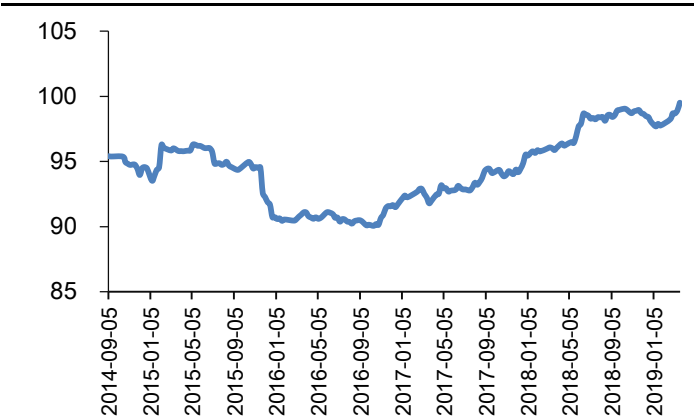
图37：指接板价格指数



数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

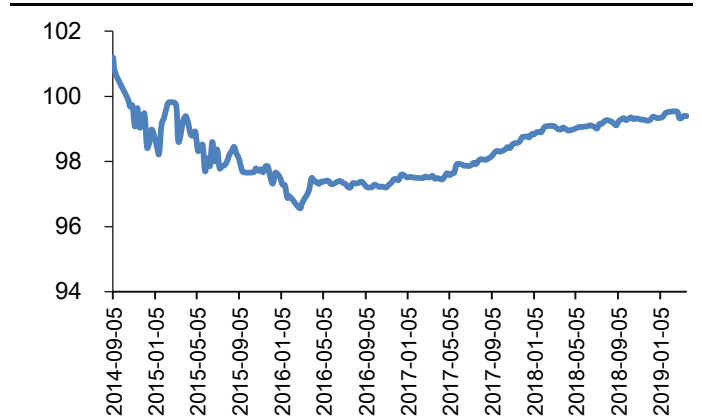
**五金材料价格上涨。**本周五金材料价格上涨，五金零部件价格略有轻微下滑；五金材料价格指数为99.51，环比上涨0.60%；五金零部件价格指数为99.39，环比下降0.01%。

图38: 五金材料价格指数



数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

图39: 五金零部件价格指数

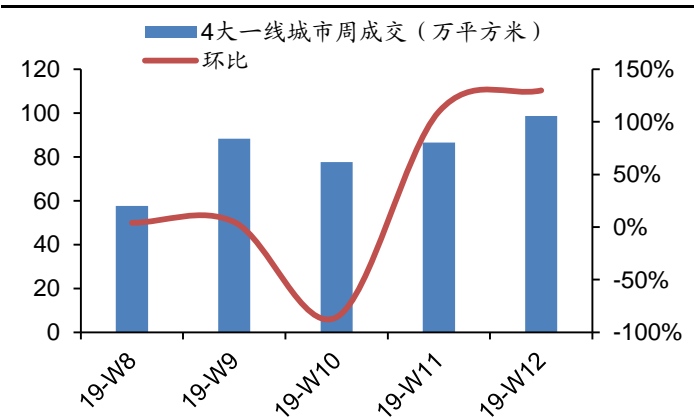


数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

### 2.1.2 下游需求跟踪

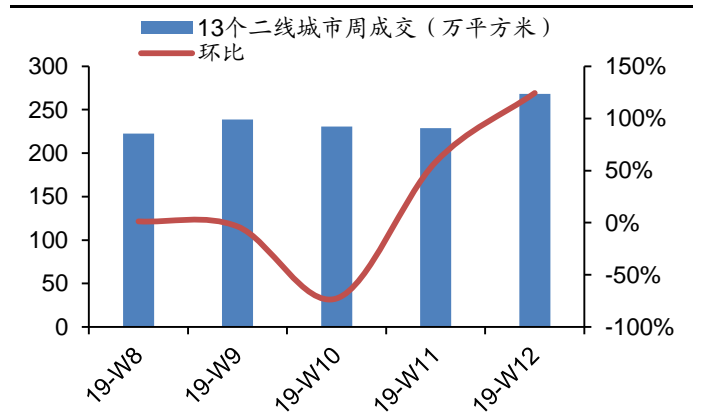
周度新房销售环比上升，二手房需求回暖。新房成交面积周环比上升15.45%，一二三线城市新房成交量均出现上扬，其中一线城市环比上升14.02%，二线城市环比上升17.25%，三线城市环比上升13.69%；二手房成交量平稳上扬，环比上升13.48%，其中一线城市环比上升10.39%，二三线城市环比上升15.00%。

图40: 4大一线城市新房周成交



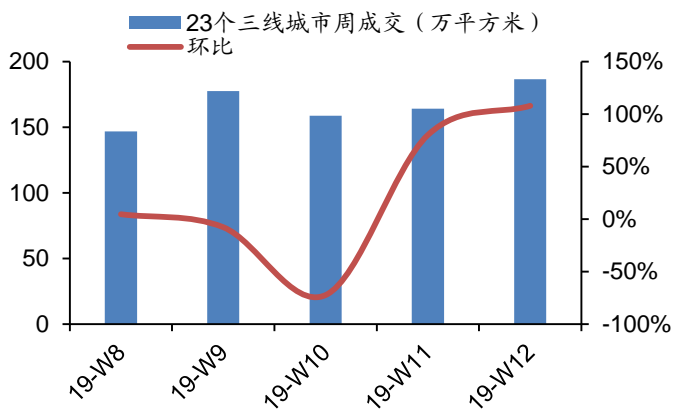
数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

图41: 13个二线城市新房周成交



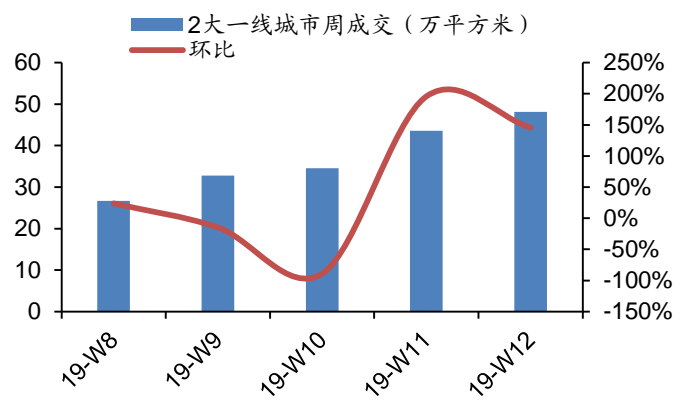
数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

图42: 23个三线城市新房周成交



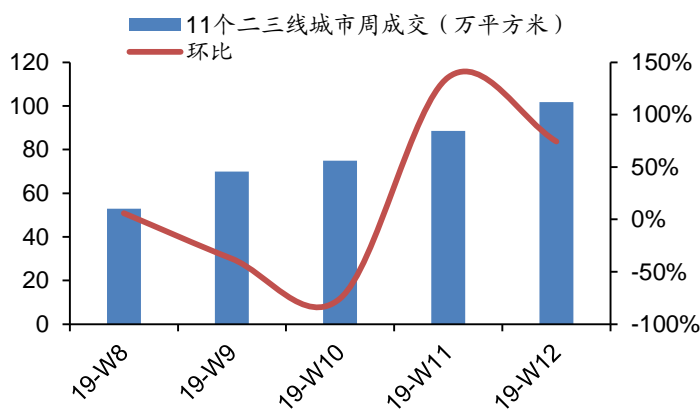
数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

图43: 2大一线城市二手房周成交



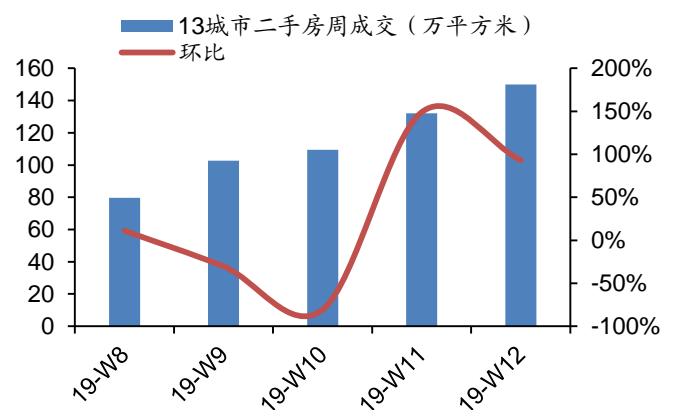
数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

