

轻工制造行业

剖析多起电子烟事件，更看好 HNB 方向

行业评级

买入

前次评级

买入

报告日期

2019-05-13

核心观点：

● 剖析多起电子烟事件，我们认为，加热不燃烧方向更为清晰

春节以来：315 点名蒸汽式电子烟的健康危害，海外 IQOS 通过 FDA 审批获得在美销售权等。我们认为，从财政税收角度（保障国家财政收入）、质量监管角度（纳入监管体系）、还是消费者需求角度（替烟需求多于玩烟）等角度看，我们认为 HNB 方向比蒸汽式电子烟方向更加清晰。建议关注两大方向：1) IQOS 通过 FDA 的 PMTA 审批将打开美国消费市场，IQOS 相关产业链供应商有望受益，建议关注国内 IQOS 塑胶件供应商盈趣科技。2) 我们更看好国内 HNB 发展路径，IQOS 通过审批具备良好的国际示范效应，预期国内 HNB 政策、产业都将得到加速推动，看好与中烟公司深度合作电子烟的劲嘉股份。

● 行业数据更新

家居：上游原材料大部分板材周度呈下降趋势，五金材料和零部件价格统降，周度新房成交下降 6.2%，一线城市环比下降 13.0%，二线城市环比下降 4.6%，三线城市环比下降 5.2%；13 城二手房成交量环比上升 4.9%，一线城市环比下滑 10.6%，二三线城市环比上升 12.4%。

造纸：本周（5 月 4 日至 10 日）文化印刷纸国内规模纸厂涨价函落地执行，订单基本正常，下游行业及经销商观望市场为主，库存维持低位运行。瓦楞及箱板纸市场相对平稳，节后规模纸厂个别基地小幅调涨瓦楞纸及部分品种箱板纸价格，提振中小纸企涨价积极性，但受下游需求影响涨价函落地情况不佳。2019 年第七批总核定废纸进口量为 24.953 万吨，河北华泰本年度首次获得废纸进口许可证，截至目前，2019 年度废纸进口许可证获批总额度约为 823.31 万吨，获批企业总数为 76 家。

包装及文娱：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，3C 出货量同比下跌趋势未改，原材料价格相对稳定。根据中塑资讯 5 月 10 日数据，大部分塑料原材料价格保持稳定，高密度聚乙烯 HDPE 周环比下降 1.06%。

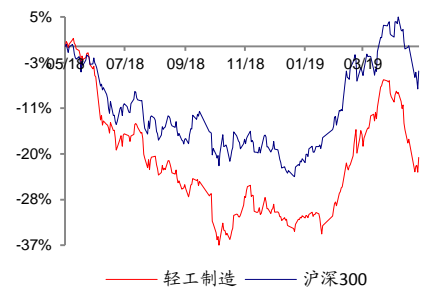
● 资本运作更新

近期（4.29—5.13）裕同科技全资子公司越南裕展拟以自有（自筹）资金购买原租赁使用的厂房以及土地使用权，总金额约折合人民币 6034.82 万元；帝欧家居控股股东、董事刘进等 7 位高管，因个人资金需求发布减持公告。

● 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。

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:FDA 批准 2019-05-06

IQOS 在美销售，催化电子烟

全球产业链

轻工行业周报：定制家具年报 2019-04-30

深度解析：六大变化三大趋势

轻工制造行业:Q1 行业基本面 2019-04-22

回顾与 Q2 核心变量展望

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	货币	最新 收盘价	最近 报告日期	评级	合理价值 (元/股)	EPS(元)		PE(x)		EV/EBITDA(x)		ROE(%)	
							2019E	2020E	2019E	2020E	2019E	2020E	2019E	2020E
002191.SZ	劲嘉股份	RMB	13.18	2019/4/25	买入	15	0.60	0.74	22.0	17.8	16.6	13.3	12.2	13.0
603899.SH	晨光文具	RMB	36.47	2019/4/29	买入	42.9	1.10	1.36	33.2	26.8	25.8	21	24.2	24.1
002511.SZ	中顺洁柔	RMB	10.10	2019/4/25	买入	13.12	0.44	0.54	23.0	18.7	17.4	14.0	14.5	15.3
002078.SZ	太阳纸业	RMB	6.44	2019/4/29	买入	8.9	0.89	0.97	7.2	6.6	5.8	4.8	15.6	14.6
603833.SH	欧派家居	RMB	109.95	2019/5/9	买入	121	4.49	5.45	24.5	20.2	17.3	13.8	20.0	19.5

