

轻工制造行业

Q1 行业基本面回顾与 Q2 核心变量展望

核心观点:

● 近期行业观点: 全装链条更确定

关注 2019 年销售加速提估值与 2017 年异同, 关键在于三四线销售是否能持续回暖, 2019-2020 年交付面积增速有望回暖提升定制家具增速预期, 木门, 橱柜, 卫浴工程单确认时点靠前具备渗透率提升逻辑, 受政策催化弹性更大; 文化纸有望随周期板块共振, 涨价函落地效果逐步好转, 宽松周期下 PB 开启重估, 废纸受限下纸浆仍为核心资产; 合兴包装 PSCP 模式运营质量改善现金流好转, 轻资产集中度提升逻辑持续兑现; 市场若震荡向下, 建议关注晨光文具与中顺洁柔机会。

● 本周主题: Q1 行业基本面回顾与 Q2 核心变量展望

2019 年 Q1 基本面回顾: 地产销售景气度提升带动家具板块情绪修复, 零售一季度收入持续承压; 造纸板块处于去库存周期, 行业盈利整体承压, 木浆系纸种强于废纸系; 包装板块行业集中度持续提升, 利润弹性初步显现。Q2 核心变量展望: 家居板块零售维持下半年向好判断, 全装链条确定性更强; 造纸板块关注文化纸旺季需求回升下的涨价函落地情况; 包装板块原材料成本变动的价格传导情况、裕同科技/劲嘉股份新客户拓展情况、合兴包装 PSCP 平台的扩张情况及合作质量情况。

● 行业数据更新

家居: 上游原材料中, 板材周度价格起伏不一, 五金材料和五金零部件价格均下跌; 新房成交面积周环比上升 20.31%, 二手房成交量环比上升 36.42%。3 月统计局数据显示, 商品房销售面积累计同比下滑 0.90%, 新开工面积累计同比增长 11.90%, 竣工面积累计同比下降 10.80%。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 (4.15-4.19) 瓦楞及箱板纸市场相对平稳, 文化印刷纸市场行情平稳为主, 龙头纸企再发 5 月份涨价函, 涨价幅度在 200-300 元/吨。第五批外废审批额度低于市场预期, 国废价格止跌走高; 木浆港口库存有所回落。

包装及文娱: 社会零售总额同比增长有所回暖, 烟草复苏趋势企稳, 文具办公用品零售额有所下滑。2019 年 3 月份社会零售总额当月值为 31725.7 亿元, 同比增长 8.7%; 2019 年 3 月烟草产量 1942.2 亿支, 当月同比增长 6.7%, 累计同比增长 7.8%; 2019 年 3 月文具办公用品零售额 249.40 亿元, 同比下降 4.0%。

● 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

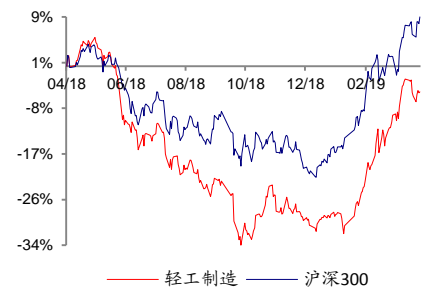
前次评级

买入

报告日期

2019-04-22

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:去库尾声纸价 2019-04-07

否极泰来, 推荐文化纸龙头

轻工制造行业:定制倒春寒后 2019-03-31

迎盛夏, 全装链条确定性更

高

轻工制造行业:315 透视电子 2019-03-17

烟, 去伪存真行业加速发展

联系人:

陆逸 021-60750604

gluyi@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 | 货币 | 收盘价 | 最近 | 评级 | 合理价值 (元/股) | EPS(元) | | PE(x) | | EV/EBITDA(x) | | ROE(%) | |
|------|-----------|-----|-------|-----------|----|---------------|--------|-------|-------|-------|--------------|-------|--------|-------|
| | | | 04-19 | 报告日期 | | | 2019E | 2020E | 2019E | 2020E | 2019E | 2020E | 2019E | 2020E |
| 合兴包装 | 002228.SZ | 人民币 | 6.00 | 2019/3/15 | 买入 | 6.26 | 0.28 | 0.38 | 21.4 | 15.8 | 16.0 | 12.6 | 11.0% | 12.9% |
| 太阳纸业 | 002078.SZ | 人民币 | 7.81 | 2019/4/16 | 买入 | 8.9 | 0.89 | 0.95 | 8.8 | 8.2 | 6.2 | 5.2 | 15.6% | 14.2% |
| 皮阿诺 | 002853.SZ | 人民币 | 22.40 | 2019/4/7 | 买入 | 25.8 | 1.17 | 1.48 | 19.1 | 15.1 | 13.74 | 10.95 | 15.1% | 15.9% |

数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

备注: 表中估值指标按照最新收盘价计算

目录索引

| | |
|--|----|
| 一、近期行业观点：全装修更确定 | 7 |
| 二、Q1 行业基本面回顾与 Q2 核心变量展望 | 8 |
| 2.1 家居：地产销售景气度提升带动家具板块情绪修复 | 8 |
| 2.2 造纸：去库存周期，关注文化纸涨价函落地和包装纸新产能投放 | 12 |
| 2.3 包装：建议 Q2 继续关注行业整合、成本利润弹性两大要素 | 16 |
| 三、行业数据跟踪 | 20 |
| 3.1 家居板块：板材价格涨跌不一，周度商品房销售回暖 | 20 |
| 3.1.1 上游原材料价格跟踪 | 20 |
| 3.1.2 下游需求跟踪 | 21 |
| 3.1.3 家具月度数据 | 22 |
| 3.1.4 海内外家具公司估值对比 | 23 |
| 3.2 造纸板块：包装纸市场相对平稳，文化纸维持小幅上涨 | 24 |
| 3.2.1 上游价格跟踪 | 24 |
| 3.2.2 主要纸品价格跟踪 | 26 |
| 3.3 包装文娱板块：部分纸包原材料价格持续回升 | 28 |
| 3.3.1 下游需求跟踪 | 28 |
| 3.3.2 上游原材料价格跟踪 | 31 |
| 3.3.3 文娱板块 | 32 |
| 四、板块资本运作 | 34 |
| 风险提示 | 37 |

图表索引

| | |
|--|----|
| 图 1: 2019 年 Q1 家居龙头对比 (股价涨跌幅变化) | 8 |
| 图 2: 2019Q1 家居龙头沪深港通北上资金持股占比 | 8 |
| 图 3: 家具板块重点跟踪公司估值 PE (TTM) 走势 | 8 |
| 图 4: 2018 年春节放假时间表 | 9 |
| 图 5: 2019 年春节放假时间表 | 9 |
| 图 6: 全国商品房销售面积单季度同比增速以及预测 | 10 |
| 图 7: 2019-2020 年地产真实竣工面积增速预测 (万平方米) | 11 |
| 图 8: 全装修企业获取订单时点与零售类企业异同 | 11 |
| 图 9: 全装修房企数量增加情况 | 11 |
| 图 10: 中国精装修市场规模及渗透率 | 12 |
| 图 11: 全装修不同品类市占率 | 12 |
| 图 12: 工程单供应商评分体系 | 12 |
| 图 13: 造纸行业正处于去库存周期 | 13 |
| 图 14: 废纸系纸种 19Q1 价格先涨后跌 | 13 |
| 图 15: 2019 年 2 月外废进口量下滑至 76 万吨为历史新低 (单位: 万吨) | 14 |
| 图 16: 木浆全球生产商库存天数 2 月份有所回落 | 16 |
| 图 17: 3 月末国内主要港口木浆库存量高位回落 | 16 |
| 图 18: 劲嘉股份-茅台包装瓶、包装盒 | 17 |
| 图 19: 五粮液精美印务-包装盒 | 17 |
| 图 20: 裕同科技单季度归母净利润情况 | 17 |
| 图 21: 裕同科技单季度盈利能力 | 18 |
| 图 22: 劲嘉股份单季度盈利能力 | 18 |
| 图 23: 合兴包装经营活动现金流 (百万元) | 19 |
| 图 24: 中纤板价格指数 | 20 |
| 图 25: 刨花板价格指数 | 20 |
| 图 26: 细木工板价格指数 | 20 |
| 图 27: 指接板价格指数 | 20 |
| 图 28: 五金材料价格指数 | 21 |
| 图 29: 五金零部件价格指数 | 21 |
| 图 30: 4 大一线城市新房周成交 | 21 |
| 图 31: 13 个二线城市新房周成交 | 21 |
| 图 32: 23 个三线城市新房周成交 | 21 |
| 图 33: 2 大一线城市二手房周成交 | 21 |
| 图 34: 11 个二三线城市二手房周成交 | 22 |
| 图 35: 13 城市二手房周成交 | 22 |
| 图 36: 家具行业零售额及同比 | 22 |
| 图 37: 家具行业出口额及同比 | 22 |
| 图 38: 商品房销售面积及同比 | 23 |
| 图 39: 商品房销售额及增速 | 23 |

| | |
|-------------------------------------|----|
| 图 40: 购置土地面积及同比 | 23 |
| 图 41: 商品房新开工面积及同比 | 23 |
| 图 42: 商品房施工面积及同比 | 23 |
| 图 43: 商品房竣工面积及同比 | 23 |
| 图 44: 国外家具公司 PE (TTM) (单位: 倍) | 24 |
| 图 45: 国内家具公司 PE (TTM) (单位: 倍) | 24 |
| 图 46: 国外家具公司 PS (TTM) (单位: 倍) | 24 |
| 图 47: 国内家具公司 PS (TTM) (单位: 倍) | 24 |
| 图 48: 国废价格先跌后涨 (元/吨) | 25 |
| 图 49: 木浆国内现货市场价格小幅下行 | 26 |
| 图 50: 木浆港口库存量高位回落 | 26 |
| 图 51: 溶解浆价格持续走低 | 26 |
| 图 52: 箱板瓦楞纸市场价格低位企稳 (元/吨) | 27 |
| 图 53: 3 月末箱板瓦楞纸库存量有所回升 | 27 |
| 图 54: 双胶纸和铜版纸价格维持小幅上涨 (元/吨) | 28 |
| 图 55: 生活用纸市场延续下行态势 | 28 |
| 图 56: 社会零售总额: 当月值 | 29 |
| 图 57: 社会零售总额: 累计值 | 29 |
| 图 58: 白酒产量 | 29 |
| 图 59: 啤酒产量 | 29 |
| 图 60: 软饮料产量 | 29 |
| 图 61: 食品饮料总产量 (白酒+啤酒+软饮料) | 29 |
| 图 62: 烟草产量 | 30 |
| 图 63: 烟草销量结构占比 | 30 |
| 图 64: 卷烟工商库存 | 30 |
| 图 65: 卷烟商业库存 | 30 |
| 图 66: 消费电子—智能手机 | 31 |
| 图 67: 消费电子—平板电脑 | 31 |
| 图 68: 消费电子—PC | 31 |
| 图 69: 消费电子总出货量—3C | 31 |
| 图 70: 家电—空调产量 | 31 |
| 图 71: 家电—家用冰箱产量 | 31 |
| 图 72: 包装原材料价格—塑料 | 32 |
| 图 73: 包装原材料价格—金属 (镀锡板卷) | 32 |
| 图 74: 包装原材料价格—玻璃 | 32 |
| 图 75: 文具办公用品零售额累计值 | 33 |
| 图 76: 文具办公用品零售额单月值 | 33 |
| | |
| 表 1: 4 月份规模纸企文化纸产品价格报涨 (元/吨) | 14 |
| 表 2: 纸产品需求淡旺季分布明显 | 15 |

| | |
|-----------------------|----|
| 表 3: 公司股份回购 | 34 |
| 表 4: 公司股权质押 | 34 |
| 表 5: 公司对外投资 | 35 |
| 表 6: 公司公告增、减持进度 | 35 |
| 表 7: 公司股权激励 | 36 |

一、近期行业观点：全装修更确定

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。

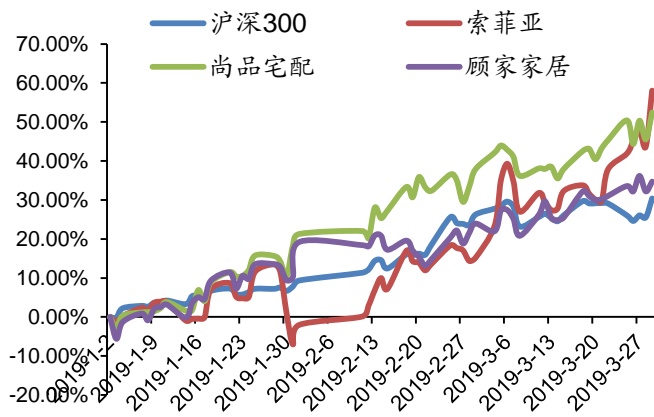
二、Q1 行业基本面回顾与 Q2 核心变量展望

2.1 家居：地产销售景气度提升带动家具板块情绪修复

2.1.1 一季度家居板块表现亮眼，外资偏好出现分化

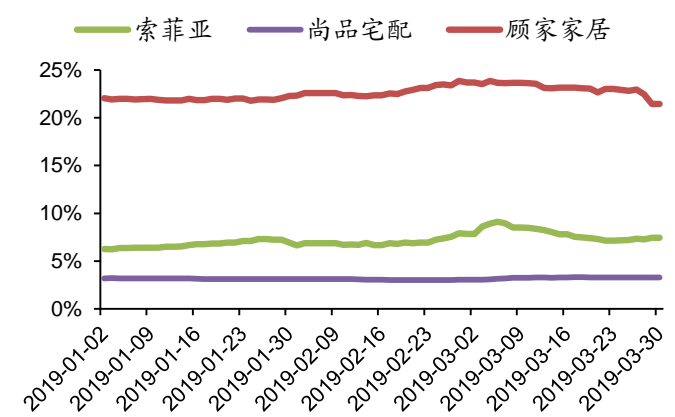
今年一季度家具板块整体表现不俗，龙头个股收益大幅跑赢沪深 300 指数。其中，受益于房地产销售回升带动板块悲观情绪修复、家居龙头表现亮眼。龙头企业索菲亚、尚品宅配、顾家家居涨幅分别高达 57%、58%、52.5%、34.7%。2019 年一季度，外资流入家居板块个股出现分化，尚品宅配、索菲亚外资持续比例较年初实现小幅上涨，顾家家居外资占比则略有回落。截止 2019 年 3 月 30 日，顾家家居、索菲亚、尚品宅配沪深港通持股占比分别为 21.4%、8%、7.4%、3.3%。