图44: 11个二三线城市二手房周成交



数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

图45: 13城市二手房周成交

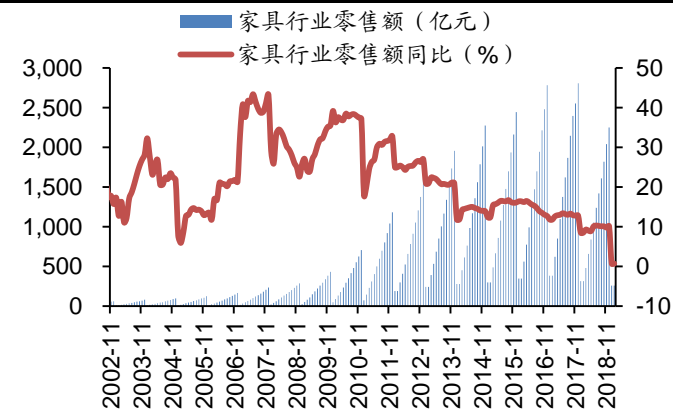


数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

### 2.1.3家具月度数据

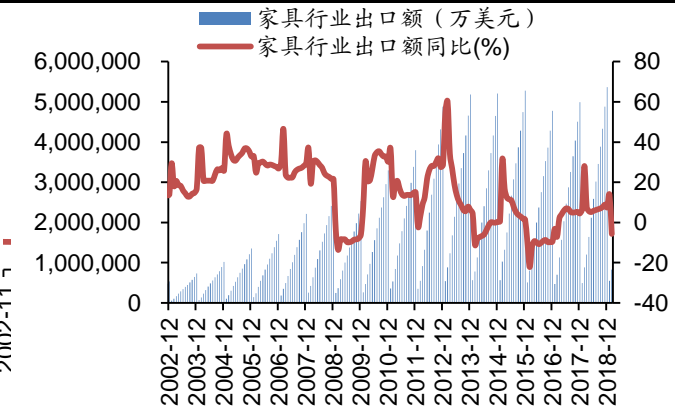
2月份家具行业零售额累计同比增加, 出口额累计同比下降。2月数据显示, 家具行业零售额累计同比增长0.7%; 出口额累计同比减少5.70%。

图46: 家具行业零售额及同比



数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

图47: 家具行业出口额及同比

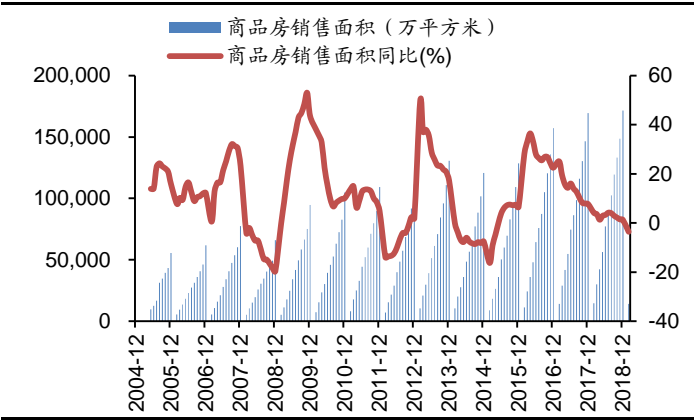


数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

1-2月商品房销售面积累计同比减少3.60%。1-2月数据显示, 商品房销售面积

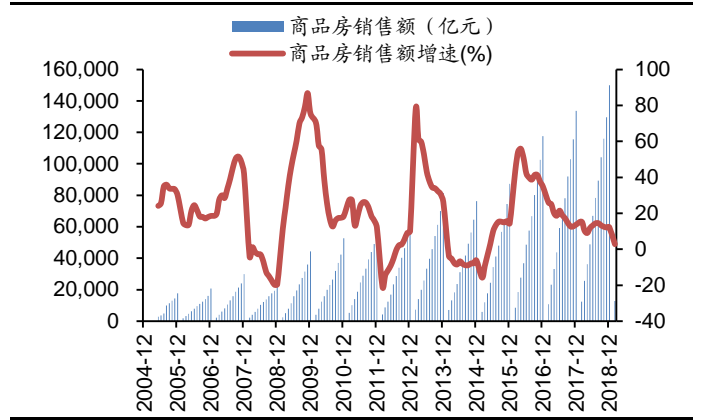
累计同比减少3.6%，商品房销售额累计同比增长2.8%，购置土地面积累计同比减少34.1%，商品房新开工面积累计同比增长6%，商品房施工面积累计同比增长6.8%，商品房竣工面积累计同比下降11.9%。

图48: 商品房销售面积及同比



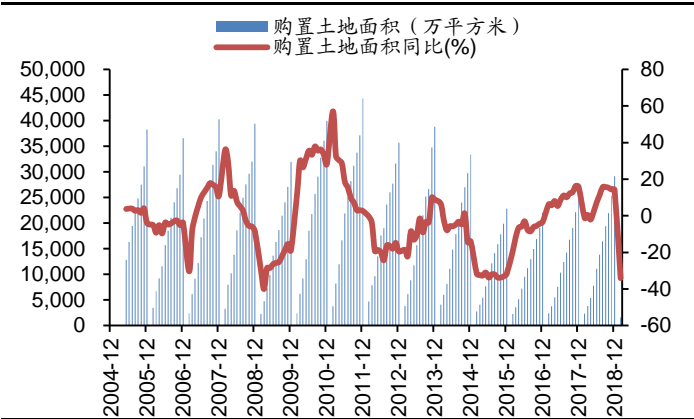
数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

图49: 商品房销售额及增速



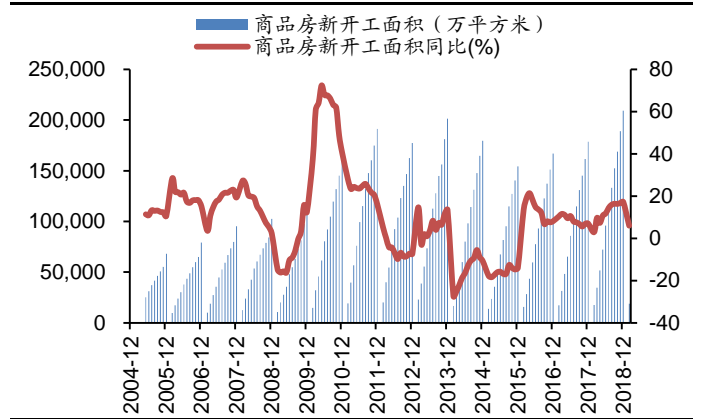
数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

图50: 购置土地面积及同比



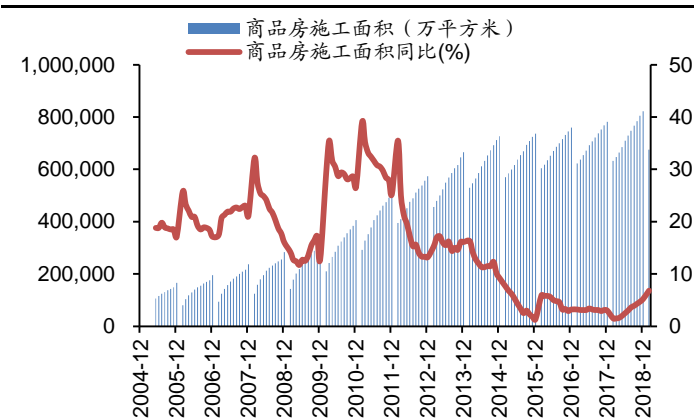
数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

图51: 商品房新开工面积及同比



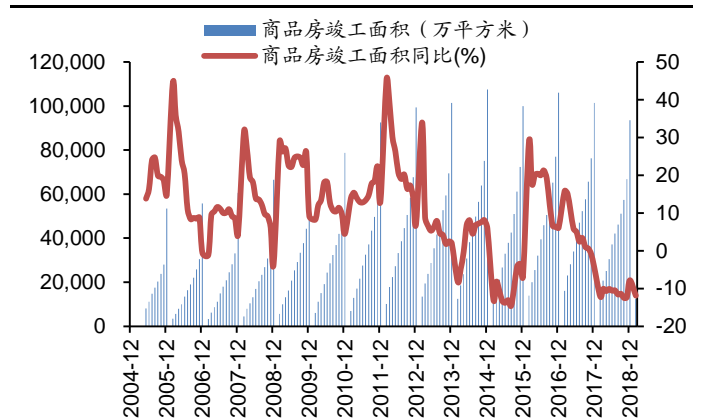
数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

图52: 商品房施工面积及同比



数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

图53: 商品房竣工面积及同比

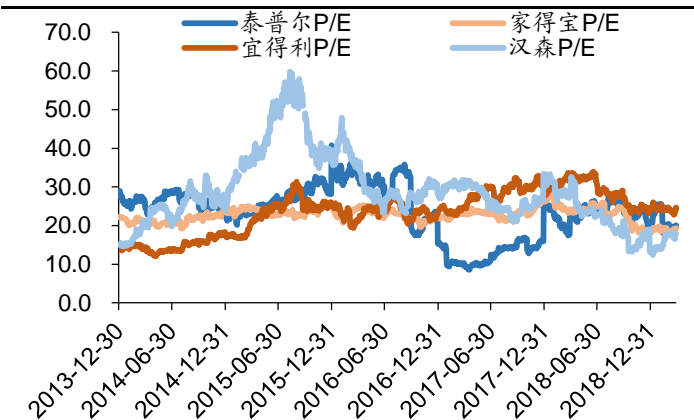


数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

### 2.1.4 海内外家具公司估值对比

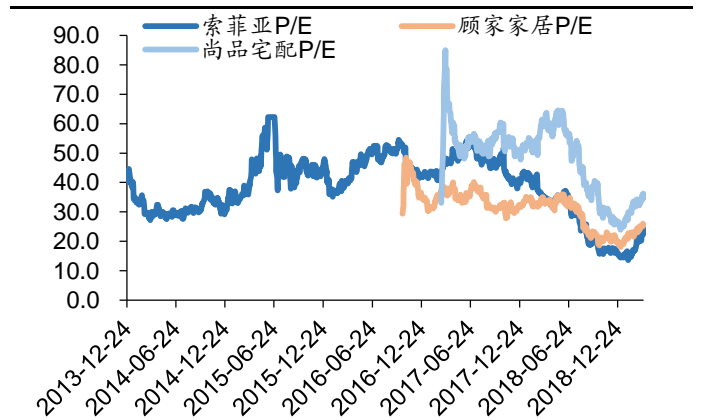
**海内外公司估值对比：**海外公司中，泰普尔与汉森P/E趋势向上，宜得利和家得宝的P/E处于震荡区间；A股家具公司中，索菲亚、尚品宅配、顾家家居P/E均从历史低点附近开始回升。海外4家公司P/S分化较大，A股家具公司P/S走势趋同。其中，截止2019年3月29日，泰普尔PE为19.76x，PS为1.15x；家得宝PE为19.37x，PS为2.02x；汉森PE为17.99x，PS为0.84x；宜得利PE为24.65x，PS为2.68x。（本段估值指标均采用TTM方式）