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、跌宕起伏中，电子烟道路渐明晰：加热不燃烧更具可行性	6
1.1 风起云涌，年初以来的电子烟行业变局	6
1.2 蒸汽式电子烟倍受资本青睐，但政策管制风险依然存在	8
1.3 加热不燃烧赛道更具可行性，继续看好 IQOS 产业链机会、以及国内 HNB 发展机遇	9
二、行业数据跟踪	11
2.1 家居板块：板材价格统涨，周度商品房销售放缓	11
2.2 造纸板块：文化纸涨价函落地执行，箱板瓦楞纸价格相对平稳	15
2.3 包装文娱板块：部分纸包原材料价格持续回升	18
三、板块资本运作	23
风险提示	26

图表索引

图 1: 电子烟甲醛浓度含量	7
图 2: 电子烟尼古丁含量超标或标注不规范	7
图 3: 悦刻商城小程序已被暂停服务	7
图 4: 国家标准计划《电子烟》项目进度情况	8
图 5: foogo 全新智慧型电子烟 J&K (IECIE 展会)	9
图 6: 中纤板价格指数	11
图 7: 刨花板价格指数	11
图 8: 细木工板价格指数	11
图 9: 指接板价格指数	11
图 10: 五金材料价格指数	12
图 11: 五金零部件价格指数	12
图 12: 4 大一线城市新房周成交	12
图 13: 13 个二线城市新房周成交	12
图 14: 23 个三线城市新房周成交	12
图 15: 2 大一线城市二手房周成交	12
图 16: 11 个二三线城市二手房周成交	13
图 17: 13 城市二手房周成交	13
图 18: 家具行业零售额及同比	13
图 19: 家具行业出口额及同比	13
图 20: 商品房销售面积及同比	13
图 21: 商品房销售额及增速	13
图 22: 购置土地面积及同比	14
图 23: 商品房新开工面积及同比	14
图 24: 商品房施工面积及同比	14
图 25: 商品房竣工面积及同比	14
图 26: 国外家具公司 PE (TTM) (单位: 倍)	14
图 27: 国内家具公司 PE (TTM) (单位: 倍)	14
图 28: 国外家具公司 PS (TTM) (单位: 倍)	15
图 29: 国内家具公司 PS (TTM) (单位: 倍)	15
图 30: 国废价格企稳回升	15
图 31: 木浆国内现货市场价格小幅下行	16
图 32: 木浆港口库存量高位回落	16
图 33: 溶解浆价格回落至 2017 年以来低位	16
图 34: 白卡纸价格回升, 箱板瓦楞纸市场价格低位企稳 (元/吨)	17
图 35: 4 月末包装纸库存量均有所回落	17
图 36: 双胶纸和铜版纸价格维持小幅上涨 (元/吨)	18
图 37: 生活用纸市场价格小幅下行	18
图 38: 社会零售总额: 当月值	19
图 39: 社会零售总额: 累计值	19

图 40: 白酒产量	19
图 41: 啤酒产量	19
图 42: 软饮料产量	19
图 43: 食品饮料总产量 (白酒+啤酒+软饮料)	19
图 44: 烟草产量	20
图 45: 烟草销量结构占比	20
图 46: 卷烟工商库存	20
图 47: 卷烟商业库存	20
图 48: 消费电子—智能手机	20
图 49: 消费电子—平板电脑	20
图 50: 消费电子—PC	21
图 51: 消费电子总出货量—3C	21
图 52: 家电—空调产量	21
图 53: 家电—家用冰箱产量	21
图 54: 包装原材料价格—纸类 (元/吨)	21
图 55: 包装原材料价格—塑料 (元/吨)	21
图 56: 包装原材料价格—金属 (元/吨)	22
图 57: 包装原材料价格—玻璃 (元/吨)	22
图 58: 文具办公用品零售额累计值	22
图 59: 文具办公用品零售额单月值	22
表 1: 公司股份回购	23
表 2: 公司股权质押	23
表 3: 公司股权解除质押	24
表 4: 公司对外投资	24
表 5: 公司公告增、减持进度	25