图1：2019年Q1家居龙头对比（股价涨跌幅变化）



数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

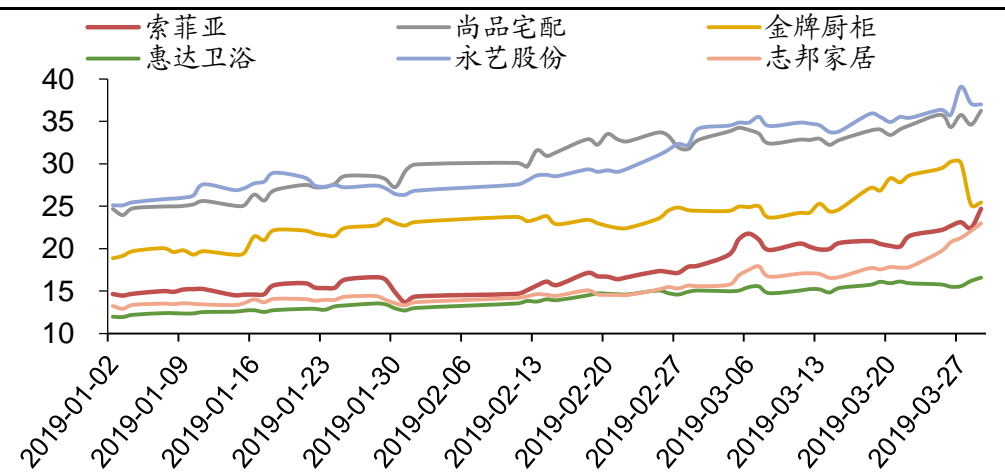
图2：2019Q1家居龙头沪深港通北上资金持股占比



数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

从估值角度看，伴随着市场悲观预期的修复，2019 年一季度整体家具企业估值均有较大回复，其中定制龙头企业（索菲亚、尚品宅配等）PE 回复大，而软体家居（顾家家居）估值变动幅度则稍逊于定制板块；受益于竣工修复以及政策持续加码，全装修板块个股（海鸥卫浴等）估值在 2019 年一季度实现较大幅修复。

图3：家具板块重点跟踪公司估值PE（TTM）走势



数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

2.1.2 家具零售一季度收入持续承压，全装修企业逐季向好

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。本轮定制家具公司“315”大促相比去年有蓄客时间长以及营销力度大，推动各家公司订单增速同比超预期。

（2）一线城市1至3月新房二手房交易同比增速超预期。根据广发地产组数据测算，2019年3月4大一线城市新房销售同比增长46%，2大一线城市（北京、深圳）二手房交易同比增长21%。由于零售终端数据传导至上市公司报表存在一季度的延迟，因此315活动对公司报表端影响预计在2019Q2才会体现，家具板块上市公司2019Q1收入增速预计延续2018Q4回落态势，叠加2018Q1的高基数，2019Q1收入端或持续承压。

全装修板块受益于竣工修复以及政策持续加码，且前期涨幅落后大盘，因此相关个股估值在2019年Q1有较大修复。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。由于新房交付旺季普遍位于下半年，一季度从历史数据来看为全年淡季，因此预计全装修相关企业收入增速将逐季度向好。

图4：2018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5：2019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 | | |

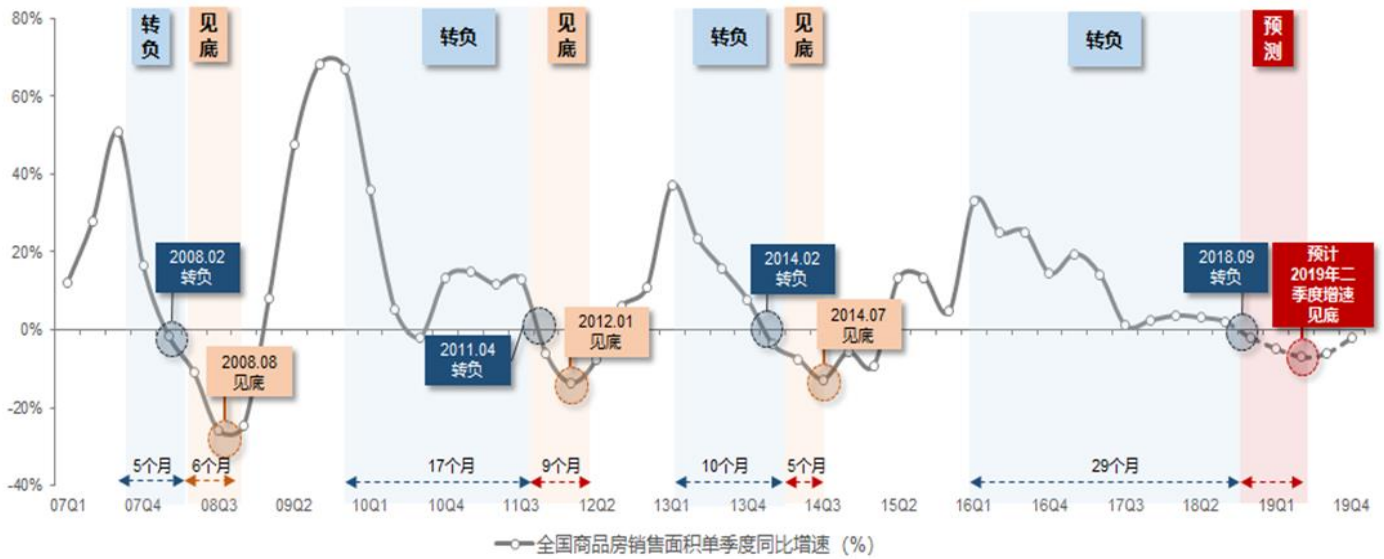
数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

2.1.3 零售维持下半年向好判断，全装链条确定性更强

家具零售端预计未来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（地产销售、竣工持续向好），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。

2季度末前后总销售面积增速有望见底。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。

图6: 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

实际交付预计好于预期。根据我们在前期周报《定制倒春寒后迎盛夏, 全装链条确定性更高》中所测算, 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%。修复的启动点有望在 2019 年年中与销售增速见底相符合, 带动定制家具在 1-2 个季度收入增速快速上升, 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。同时, 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。

行业向好传导仍有时滞。虽在 2019 年 Q3-Q4 有望迎接定制行业整体订单改善的承接, 但仍需要提防行业高预期下单月订单不及预期带来的倒春寒。同时, 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, 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或低于收入增速。

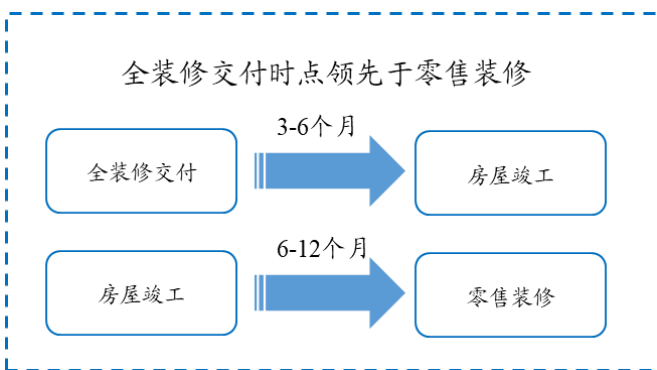
图7：2019-2020年地产真实竣工面积增速预测（万平方米）



数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

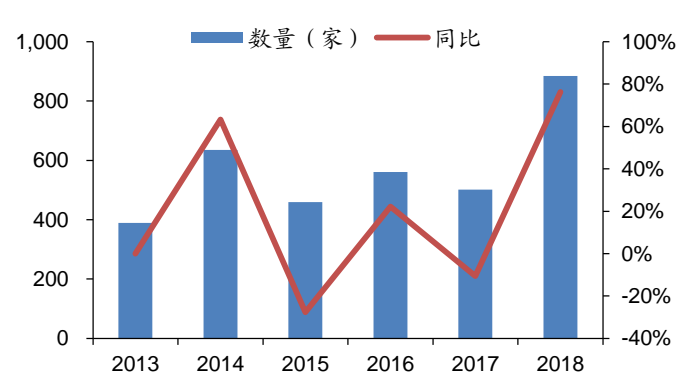
全装修链条收入增速确定性更强、盈利预测上修概率更高。（1）全装修交付时点在竣工前 3-6 个月，领先于零售装修，有望在业绩中率先体现；（2）全装修不仅有和零售端共通的竣工交付修复逻辑，而且有渗透率在政策督促下快速提升的行业成长逻辑，渗透率弹性最大预计就在 2019-2020 年。根据奥维云网统计，2018 年全装修房企数量新增 80%，中小房企纷纷效仿龙头房企布局全装修，提升住房品质；（3）工程单行业格局更稳定，订单招标较重视历史中标情况，对新进入者往往有 2-3 年考察期，具备一定的时间壁垒；（4）由于全装修企业订单增速季度间不稳定，加上资本市场对其现金流与利润率的担忧，无论在盈利预测还是估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。

图 8：全装修企业获取订单时点与零售类企业异同



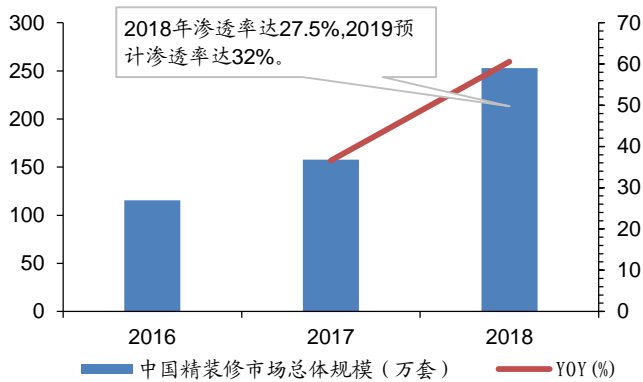
数据来源：Wind、广发地产组，广发证券发展研究中心

图9：全装修房企数量增加情况



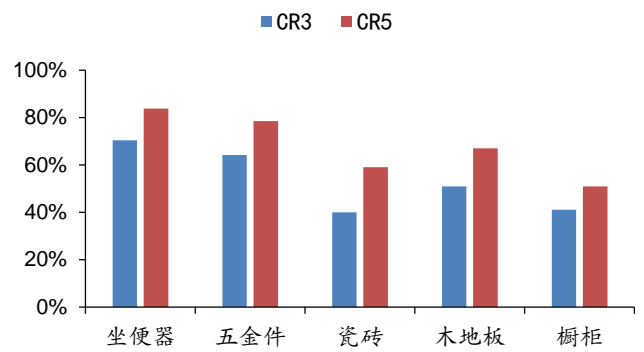
数据来源：Wind、奥维云网、广发证券发展研究中心

图 10: 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

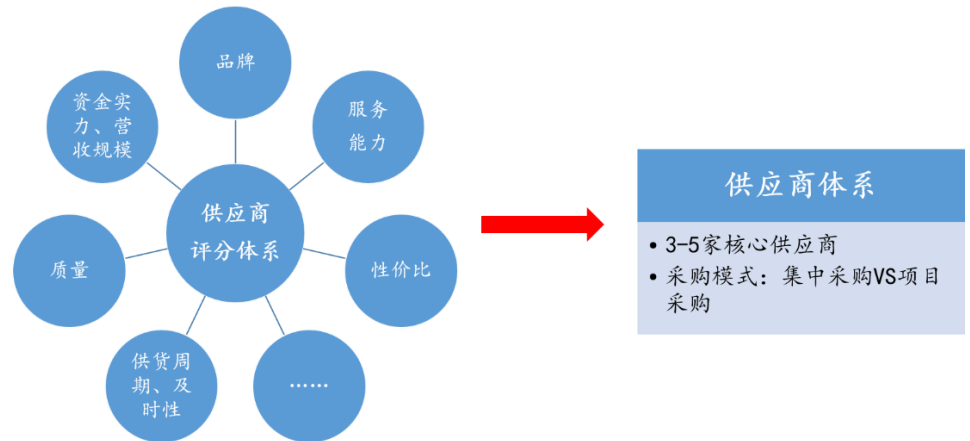
图 11: 全装修不同品类市占率



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 12: 工程单供应商评分体系



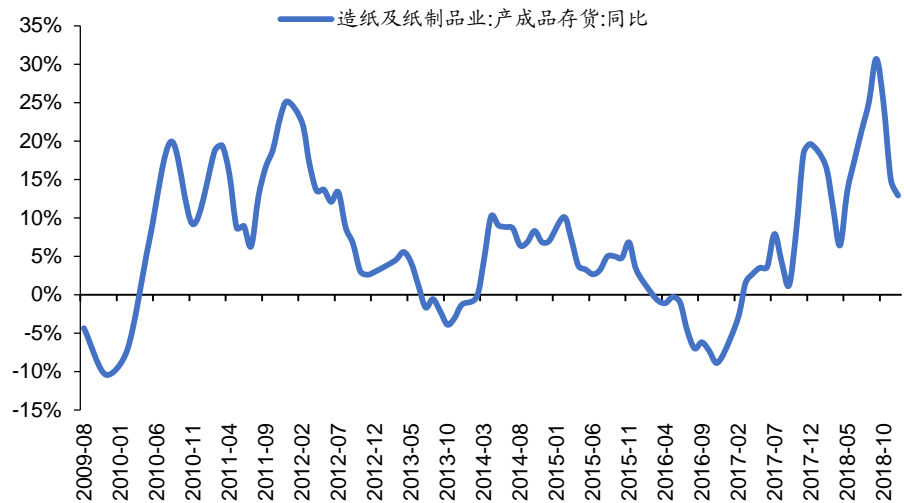
数据来源: 奥维云网、广发证券发展研究中心

2.2 造纸: 去库存周期, 关注文化纸涨价函落地和包装纸新产能投放

Q1 基本面情况回顾: 行业处于去库存周期, 木浆系纸种强于废纸系

库存周期角度看, 行业已进入去库存周期, 行业盈利整体承压。从造纸及纸制品业产成品存货数据来看, 2018年二、三季度为被动补库存周期, 供给侧改革带来的行业景气度提升, 盈利改善, 部分纸企推出产能扩张方案, 新增产能逐步落地。影响需求的不利因素逐步消化并在造纸产业链中反应, 行业逐渐进入去库存周期。

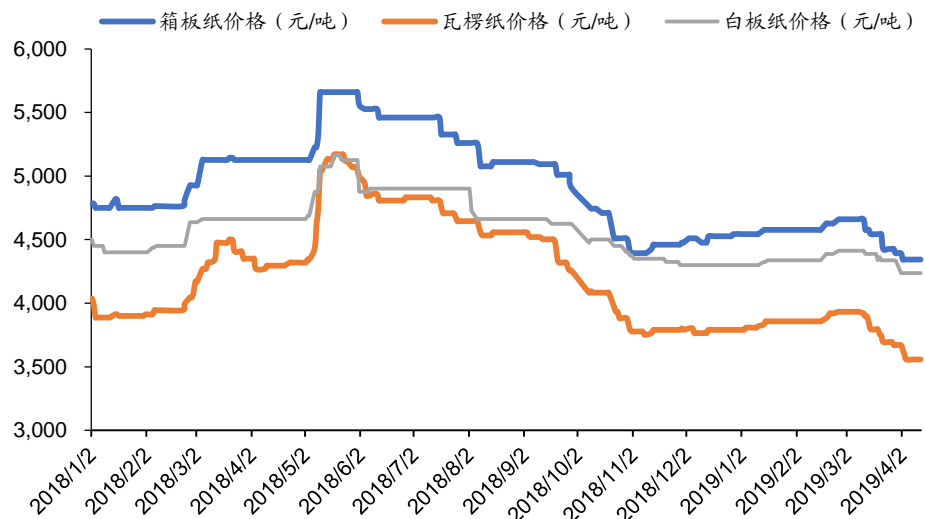
图13: 造纸行业正处于去库存周期



数据来源: wind 资讯、广发证券发展研究中心

19Q1包装纸价格先涨后跌，市场供需格局缓慢修复。以箱板纸价格为例，根据卓创资讯数据，受春节后补库存因素影响，箱板纸国内均价由2019年初4543.33元/吨最高升至2月末4660元/吨，但3月份山东博汇、河南龙源新纸机投产运行，市场供应量增加，下游订单量同比下滑明显，需求表现疲软，包装纸价格整体走低，市场供需格局修复缓慢。

