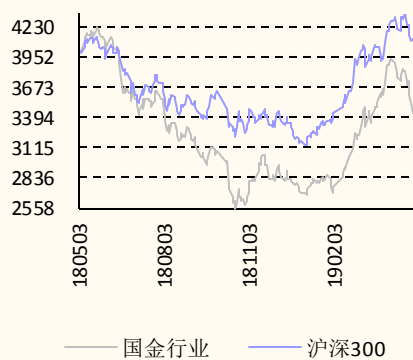


## 市场数据(人民币)

市场优化平均市盈率	18.90
国金轻工造纸指数	3461.69
沪深300指数	3913.21
上证指数	3078.34
深证成指	9674.54
中小板综指	9398.35



## 相关报告

- 1.《轻工制造行业策略周报-工装市场需加速布局,日本出台最严禁烟令》,2019.4.28
- 2.《轻工制造行业策略周报-产能布局省份将成为定制家居企业增长新区...》,2019.4.21
- 3.《轻工制造行业策略周报-《装配式整体卫生间应用技术标准》批准实...》,2019.4.14
- 4.《轻工制造行业策略周报-第5批外废配额批复,包装纸价将继续承压》,2019.4.7
- 5.《轻工制造行业策略周报-定制家居“量价驱动”将转向“以量驱动”》,2019.3.31

## 揭力

分析师 SAC 执业编号: S1130515080003  
(8621)60935563  
jie\_li@gjzq.com.cn

## 袁艺博

分析师 SAC 执业编号: S1130519020005  
yuanyibo@gjzq.com.cn

## 4Q18 家用轻工出现亏损,包装印刷亮点多

## 投资建议

- **行业策略:** 2018 年轻工制造行业收入与业绩增速较 2017 年将出现明显放缓。在三大子行业中,由于家用轻工板块商誉减值等集中爆发,导致板块 4Q18 单季亏损近 90 亿元,拖累行业整体业绩。而包装印刷尤其是纸包装板块则是增长最好的领域,主要系由于触发了与造纸行业的跷跷板效应。另一方面,目前 FDA 允许 IQOS 在美销售,新型烟草行业迎来“强心剂”,烟标领域个股将持续受益。家用轻工板块受地产后周期效应减弱,2018 年和今年 Q1 收入和业绩端均有较大压力。未来,定制家居企业客单价的提升将源自单个订单出售柜体数量的增长,而订单量的增长则要从存量的零售端,转向增长的 B 端大宗业务。造纸板块由于行业景气度降低,导致相关企业在 2018 年内业绩增长波动较大,在今明两年新产能投放预期之下,纸价上涨存在难度。但生活用纸企业受益浆价下跌,能够实现盈利能力的快速修复。
- **推荐组合:** 劲嘉股份、吉宏股份、欧派家居、我乐家居、中顺洁柔。

## 行业观点

- **2018 年轻工制造行业增长继续放缓,今年 Q1 行业出现下滑。** 2018 年,行业收入增速同环比分别下降 12.39pct.和 5.03pct.。从单季度数据来看,轻工制造行业净利润增长不仅延续了 Q3 的同比下滑趋势,而且在四季度更是出现了 2014 年以来的首次亏损,行业整体净利润亏损额达 63.19 亿元。Q4 单季净利润亏损的主要原因系应收账款资产减值、商誉减值、并购导致费用暴增等风险集中爆发所致。
- **包装印刷: 纸包装板块盈利边际改善,新型烟草行业迎来“强心剂”。** 2017 年由于原材料大涨,使得很多小企业的制造成本激增,导致产品交货延期,中小包装厂被迫退出客户供应商名单。该情况在 2018 年内持续深化,包装上市公司年内收入增速呈现逐季提升的态势,全年收入增速达到 41.59%,同比提升 29.31pct.,且今年 Q1 收入端增速继续提升达到 49.67%。叠加预期包装纸价格承压,看好今年纸包装企业盈利边际的持续改善。FDA 允许 IQOS 在美销售,新型烟草行业发展方向坚定且明确,烟标上市企业有望持续受益。同时也看好主业稳健,多元化业务发展的相关标的。
- **造纸板块: 行业整体景气度下行,企业增长出现乏力。** 2018 年,造纸及纸制品行业营收同比下滑 9.7%,行业内企业亏损额增加 95.37%,叠加成品纸价格在 18 年内的表现,行业景气度已处下行趋势。2018 年 Q4 纸价基本都低于 17 年同期,导致 2018 年毛利率和净利率分别下降 2.37pct.和 1pct.。短期来看,受外废配额向大厂日趋集中,以及 Q2 密集涨价函的影响,预计二季度造纸企业盈利能力将略有修复,但中长期纸价承压较为确定。
- **家用轻工: 商誉减值将导致板块利润增长加速放缓。** 家居板块收入增速贡献由 2017 年的 8.15pct.下降至 2018 年的 4.8pct.,从这个角度看,家居板块收入增长大幅放缓成为家用轻工板块增长降速的主要原因。另一方面,由于 2018 年 Q4 期内,喜临门和永安林业等公司进行商誉减值,导致企业出现大幅亏损,对整体行业净利润增长造成较大拖累。

## 风险提示

- 人民币汇率剧烈波动的风险; 房地产销售持续大幅下滑的风险; 上市公司通过价格竞争后,市占率提升不及预期的风险; 侵犯 IQOS 专利保护的风险; 商誉减值的风险。

## 内容目录

2018 年轻工制造行业整体收入与业绩增速将放缓，包装印刷行业颇有亮点.....4	
2018 年轻工制造行业增长继续放缓，今年 Q1 行业出现下滑.....4	
包装印刷：纸包装板块盈利边际改善，新型烟草行业迎来“强心剂”.....6	
FDA 通过 IQOS 美国上市销售申请，新型烟草行业迎来“强心剂”.....7	
造纸板块：行业整体景气度下行，企业增长出现乏力.....8	
家用轻工：商誉减值将导致板块利润增长加速放缓.....11	
定制家居“量价驱动”将转向“以量驱动”.....13	
风险提示.....14	
人民币汇率剧烈波动的风险.....14	
房地产销售持续大幅下滑的风险.....14	
上市公司通过价格竞争后，市占率提升不及预期的风险.....14	
国内卷烟产销大幅下降的风险.....14	
侵犯 IQOS 专利保护的风险.....15	
国内新型烟草相关政策推进不达预期的风险.....15	
环保政策松动，被关停产能复产的风险.....15	
职业经理人、核心技术人员或核心销售人员流失的风险.....15	
商誉减值的风险.....15	

## 图表目录

图表 1：推荐公司盈利预测与估值.....4	
图表 2：2019Q1 行业整体收入增速出现下滑.....4	
图表 3：4Q18 和 19Q1 行业整体营收连续两季下滑.....4	
图表 4：2019Q1 行业净利润下滑幅度环比收窄.....5	
图表 5：18 年 Q4 单季行业净利润出现亏损.....5	
图表 6：2019Q1 行业毛利率水平继续下降.....5	
图表 7：轻工制造行业单季度毛利率情况.....5	
图表 8：2018 年和 2019Q1 行业销售费用率保持提升.....6	
图表 9：轻工制造行业单季度费用率情况.....6	
图表 10：2019Q1 包装板块营收增速继续提速.....6	
图表 11：2018 年包装板块净利润增长也较为良好.....6	
图表 12：2019Q1 纸包装行业毛利率同环比均提升.....7	
图表 13：纸包装行业盈利能力改善.....7	
图表 14：2017 年全球烟草市场结构（不含中国）.....8	
图表 15：加热不燃烧制品市场规模预测.....8	
图表 16：造纸及纸制品行业累计营收&增速.....8	
图表 17：造纸及纸制品行业当月营收&增速.....8	

图表 18: 造纸及纸制品行业销售利润率 (%)	9
图表 19: 造纸及纸制品企业亏损加速	9
图表 20: 浆纸系纸品价格走势	9
图表 21: 废纸系纸品价格走势	9
图表 22: 造纸行业收入增速	10
图表 23: 造纸行业净利润增速	10
图表 24: 造纸行业毛利率变化情况	10
图表 25: 造纸行业净利润率变化情况	10
图表 26: 2018 年外废配额集中度	11
图表 27: 2017 年外废配额集中度	11
图表 28: 废黄板纸价格走势	11
图表 29: 家用轻工营收增长情况	12
图表 30: 家用轻工单季营收增长情况	12
图表 31: 家居板块营收增速	12
图表 32: 家居板块单季营收增速	12
图表 33: 2018 年和 2019Q1 家用轻工净利润负增长	13
图表 34: 204Q18 家用轻工行业净利润现亏损	13
图表 35: 定制家居板块销售费用率 (%)	13
图表 36: 定制家居板块单季度销售费用率 (%)	13