一、跌宕起伏中，电子烟道路渐明晰：加热不燃烧更具可行性

春节以来电子烟领域发生多起重要事件：315点名蒸汽式电子烟的健康危害（后续多处电子烟销售渠道受到影响），海外IQOS通过FDA PMTA审批获得在美销售权。

从目前的事件中可以推断以下几点：1）蒸汽式电子烟处于舆论风口，无论是财政税收问题、法律监管问题、产品质量问题，都尚未得到明确，前景尚不明朗；2）无论是财政税收角度（保障国家财政收入）、质量监管角度（已纳入监管体系），还是消费者需求角度（替烟需求多于玩烟），电子烟HNB方向更加具备可行性。

在电子烟领域，我们建议关注两大方向：1）IQOS通过FDA的PMTA审批将打开美国消费市场，IQOS相关产业链供应商有望受益，建议关注国内IQOS塑胶件供应商盈趣科技。2）HNB在国内发展更具可行性，IQOS通过审批具备良好的国际示范效应，预期国内HNB政策、产业都将得到加速推动，看好与中烟公司深度合作电子烟的劲嘉股份。

1.1 风起云涌，年初以来的电子烟行业变局

春节以来，电子烟行业发生多起标志性事件，直接推动整个行业发展轨迹转变。我们按照加热不燃烧、蒸汽式电子烟两条细分赛道做了总结归纳：

（1）加热不燃烧

根据4月30日FDA官网消息，FDA批准IQOS在美销售。此前PMI（菲莫国际）先后提交了PMTA（Pre-market Tobacco Product Application）、MRTP（Modified Risk Tobacco Product）两项申请，PMTA为烟草产品销售许可证，一旦获批，PMI在美国市场将获准以烟草产品标签销售IQOS。MRTP则为允许在美使用“减害烟草制品”标签许可，一旦通过，将大幅提升产品市场影响力，且显著减免公司税收负重。本次FDA批准PMTA销售许可，而MRTP申请仍在持续研究中。通过PMTA意味着，FDA在权衡收益和风险后认可IQOS在保护公共健康方面起到合理作用。

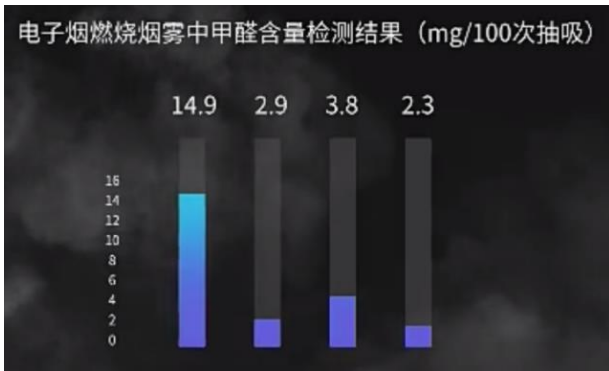
本次FDA批准基本符合该机构的保守作风，对于减害产品的认证要维持谨慎态度，但是IQOS美国市场销售的放开，对菲莫国际整体业绩而言已经构成重要利好。菲莫国际2018年减害产品实现收入40.96亿美元（YoY+12.5%），IQOS HTU出货量414亿支（YoY+14.2%），与2017年高速增长相比明显减缓，其主要原因是公司主要市场东亚市场表现平淡所致，本次PMTA审批意味着IQOS将打开颇具潜力的美国市场。

（2）蒸汽式电子烟

3月15日，财经频道315晚会预警电子烟对健康危害，4分钟时段的视频批评集中如下：（1）电子烟由于吸食方式炫酷，提示为非烟草制品，诱导非吸烟青少年转为吸烟者；（2）电子烟标榜健康，部分厂家电子烟尼古丁含量超标或故意标注不规范，健康危害较大；（3）测试电子烟的烟雾中甲醛浓度含量是室内最高甲醛浓度标