图54: 国外家具公司PE (TTM) (单位: 倍)



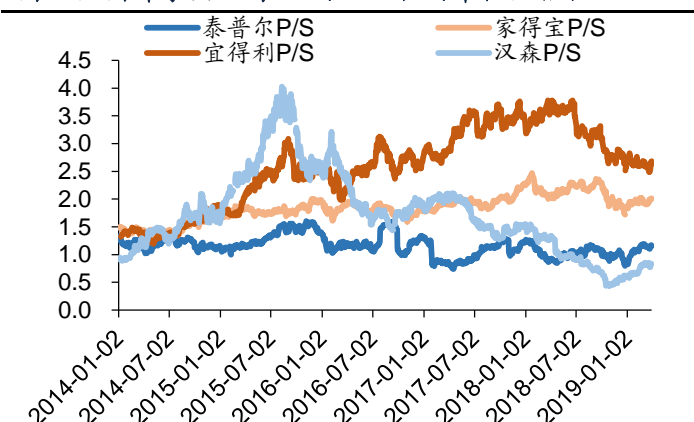
数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

图55: 国内家具公司PE (TTM) (单位: 倍)



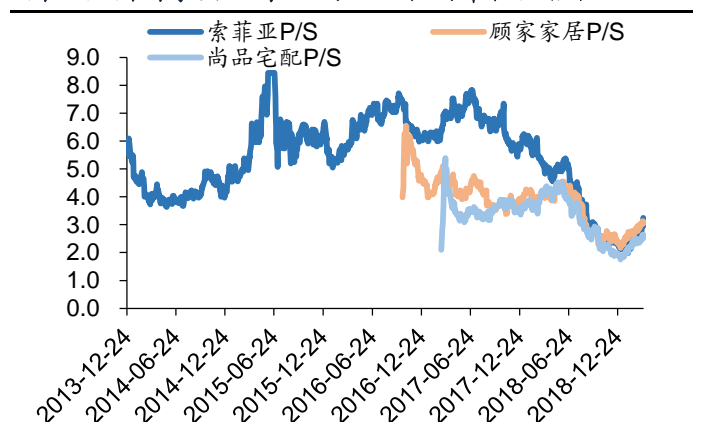
数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

图56: 国外家具公司PS (TTM) (单位: 倍)



数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

图57: 国内家具公司PS (TTM) (单位: 倍)



数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

### 2.2 造纸板块: 包装纸价格弱势下行, 文化纸稳中探涨

**总体需求情况：**本周（章节内本周均指3月23日至29日）瓦楞及箱板纸市场仍难摆脱弱势下行走势，局部成交重心略有下滑；文化印刷纸市场行情稳中探涨为主，规模纸厂积极推进涨价函，下游经销商则多维持观望，平稳操盘为主，市场价格暂时维持稳定；生活用纸市场维稳运行，各地规模纸企延续前期报价，市场交投平平，观望气氛较浓；国废黄板纸价格延续窄幅盘整走势，国废书本纸市场延续低迷走势，国废报纸价格弱稳运行；白板纸价格大行平稳，局部下滑，市场交投氛围不显活跃，观望情绪浓厚；纸浆需求方面，下游文化用纸、白卡纸厂家积极落实前期提涨后纸价，但执行情况不明朗，间接利空业者采买原料。

### 2.2.1 上游价格跟踪

**废纸：外废市场延续弱势表现。**由于新一轮外废批文还迟迟没有下发，加大市场观望心态。卓创资讯数据显示，目前外废报盘较为混乱，美废12#报盘在160-180美元/吨，9#在220-240美元/吨，但缺乏实单成交，价格参考意义不大。日废中部招标再度流标，一方面日本国内对废纸需求较强，另一方面国内报价偏低。

**国废黄板纸价格延续窄幅盘整走势；国废书本纸市场延续低迷走势；国废报纸价格弱稳运行。**卓创数据监测显示，国废黄板纸周均价为2260元/吨，环比下跌0.48%，同比下跌8.69%；国废书页纸周均价为2180元/吨，环比下跌1.41%，同比下跌22.53%；国废报纸周均价为2950元/吨，环比持平，同比下跌3.88%。

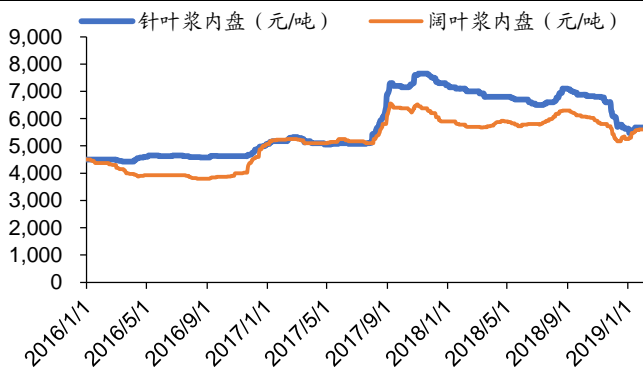
图58：国废价格延续低迷走势（元/吨）



资料来源：卓创资讯、广发证券发展研究中心

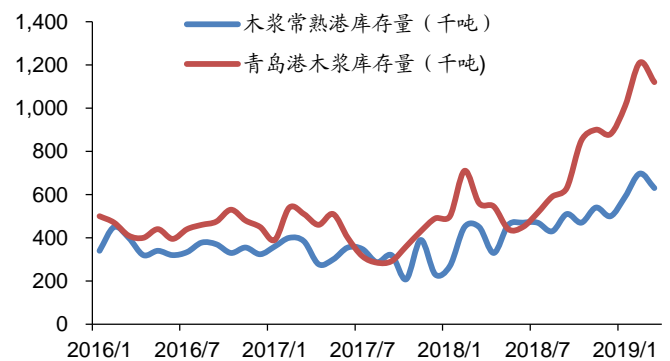
**木浆：国内主要地区纸浆库存缓慢下降，周内进口木浆现货价格持续下滑。**卓创资讯数据显示，截至3月29日，进口针叶浆周均价5589元/吨，较上周下降51元/吨，环比下降0.90%；较去年同期下降1034元/吨，同比下降15.61%。进口阔叶浆周均价5487元/吨，较上周下降60元/吨，环比下降1.08%；较去年同期下降158元/吨，同比下降2.80%。进口本色浆周均价5649元/吨，较上周下降59元/吨，环比下降1.21%；较去年同期下降1696元/吨，同比下降23.09%。进口化机浆周均价4583元/吨，较上周下降23元/吨，环比下降0.50%；较去年同期下降122元/吨，同比下降2.59%。