图表 1: 推荐公司盈利预测与估值

公司简称	股价	市值(亿元)	EPS			PE			PB	评级
			2019E	2020E	2021E	2019E	2020E	2021E		
劲嘉股份	13.41	196.44	0.61	0.74	0.89	22	18	15	2.9	买入
吉宏股份	24.50	48.31	1.68	2.20	2.88	15	11	9	6.3	买入
合兴包装	5.27	61.63	0.28	0.40	0.53	19	13	10	2.2	买入
欧派家居	120.04	504.40	4.49	5.40	6.56	27	22	18	6.6	买入
索菲亚	22.26	205.55	1.18	1.41	1.67	19	16	13	5.1	买入
尚品宅配	86.54	171.94	3.04	3.89	4.98	28	22	17	5.7	增持
我乐家居	10.83	24.47	0.60	0.79	1.00	18	14	11	3.0	买入
中顺洁柔	10.55	137.82	0.39	0.48	0.59	27	22	18	4.0	买入

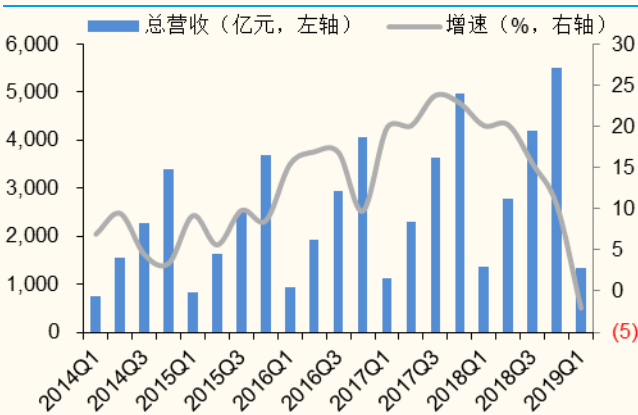
来源: wind, 国金证券研究所, 注: 股价为 2019 年 4 月 30 日收盘价

### 2018 年轻工制造行业整体收入与业绩增速将放缓, 包装印刷行业颇有亮点

#### 2018 年轻工制造行业增长继续放缓, 今年 Q1 行业出现下滑

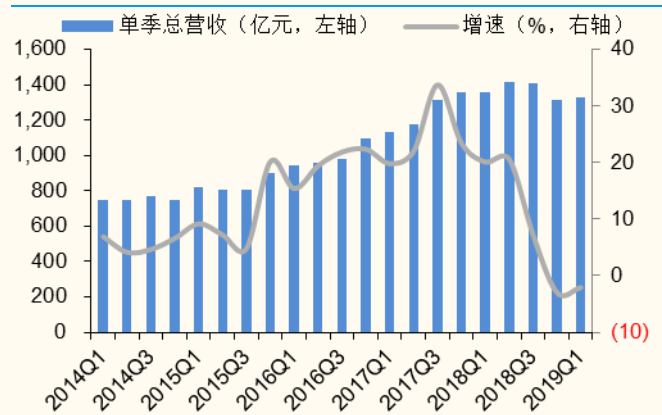
- 行业整体收入预计仍能保持两位数增长。2018 年, 轻工制造行业整体实现营收 5,503.62 亿元, 同比增长 10.47%, 增速同环比分别下降 12.39pct. 和 5.03pct.。地产下行对于家居板块上市公司收入增长的压制持续显现, 成品纸价格上涨疲弱, 以及下游消费品需求减弱等因素, 造成了 18 年 Q4 和今年 Q1 行业收入端增长持续放缓。但我们预计今年 Q2 伴随下游消费旺季的到来, 行业整体收入增长放缓趋势可能不会加剧。

图表 2: 2019Q1 行业整体收入增速出现下滑



来源: wind, 国金证券研究所

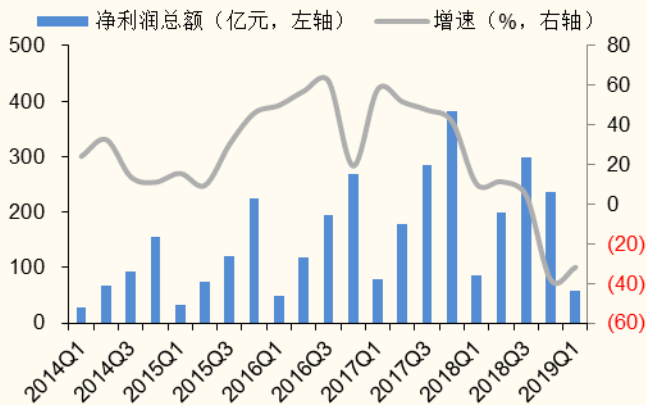
图表 3: 4Q18 和 19Q1 行业整体营收连续两季下滑



来源: wind, 国金证券研究所

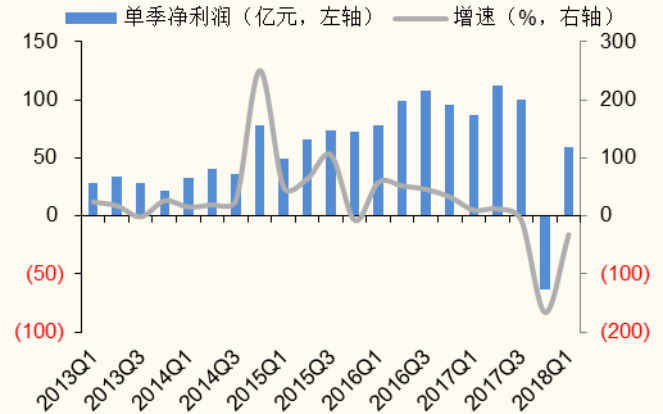
- 2018 年行业整体净利润延续下滑趋势, Q4 单季更是出现亏损。2018 年和 2019 年 Q1, 轻工制造行业净利润总额分别为 235.36 亿元和 58.92 亿元, 同比分别下滑 38.30% 和 31.83%。从单季度数据来看, 轻工制造行业净利润增长不仅延续了 Q3 的同比下滑趋势, 而且在四季度更是出现了 2014 年以来的首次亏损, 行业整体净利润亏损额达 63.19 亿元。Q4 单季净利润亏损的主要原因系, 应收账款资产减值、商誉减值、并购导致费用暴增等风险集中爆发所致。其中, ST 秋林 (应收账款计提资产减值 22.91 亿元), 金洲慈航 (商誉减值 4.98 亿元、坏账减值 14 亿元), 东方金钰 (存货减值 1.23 亿元、贷款减值 2.17 亿元、坏账减值 7,334 万元) 为单季度净利润亏损额排名前三的企业。

图表 4：2019Q1 行业净利润下滑幅度环比收窄



来源：wind，国金证券研究所

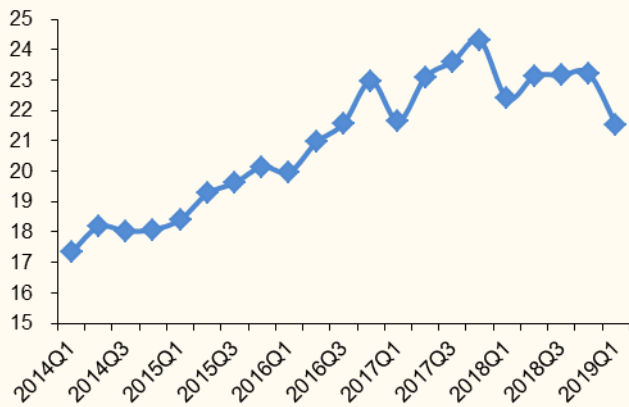
图表 5：18 年 Q4 单季行业净利润出现亏损



来源：wind，国金证券研究所

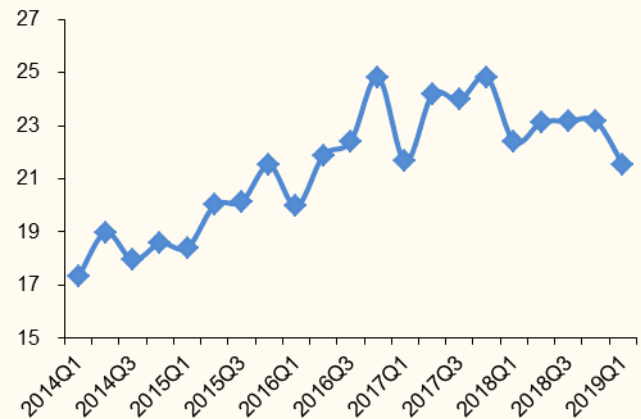
- 毛利率的同比下降和销售费用率的提升，对行业整体利润的增长形成压制。2018 年和 Q4 单季，轻工制造行业综合毛利率分别为 23.21%和 23.17%，而与 2017 年同期相比分别下降 1.09pct.和 1.65pct.，行业整体盈利率略有下降。2019Q1 行业整体毛利率水平进一步下滑，降至 21.54%，主要系造纸行业原纸涨价承压，以及定制家居行业价格战所致。各项费用率方面，由于研发费用从管理费用中的剥离，2018 年行业管理费用率出现下降，同比降低 1.47pct.。但销售费用率则是无论是 18 年还是今年 Q1 均呈现提升趋势。叠加行业毛利率水平同比降低，致使行业整体利润增长放缓。另一方面，我们认为，在地产行业景气度下降情况之下，定制家居企业今年内销售费用端投放将会进一步加大，极有可能带动行业整体销售费用率提升，因此今年行业整体的净利润增长压力相对较大。