图14: 废纸系纸种19Q1价格先涨后跌



数据来源: 卓创资讯、广发证券发展研究中心

19Q1文化纸价格已企稳，3、4月份涨价函逐月落地，龙头纸企盈利略有好转。从主要文化纸价格来看，根据卓创资讯数据，3月份龙头纸企提价基本落实，4月份规模纸企价格报涨，落地情况有待进一步观察。根据文化纸下游行业产成品库存同比数据，由于去库存启动时间较早，下游行业去库存已接近尾声。

表1: 4月份规模纸企文化纸产品价格报涨(元/吨)

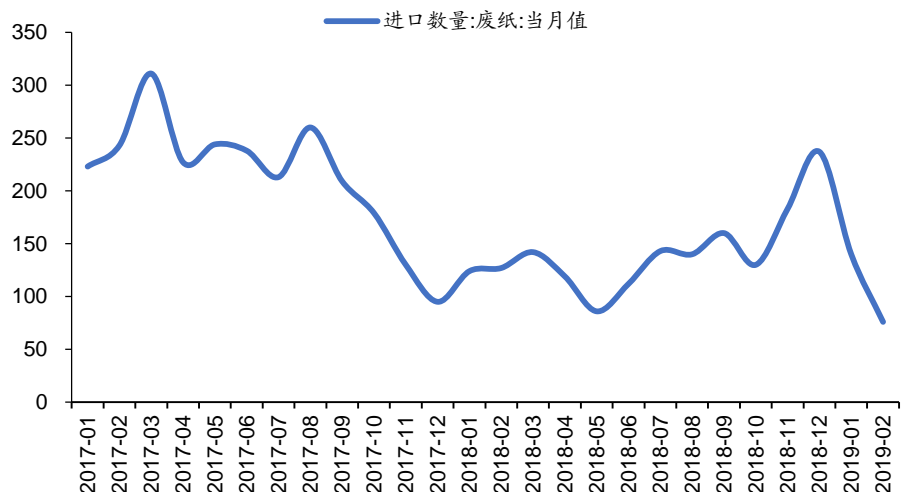
| 纸种 | 厂家 | 品牌 | 克重 | 3月28日报价 | 4月4日报价 | 周涨跌 | 付款方式 |
|-----|--------|----------|-----------|---------|--------|-----|------|
| 铜版纸 | 江苏金东纸业 | 长鹤 | 128g/157g | 5600 | 5700 | 100 | 承兑到货 |
| | 山东晨鸣纸业 | 雪兔 | 128g/157g | 5500 | 5600 | 100 | 承兑到货 |
| | 山东太阳纸业 | 天阳 | 128g/157g | 5500 | 5600 | 100 | 承兑到货 |
| | 山东华泰纸业 | 牡丹 | 128g/157g | 5400 | 5500 | 100 | 承兑到货 |
| 双胶纸 | 山东晨鸣纸业 | 云镜 | 70-100g | 6200 | 6300 | 100 | 承兑到货 |
| | 山东太阳纸业 | 华夏太阳 23# | 70-100g | 6200 | 6300 | 100 | 现金到货 |
| | 山东泉林纸业 | 泉林 | 70-100g | 6200 | 6300 | 100 | 现金到货 |
| | 山东银河纸业 | 瑞雪 | 70-100g | 6200 | 6300 | 100 | 现金到货 |
| | 河南白云纸业 | 云时代 | 70-100g | 6200 | 6300 | 100 | 承兑到货 |

数据来源: 卓创资讯、广发证券发展研究中心

原材料木浆价格内外盘走势背离, 木浆系纸企原材料成本中枢下移。根据卓创资讯数据, 继3月份海外浆厂报价上调后, 4月份木浆报价再次上调。全球第一大阔叶浆生产厂商巴西Suzano减少对亚洲地区的市场供给, 通过提价及减少供给方式维持市场价格, 海外木浆生产厂商普遍采取上调木浆报价或减少木浆供给, 防止市场出现持续供过于求局面, 国内木浆价格悲观预期逐步得到修复。国内木浆价格受港口高库存以及下游观望情绪影响走低, 与外盘走势背离。

原材料废纸价格先扬后抑, 国废受下游需求低景气度影响, 春节补库后价格走低, 外废价格持续低迷。由于国内纸企的外废批文多已用完, 大部分时间都处于有价无市状态。随着中国进口减少, 各主要外废供应国家的废纸出现了滞销的局面, 废纸库存大幅增加。从国内废纸审批情况看, 今年第五批外废配额审批222万吨, 低于市场预期, 2019年2月外废进口量下滑至76万吨为历史新低, 2019全年外废进口或再度下滑。

图15: 2019年2月外废进口量下滑至76万吨为历史新低(单位: 万吨)



数据来源: 卓创资讯、广发证券发展研究中心

Q2 核心变量展望: 文化纸旺季需求回升, 核心关注涨价函落地情况

纸价方面, 涨价函落地情况直观反映市场供需格局变化。去库存尾声叠加二季度文化纸需求旺季到来, 有望带动纸企提价函落地。纸产品尤其文化纸需求具有显

著周期性，双铜纸、双胶纸淡旺季分布基本一致，驱动因素略有不同，二季度展销会以及学生秋季教材备货增加下游文化纸消费需求。

包装纸核心关注新增产能投放情况。包装纸二季度处于年内相对淡季，由于行业整体处于去库周期，需求改善幅度有限，预计19Q2价格难有大幅反弹。

表2: 纸产品需求淡旺季分布明显

| 月份 纸种 | 1月 | 2月 | 3月 | 4月 | 5月 | 6月 | 7月 | 8月 | 9月 | 10月 | 11月 | 12月 |
|-------------|-------------------|----|-----------------------------------|----|-----------------|-----|---------------------|--------------------------------|--------------------|-----|--------------|-----------|
| 单铜纸 (酒标) | 平 | 平 | 旺季 | 旺季 | 旺季 | 旺季 | 前旺后平 | 平 | 平 | 趋旺 | 旺 | 平 |
| | 春节期间印厂放假，年底劳动力成本高 | | 临近5-9月啤酒旺季，经销商提前备货 | | | | 经销商提前备货导致7-9月酒标需求减少 | | | | 临近春节，白酒消耗量增加 | |
| 单铜纸 (烟包) | 平 | 平 | 旺季 | 旺季 | 趋淡 | 淡季 | 淡季 | 平 | 平 | 旺季 | 旺季 | 旺季 |
| | 春节期间印厂放假，年底劳动力成本高 | | 节日香烟消耗量大，3-5月备货导致需求增长 | | 雨季来临，烟包需求减少 | | 8月下旬烟包需求逐步回归 | | 临近春节，香烟需求量增加 | | | |
| 双铜纸 | 旺季 | 淡季 | 旺季 | 旺季 | 平 | 平趋淡 | 淡季 | 平 | 旺季 | 旺季 | 旺季 | 旺季 |
| | 节日宣传画、促销单、价格单用量较大 | | 年后为保证印厂正常运作，大量进货，春季展销会较多，宣传单用量增加。 | | 因初夏农忙，大部分印厂工人放假 | | | 商品销售和年前促销大量印制广告及传单，春季教材封面备货及印刷 | | | | |
| 双胶纸 | 平 | 淡季 | 旺季 | 旺季 | 旺季 | 平 | 平 | 淡季 | 旺季 | 旺季 | 旺季 | 前旺后平 |
| | 节日期间双胶用量减少 | | 3-5月为学生秋季教材备货及开印期，双胶纸需求加大 | | | | 秋季教辅材料扫尾期 | | 9-12月为学生春季教材备货及开印期 | | | 春季教辅材料扫尾期 |

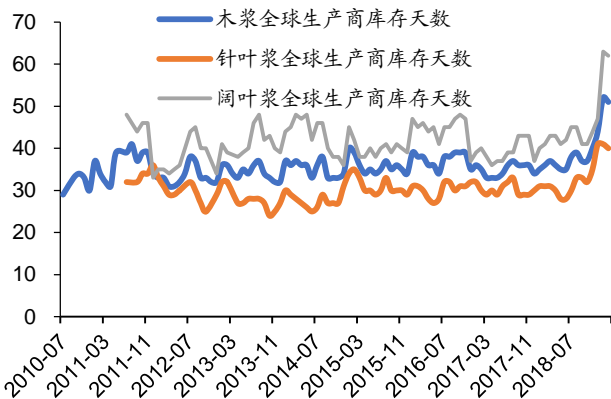
数据来源：卓创资讯、中纸联、广发证券发展研究中心

原材料木浆内盘价格预计19Q2逐步企稳，有望对文化纸涨价函落地形成支撑，国内木浆对外依赖度高，海外大厂仍主导木浆价格走势。

全球木浆生产商库存高位回落，对短期外盘木浆价格上涨构成支撑。全球木浆主要生产商库存天数2月份为51天，较前高有所回落，阔叶浆、针叶浆生产商库存不同程度下降。

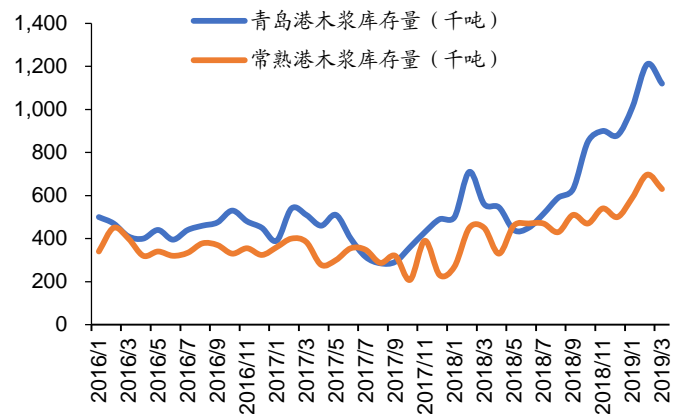
国内主要港口木浆库存均高位回落。卓创资讯数据显示，2019年3月末青岛港、常熟港木浆库存均高位回落，木浆常熟港库存量63.0万吨，青岛港库存量112.0万吨，港口库存量合计达175.0万吨，同比增长73.27%，环比下滑8.23%。国内木浆港口库存量回落，随着二季度下游需求旺季到来，我们认为木浆港口高库存有望逐步消化。

图16: 木浆全球生产商库存天数2月份有所回落



数据来源: wind 资讯、广发证券发展研究中心

图17: 3月末国内主要港口木浆库存量高位回落



数据来源: 卓创资讯、广发证券发展研究中心

龙头纸企重点关注太阳纸业。估值处于底部区间，PB逻辑看公司估值中枢回归。公司资产盈利稳定性强，依靠公司造纸行业内多元化产业发展，净利润依然逐年提升，新业务方向纸浆及箱板纸行业注重上游原材料资源整合，向上游延伸有望从产业一体化角度增强资产盈利能力，对应2019年PB有望从当前1.5倍向1.8倍估值中枢回归。

2.3 包装: 建议 Q2 继续关注行业整合、成本利润弹性两大要素

Q1 基本面情况回顾:

我们重点关注的 3 家纸包装企业 (裕同科技、劲嘉股份、合兴包装) 中, 2 家均已披露其一季报预告。其中, 裕同科技预计 2019Q1 实现归母净利润区间为 1.46~1.60 亿元, 同比变动幅度为 5%~15%; 而劲嘉股份预计 2019Q1 实现归母净利润区间为 2.55~2.77 亿元, 同比变动幅度为 20~30%。

Q1 客户领域多元化持续推进, 裕同科技、劲嘉股份向大包装持续迈进。烟包装、消费电子包装下游需求低增速平稳增长, 且行业集中度相对较高, 单一领域的空间难以满足上市公司的成长需要。近几年, 大型纸包装公司纷纷跨界, 凭借自身积累的研发设计优势、服务能力优势等进军酒、大健康、奢侈品、化妆品等包装市场。

(1) 根据裕同科技 2018 年年报, 裕同科技 2018 年成功导入哈曼、谷歌、亚马逊、戴森、DHL 等优质大客户, 经过前期磨合后, 部分客户订单已经开始放量。

(2) 根据劲嘉股份 4 月 11 日《关于对外投资设立合资公司的公告》, 劲嘉股份近期成功牵手五粮液, 通过签订战略合作协议、与五粮液精美印务共同设立合资公司等方式成功切入五粮液包装供应体系。加上 2017 年末公司建立合作的贵州茅台酒厂集团技术开发公司, 公司目前已经成功获取到两大白酒龙头的合作机会, 未来订单放量可期。且两大白酒客户的获取, 能够为公司提供良好的背书, 标杆效应有望助力公司整体的大包装业务更上一层楼。

图18: 劲嘉股份-茅台包装瓶、包装盒



图 19: 五粮液精美印务-包装盒

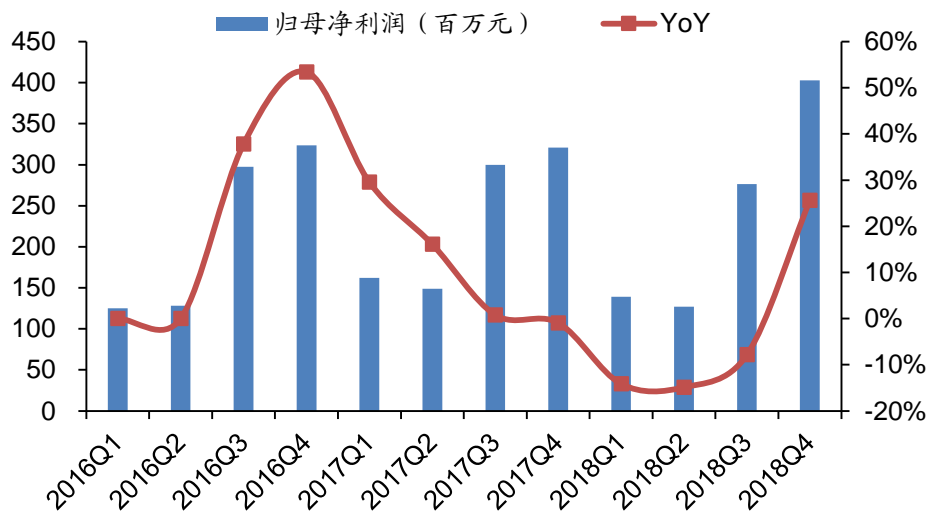


数据来源: 劲嘉股份官网、广发证券发展研究中心

数据来源: 精美印务官网、广发证券发展研究中心

纸价前期下跌, 利润弹性在 Q1 初步显现。过去受纸价快速上涨影响, 裕同科技 2017Q3 开始归母净利润增长停滞, 2018Q1-Q3 连续三个季度负增长。随着 2018 下半年原材料价格走弱, 裕同科技盈利能力逐步恢复。裕同科技披露 2019Q1 预报增速 5~15%, 由于公司 2018Q1 存在较多非经常性收益, 推测公司 2019Q1 扣非归母净利润增速区间要高于归母净利润增速区间。

图20: 裕同科技单季度归母净利润情况



数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

Q2 核心变量展望:

建议关注以下几点: 原材料成本变动的价格传导情况、裕同科技/劲嘉股份新客户拓展情况、合兴包装 PSCP 平台的扩张情况及合作质量情况。

成本传导情况: 对于裕同科技, 建议关注在成本传导时滞下, 公司 Q2 有望贡献出更大的利润弹性; 对于劲嘉股份, 烟卡特种纸价格稳定, 预期稳定保持高盈利能力; 对于合兴包装, 建议关注公司单位产品毛利润的变化情况。