图59：木浆市场价格持续下滑



数据来源：卓创资讯、广发证券发展研究中心

图60：木浆港口库存量缓慢下降

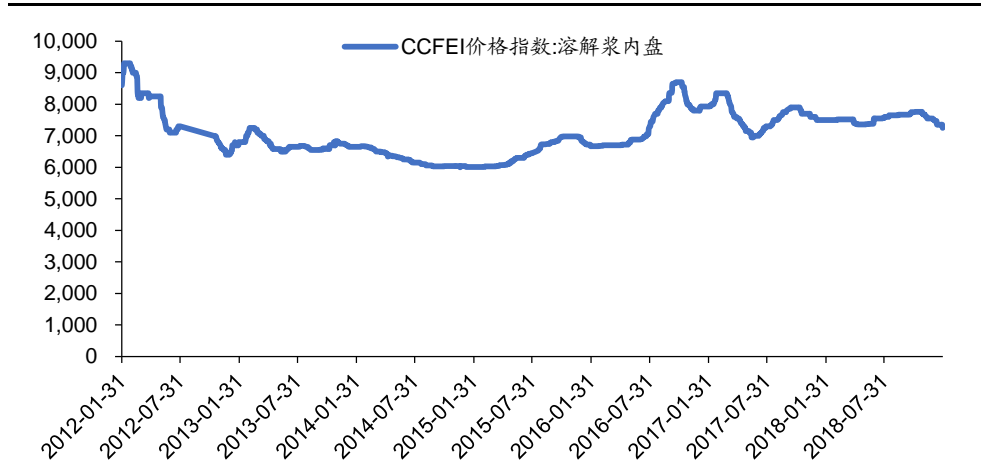


数据来源：卓创资讯、广发证券发展研究中心



**溶解浆：内盘价格持续走低。**截至2019年3月28日溶解浆内盘CCFEI价格为7050元/吨，较去年同期下跌6.25%。

**图61：溶解浆价格低位企稳**



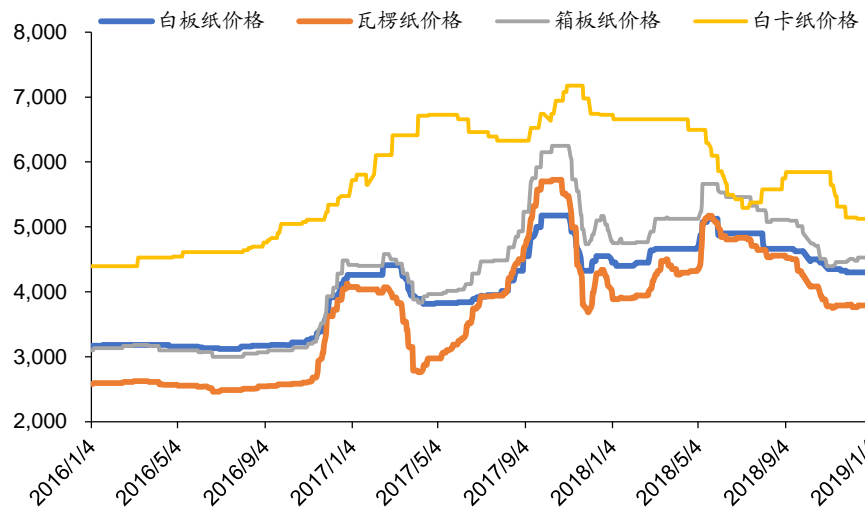
资料来源：wind 资讯、广发证券发展研究中心

### 2.2.2 主要纸品价格跟踪

**包装纸：瓦楞及箱板纸市场仍难摆脱弱势下行走势。**本周瓦楞纸市场呈现稳中局部下滑态势。据卓创数据监测，截至3月29日瓦楞纸全国均价3708元/吨，较上周下跌85元/吨，环比下滑2.24%，同比下滑15.99%。从企业价格来看，规模纸企报价暂无调整，而中小纸企根据自身情况下调50-100元/吨。周内原料废纸市场表现疲弱，成本面形成利空影响。近期纸企供应压力较大，由于出货速度放缓，库存水平较前期明显攀升。下游市场亦无明显利好支撑，包装企业订单有限，对原纸采购热情不高。目前市场交投气氛较为清淡，局部计划进行停机检修工作。

**白板纸价格大势平稳，局部下滑，观望情绪浓厚。**卓创资讯数据显示，截止到3月29日，A级250g灰底白板纸含税均价4338元/吨，环比下降0.46%，同比下降6.04%。本周华东、华中及东北地区部分经销商参市不显积极，补货维持刚需，华东地区部分经销商随新进低价货源到达，售价稳中下滑100元/吨。下游需求相对平稳，随行购货为主。市场内部分业者看空心态仍存，需求面无明显利好释放下，交投难有明显好转。

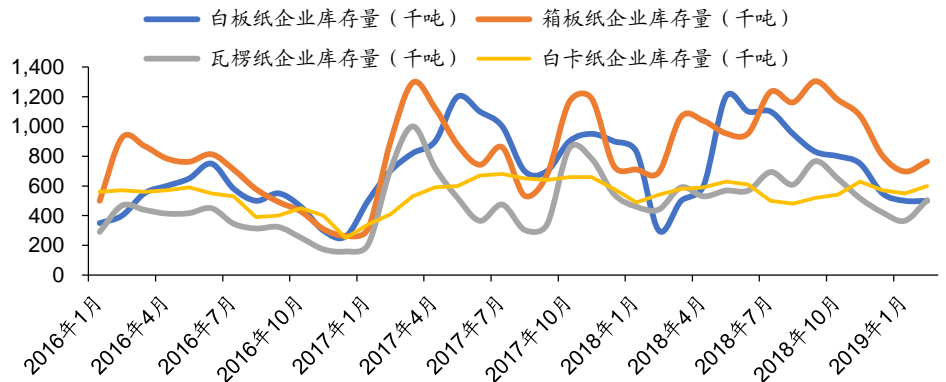
图62: 箱板瓦楞纸市场走势偏弱 (元/吨)



资料来源: 卓创资讯、广发证券发展研究中心

本周白板纸库存延续稳中上升状态, 白卡纸库存稳中上升, 瓦楞、箱板纸库存仍维持小幅增加趋势, 局部库存变动不大。卓创资讯数据显示, 截止2019年2月, 白板纸企业库存量500.00千吨, 箱板纸企业库存量765.26千吨, 瓦楞纸企业库存量504.74千吨, 白卡纸企业库存量600千吨。

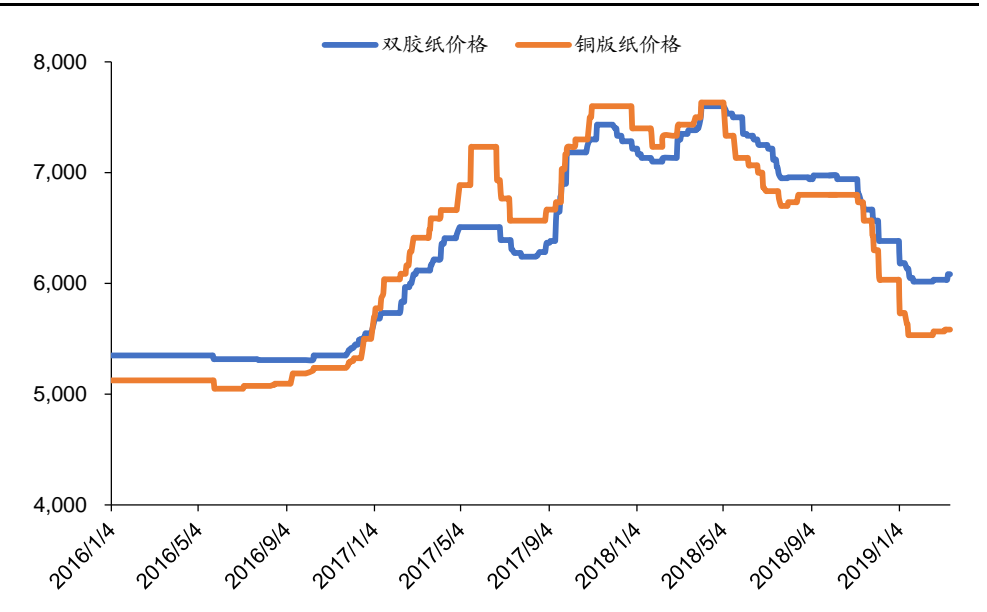
图63: 2月末包装纸库存量有所回升



数据来源: 卓创资讯、广发证券发展研究中心

**文化纸: 文化用纸市场大稳小动。**卓创资讯数据显示, 本周铜版纸均价为5487元/吨, 环比持平, 较去年同期下降24.58%; 双胶纸均价为 5950元/吨, 环比持平, 较去年同期下降19.78%; 新闻纸均价为6050元/吨, 环比下调0.82%; 复印纸均价为5600元/吨, 环比持平; 轻型纸均价为6100元/吨, 环比持平; 书写纸均价为5400元/吨, 环比持平。

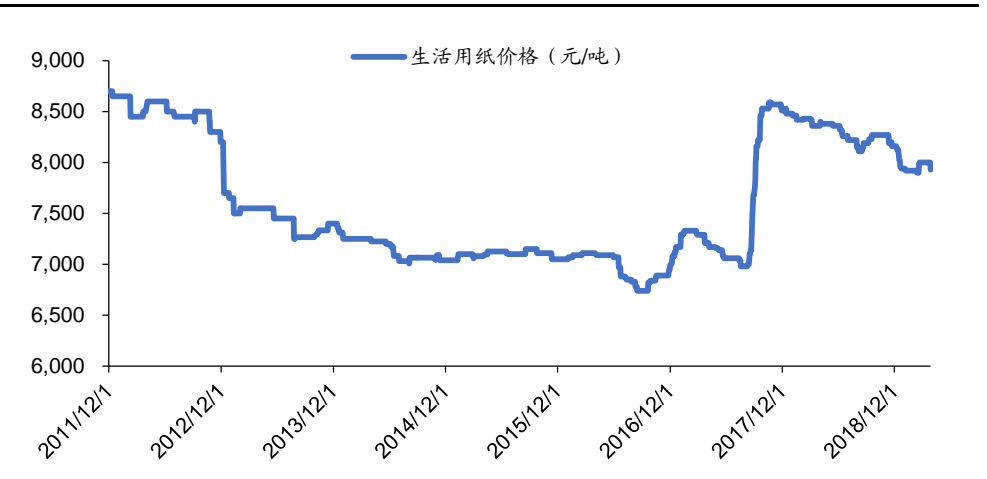
图64: 双胶纸和铜版纸价格相对稳定(元/吨)