图表 6：2019Q1 行业毛利率水平继续下降



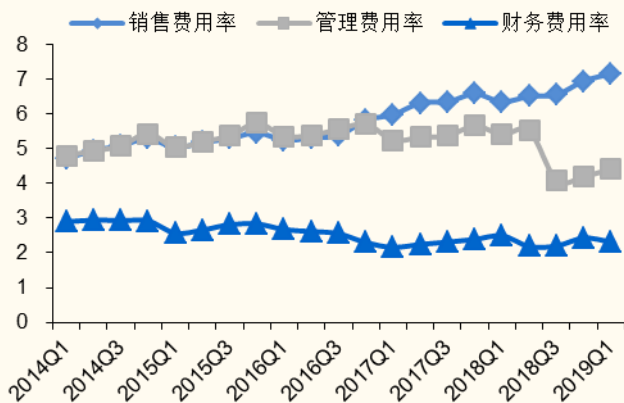
来源：wind，国金证券研究所

图表 7：轻工制造行业单季度毛利率情况



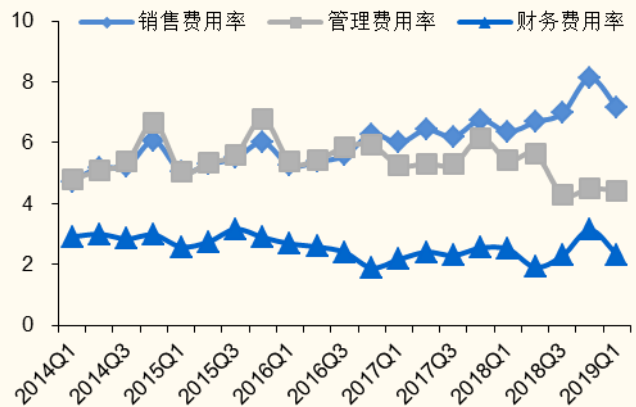
来源：wind，国金证券研究所

图表 8：2018 年和 2019Q1 行业销售费用率保持提升



来源：wind，国金证券研究所

图表 9：轻工制造行业单季度费用率情况

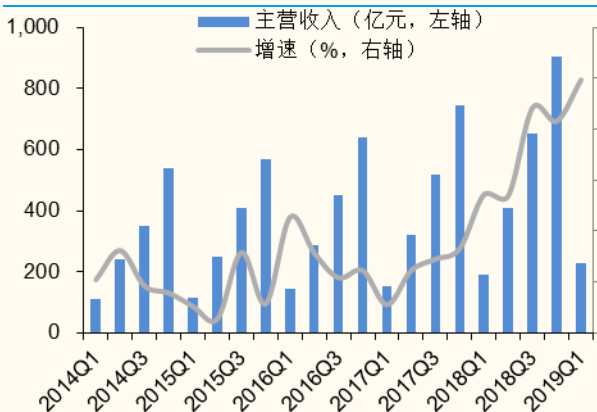


来源：wind，国金证券研究所

### 包装印刷：纸包装板块盈利边际改善，新型烟草行业迎来“强心剂”

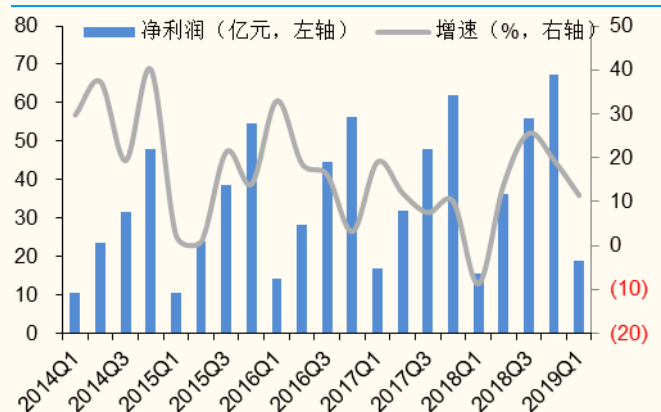
- 上市包装企业营收增速快速恢复。2017 年由于原材料大涨，特别是纸包装行业，箱板瓦楞纸的大涨，使得很多小企业的制造成本激增。而此类企业由于缺乏议价能力，与下游采购商基本采取锁量定价的供货合同，在原材料涨价的情况下，企业的利润空间被大幅压缩，导致很多小企业选择停产甚至关厂。导致下游客户将订单转向大厂，中小企业被迫退出客户采购名单，且订单一旦转手大厂，小企业再想进入采购名单难度极高。而该种情况在 2018 年内持续深化，全年收入增速达到 41.59%，同比提升 29.31pct.，且今年 Q1 收入端增速继续提升达到 49.67%。同时，受益于收入端的快速增长，包装板块净利润增速也出现较明显恢复，2018 年实现净利润 67.34 亿元，同比增长 19.44%，增速提升 16.27pct.。

图表 10：2019Q1 包装板块营收增速继续提速



来源：wind，国金证券研究所

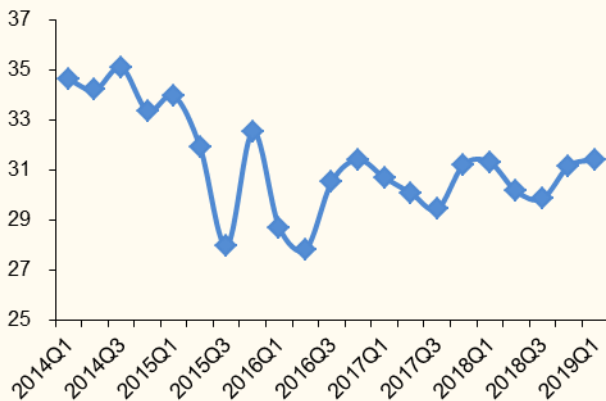
图表 11：2018 年包装板块净利润增长也较为良好



来源：wind，国金证券研究所

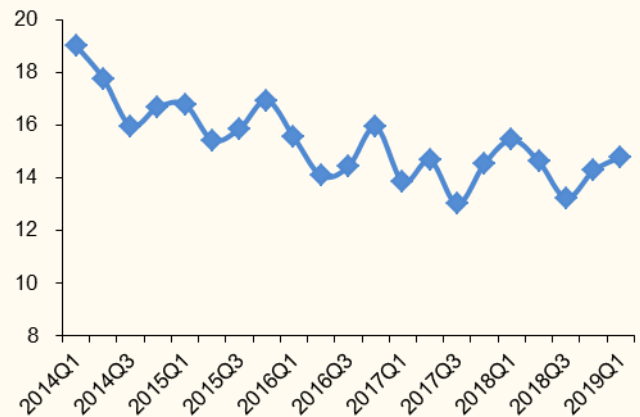
- 2018 年内包装纸价格承压，纸包装板块盈利能力改善，今年内该趋势持续。包装纸和纸包装行业存在跷跷板效应，2018 年内箱板瓦楞纸价格上涨承压。而在该背景之下，使得自 2017 年开始的纸包装行业成本端高压状态得以缓解。2018 年，纸包装包装板块平均毛利率 31.16%，同环比分别提升 0.04pct. 和 1.3pct.，净利率为 14.27%，同环比分别提升 -0.26pct. 和 1.04pct.，纸价上涨承压之下，纸包装行业整体盈利能力正逐步加强。我们预期今明两年为包装纸行业产能投放大年，且在下游消费需求下降的情况下，尽管包装纸企业成本端压力仍在，但向下游传导的能力可能弱化，纸包装企业原材料采购成本存在进一步降低可能。而从今年 Q1 的情况来看，纸包装板块的毛利率达到 31.42%，同环比仍保持提升趋势，净利率达到 14.80%，环比提升 0.52pct.。