(1) 裕同科技: 2018 年上半年纸价大幅上扬, 导致裕同科技难以及时进行价格传导, 因此公司 2018Q1、Q2 毛利率分别为 25.19%、24.01%, 远低于公司通常 31% 左右的毛利率水平。

(2) 劲嘉股份: 劲嘉股份的烟标主业, 原材料采用特种纸烟卡, 其供需结构与通用纸种差异较大。从历史经验来看, 烟卡的价格长期保持稳定状态, 在 2016-2018 年纸价疯涨期间公司盈利能力也没有受到较大冲击, 预计劲嘉股份 Q2 继续保持高毛利率。

(3) 合兴包装: 建议关注公司产品单位毛利, 而非毛利率。公司毛利率自 2014 年开始持续走低, 系两方面因素所致: 1) 低毛利率的 PSCP 业务占比不断提升, 拉低整体毛利率; 2) 纸价上涨, 致使公司制造业务毛利率下滑。公司具备向下游传导价格的能力, 通常能够维持单位产品毛利不变, 但是由于单位价格、单位成本上升, 反应出的毛利率表现为下滑。因此, 建议关注产品单位毛利变化情况, 纸价下行过程中会产生一定的利润弹性。

图 21: 裕同科技单季度盈利能力

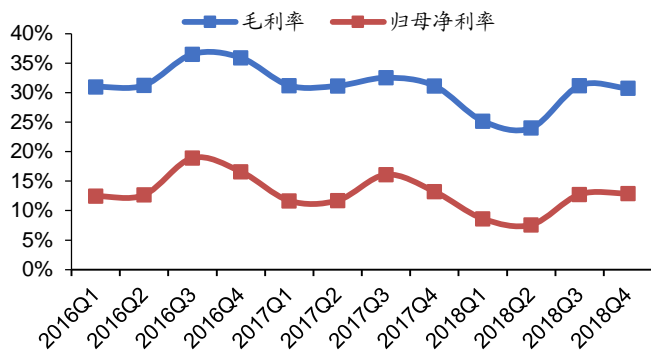
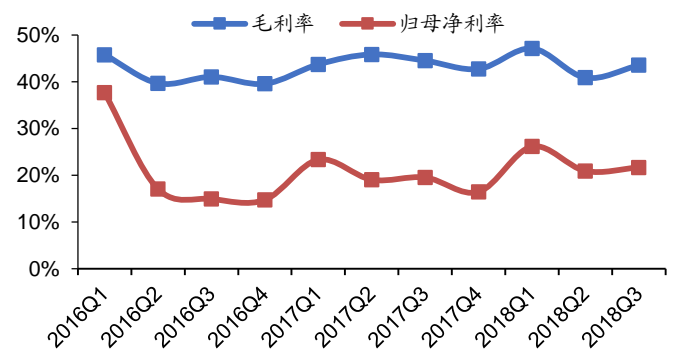


图 22: 劲嘉股份单季度盈利能力



数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

竞争格局变化: 建议关注裕同科技、劲嘉股份新客户扩展情况。

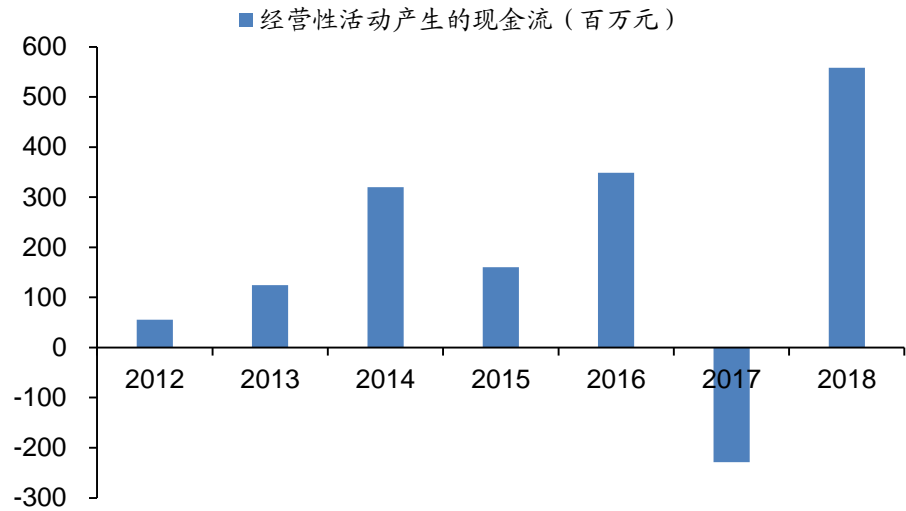
(1) 建议关注裕同科技新导入客户的业务放量情况、宜宾环保纸塑项目的推进情况。公司 2018 年导入的哈曼、谷歌、亚马逊、戴森、DHL 等公司, 均是优质大客户, 其中哈曼/谷歌/亚马逊等公司在智能穿戴、智能家居用品方面具备领先的布局, 是未来人们生活方式的大趋势, 关注这些客户能够给裕同科技带来的订单新增量。此外, 根据公司 2018 年 7 月披露《关于投建宜宾环保纸塑项目的公告》, 公司在宜宾建设环保纸塑项目, 符合国家发展方向, 也完善了公司战略布局, 建议关注该项目推进情况。

(2) 建议关注劲嘉股份与五粮液合作的推进情况。如上文所说, 劲嘉股份 Q2 初已经与五粮液包装集团签订合作协议, 成功切入五粮液包装供应体系。根据五粮液 2018 年报, 五粮液白酒年产量达 19.20 万吨, 以每吨 2000 瓶计, 约合 3.84 亿瓶。目前五粮液包装以亚克力材料为主, 未来包装升级过程中, 纸盒包装有望进一步被运用, 五粮液纸包装订单具备持续增长的空间。

(3) 建议关注合兴包装 PSCP 平台 Q2 扩张进展、现金流状况、盈利能力变化。
1) 平台扩张: PSCP 平台业务 2018 年实现收入 28.40 亿元 (YoY+149.85%), 客户数达 1300 家以上。2) 盈利能力: 2018 年 PSCP 盈利能力大幅改善, 毛利率提升至 4.5%。3) 现金流: 公司 2018 年经营活动现金流净额 5.58 亿元 (YoY+344.06%), 扭转现金流困境。根据公司年报披露, 经营现金流好转的原因是客户回款较好、扩

大集中采购规模同时增加票据结算。一方面，我们推测由于国家普惠金融政策的推进，客户回款转好；另一方面，公司自身经营层面，PSCP 平台管理效率不断增强，公司业务规模扩大后产生一定规模效应，同时对上下游的议价能力也逐步加强。

图23: 合兴包装经营活动现金流 (百万元)



数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

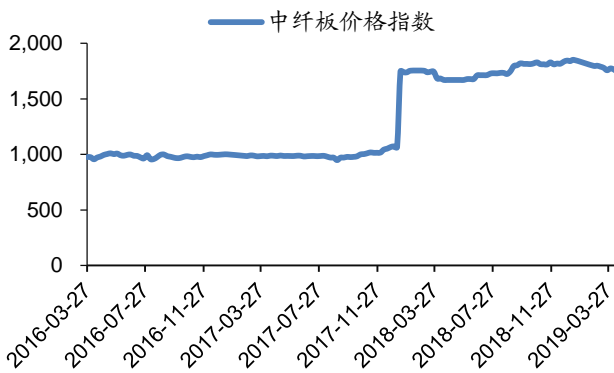
三、行业数据跟踪

3.1 家居板块：板材价格涨跌不一，周度商品房销售回暖

3.1.1 上游原材料价格跟踪

板材价格周度涨跌不一。本周细工木板、指接板价格上涨，其余价格下滑；从同比波动上看，细工木板价格下降，其余同比上升。其中，中纤板价格指数为 1,744.36，环比下降 1.22%；刨花板价格指数为 1,110.68，环比下降 0.05%；细木工板价格指数为 957.63，环比上升 0.64%；指接板价格指数为 840.38，环比上升 0.37%。

图24：中纤板价格指数



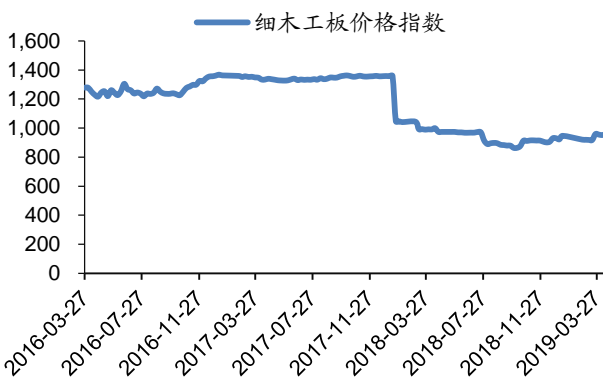
数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

图25：刨花板价格指数



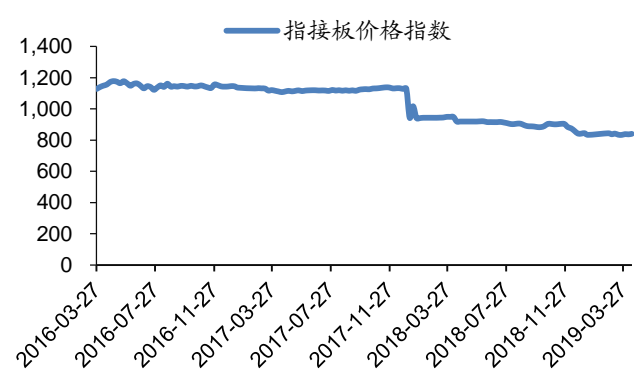
数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

图26：细木工板价格指数



数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

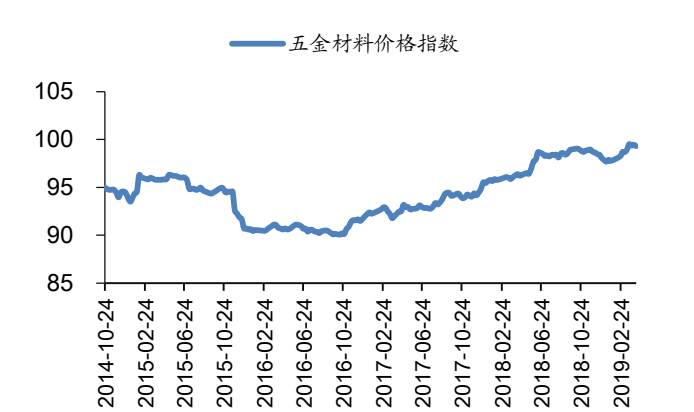
图27：指接板价格指数



数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

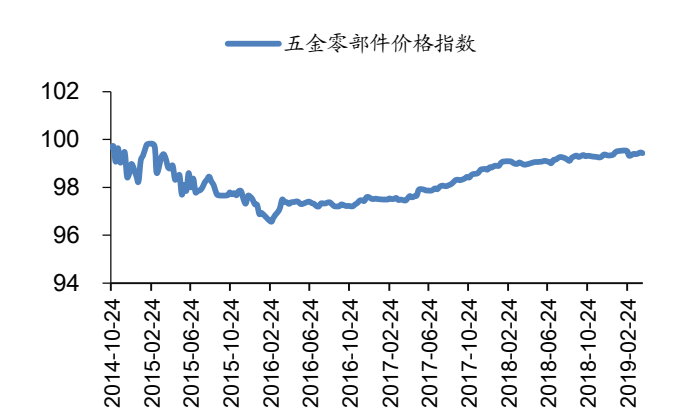
五金材料价格下跌。本周,五金材料和五金零部件价格均下跌；五金材料价格指数为99.30，环比下降0.16%；五金零部件价格指数为99.43，环比下降0.03%。

图28: 五金材料价格指数



数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

图29: 五金零部件价格指数

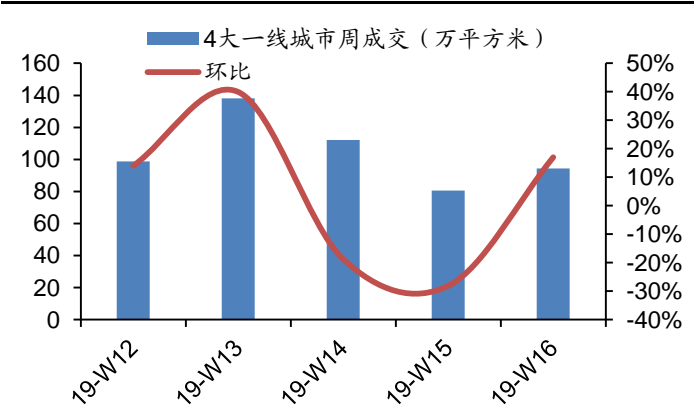


数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

3.1.2 下游需求跟踪

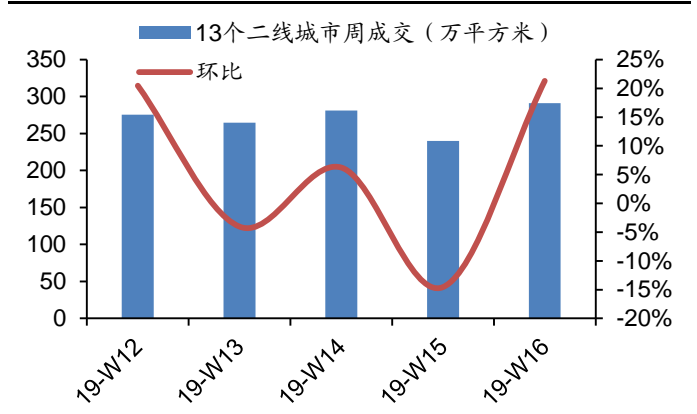
周度新房销售环比上升, 二手房需求回暖。新房成交面积周环比上升20.31%, 一二三线城市新房成交量均有所上涨, 其中一线城市环比上升17.00%, 二线城市环比上升21.30%, 三线城市环比上升20.50%; 二手房成交量同样呈现上升趋势, 环比上升36.42%, 其中一线城市环比上升33.90%, 二三线城市环比上升37.60%。

图30: 4大一线城市新房周成交



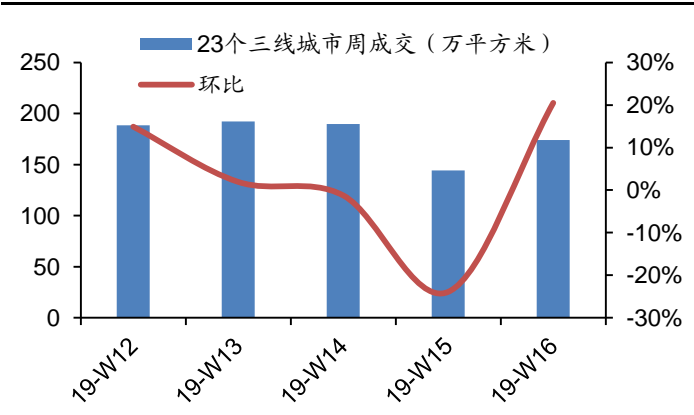
数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

图31: 13个二线城市新房周成交



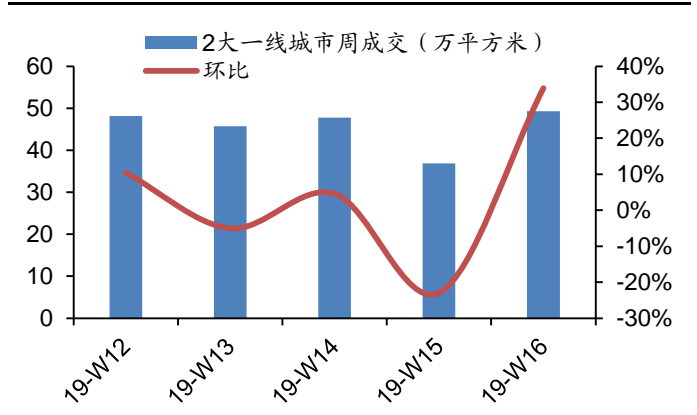
数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