资料来源: 卓创资讯、广发证券发展研究中心

**生活用纸:** 生活用纸市场维稳运行, 各地规模纸企延续前期报价, 市场交投平平, 观望气氛较浓。山东地区喷浆木浆大轴厂提未税主流报价7400元/吨; 河北地区喷浆木浆大轴厂提未税主流成交报价7400元/吨; 广西地区甘蔗浆大轴厂提含税主流报价6450元/吨; 川内本色竹浆大轴厂提含税主流成交报价7600元/吨。各地纸价均与上周持平。据卓创资讯监测数据显示, 本周生活用纸均价为7225元/吨, 与上周持平; 同比下降546元/吨, 跌幅7.03%。

图65: 生活用纸价格走势相对平稳



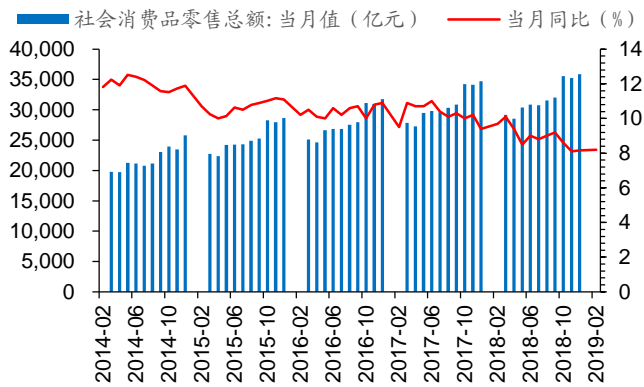
资料来源: 卓创资讯、广发证券发展研究中心

## 2.3 包装文娱板块: 部分纸包原材料价格持续回升

### 2.3.1 下游需求跟踪

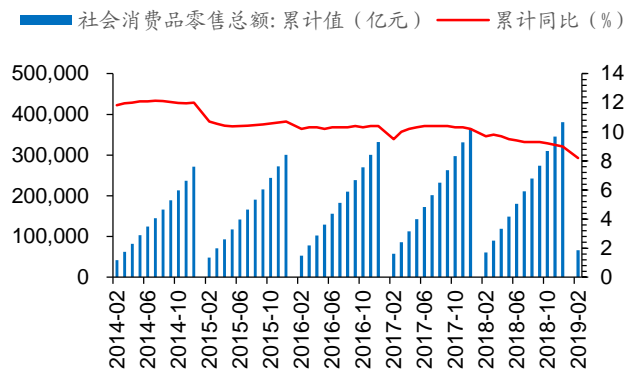
**总体需求情况:** 根据国家统计局数据, 2019年1-2月社会零售总额66064.0亿元, 同比增长8.2%, 前值61081.8亿元。

图66: 社会零售总额: 当月值



数据来源: Wind、国家统计局、广发证券发展研究中心

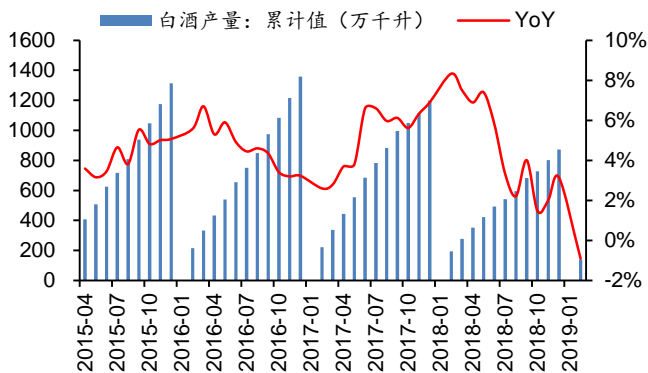
图67: 社会零售总额: 累计值



数据来源: Wind、国家统计局、广发证券发展研究中心

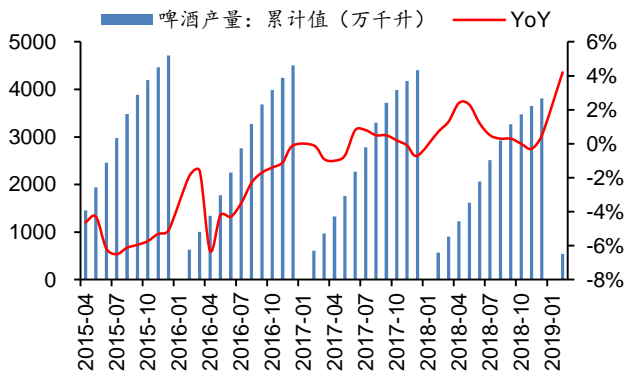
**食品饮料-烟酒:** 根据国家统计局数据, 白酒、啤酒产量同比下滑趋势有所改善。2019年1-2月, 白酒当月产量为140.00万千升, 同比下滑27.88%; 啤酒当月产量为539万千升, 同比下滑5.06%; 软饮料当月产量为2167.2万千升, 同比下滑9.97%。

图68: 白酒产量



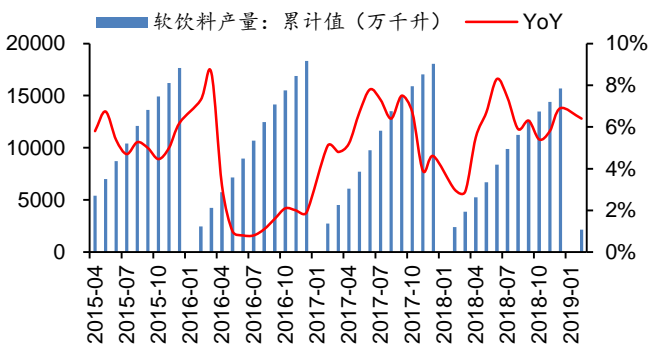
数据来源: Wind、国家统计局、广发证券发展研究中心

图69: 啤酒产量



数据来源: Wind、国家统计局、广发证券发展研究中心

图70: 软饮料产量



数据来源: Wind、国家统计局、广发证券发展研究中心

图71: 食品饮料总产量 (白酒+啤酒+软饮料)

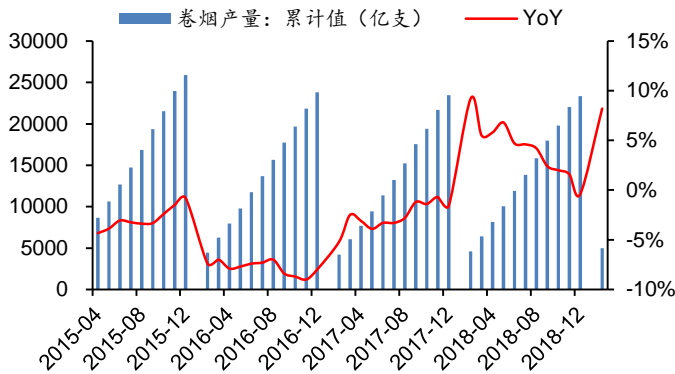


数据来源: Wind、国家统计局、广发证券发展研究中心

**烟草需求结构跟踪:** 烟草去库存卓有成效, 景气复苏、中高端化趋势持续。根

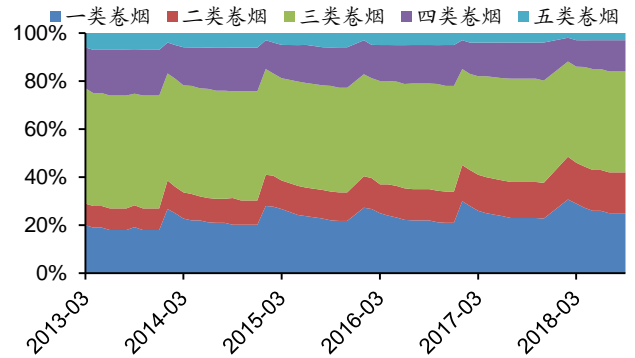
据烟草专卖局、烟草在线数据，2019年1-2月，烟草累计产量4969亿支，同比增长8.24%。2018年9月，单箱烟草销售收入为32.3千元，环比增长4.92%；烟草销售以三类以上卷烟为主，一二类卷烟销量占比保持稳定，延续销售中高端化趋势。2018年9月，卷烟工商库存415.4万箱，环比下跌2.28%，下跌趋势有所收窄；卷烟商业库存234.6万箱，环比上涨5.57%。