图表 12: 2019Q1 纸包装行业毛利率同环比均提升



来源: wind, 国金证券研究所

图表 13: 纸包装行业盈利能力改善

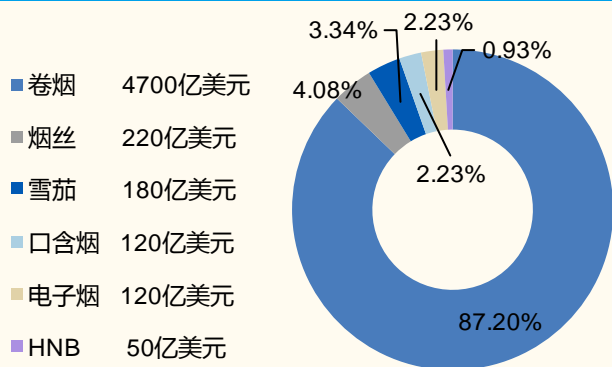


来源: wind, 国金证券研究所

### FDA 通过 IQOS 美国上市销售申请, 新型烟草行业迎来“强心剂”

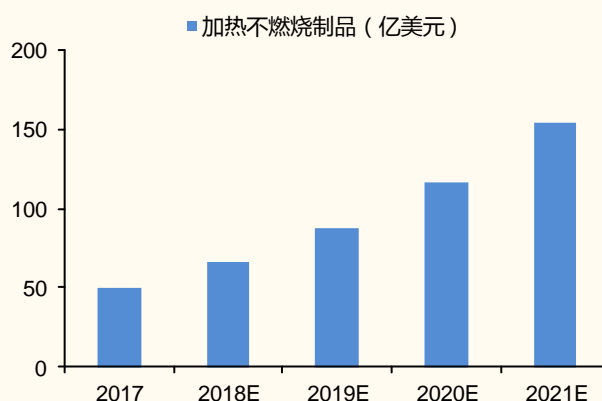
- **IQOS 在美国获批上市销售, 但并不能将“减伤减害”作为宣传口号。**4月30日 FDA 允许通过上市前烟草产品申请 (PMTA) 途径销售 IQOS 烟草加热系统, 其中允许销售的产品包括 IQOS 设备, 万宝路加热棒, 万宝路顺滑薄荷加热棒和万宝路新鲜薄荷加热棒。FDA 认为, IQOS 产品产生有害物质的水平相较于传统卷烟更低, IQOS 烟草加热系统产生的气溶胶含有的毒性化学物质少于香烟烟雾, 并且确定许多毒素目前的水平低于香烟烟雾。但 FDA 并未承认相关产品是安全的或“FDA 批准的”。目前来看, FDA 在某些方面对于 IQOS 产品的“低伤害”属性也有认知, 但若要将“减伤减害”作为宣传口号, 仍需通过 MRTP (Modified risk tobacco product, 改良型烟草制品) 认证。菲莫国际也正在向 FDA 申请 IQOS 的 MRTP 认证, 而就目前 FDA 的相关态度来看, 通过 MRTP 认证也尤为值得期待。
- **IQOS 在日韩渗透快, 此番在美上市或将催化国内相关政策出台。**IQOS 自 2014 年上市以来, 日本和韩国一直作为核心销售区域, 而后才逐步向欧洲和除中国外的亚洲国家渗透。但我们认为, 美国和中国才是加热不燃烧 (HNB) 未来最重要的市场。目前来看美国烟民超过 4,600 万人, 而中国更是达到 3 亿人以上, 若两大市场 HNB 制品的渗透率均达到 10% 的水平, 则将会有近 4,000 万人新增成为用户。FDA 此次允许 IQOS 在美销售, 无疑将加速更多 HNB 品牌进入美国市场。虽然目前我国对于 HNB 产品并未放开, 但我们认为, 美国此次的政策变化后续将会带动一大批国家放松 HNB 相关政策, 并可能在一定程度上倒逼国内相关政策制定和松绑进度。另一方面, 我们认为, HNB 制品首先本身仍为烟草制品, 不存在替烟效应, 不影响烟草利税。其次, HBN 烟弹产品烟草用量少, 符合国家烟草行业供给侧改革, 以及卷烟“降焦减害”的发展趋势。第三, 近年细支烟、中支烟销量的爆发式增长背后, 实际上是烟民“减伤减害”需求的崛起, 而 HNB 产品能够满足消费者这一需求变化。综合来看, FDA 此次允许 IQOS 在美销售, 无论对于全球还是中国 HNB 行业都属于重大“催化剂”和“强心剂”事件, 将更加坚定国内外烟草企业全面发力新型烟草领域的信心。

图表 14: 2017 年全球烟草市场结构 (不含中国)



来源: 中国烟草市场, 国金证券研究所

图表 15: 加热不燃烧制品市场规模预测



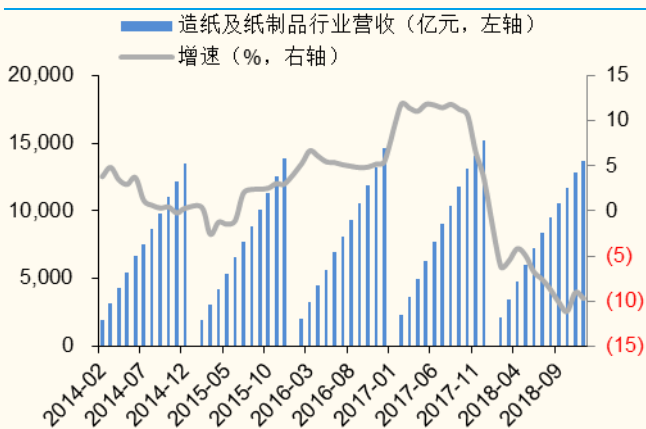
来源: Euromonitor International, 国金证券研究所

- 中烟工业公司对 HNB 产品研发紧锣密鼓, 目前相关产品以出口为主。目前中烟工业公司正在紧锣密鼓进行 HNB 相关产品研发, 云南中烟、湖北中烟、四川中烟等相对领先的工业公司, 已经有相关烟具和烟弹产品出口销售, 其中云烟和川烟的烟具产品甚至已发布升级版。就现阶段形式来看, 国内 HNB 制品初期将以出口试水海外市场为主。特别是中烟国际赴港上市之后, 将成为国内新型烟草制品出口的唯一合法平台, 更加确定了将海外市场作为国产 HNB 制品“试验地”的策略。往后期来看, 我们认为, 待国内相关政策制定出台, 且国产 HNB 制品品牌和产品矩阵日渐丰富, 本土才是中烟工业公司在新型烟草领域发力的重点市场。
- 我们认为, FDA 此次允许 IQOS 在美销售, 对于全球新型烟草行业来说无疑是一针“强心剂”。虽然现阶段我国没有制定和出台新型烟草相关政策, 但中烟工业公司正在加快研发 HNB 相关烟具和烟弹产品。对于目前已布局进入新型烟草领域的上市烟标企业, 我们认为, 未来将形成三元驱动模式, 即 HNB 烟弹烟标+HNB 烟具设备制造+HNB 烟具包装制造。

造纸板块: 行业整体景气度下行, 企业增长出现乏力

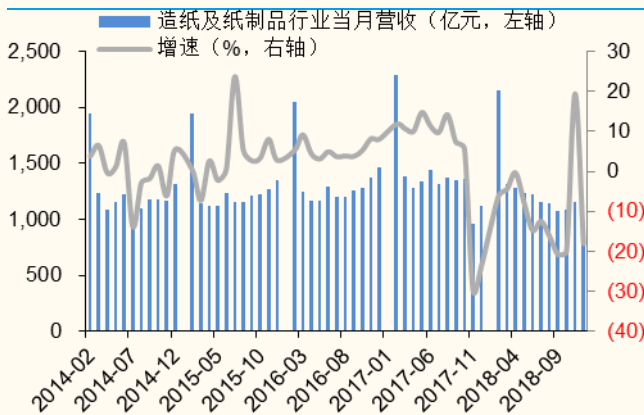
- 造纸行业整体营收下滑。2018 年, 造纸及纸制品行业整体营收 1.37 万亿, 同比下滑 9.7%, 其中 12 月当月营收 912.5 亿元, 同比下滑 18.10%。实际上, 造纸及纸制品行业累计营收于今年 2 月就已经开始出现下滑, 且下滑趋势逐月扩大, 而单月营收则是于去年 11 月开始一直保持下滑态势。