图32: 23个三线城市新房周成交



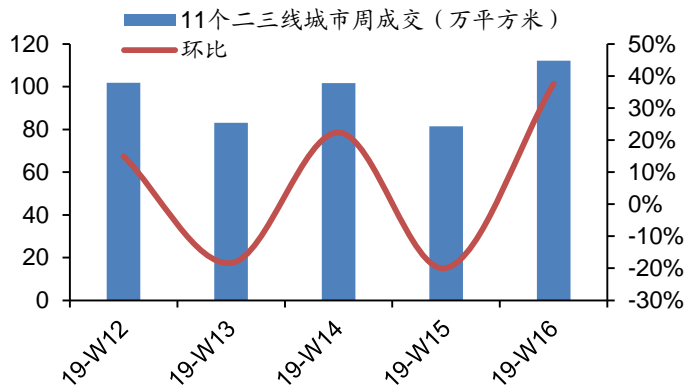
数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

图33: 2大一线城市二手房周成交



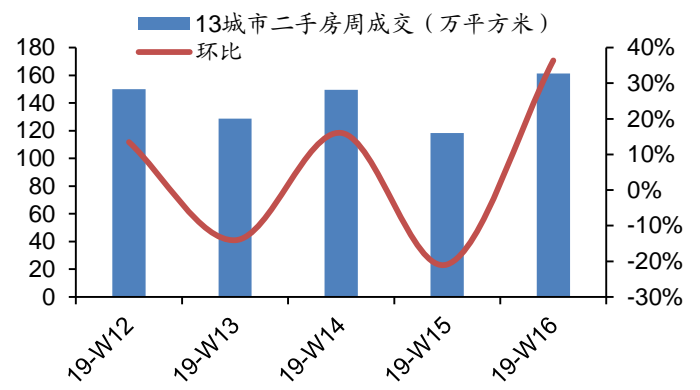
数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

图34: 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35: 13城市二手房周成交

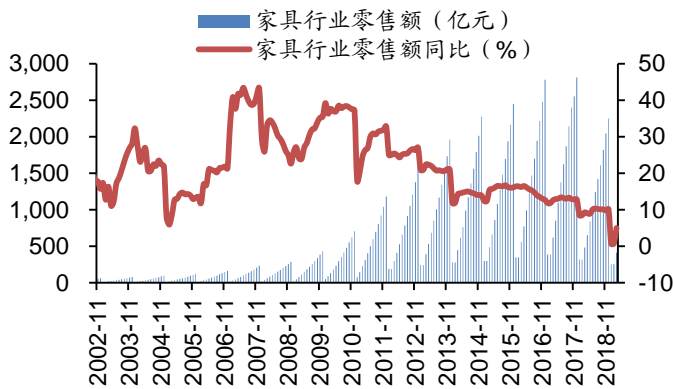


数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

3.1.3家具月度数据

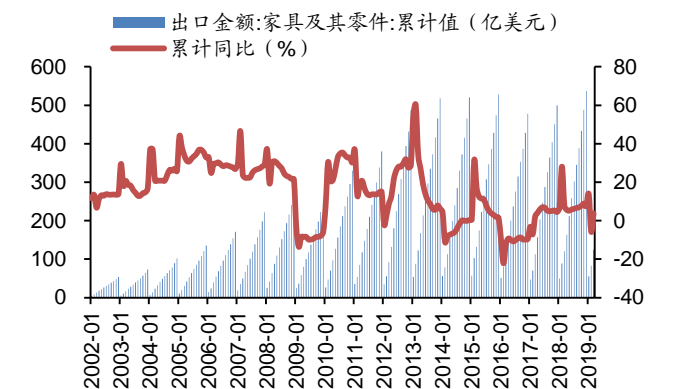
3月份家具行业零售额与出口额累计均同比增加。3月数据显示，家具行业零售额累计同比增长5%，环比提升61.27%（春节因素）；出口额累计同比增长3.80%，环比提升50.42%（春节因素）。

图36: 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

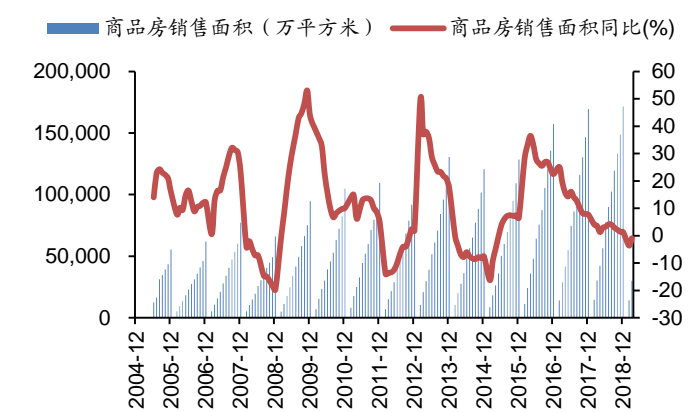
图37: 家具行业出口额及同比



数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

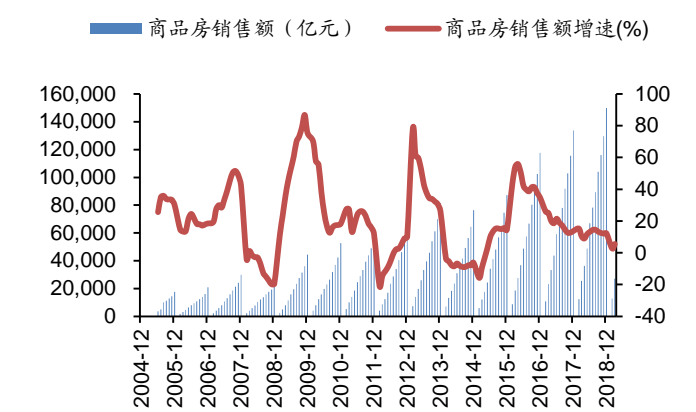
3月商品房销售额累计同比增长5.60%。3月数据显示，商品房销售面积累计同比下滑0.90%，销售额累计同比增长5.60%，购置土地面积累计同比减少33.10%，商品房新开工面积累计同比增长11.90%，施工面积累计同比增长8.20%，竣工面积累计同比下降10.80%。

图38: 商品房销售面积及同比



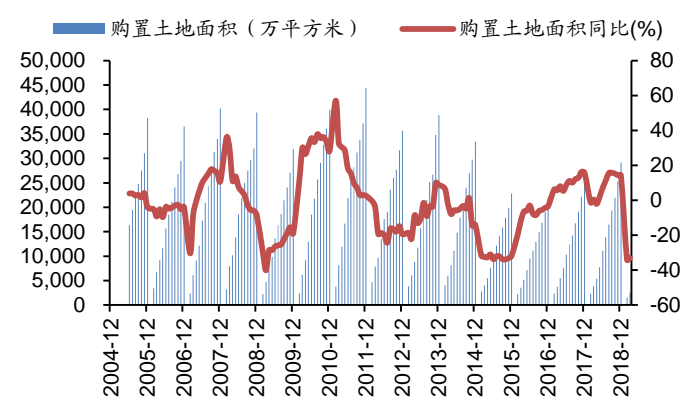
数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

图39: 商品房销售额及增速



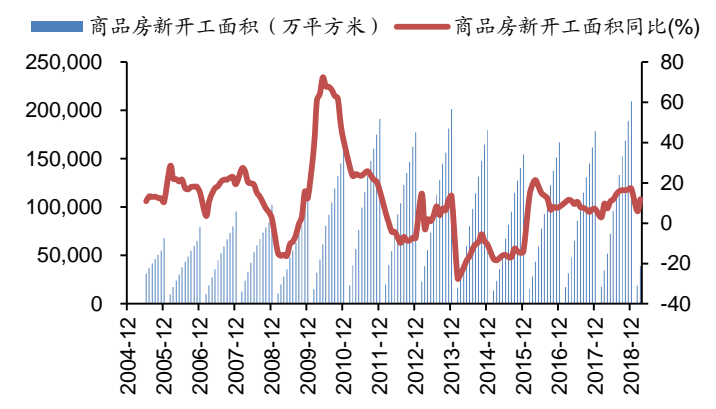
数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

图40: 购置土地面积及同比



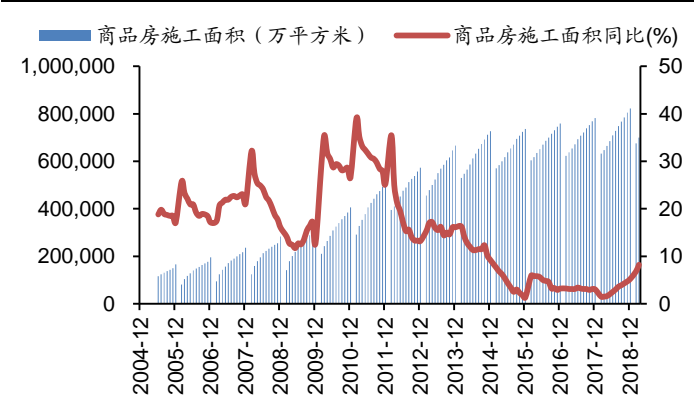
数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

图41: 商品房新开工面积及同比



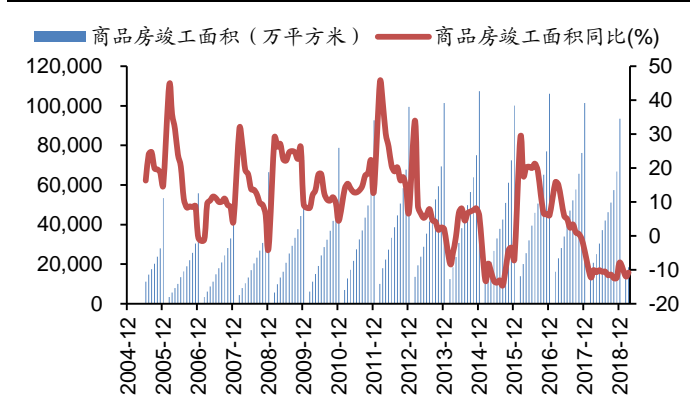
数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

图42: 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43: 商品房竣工面积及同比



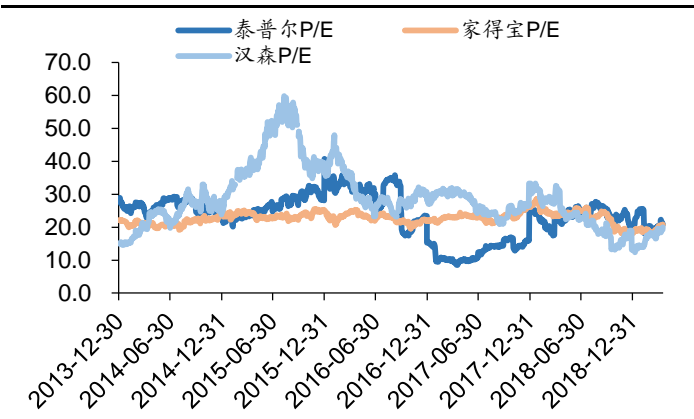
数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

3.1.4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4月18日, 泰普尔PE为20.98x, PS为1.22x; 家得宝PE为

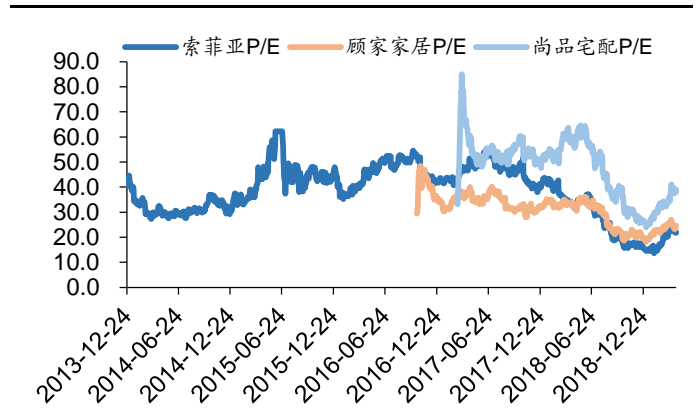
20.76x, PS为2.16x; 汉森PE为19.8x, PS为0.92x; 宜得利PE为22.83x, PS为2.48x。(本段估值指标均采用TTM方式)

图44: 国外家具公司PE (TTM) (单位: 倍)



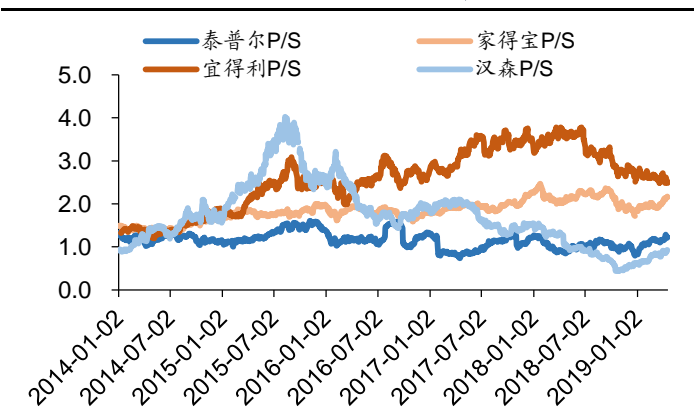
数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

图45: 国内家具公司PE (TTM) (单位: 倍)



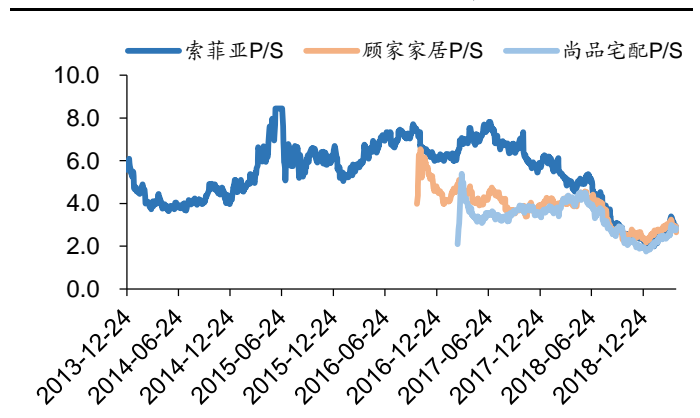
数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

图46: 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47: 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

3.2 造纸板块: 包装纸市场相对平稳, 文化纸维持小幅上涨

总体需求情况: 本周(章节内本周均指4月15日至19日)瓦楞及箱板纸市场相对平稳, 规模纸厂价格政策暂无变动, 中小纸企维稳观望, 个别涨价纸企落实欠佳; 文化印刷纸市场行情平稳为主, 龙头纸企再发5月份涨价函, 涨价幅度在200-300元/吨, 纸厂接单环比上周基本持平, 销售基本正常, 经销商多维持观望心态, 刚需采购保持中低库存运行; 生活用纸市场窄幅下行, 近期上游浆价偏弱整理, 下游需求持续疲弱, 市场库存整体高位, 纸厂再降价意愿不强; 国废黄板纸价格先涨后稳, 平稳为主国废书本纸市场价格略有上移, 国废报纸价格稳定运行为主, 个别市场根据工序及到货量小幅调整; 白板纸市场行情相对平稳, 市场内看空预期仍存, 交易好转程度有限, 纸厂大多正常生产; 纸浆需求方面, 下游文化用纸涨价函基本落实, 但出货情况无明显提升, 部分生活用纸厂家受原料成本压力影响, 停机检修计划增多。