图72: 烟草产量



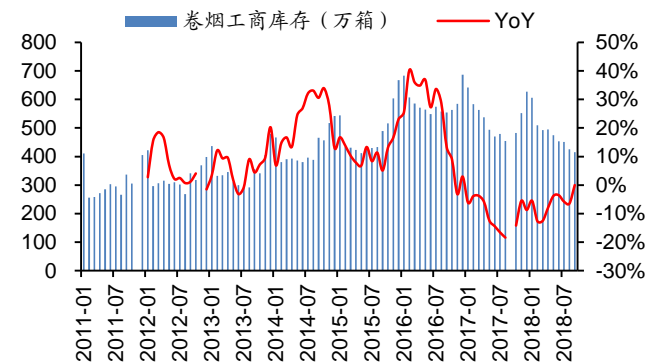
数据来源: Wind、烟草在线、广发证券发展研究中心

图73: 烟草销量结构占比



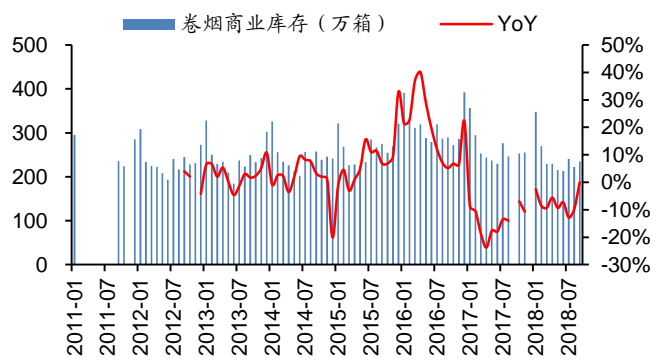
数据来源: Wind、烟草在线、广发证券发展研究中心

图74: 卷烟工商库存



数据来源: Wind、烟草在线、广发证券发展研究中心

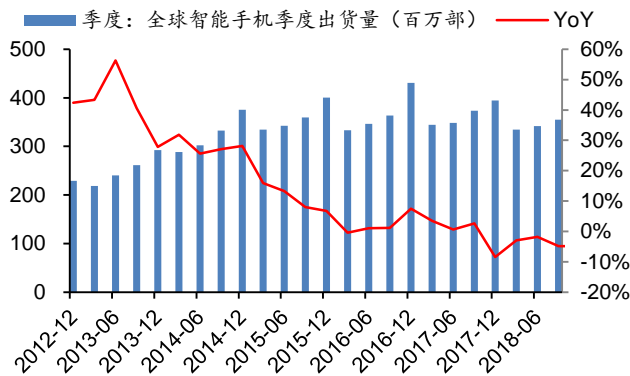
图75: 卷烟商业库存



数据来源: Wind、烟草在线、广发证券发展研究中心

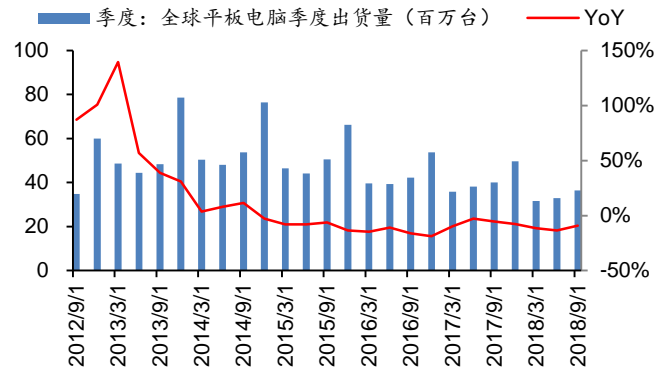
**消费电子:** 3C出货量同比下跌趋势未改。根据Wind数据，2018Q4全球智能手机产量为375.4百万部，同比下滑4.9%；2018Q3平板电脑产量为36.4百万部，同比下滑9.0%；2018Q4 PC产量为68.13百万部，同比下滑3%。

图76: 消费电子—智能手机



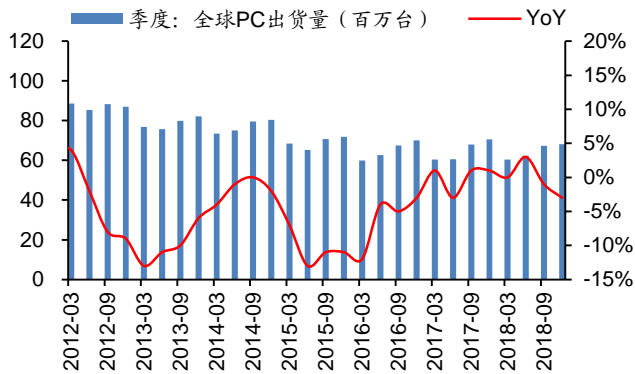
数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

图77: 消费电子—平板电脑



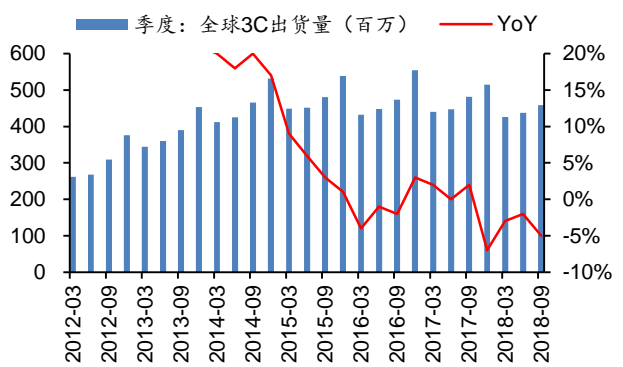
数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

图78: 消费电子—PC



数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

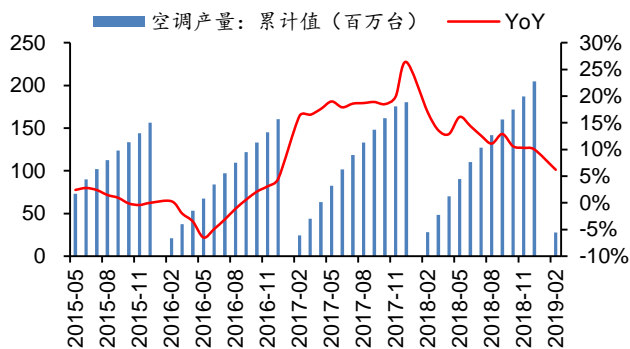
图79: 消费电子总出货量—3C



数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

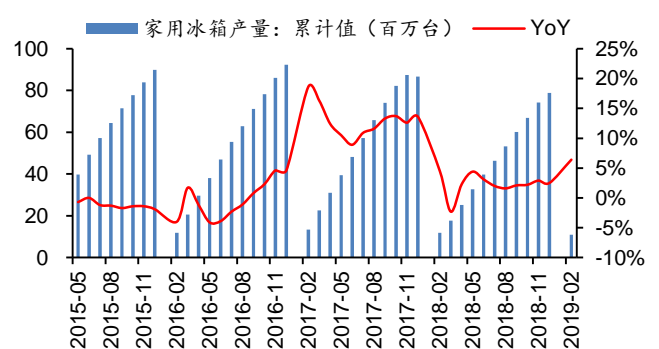
**家电:** 彩电、冰箱、空调2019年开年产量均同比增长良好。根据国家统计局数据,截止2019年2月,我国彩电产量累计值为28.26百万台,同比增长5.2%;家用冰箱产量累计值为10.99百万台,同比增长6.4%;家用空调产量累计值为27.89百万台,同比增长6.2%。

图80: 家电—空调产量



数据来源: Wind、国家统计局、广发证券发展研究中心

图81: 家电—家用冰箱产量

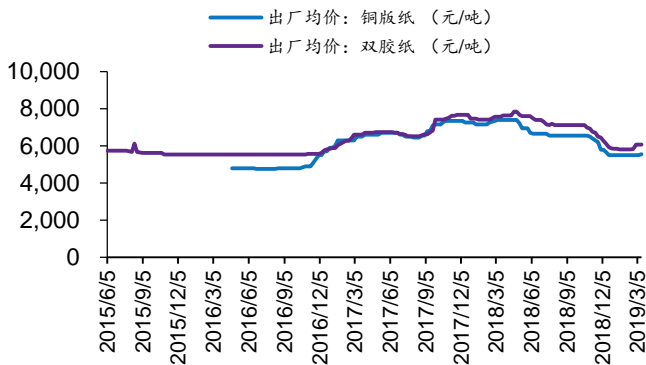


数据来源: Wind、国家统计局、广发证券发展研究中心

### 2.3.2 上游原材料价格跟踪

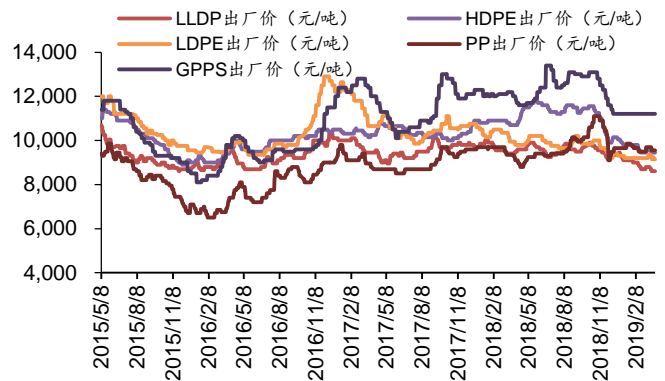
**原材料价格：**本周部分原材料价格有所下降。根据纸业联讯3月15日最新数据，从价格周环比波动上看，双胶纸价格较前周维持不变，瓦楞纸、箱板纸小幅下跌，白卡纸有所回升。其中，牛卡纸6075.00元/吨，维持不变；瓦楞纸3416.25元/吨，环比下跌3.02%；箱板纸4262.50元/吨，环比下跌2.29%；白卡纸5107.00元/吨，环比增长1.27%。根据中塑资讯3月28日数据，大部分塑料原材料价格基本稳定，聚乙烯LDPE环比下跌1.08%。