图表 16: 造纸及纸制品行业累计营收&增速



来源: wind, 国金证券研究所

图表 17: 造纸及纸制品行业当月营收&增速



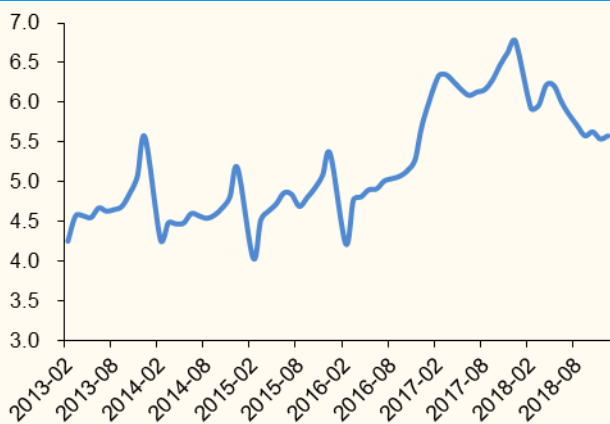
来源: wind, 国金证券研究所

- 造纸及纸制品行业盈利能力下降, 亏损企业增多。2018 年, 造纸及纸制品行业销售利润率为 5.58%, 环比小幅提升 0.04pct., 而同比却下降 1.19pct., 与 18 年初相比行业利润率也下降了 0.35pct.。伴随行业盈利能



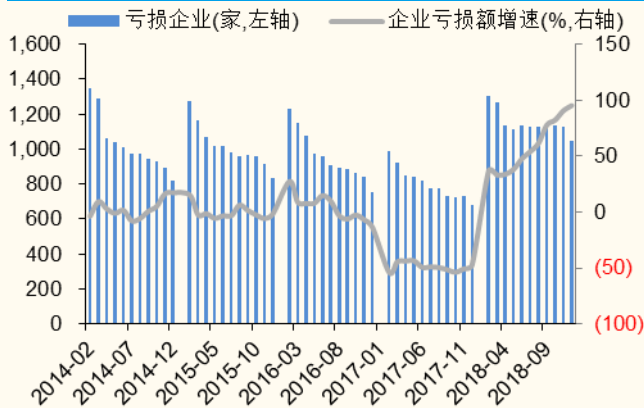
力的下降，亏损造纸企业明显增加，2018 年全年累计亏损企业 1045 家，与 2017 同期相比增加 368 家，占整体造纸及纸制品企业的 15.58%。亏损企业累计亏损额 80.1 亿元，同比 95.37%。

图表 18：造纸及纸制品行业销售利润率 (%)



来源：wind，国金证券研究所

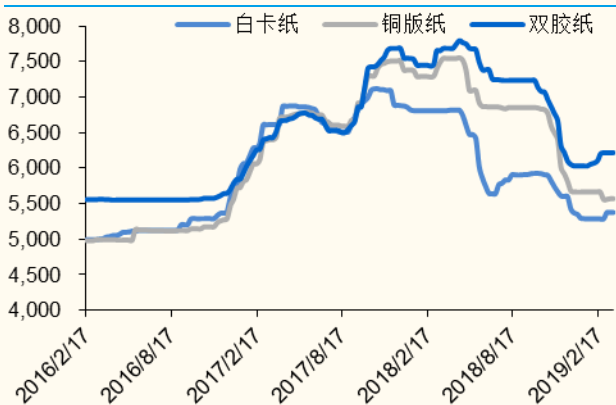
图表 19：造纸及纸制品企业亏损加速



来源：wind，国金证券研究所

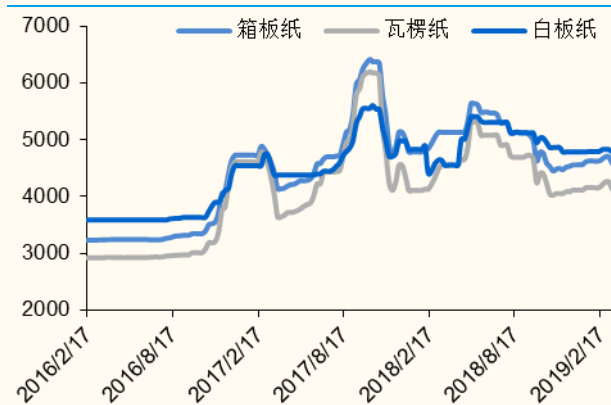
- 纸价上涨承压为行业景气度下行的主要原因。2016 年底开始，国内成品纸价格开始出现稳步上涨，而到 2017 年 Q3 之后纸价更是迎来一轮暴涨，其中受环保高压、外废配额收紧等政策影响，全年三季度内箱板纸价格暴涨 45.80%，瓦楞纸暴涨 58.51%。而进入 2018 年之后，受国废价格高位震荡后调整，以及经济增长放缓导致下游需求减弱的影响，纸价上行承压。2018 年内成品纸价格平均下跌 6.66%，其中浆纸系品种铜版纸下跌 18.59%，双胶纸下跌 16.37% 跌幅较大。我们认为，纸价上涨承压导致了行业整体景气度下行，同时 18 年 Q4 成品纸均价同环比的下跌造成上市造纸企业盈利收窄。

图表 20：浆纸系纸品价格走势



来源：纸业联讯，国金证券研究所

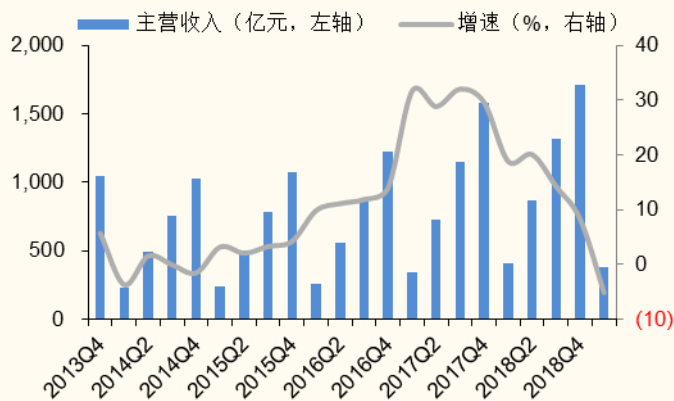
图表 21：废纸系纸品价格走势



来源：纸业联讯，国金证券研究所

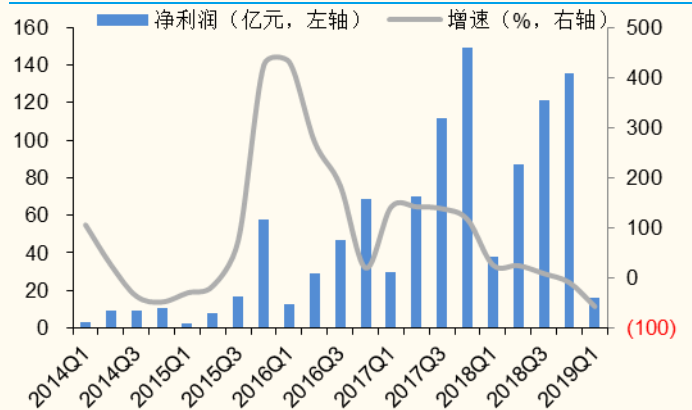
- 行业高景气度周期已过，收入与利润增速齐降。2018 年与 19Q1 单季，造纸行业整体营收分别为 1,714.97 亿元和 383.67 亿元，同比变动 8.30% 和 -5.13%。相比于收入端，造纸行业净利润端增速降幅更大，2018 年和 19Q1 单季净利润增速分别下滑 9.08% 和 56.85%。盈利方面，2018 年毛利率和净利率分别为 21.86% 和 7.9%，较 2017 年分别下降 2.37pct. 和 1pct.。19Q1 造纸企业盈利进一步放缓，毛利率仅 17.48%，净利率降至 4.77%。根据我们监测的纸价数据来看，无论是浆纸系还是废纸系，2018 年纸价基本都低于 2017 年 Q4，且在今年 Q1 也为迎来大幅反弹，因此纸价下跌为造纸企业收入和盈利下滑的主要原因。