3.2.1 上游价格跟踪

废纸: 外废市场维持弱势格局, 外废报盘整体走低。由于第五批外废审批额度

低于市场预期，获得批文的纸企在进口操作方面仍较为谨慎。同时较低的审批额度以及相对充裕的国废供应也对外废供应商形成一定压力，外废价格存在下调预期。卓创资讯数据显示，美废12#报盘在245美元/吨附近。日废报盘降幅略小，9#在265-270美元/吨，11#160-165美元/吨。欧废OCC跌至135美元/吨。

国废黄板纸价格先涨后稳；国废书本纸市场价格略有上移，多家纸厂上调20-100元/吨；国废报纸价格稳定运行为主，主要市场供需基本维系平衡，价格维持稳定。卓创数据监测显示，国废黄板纸周均价为2199元/吨，环比上涨1.24%，同比下跌14.57%；国废书页纸周均价为2251元/吨，环比上涨0.48%，同比下跌23.38%；国废报纸周均价为2933元/吨，环比上涨0.34%，同比下跌3.80%。

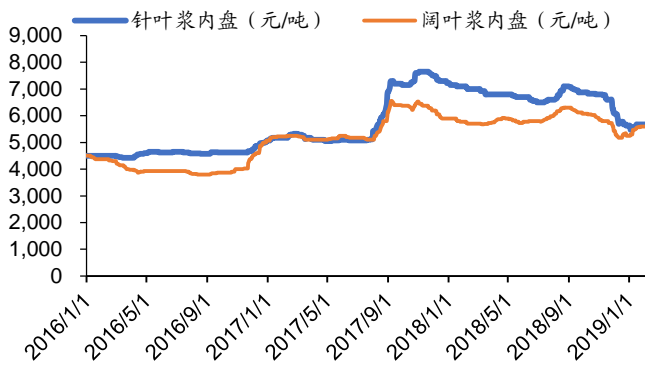
图48：国废价格先跌后涨（元/吨）



资料来源：卓创资讯、广发证券发展研究中心

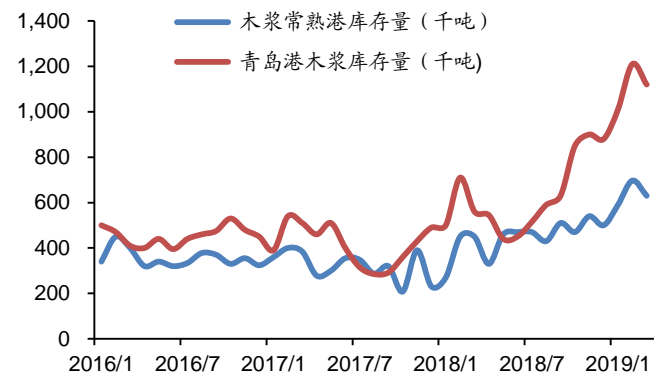
木浆：下游需求放量一般，木浆港口库存偏高位整理，浆市去库存压力仍存，周内进口木浆现货价格承压窄幅下探。卓创资讯数据显示，截至4月18日，进口针叶浆周均价5495元/吨，较上周下降17元/吨，环比下降0.31%；较去年同期下降1169元/吨，同比下降17.54%。进口阔叶浆周均价5260元/吨，较上周下降63元/吨，环比下降1.18%；较去年同期下降541元/吨，同比下降9.33%。进口本色浆周均价5451元/吨，较上周下降33元/吨，环比下降0.60%；较去年同期下降1791元/吨，同比下降24.73%。进口化机浆周均价4518元/吨，较上周下降13元/吨，环比下降0.29%；较去年同期下降98元/吨，同比下降2.12%。

图49: 木浆国内现货市场价格小幅下行



数据来源: 卓创资讯、广发证券发展研究中心

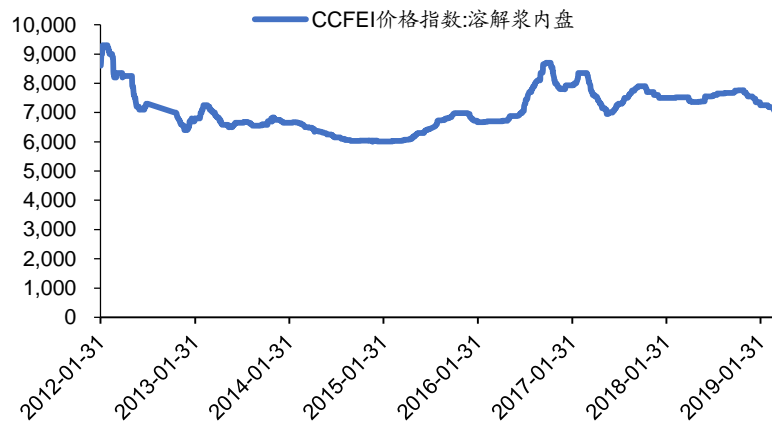
图50: 木浆港口库存量高位回落



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4月19日溶解浆内盘CCFEI价格为7050元/吨, 较去年同期下跌6.25%。

图51: 溶解浆价格持续走低



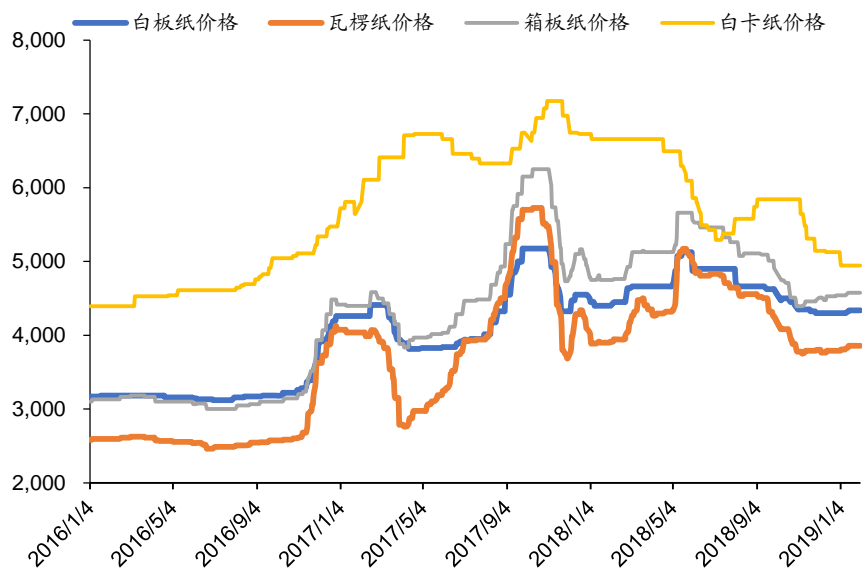
资料来源: wind 资讯、广发证券发展研究中心

3.2.2 主要纸品价格跟踪

包装纸: 瓦楞及箱板纸市场相对平稳, 整体交投气氛较上周略有降温。据卓创数据监测, 截至4月18日瓦楞纸全国均价3558元/吨, 较上周价格环比持平, 同比下滑17.13%。从企业价格来看, 规模纸企报价报盘稳定, 中小纸企维稳观望, 个别上周涨价企业本周落实情况欠佳。因原料废纸价格先涨后稳, 成本面支撑转弱; 其次下游需求仍显平淡, 包装企业大量备货意愿不强; 再考虑到部分纸企库存压力较大等因素, 多数纸企稳价观望。

白板纸市场行情表现相对平稳, 市场内存看空预期稍见缓解, 交易好转程度有限, 纸厂多正常生产白板纸。卓创资讯数据显示, 截止到4月18日, A级250g灰底白板纸含税均价4238元/吨, 环比持平, 同比下降9.12%。本周华北、华东、华中及华南地区部分经销商库存维持低位, 补货维持刚需, 下游客户接单量一般, 依照订单量调整。本周白板纸市场观望情绪浓厚, 经销商及下游客户购货多在观望中随行拿货, 谨慎参市, 交投未见明显好转。

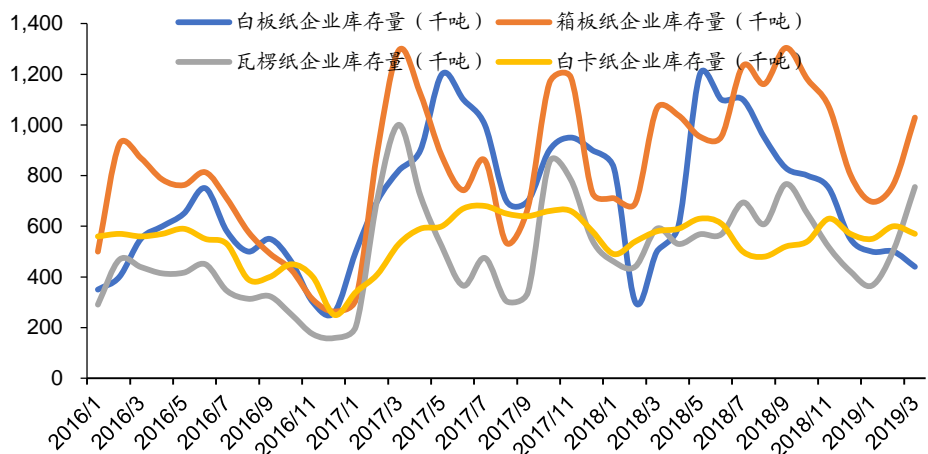
图52: 箱板瓦楞纸市场价格低位企稳 (元/吨)



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定状态, 白卡纸库存稳中上升, 瓦楞、箱板纸库存压力较上周有所缓和。卓创资讯数据显示, 截至2019年3月, 白卡纸企业库存量570千吨, 环比下降30千吨; 白板纸企业库存量440千吨, 环比下降60千吨; 箱板纸企业库存1029千吨, 环比上升263.74千吨; 瓦楞纸企业库存755千吨, 环比上升250.06千吨。

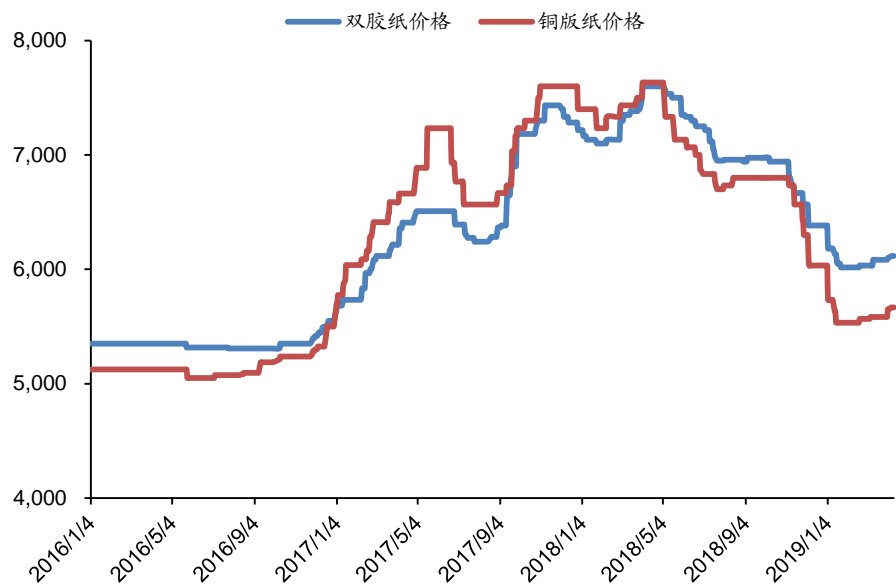
图53: 3月末箱板瓦楞纸库存量有所回升



数据来源: 卓创资讯、广发证券发展研究中心

文化纸: 文化用纸市场维持小幅上涨。卓创资讯数据显示, 本周铜版纸均价为5613元/吨, 环比上周持平, 较去年同期下降22.85%; 双胶纸均价为6033元/吨, 环比上调0.27%, 较去年同期下降20.09%; 新闻纸均价为6000元/吨, 环比持平; 复印纸均价为5800元/吨, 环比上调0.86%; 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。

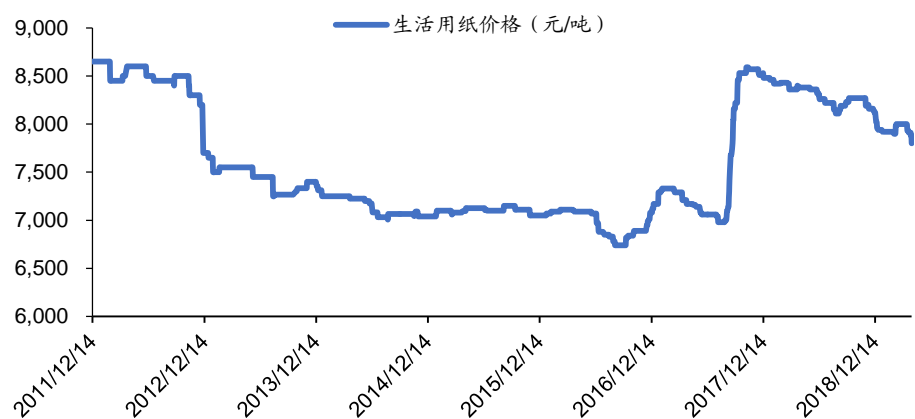
图54: 双胶纸和铜版纸价格维持小幅上涨 (元/吨)



资料来源: 卓创资讯、广发证券发展研究中心

生活用纸: 生活用纸市场窄幅下行, 近期上游浆价偏弱整理, 下游需求持续疲弱, 市场库存整体高位, 纸厂再降价意愿不强。山东地区喷浆木浆大轴厂提未税主流报价7300元/吨, 与上周持平; 河北地区喷浆木浆大轴厂提未税主流成交价6900元/吨, 较上周下调100元/吨; 广西地区甘蔗浆大轴厂提含税主流报价6400元/吨, 较上周下调150元/吨; 川内本色竹浆大轴厂提含税主流成交价7400元/吨, 与上周持平。据卓创资讯监测数据显示, 本周生活用纸均价下降63元/吨至7000元/吨, 较上周环比下降0.89%; 同比下降750元/吨, 跌幅9.68%。

图55: 生活用纸市场延续下行态势



资料来源: 卓创资讯、广发证券发展研究中心

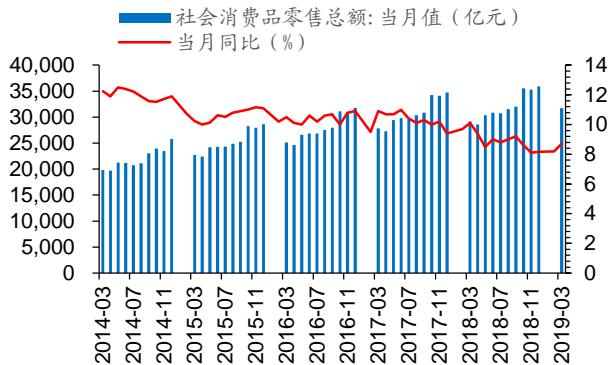
3.3 包装文娱板块: 部分纸包原材料价格持续回升

3.3.1 下游需求跟踪

总体需求情况: 社会零售总额同比增长有所回暖。根据国家统计局数据,

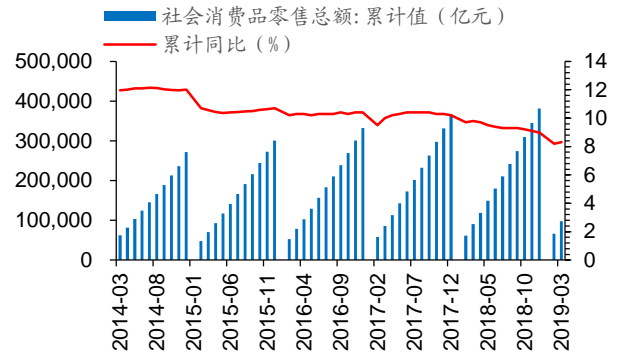
2019年3月份社会零售总额当月值为31725.7亿元，同比增长8.7%；累计值为97789.7亿元，同比增长8.3%。