图82: 包装原材料价格——纸类



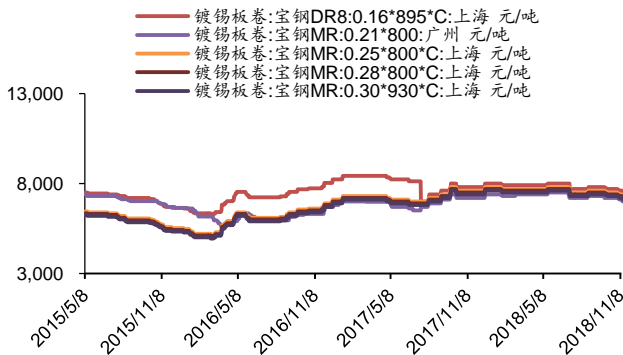
数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

图83: 包装原材料价格——塑料



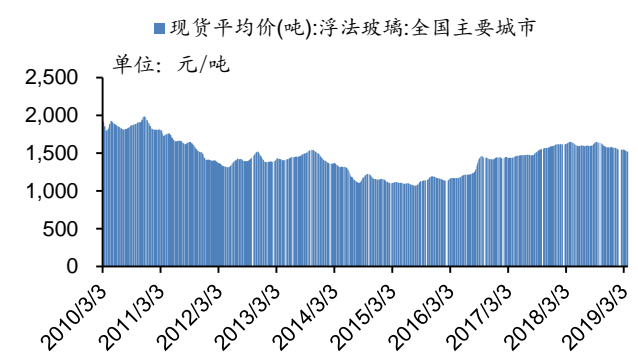
数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

图84: 包装原材料价格——金属(镀锡板卷)



数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

图85: 包装原材料价格——玻璃

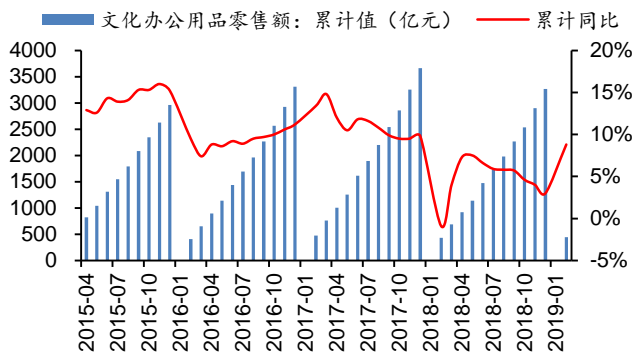


数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

### 2.3.3 文娱板块

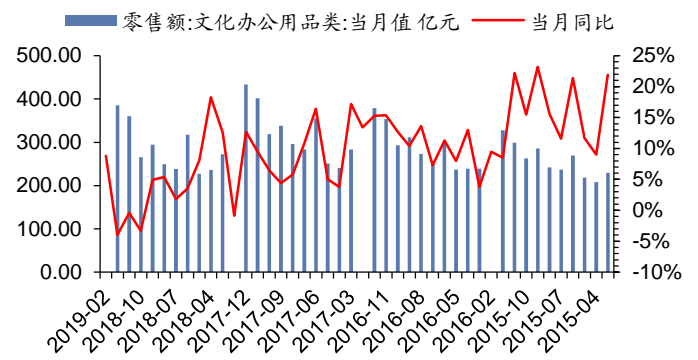
根据国家统计局数据，2019年1-2月文具办公用品零售额443.00亿元，同比增长8.8%。

图86: 文具办公用品零售额累计值



数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

图87: 文具办公用品零售额单月值



数据来源: Wind、广发证券发展研究中心



### 三、板块资本运作

**表1: 公司股份回购**

代码	简称	公告日期	进度	预计回购数量 (万股)	预计回购数量/ 总股本	已回购股数 (万股)	已回购数量/预 计回购数量	回购目的
600433.SH	冠豪高新	2019/3/18	董事会预案	1666.67	1.31%	0.00	0.00%	股权激励
002787.SZ	华源控股	2019/3/19	完成	232.80	0.74%	232.80	100%	股权激励注销
600567.SH	山鹰纸业	2019/3/19	董事会预案	13440.86	2.93%	0.00	0.00%	市值管理
300501.SZ	海顺新材	2019/3/19	董事会预案	1.00	0.01%	0.00	0.00%	股权激励注销
603499.SH	翔港科技	2019/3/20	董事会预案	1.00	0.01%	0.00	0.00%	股权激励注销
603058.SH	永吉股份	2019/3/20	完成	473.56	1.12%	473.56	100%	市值管理
600963.SH	岳阳林纸	2019/3/27	董事会预案	4000.00	2.86%	0.00	0.00%	市值管理
600337.SH	美克家居	2019/3/28	董事会预案	414.00	0.23%	0.00	0.00%	股权激励注销
002235.SZ	安妮股份	2019/3/28	实施	2883.66	4.63%	2150.06	74.56%	—
002229.SZ	鸿博股份	2019/3/28	完成	158.40	0.32%	158.40	100%	股权激励注销
603180.SH	金牌厨柜	2019/3/28	董事会预案	28.41	0.42%	0.00	0.00%	股权激励注销
002605.SZ	姚记扑克	2019/3/30	董事会预案	470.59	1.18%	0.00	0.00%	市值管理
002599.SZ	盛通股份	2019/3/30	实施	—	—	827.46	—	—
002798.SZ	帝欧家居	2019/3/30	董事会预案	46.47	0.12%	0.00	0.00%	股权激励注销

数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

**表2: 公司股权质押**

公司名称	公告日期	股东名称	是否为第一大股 东/一致行动人	质押股数 (百万股)	质押到期日	质权人	本次质押占持 股比例	备注
姚记扑克	2019/3/16	姚文琛	是	3.60	2020/3/14	中信建投	7.78%	—
合兴包装	2019/3/19	新疆兴汇聚	是	57.15	2020/3/12	兴证证券资管	14.39%	—
	2019/3/23	新疆兴汇聚	是	66.05	2020/6/5	兴证证券	16.63%	—
晨鸣纸业	2019/3/19	晨鸣控股	第一大股东	31.52	2020/3/7	财富证券	3.90%	—
	2019/3/26	晨鸣控股	第一大股东	45.90	2020/12/31	光大证券资管	5.68%	—
鸿博股份	2019/3/21	尤友岳	一致行动人	8.00	2019/9/27	东方证券	27.96%	延长质押
	2019/3/21	尤友鸾	一致行动人	5.84	2019/9/27	东方证券	41.91%	延长质押
	2019/3/21	尤友鸾	一致行动人	4.08	2019/9/20	东方证券	29.28%	延长质押
山鹰纸业	2019/3/21	泰盛实业	是	68.00	2020/12/1	北方国际信托	1.48%	该比例为质押 占总股本比例
海顺新材	2019/3/22	林武辉	是	12.90	申请解除质押登 记为止	南京证券	33.35%	—
裕同科技	2019/3/22	王华君	是	7.60	2022/3/17	中信证券	15.63%	—
索菲亚	2019/3/23	江淦钧	公司控股股东、 实际控制人、董 事长	25.00	2020/3/20	平安证券	13.36%	—
	2019/3/23	柯建生	公司控股股东、	25.00	2020/3/20	平安证券	14.11%	—

公告日期	公司	股东名称	是否为公司控股股东、实际控制人、董事长	持股比例	自主合同债务履行期限起始日	质权人	质押比例	备注
2019/3/30	江淦钧	江淦钧	实际控制人、董事长	15.60	始至主合同项下全部债务清偿完毕之日止	招商银行	8.34%	---
2019/3/26	帝欧家居	吴志雄	是	6.10	至办理解除质押登记之日止	华西证券	10.58%	---
2019/3/28	齐心集团	齐心控股	是	21.25	2020/3/26	华西证券	7.67%	---
2019/3/29	美克家居	美克集团	是	101.85	2020/3/27	海通证券	5.74%	该比例为质押占总股本比例
2019/3/29	华源控股	李志聪	是	7.75	2020/3/27	海通证券	6.13%	---

数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

**表3: 公司股权解除质押**

公司名称	公告日期	股东名称	是否为第一大股东/一致行动人	质押股数 (百万股)	解除质押日期	质权人	本次质押占持股比例	备注
美克家居	2019/3/16	美克集团	是	5.00	2019/3/15	中海信托	0.76%	---
四通股份	2019/3/19	蔡镇茂	持股5%以上股东	6.42	2019/3/15	海通证券	2.41%	该比例为质押占总股本比例
晨鸣纸业	2019/3/19	晨鸣控股	第一大股东	43.15	2019/3/18	民生加银资管	5.34%	---
	2019/3/26	晨鸣控股	第一大股东	32.37	2019/3/25	民生加银资管	4.00%	---
岳阳林纸	2019/3/20	泰格林纸	是	20.00	2019/3/19	民生银行	5.13%	---
裕同科技	2019/3/22	吴兰兰	是	2.30	2019/3/18	中信证券	1.07%	---
	2019/3/22	吴兰兰	是	5.30	2019/3/20	中国银河证券	2.46%	---
姚记扑克	2019/3/23	姚晓丽	是	3.26	2019/3/15	海通证券	4.66%	---
劲嘉股份	2019/3/23	劲嘉创投	是	9.02	2019/3/21	财通证券	1.95%	---
合兴包装	2019/3/23	新疆兴汇聚	是	62.90	2019/3/21	兴业证券	15.84%	---
帝欧家居	2019/3/26	吴志雄	是	2.90	2019/3/18	兴业证券	5.03%	---
	2019/3/26	吴志雄	是	6.00	2019/3/22	广发证券	10.40%	---
永新股份	2019/3/28	上海原龙	否	31.50	2019/3/26	中国银河证券	25.72%	---
顺灏股份	2019/3/28	顺灏投资	是	30.00	2019/3/26	东北证券	18.20%	---
	2019/3/30	顺灏投资	是	20.00	2019/3/28	东北证券	12.13%	---
实丰文化	2019/3/28	蔡俊权	是	3.43	2019/3/26	海通证券	10.53%	---
瑞贝卡	2019/3/28	河南瑞贝卡	是	55.39	2019/3/27	中原证券	4.89%	该比例为质押占总股本比例
金牌厨柜	2019/3/28	建潘集团	是	0.45	2019/3/22	兴业证券	0.66%	该比例为质押占总股本比例