图表 22: 造纸行业收入增速



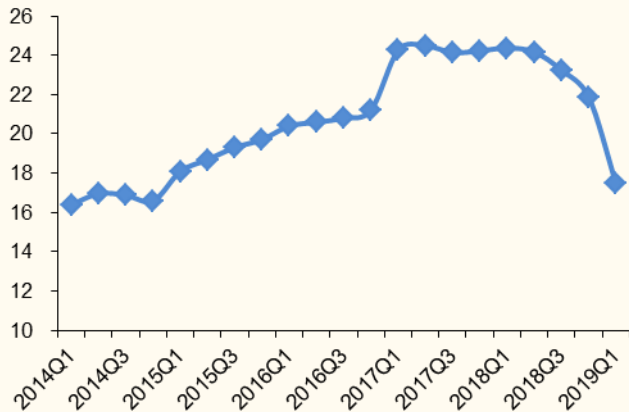
来源: wind, 国金证券研究所

图表 23: 造纸行业净利润增速



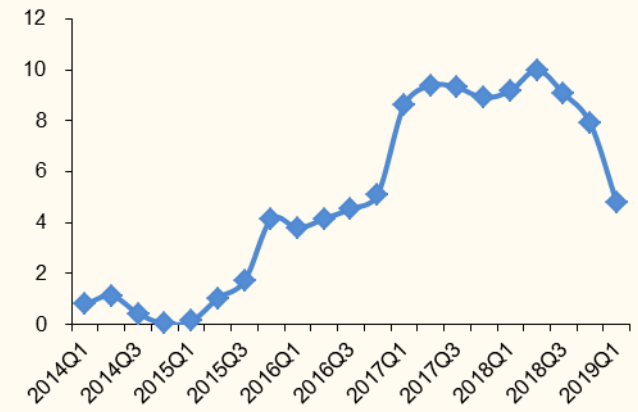
来源: wind, 国金证券研究所

图表 24: 造纸行业毛利率变化情况



来源: wind, 国金证券研究所

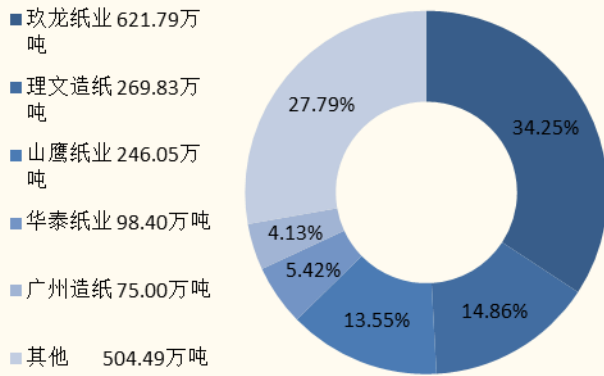
图表 25: 造纸行业净利润率变化情况



来源: wind, 国金证券研究所

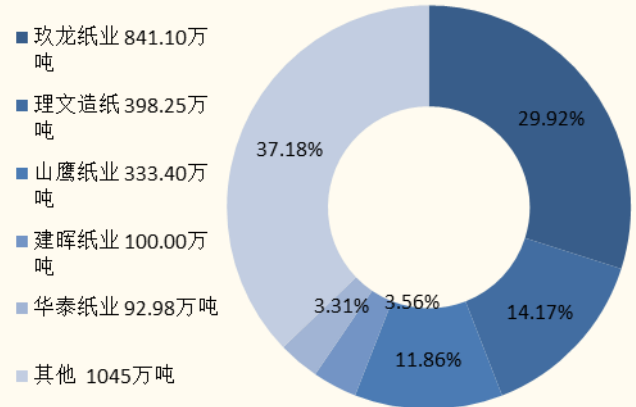
- **外废配额审批大幅收紧，且持续向大厂集中。**2017 年 12 月底，环保部出台《进口废纸环境保护管理规定》，并于 2018 年内开始实施。2018 年，环保部共批复 26 批次外废配额，累计批复总额 1815.56 万吨，较 2017 年 11 批次外废配总量减少 35%左右。从获批企业上看，2017 年约有 139 家企业获得外废配额，而 2018 年仅有 65 家，且获批配额向大厂集中趋势日趋明显。2017 年配额或批量排名前五的企业，其配额占比为 62.82%，而 2018 年前五名企业占比达到 72.21%，其中玖龙、理文、山鹰的外废获批配额在总配额中占比，分别提升 4.32pct.、0.69pct.和 1.69pct.。进入 2019 年，该趋势仍未发生变化，虽然目前已批复的前六批配额总量多于 2018 年前六批，但配额或批量排名前五的企业，其配额占比超过 75%。而正是在这种趋势之下，国废价格于去年 Q4 开始触底反弹，且在今年春节后出现一轮相对较大的涨幅。今年 Q2 国内成品纸在原材料涨价的驱动之下，也迎来一轮涨价潮，我们预计 Q2 造纸企业盈利较 Q1 将有环比改善可能。

图表 26：2018 年外废配额集中度



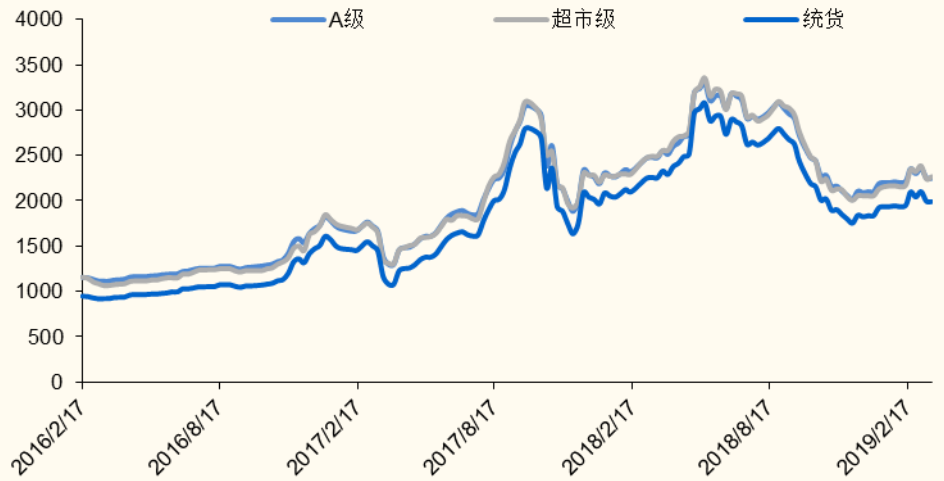
来源：纸业联讯，国金证券研究所

图表 27：2017 年外废配额集中度



来源：纸业联讯，国金证券研究所

图表 28：废黄板纸价格走势

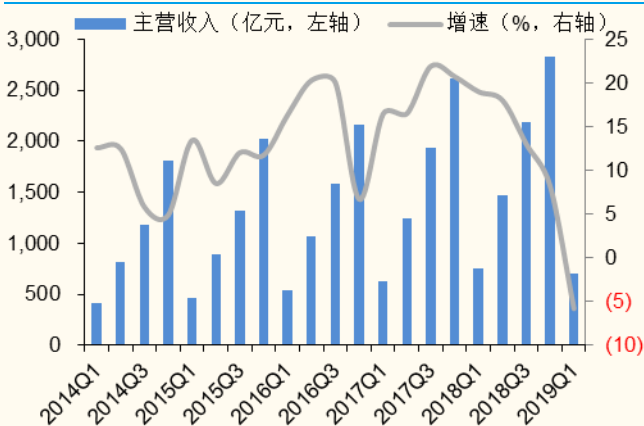


来源：纸业联讯，国金证券研究所

### 家用轻工：商誉减值将导致板块利润增长加速放缓

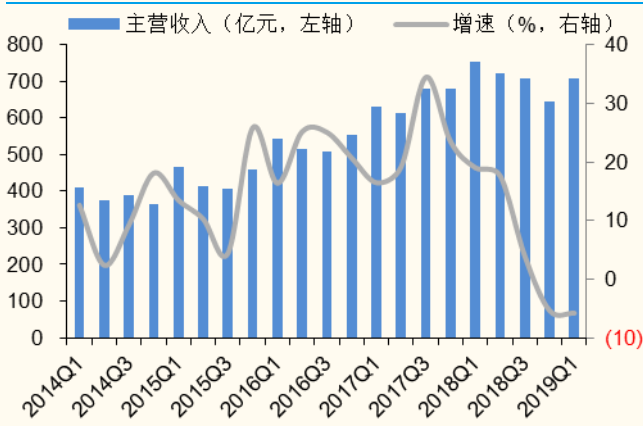
- **4Q18 单季板块亏损额近 90 亿元。**2018 年，家用轻工板块整体营收 2,827.3 亿元，同比增长 8.24%。相较于 2017 年同期板块收入增速呈放缓态势，且今年一季度板块营收下滑 5.8%。从单季度数据来看，4Q18 家用轻工板块收入 644.78 亿元，同比下滑 5.36%，同环比增速下降 28.78pct. 和 9.28pct.。2018 年家用轻工板块整体仅实现净利润 27.91 亿元，同比大幅下滑 82.70%，且今年 Q1 延续下滑趋势，实现净利润 23.3 亿元，同比下滑 27.19%。204Q18，家用轻工板块整体净利润亏损 88.55 亿元。