图56: 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

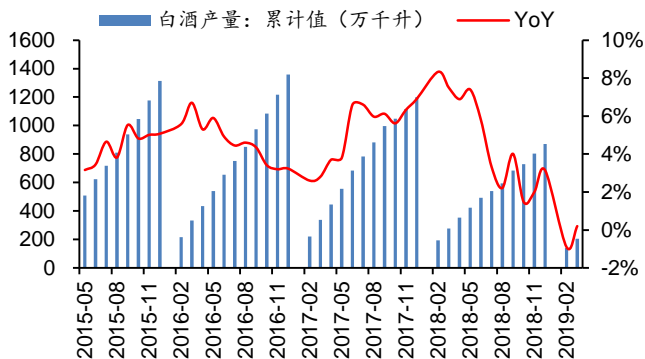
图57: 社会零售总额: 累计值



数据来源: Wind、国家统计局、广发证券发展研究中心

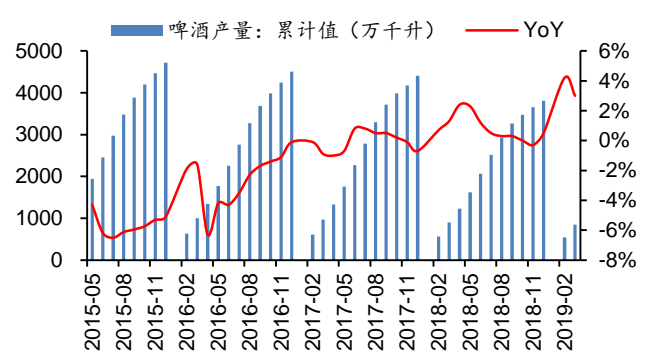
食品饮料-烟酒: 根据国家统计局数据, 白酒累计产量同比增速由负转正, 啤酒、软饮料累计产量同比增长趋缓。2019年1-3月, 白酒产量为205.90万千升, 同比增长0.20%; 啤酒累计产量为846.70万千升, 同比增长3.00%; 软饮料累计产量为3545.90万千升, 同比增长5.90%。

图58: 白酒产量



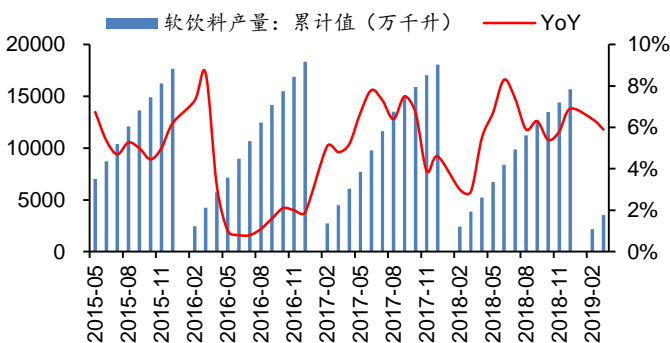
数据来源: Wind、国家统计局、广发证券发展研究中心

图59: 啤酒产量



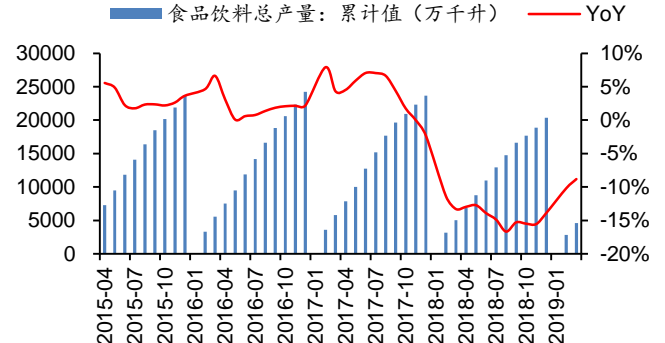
数据来源: Wind、国家统计局、广发证券发展研究中心

图60: 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

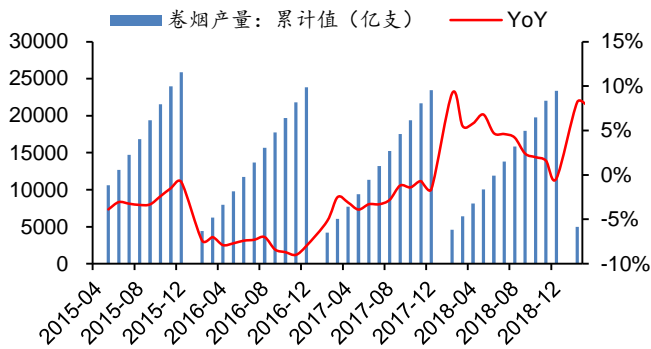
图61: 食品饮料总产量 (白酒+啤酒+软饮料)



数据来源: Wind、国家统计局、广发证券发展研究中心

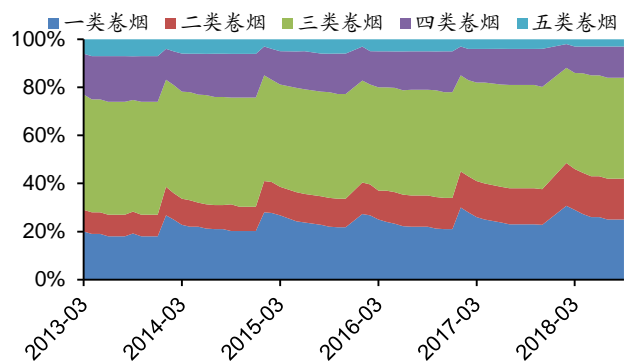
烟草需求结构跟踪：烟草去库存卓有成效，景气复苏、中高端化趋势持续。根据烟草专卖局、烟草在线数据，2019年1-3月，烟草累计产量6911.30亿支，同比增长7.80%。2018年9月，单箱烟草销售收入为32.3千元，环比增长4.92%；烟草销售以三类以上卷烟为主，一二类卷烟销量占比保持稳定，延续销售中高端化趋势。2018年9月，卷烟工商库存415.4万箱，环比下跌2.28%，下跌趋势有所收窄；卷烟商业库存234.6万箱，环比上涨5.57%。

图62：烟草产量



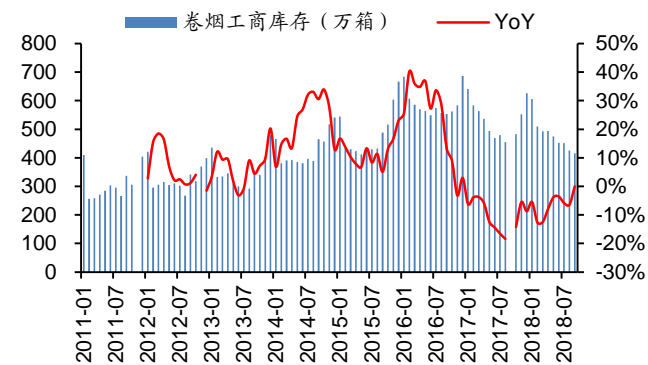
数据来源：Wind、烟草在线、广发证券发展研究中心

图63：烟草销量结构占比



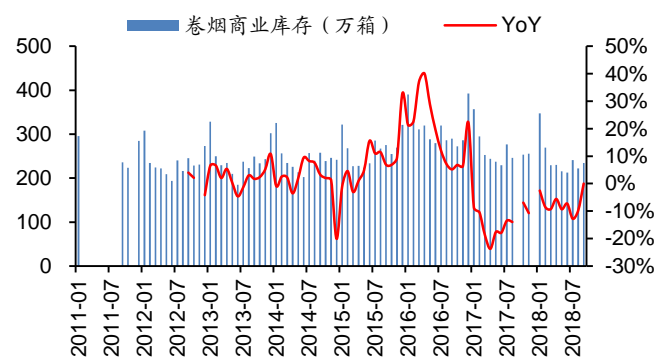
数据来源：Wind、烟草在线、广发证券发展研究中心

图64：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

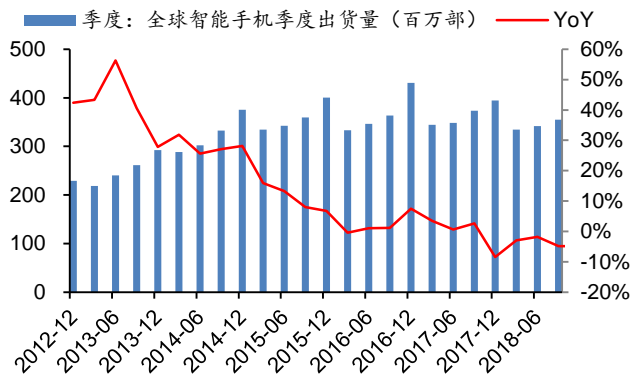
图65：卷烟商业库存



数据来源：Wind、烟草在线、广发证券发展研究中心

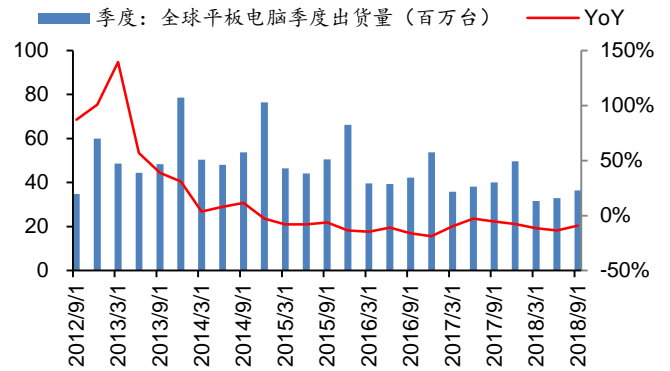
消费电子：3C出货量同比下跌趋势未改。根据Wind数据，2018Q4全球智能手机产量为375.4百万部，同比下滑4.9%；2018Q3平板电脑产量为36.4百万部，同比下滑9.0%；2019Q1 PC产量为58.48百万部，同比下滑3%。

图66: 消费电子—智能手机



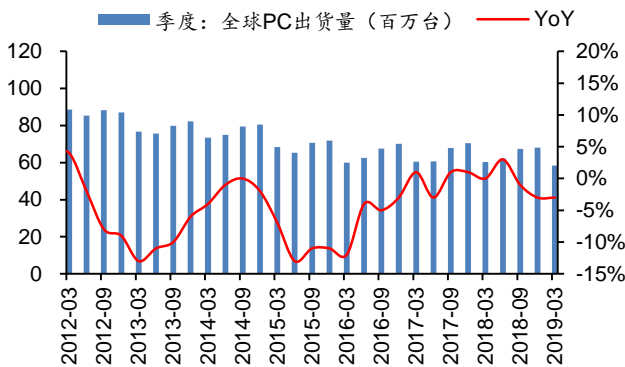
数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

图67: 消费电子—平板电脑



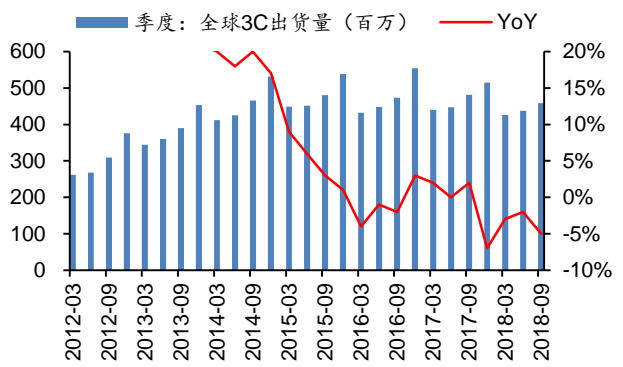
数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

图68: 消费电子—PC



数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

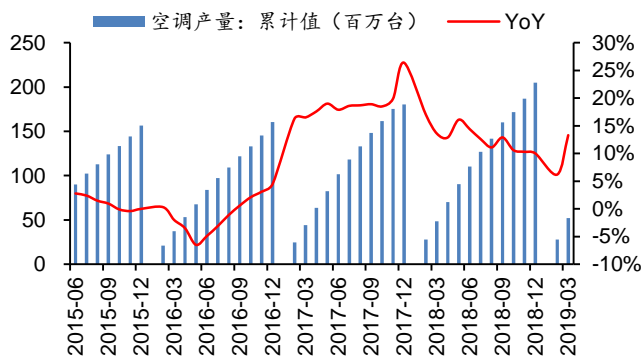
图69: 消费电子总出货量—3C



数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

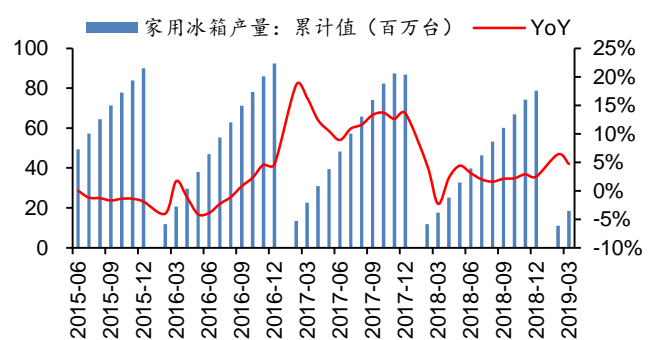
家电: 彩电、冰箱、空调2019Q1产量均同比增长良好。根据国家统计局数据,截止2019年3月,我国彩电产量累计值为44.64百万台,同比增长5.6%;家用冰箱产量累计值为18.37百万台,同比增长4.7%;家用空调产量累计值为51.99百万台,同比增长13.3%。