数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

表4: 公司对外投资

公司名称	公告日期	合作方	投资标的	投资标的经营范围	总投资额 (百万美元)	公司出资 (百万美元)	出资比例	公司出资方式
东风股份	2019/3/19	---	贵州千叶药品包装股份有限公司	生产、销售: 药品塑料包装制品, PVC 包装硬片; 进出口业务技术推广; 技术开发; 技术转让; 技术服务与咨询; 软件开发	259.23	259.23	100%	货币资金
群兴玩具	2019/3/20	---	科创梦工场	工业大麻相关业务	40	40	100%	自有资金
顺灏股份子公司	2019/3/20	---	LUXIN HEMP GROUP INC.	包装装潢印刷品印刷	\$4	\$4	100%	---
王子新材子公司	2019/3/25	---	青岛富易达	文具生产、批发、零售等	4	4	100%	自有资金
晨光文具	2019/3/26	---	上海安硕	实业投资、投资管理、股权投资及收购兼并企业	193.2	193.2	100%	自有资金
菲林格尔	2019/3/27	---	宁波菲林格尔股权投资有限公司	设计、生产、加工、销售家居用品	100	100	100%	自有资金
皮阿诺	2019/3/28	---	皮阿诺总部及定制橱柜和全屋定制制造项目	包装装潢及其他印刷	1000	1000	100%	---
界龙实业	2019/3/30	---	浙江界龙御天包装有限公司		10	10	100%	现金

数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

表5: 公司公告增、减持进度

公司名称	公告日期	方案进度	变动方向	股东名称	股东身份	变动起止时间	变动数量 (万股)	变动数量占总股本比例
新通联	2019/3/16		减持	曹立峰	一致行动人	2019/3/15	50.00	0.24%
	2019/3/23	尚未完成	减持	曹立峰	一致行动人	2019/3/15-2019/3/23	200.00	1.00%
东方金钰	2019/3/16	尚未完成	被动减持	兴龙实业	持股 5% 以上股东	2019/3/14	240.00	0.18%
文化长城	2019/3/19	尚未开始	被动减持	任锋	副总经理		0.00	0.00%
浙江永强	2019/3/19	完成	增持	谢先兴	实际控制人	2018/5/7-2019/3/15	2834.39	1.30%
群兴玩具	2019/3/19	预披露	减持	纪晓文	董事长	---	0.00	0.00%
永吉股份	2019/3/21	预披露	减持	云商印务、裕美纸业、圣泉	大股东及董监高	---	0.00	0.00%

实业								
萃华珠宝	2019/3/21	完成	减持	周应龙	持股 5% 以上股东	2019/3/20	6.43	0.04%
	2019/3/26	完成	减持	周应龙	持股 5% 以上股东	2019/3/20- 2019/3/21	150.00	1.00%
	2019/3/26	完成	减持	郭琼雁	一致行动人	2019/3/22	64.20	0.43%
	2019/3/26	完成	减持	郭裕春	一致行动人	2019/3/25	40.00	0.27%
赫美集团	2019/3/23	预披露	减持	郝毅	大股东	—	0.00	0.00%
	2019/3/23	尚未完成	被动减持	天鸿伟业	持股 5% 以上股东	2019/3/21	12.61	0.02%
志邦家居	2019/3/27	尚未完成	减持	尚志有限	持股 5% 以上股东	2019/3/19- 2019/3/25	160.00	1.00%
英派斯	2019/3/28	尚未完成	减持	殷富中国、湖 南文旅	持股 5% 以上股东 及一致行动人	2018/10/19- 2019/3/27	240.00	2.00%
英联股份	2019/3/29	完成	减持	郭桂强	高级管理人员	2019/3/27	1.20	0.01%
实丰文化	2019/3/29	完成	减持	黄炳泉	持股 5% 以上股东	2018/12/20- 2019/3/27	160.00	2.00%
盛通股份	2019/3/30	预披露	减持	栗延秋	公司控股股东	—	0.00	0.00%
	2019/3/30	预披露	减持	唐正军等四人	董事	—	0.00	0.00%
	2019/3/30	预披露	减持	肖薇	董事会秘书	—	0.00	0.00%

数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

表6: 公司股权激励

公司名称	公告时间	授予数量(万 股)	占公司总比例	授予对象	授予价格	股权激励成就条件
海鸥住工	2019/3/15	1519	3.00%	董事、高管、 技术骨干等	5.12	2019-2021 年公司实现的净利润分别不低于 1.100、1.265、1.455 亿元

数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

## 风险提示

**数据跟踪：**相关渠道披露的数据存在滞后性。

**家居板块：**房地产行业政策调控力度加大；重点城市供给改善不及预期；三四线成交热度快速下行；库存累积快于预期；房企融资持续收紧；地产历史经验与实际情况出现背离；家具行业竞争压力加大；多元渠道拓展低于预期；公司投资并购事项受阻；收购承诺利润可能不达预期；原材料价格上涨影响盈利水平；产能投放不及预期；同业竞争风险加剧。

**造纸板块：**经济波动影响导致下游需求增速不及预期，社会库存增加。造纸行业供给端新增产能超预期释放，中小产能淘汰过程受到经济增速下行影响力度下降，小产能复产导致供需面恶化，产能出清受阻。原材料木浆及废纸价格持续高位导致行业盈利能力回落。原材料废纸政策加速海外进口废纸下降，固废供需失衡。贸易纠纷导致海外出口不确定性增加，影响随出口品出口的包装用纸需求。海外进口成品纸波动影响。工业用纸企业新产能投放爬坡期盈利波动大，新产能海外扩张受政策、管理等方面制约；消费用纸方面：新产品推广不及预期，渠道拓展不及预期。

**包装及文娱：**文具行业格局变化，市场竞争加剧；原材料价格上涨影响产品毛利率；行业头部企业布局的精品文创业务、办公物资业务拓展不达预期。包装行业落后产能淘汰速度不及预期；原材料价格持续维持高位，或反弹上涨，导致包装企业净利润水平再次被压缩；烟包装、酒包装、食品饮料包装、医药包装、化妆品奢侈品包装等领域，客户依赖过往的供应体系，导致行业头部企业多元化拓展不及预期。

## 广发造纸轻工行业研究小组

- 赵中平：首席分析师，对外经贸大学金融学学士，香港中文大学金融学硕士，2016年进入广发证券发展研究中心。2017年度新财富最佳分析师入围、水晶球最佳分析师第四名、金牛分析师上榜。
- 汪达：分析师，吉林大学金融学硕士、管理学学士，2017年加入广发证券发展研究中心。2017年度新财富最佳分析师入围、水晶球最佳分析师第四名、金牛分析师上榜。
- 陆逸：联系人，亚利桑那州立大学硕士，2018年加入广发证券发展研究中心，曾就职于天风证券。
- 徐成：联系人，南京大学管理学学士，北京大学管理学硕士，2018年加入广发证券发展研究中心。

## 广发证券—行业投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘10%以上。
- 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。
- 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘10%以上。

## 广发证券—公司投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘15%以上。
- 增持：预期未来12个月内，股价表现强于大盘5%-15%。
- 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。
- 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘5%以上。

## 联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市	香港
地址	广州市天河区马场路 26号广发证券大厦 35楼	深圳市福田区益田路 6001号太平金融大厦 31层	北京市西城区月坛北 街2号月坛大厦18 层	上海市浦东新区世纪 大道8号国金中心一 期16楼	香港中环干诺道中 111号永安中心14楼 1401-1410室
邮政编码	510627	518026	100045	200120	
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn				

## 法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。

广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

## 重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。

本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经营收入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

本研究报告可能包括和/或描述/呈列期货合约价格的事实历史信息（“信息”）。请注意此信息仅供用作组成我们的研究方法/分析中的部分论点/依据/证据，以支持我们对所述相关行业/公司的观点的结论。在任何情况下，它并不（明示或暗示）与香港证监会第5类受规管活动（就期货合约提供意见）有关联或构成此活动。

## 权益披露

(1) 广发证券（香港）跟本研究报告所述公司在过去12个月内并没有任何投资银行业务的关系。

## 版权声明

未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。