图表 29：家用轻工营收增长情况



来源：wind，国金证券研究所

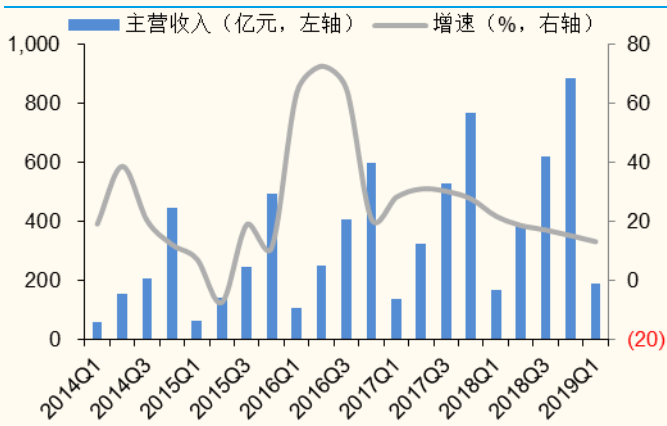
图表 30：家用轻工单季营收增长情况



来源：wind，国金证券研究所

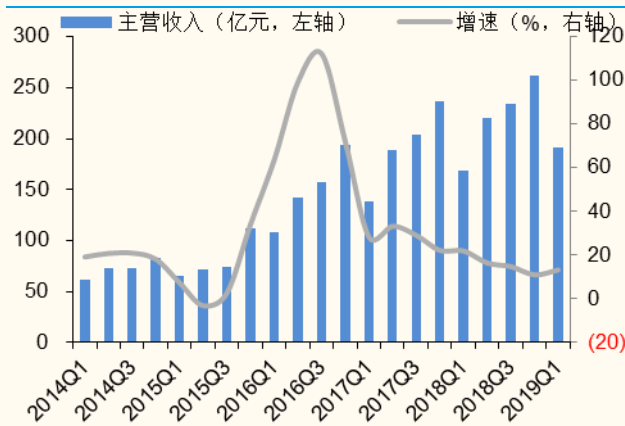
- **家居板块收入增速贡献降低导致家用轻工板块营收增速放缓。**家居子行业作为家用轻工板块中重要领域，2018 年其营收占板块整体营收的 31.3%。而 18 年家居板块营收增速仅 15.36%，较 2017 年同期下降 12.51pct.，对板块营收增速贡献仅 4.8pct.。2017 年同期，家居板块收入增速 27.76%，收入增速贡献高达 8.15pct.。从这个角度看，家居板块收入增长大幅放缓成为家用轻工板块增长降速的主要原因。地产后周期效应的减弱，以及行业竞争加剧（尤其是定制家居领域）导致了家居子行业收入增速放缓，且在地产放开政策尚未明朗的趋势之下，Q4 家居板块收入增长依旧承受较大压力。

图表 31：家居板块营收增速



来源：wind，国金证券研究所

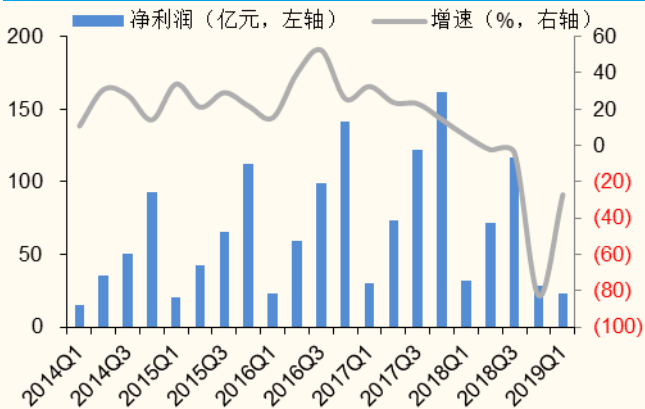
图表 32：家居板块单季营收增速



来源：wind，国金证券研究所

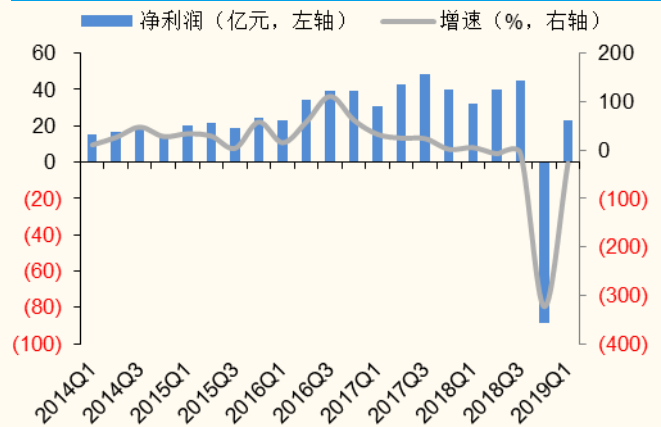
- **家居子行业利润增速放缓叠加商誉减值，导致家用轻工板块全年利润大幅下滑且 Q4 单季出现较大亏损。**从利润角度考虑，伴随定制家居行业竞争加剧，相关上市公司开始通过价格手段进行竞争，价格战对盈利的影响在 18 年 Q4 期内开始逐步显现。同时，为规避中美贸易战风险，拥有外贸业务的家居企业，于 Q4 进行外贸抢单也牺牲了企业部分利润。因此，18 年 Q4 单季度家居子行业的盈利能力出现下降，全年净利润增速较 2017 年大幅下降 50.71pct.。另一方面，2018 年 Q4 期内，喜临门、永安林业等公司进行商誉减值，导致 18 年全年和 Q4 单季相关企业出现大幅亏损。同时，叠加金洲慈航等非家居类家用轻工企业，同样进行了大幅度资产减值，最终导致 4Q18 单季家用轻工净利润亏损。

图表 33：2018 年和 2019Q1 家用轻工净利润负增长



来源：wind，国金证券研究所

图表 34：204Q18 家用轻工行业净利润现亏损

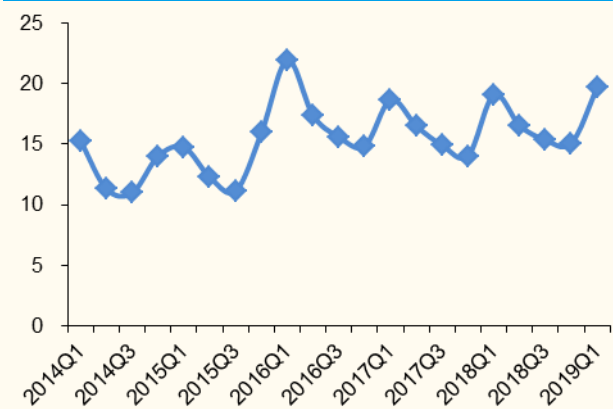


来源：wind，国金证券研究所

### 定制家居“量价驱动”将转向“以量驱动”

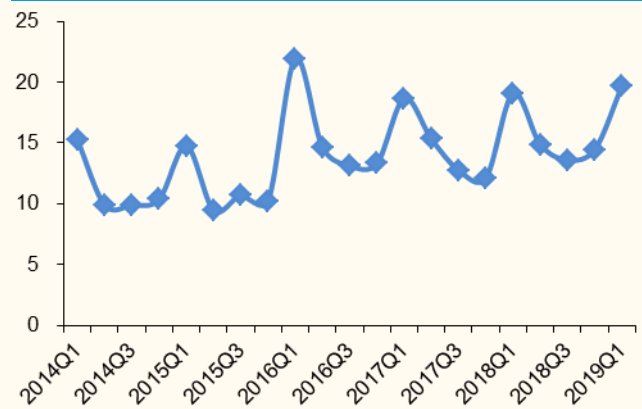
- **销售费用率持续提升，预期今年内定制家居板块利润端压力也会逐渐出现。** 2018 年，定制家居板块整体销售费用率为 15.07%，较 2017 年提升 1.04pct.，19Q1 销售费用率为 19.67%，同比提升 0.59pct.。在行业价格战预期之下，除了降低产品出厂价，压制毛利率之外。我们认为，为维持终端经销商的稳定性，以及对于存量需求市场的持续引流，定制品牌企业将加大对经销商的补贴，以及终端促销力度，以谋求门店订单转化率的提升。因此，我们预期今年内各定制家居企业销售费用率还将保持提升趋势，叠加毛利率承压预计净利润端口的增长也有较大压力。