图70: 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71: 家电—家用冰箱产量

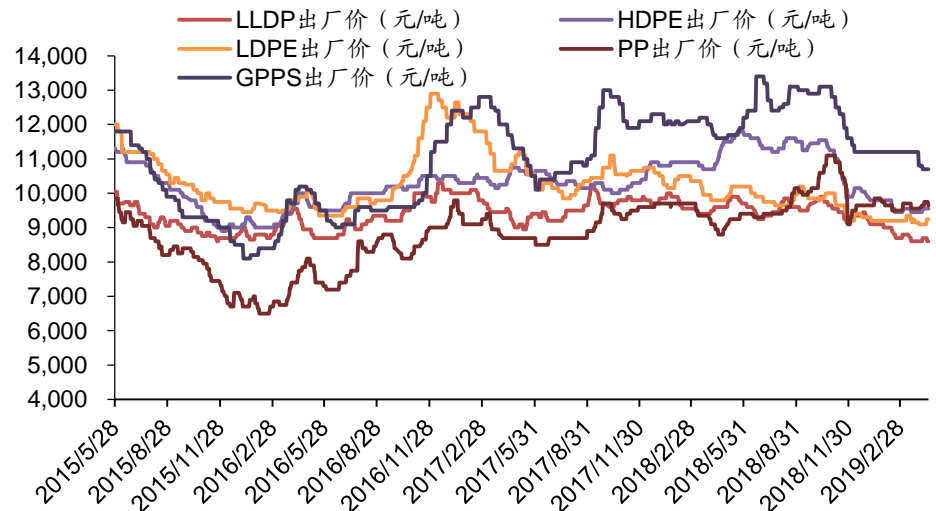


数据来源: Wind、国家统计局、广发证券发展研究中心

3.3.2 上游原材料价格跟踪

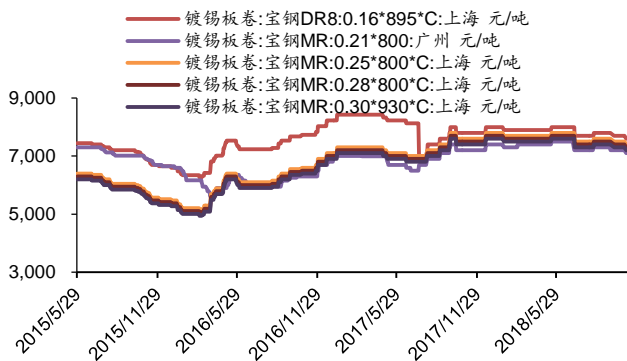
原材料价格: 本周部分原材料价格有所下降。根据纸业联讯3月15日最新数据,从价格周环比波动上看,双胶纸价格较前周维持不变,瓦楞纸、箱板纸小幅下跌,白卡纸有所回升。其中,牛卡纸5292.86元/吨,环比下跌0.67%;瓦楞纸3904.29元/吨,环比下跌3.02%;箱板纸4262.50元/吨,环比下跌2.29%;白卡纸5107.00元/吨,环比增长1.27%;双胶纸6075.00元/吨,价格维持不变。根据中塑资讯4月19日数据,大部分塑料原材料价格有所回升,低密度聚乙烯LDPE环比上升1.65%。

图72: 包装原材料价格——塑料



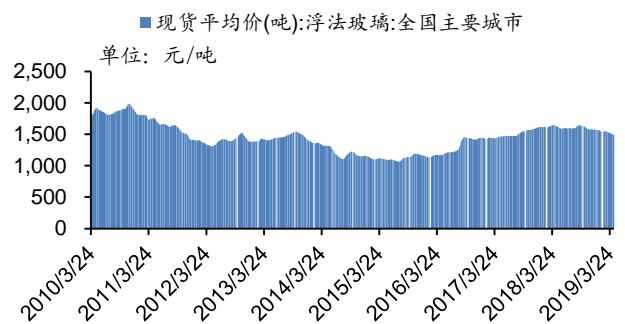
数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

图73: 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74: 包装原材料价格——玻璃

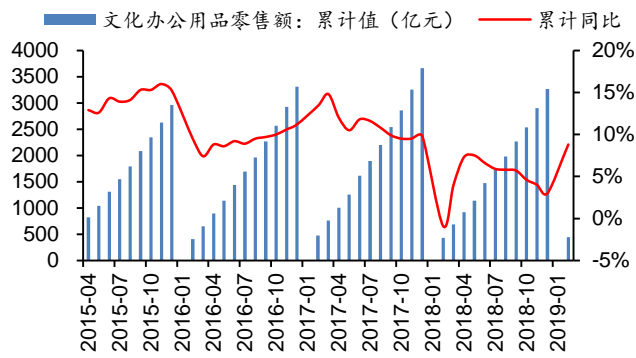


数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

3.3.3 文娱板块

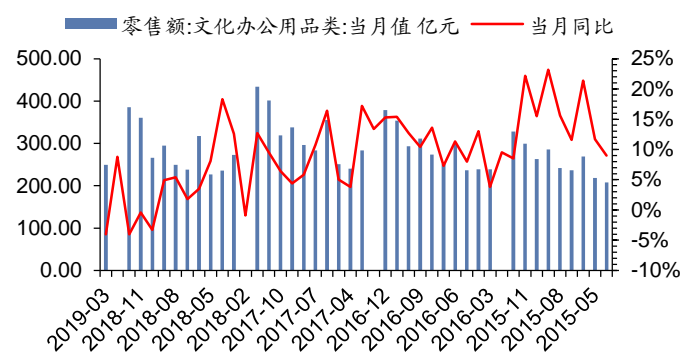
根据国家统计局数据,2019年1-3月文具办公用品零售额692.10亿元,累计同比增长3.8%;当月值为249.40亿元,同比下降4.0%。

图75: 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76: 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

四、板块资本运作

表3: 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 |
|-----------|-------|-----------|-------|----------------|----------------|---------------|------------------|--------|
| 002084.SZ | 海鸥住工 | 2019/4/2 | 实施 | — | — | 1520.57 | — | — |
| 600337.SH | 美克家居 | 2019/4/2 | 实施 | — | — | 9194.51 | — | — |
| 002014.SZ | 永新股份 | 2019/4/2 | 实施 | — | — | 503.89 | — | — |
| 002229.SZ | 鸿博股份 | 2019/4/2 | 实施 | — | — | 140.80 | — | — |
| 002301.SZ | 齐心集团 | 2019/4/2 | 实施 | — | — | 1180.24 | — | — |
| 002572.SZ | 索菲亚 | 2019/4/2 | 实施 | — | — | 1088.20 | — | — |
| 603801.SH | 志邦家居 | 2019/4/2 | 实施 | — | — | 146.66 | — | — |
| 002751.SZ | 易尚展示 | 2019/4/3 | 实施 | — | — | 64.80 | — | — |
| 002605.SZ | 姚记扑克 | 2019/4/3 | 实施 | — | — | 0.00 | 0.00% | — |
| 000026.SZ | 飞亚达 A | 2019/4/8 | 董事会预案 | 1373 | 3.10% | 0.00 | 0.00% | 市值管理 |
| 603816.SH | 顾家家居 | 2019/4/9 | 完成 | 12.9 | 0.03% | 12.90 | 100.00% | 股权激励注销 |
| 603833.SH | 欧派家居 | 2019/4/10 | 董事会预案 | 2.14 | 0.01% | 0.00 | 0.00% | 股权激励注销 |
| 300729.SZ | 乐歌股份 | 2019/4/10 | 完成 | 5.36 | 0.06% | 5.36 | 100.00% | 股权激励注销 |
| 002599.SZ | 盛通股份 | 2019/4/11 | 实施 | — | — | 827.46 | — | — |
| 603801.SH | 志邦家居 | 2019/4/12 | 实施 | 200 | 1.25% | 146.66 | 73.33% | 股权激励 |
| 300329.SZ | 海伦钢琴 | 2019/4/16 | 董事会预案 | 2.25 | 0.008% | 0 | 0.00% | 股权激励注销 |
| 002511.SZ | 中顺洁柔 | 2019/4/19 | 董事会预案 | 21.18 | 0.016% | 0 | 0.00% | 股权激励注销 |

数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

表4: 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 |
|------|-----------|------|--------------------|---------------|-------------------|---------|---------------|------|
| 曲美家居 | 2019/4/5 | 赵瑞宾 | 是 | 23.00 | 2020/2/10 | 华泰证券资管 | 14.64% | — |
| | 2019/4/5 | 赵瑞宾 | 是 | 41.86 | 2020/3/19 | 华泰证券资管 | 26.65% | — |
| 乐歌股份 | 2019/4/5 | 丽晶电子 | 是 | 5.50 | 2021/4/2 | 华泰证券资管 | 22.47% | — |
| 华源控股 | 2019/4/9 | 李志聪 | 是 | 5.86 | 2020/4/3 | 海通证券 | 4.64% | — |
| | 2019/4/9 | 李志聪 | 是 | 1.54 | 2020/4/3 | 海通证券 | 1.22% | 补充质押 |
| 顶固集创 | 2019/4/11 | 曹岩 | 否 | 0.87 | 2022/4/7 | 华西证券 | 11.45% | — |
| 晨鸣纸业 | 2019/4/11 | 晨鸣控股 | 第一大股东 | 50.25 | 2020/4/9 | 山东省国际信托 | 6.22% | — |
| 萃华珠宝 | 2019/4/15 | 郭裕春 | 是 | 1.11 | 至办理解除质 押登记日为止 | 中信建投 | 30.83% | — |
| 鸿博股份 | 2019/4/17 | 尤玉仙 | 一致行动人 | 11.48 | 2019/10/14 | 东方证券 | 27.59% | — |
| | 2019/4/17 | 尤玉仙 | 一致行动人 | 11.48 | 2019/10/17 | 东方证券 | 27.59% | — |
| 奥瑞金 | 2019/4/20 | 上海原龙 | 是 | 36 | 至质权人申请 解除质押日为止 | 国都证券 | 3.44% | — |
| 界龙实业 | 2019/4/20 | 上海界龙 | 第一大股东 | 150.39 | 2019/9/18 | 海通证券 | 83.33% | 延长质押 |

数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

表5: 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 (百万元) | 公司出资 (百万元) | 出资比例 | 公司出资方式 |
|-------------|-----------|-----------------------|--------------------------|--|---------------|---------------|------|---------|
| 恩捷股份 子公司 | 2019/4/1 | --- | 深圳清松 | 印刷包装材料、烫材(含防伪)、纸张、纸制品及防伪纸的研发及销售 | 20 | 20 | 100% | 自有或自筹资金 |
| 高乐股份 | 2019/4/4 | --- | 深圳市高乐科 技有限公司 | 玩具、模具、塑料制品、智能机器人技术推广、技术转让、技术咨询、技术开发、技术服务 | 10 | 10 | 100% | 自有资金 |
| 群兴玩具 | 2019/4/10 | 科创领航鲸 | 科创星河 | 装制品的研发、制版、印刷、生产及销售业务 | 40 | 39.6 | 99% | 自有资金 |
| 劲嘉股份 | 2019/4/11 | 精美印务 | 嘉美包装 | 印刷包装装潢、包装设计和技术服务 | 20 | 10.2 | 51% | 货币资金 |
| 永新股份 | 2019/4/12 | --- | 陕西永新 | 影视设备、舞美装置、文体设备、公共座椅等 | 50 | 50 | 100% | 自有资金 |
| 金陵体育 | 2019/4/12 | 李利、周昊 颐 | 苏州金陵东方 智能装备制造 有限公司 | 氢燃料电池系统和氢动力电池控制系统 | 10 | 3.5 | 35% | 货币资金 |
| 美克家居 | 2019/4/16 | 德尔实业 | 太仓昆池投资 中心 | 新材料技术推广服务;其他机械设备及电子产品批发;信息技术咨询服务。 | 50 | 30 | 60% | --- |
| 德尔未来 子公司 | 2019/4/19 | 康斯坦丁博 士、葛奇、 赵利名 | 厦门英烯科技 | | 5 | 0.5 | 10% | 自有资金 |

数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

表6: 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 |
|------|----------|------|------|-----------------|------------------|--------------------------|--------------|----------------|
| 创源文化 | 2019/4/2 | 尚未完成 | 减持 | 宁波天堂硅谷 合众 | 持股 5%以上的 股东 | 2019/3/5- 2019/3/29 | 120 | 1.00% |
| 集友股份 | 2019/4/2 | 预披露 | 减持 | 杨二果、周少 俊、孙志松 | 董事、监事、高 级管理人员 | 2019/4/24- 2019/10/21 | 0.00 | 0.00% |
| 文化长城 | 2019/4/3 | 完成 | 减持 | 任锋 | 副总经理 | 2019/2/11- 2019/3/31 | 0.00 | 0.00% |
| 晨光文具 | 2019/4/4 | 预披露 | 减持 | 科迎投资、杰 蔡投资 | 5%以下股东 | --- | 0.00 | 0.00% |

| 公告时间 | 披露状态 | 操作 | 对象姓名 | 对象身份 | 持股期限 | 数量 | 占比 |
|----------------|------|------|----------|--------------|----------------------|--------|-------|
| 2019/4/4 | 预披露 | 减持 | 陈湖雄、陈雪玲 | 董事、监事、高级管理人员 | — | 0.00 | 0.00% |
| 赫美集团 2019/4/8 | 完成 | 被动减持 | 天鸿伟业 | 5%以上股东 | 2018/12/17-2019/3/27 | 534.77 | 1.01% |
| 东风股份 2019/4/9 | 预披露 | 减持 | 黄晓鹏、黄炳泉 | 一致行动人 | — | 0.00 | 0.00% |
| 王子新材 2019/4/10 | 完成 | 减持 | 王进军 | 控股股东 | 2018/11/8-2018/11/13 | 45.26 | 0.54% |
| 海鸥住工 2019/4/10 | 完成 | 减持 | 王武军 | 一致行动人 | 2018/11/8 | 38.94 | 0.46% |
| 四通股份 2019/4/12 | 预披露 | 减持 | 齐泓基金 | 5%以上股东 | — | 0.00 | 0.00% |
| 四通股份 2019/4/13 | 预披露 | 减持 | 黄奕鹏 | 董事、监事、高级管理人员 | — | 0.00 | 0.00% |
| 四通股份 2019/4/13 | 预披露 | 减持 | 黄奕鹏 | 董事会秘书 | — | 0.00 | 0.00% |
| 恩捷股份 2019/4/16 | 完成 | 减持 | 熊炜 | 高管 | 2018/10/16-2019/4/15 | 5.00 | 0.01% |
| 恩捷股份 2019/4/16 | 完成 | 减持 | 庞启智 | 高管 | 2018/10/16-2019/4/15 | 1.00 | 0.00% |
| 创源文化 2019/4/17 | 完成 | 减持 | 宁波天堂硅谷合众 | 持股 5%以上股东 | 2018/10/22-2019/4/12 | 300.49 | 2.50% |
| 邦宝益智 2019/4/19 | 尚未完成 | 减持 | 邦领贸易 | 5%以上第一大股东 | 2019/1/4-2019/4/19 | 287.83 | 1.35% |
| 邦宝益智 2019/4/19 | 尚未完成 | 减持 | 中楷创投 | 5%以上非第一大股东 | 2019/1/4-2019/4/19 | 212.70 | 1.00% |
| 英派斯 2019/4/20 | 完成 | 减持 | 景林景途 | 持股 5%以上的股东 | 2019/3/7-2019/3/8 | 60.00 | 0.50% |
| 英派斯 2019/4/20 | 完成 | 减持 | 景胜伟达 | 一致行动人 | 2019/3/7-2019/3/8 | 60.00 | 0.50% |
| 美盈森 2019/4/20 | 预披露 | 减持 | 王海鹏 | 控股股东 | — | 0.00 | 0.00% |
| 美盈森 2019/4/20 | 预披露 | 减持 | 王治军 | 第二大股东 | — | 0.00 | 0.00% |

数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

表7: 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(元/股) | 股权激励成就条件 |
|------|-----------|----------|--------|-------------|-----------|---|
| 丰林集团 | 2019/4/10 | 472.8 | 0.41% | 董事、高管、技术骨干等 | 2.215 | 2018年公司层面的业绩考核结果符合2017年度限制性股票股权激励计划授予的限制性股票第二个解锁期解锁条件;激励对象上一年度个人绩效考核结果为优秀、良好或合格 |
| 永吉股份 | 2019/4/12 | 78 | 0.19% | 董事、高管 | — | 以2017年净利润为基数,公司2018年净利润增长率不低于20%。 |

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)广发证券在过去12个月内与金陵体育(300651)公司有投资银行业务关系。

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。