图表 35：定制家居板块销售费用率 (%)



来源：wind，国金证券研究所

图表 36：定制家居板块单季度销售费用率 (%)



来源：wind，国金证券研究所

- **目前阶段，定制家居“量价齐升”逻辑需要重新定义。**我们认为，在市场需求逐步转向存量的趋势下，定制家居行业的整体增长逻辑也发生了改变，零售端量价齐升的预期，在地产未出现明显回暖情况之下已经受损，核心的驱动力落在了客单价层面。同时我们仍然认为，定制家居企业还有订单量增长的可能，但这一量的增长源自 B 端而非零售端。**1) 客单价：**该项因素的增长基于单个柜体价格提升，以及单个订单内所售柜体数量增加实现。而就目前的行业趋势来看，今年起定制家居行业已经迈入价格战阶段，单个柜体价格提升的可能已经偏弱。而在各家品牌推进全屋定制产品的趋势之下，单个订单内出售柜体数量仍具备增长预期；**2) 订单量：**在定制家居需求转向存量市场预期之下，同时叠加今年 2 月住建部出台《住宅项目规范（征求意见稿）》，要求城镇新建住宅建筑应全装修交付。我们预期后续精装房对于定制家居零售端需求将持续分流，在流量端增长也将进一步放缓。而在这种趋势之下，我们认为，未来为定制家居企业收入贡献大部分增速的业务将转为大宗业务，零售端和工程端的业务收入未来也具备 1:1

的可能。综合来看，未来定制家居行业将全面进入“以量驱动”阶段，公司和板块的盈利也将随之遭受较大考验。

- **总结：**2018 年轻工制造行业整体收入与业绩增速，较 2017 年将出现明显放缓。而在三大子行业中，由于家用轻工板块商誉减值集中爆发，导致板块 4Q18 单季亏损近 90 亿元，拖累行业整体业绩。而包装印刷尤其是纸包装板块则是增长最好的领域，主要系由于触发了与造纸行业的跷跷板效应。目前 FDA 允许 IQOS 在美销售，新型烟草行业迎来“强心剂”，同时业务多元化的包装公司增长确定性更强，推荐**合兴包装、劲嘉股份和吉宏股份**。家用轻工板块受地产后周期效应减弱，2018 年和今年 Q1 收入和业绩端均有较大压力。未来，我们认为，定制家居企业客单价的提升将源自单个订单出售柜体数量的增长，而订单量的增长则要从存量的零售端，转向增长的 B 端大宗业务。建议关注具备成本优势的个股**欧派家居、我乐家居、索菲亚和尚品宅配**。造纸板块由于行业景气度降低，导致相关企业在 2018 年内业绩增长波动较大，在今明两年新产能投放预期之下，纸价上涨存在难度。因此，推荐业绩增长相对稳定，且收益浆价下跌 Q1 盈利能力快速回升的**中顺洁柔**。

## 风险提示

### 人民币汇率剧烈波动的风险

- 轻工制造行业中，不少家具、玩具以及包装企业的产品出口收入占比较高。如果人民币汇率的剧烈波动，将对产品出口收入产生极大影响，也将导致企业汇兑损益。家用轻工方面，若人民币持续升值将导致家具、玩具和文具产品的出口收入大幅缩减。造纸方面，人民币若持续升值，将使得进口木浆和进口废纸的到港价降低，而在原材料价格下跌的情况下，成品纸将失去提价的理由。

### 房地产销售持续大幅下滑的风险

- 定制家居属于地产后周期行业，尽管当前存量房地产市场如二手房、旧房翻新的贡献占比逐渐提升，但是定制家居市场仍以新房为主导。今年前 10 月，住宅商品房销售面积增速仅 2.8%，增速同环比分别下降 2.8pct.和 0.5pct.。我们认为，现阶段国家难有提振房地产行业的相关政策出台，后续地产周期还将持续向下，销售存在负增长可能，势必对定制家居行业增长形成极大压力。

### 上市公司通过价格竞争后，市占率提升不及预期的风险

- 我们认为，价格战对于行业集中度的提升有积极作用。但若在行业价格战全面爆发后，上市公司虽然降低了产品出厂价，且毛利率也处下降，但市占率仍未得到良好提升。那么即便在产品降价以及销售费用投放的叠加作用之下，收入增速得以提高，但增长的可持续性仍将承压，且会对企业的盈利以及利润增速造成持续拖累。

### 国内卷烟产销大幅下降的风险

- 卷烟生产和销售受相关政策的直接影响。烟草税收制度变化、烟控力度强弱等因素，都可能造成国内卷烟产销的下滑；

#### 侵犯 IQOS 专利保护的风险

- IQOS 作为新型烟草领域的先行者和领跑者，在烟具和烟弹的诸多领域都已注册了全球专利。虽然国内相关公司在新型烟草研发过程中都采取了规避措施，但不排除有个别方面仍可能侵犯到 IQOS 的专利保护；

#### 国内新型烟草相关政策推进不达预期的风险

- 新型烟草的推广依赖于国内相关政策的松绑甚至推进。虽然我们相信相关政策的取向是逐步放松，但是由于涉及诸多利益方和考虑因素，有关政策的推进有可能不达预期。

#### 环保政策松动，被关停产能复产的风险

- 对造纸和包装印刷行业来说，由于环保政策的持续高压，近两年有很多产能被关停和查封，在一定程度上加速了各自行业集中度的提升。尤其是对于造纸行业由于关停的影响，造成结构性供给缩减，使得成品纸价近两年大幅波动。如果未来环保政策有任何松动，导致目前被关停的产能获得复产。那么将直接导致造纸和包装印刷行业的整体产能供给急剧提升，致使成品纸价暴跌影响造纸企业利润，减弱现留存的包装印刷企业的订单量，拖累企业收入的增长。

#### 职业经理人、核心技术人员或核心销售人员流失的风险

- 管理层的管理能力、决策能力和战略高度，对企业的长远发展有着极其重要的意义。而核心的技术人员和核心销售人员，则是贯彻落实管理层经营决策的主力军。我们推荐的标的中，有部分公司采用职业经理人模式，或者引进很多的优秀管理团队、销售团队等。若这类关键人员流失，将对企业的经营和发展造成不利影响。

#### 商誉减值的风险

- 虽然轻工制造行业整体商誉并不高，但家用轻工为发生间并购的集中领域。喜临门、金洲慈航等公司计提商誉导致企业 2018 年业绩亏损，而目前来看家用轻工板块中仍有像顾家家居、曲美家居一类高商誉企业，若发生减值将大幅影响企业业绩稳定性。

**公司投资评级的说明：**

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；  
增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；  
中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；  
减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

**行业投资评级的说明：**

买入：预期未来 3—6 个月内该行业上涨幅度超过大盘在 15%以上；  
增持：预期未来 3—6 个月内该行业上涨幅度超过大盘在 5%—15%；  
中性：预期未来 3—6 个月内该行业变动幅度相对大盘在 -5%—5%；  
减持：预期未来 3—6 个月内该行业下跌幅度超过大盘在 5%以上。



**特别声明:**

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准,已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”(以下简称“国金证券”)所有,未经事先书面授权,任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发,或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发,需注明出处为“国金证券股份有限公司”,且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料,但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证,对由于该等问题产生的一切责任,国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断,在不作事先通知的情况下,可能会随时调整。

本报告中的信息、意见等均仅供参考,不作为或被视为出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突,而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品,使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况,以及(若有必要)咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议,国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保,在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下,国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易,并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法,故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致,且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》,本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于C3级(含C3级)的投资者使用;非国金证券C3级以上(含C3级)的投资者擅自使用国金证券研究报告进行投资,遭受任何损失,国金证券不承担相关法律责任。

此报告仅限于中国大陆使用。

**上海**

电话: 021-60753903

传真: 021-61038200

邮箱: researchsh@gjzq.com.cn

邮编: 201204

地址: 上海浦东新区芳甸路1088号

紫竹国际大厦7楼

**北京**

电话: 010-66216979

传真: 010-66216793

邮箱: researchbj@gjzq.com.cn

邮编: 100053

地址: 中国北京西城区长椿街3号4层

**深圳**

电话: 0755-83831378

传真: 0755-83830558

邮箱: researchsz@gjzq.com.cn

邮编: 518000

地址: 中国深圳福田区深南大道4001号

时代金融中心7GH