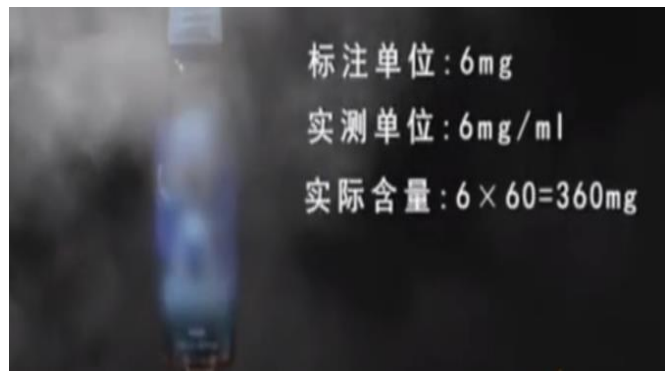
准的数十倍乃至几百倍，加热气化的丙二醇和甘油所长期积累的物质对人体也非常有害。

图 1: 电子烟甲醛浓度含量



数据来源: CCTV2、广发证券发展研究中心

图 2: 电子烟尼古丁含量超标或标注不规范

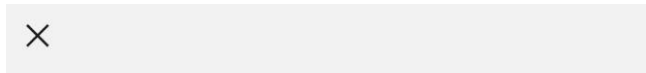


数据来源: CCTV2、广发证券发展研究中心

3月19日，中国电子商会电子烟行业委员会，在微信公众号上首次发布一份关于增强电子烟行业自律规范生产的倡议书。倡议书提议会员企业规范生产、提高电子烟产品质量水平。此前在2017年12月，中国电子商会电子烟行业委员会曾先行发布两项电子烟团体标准《电子烟雾化类器具产品通用规范》、《电子烟雾化液规范》，为企业生产经营提供一定参考。

5月初，电子烟新锐品牌RELX微信商城小程序存在有诱导性的宣传广告，由于内容属于平台未开放的服务范围，已经暂停服务。根据《中华人民共和国广告法》规定，禁止在大众传播媒介或者公共场所、公共交通工具、户外发布烟草广告。禁止向未成年人发送任何形式的烟草广告。《互联网广告管理暂行办法》规定禁止利用互联网发布烟草的广告。

图 3: 悦刻商城小程序已被暂停服务



RELX悦刻商城因违规已暂停服务

很抱歉，小程序RELX悦刻商城由于内容属于平台未开放的服务范围，已暂停服务，查看对应规则。

数据来源: 悦刻官方微信公众号、广发证券发展研究中心

1.2 蒸汽式电子烟倍受资本青睐，但政策管制风险依然存在

近年来，电子烟赛道得到众多创业者追捧，也深受一级市场资本青睐。2019年初，罗永浩在聊天宝发布会中推出新项目FLOW福禄电子烟，随后前同道大叔创始人蔡跃栋也入局电子烟。我们罗列了2017年以来电子烟企业获投的部分案例，其中不乏真格基金、同创伟业、IDG等知名投资企业的身影。

315点名电子烟后，行业热度依然。4月16日，电子烟行业大型展会IECIE在深圳举行。2015年首届展会拥有1.5万平米展示面积、183家参展商，发展到2019年本届展会，展会规模达到4万平米展示面积、1500家品牌商。本场展会的参展商，包括了顺灏股份和东风股份的合资子公司上海绿馨，港股上市公司贵联控股，以及与劲嘉股份深度合作的云南中烟公司。

预计最迟今年10月，我国电子烟国家强制性标准将会出台。2017年10月11日，国家开始制定电子烟国家强制性标准。根据国家标准信息公共服务平台披露，该标准由全国烟草标准化技术委员会归口及执行，并由国家烟草专卖局主管。上海新型烟草纸品研究院、中国烟草总公司郑州烟草研究院等相关单位参与了标准的起草。目前，项目已经通过了网上公示、起草、征求意见、审查等环节，进入批准环节，批准完成后该标准就会发布。该标准在2018年7月6日至9日投票环节中，获得78.18%的通过率。鉴于该项目于2017年10月启动，项目周期为24个月，预计最迟今年10月该标准就将正式出台。

图4：国家标准计划《电子烟》项目进度情况



数据来源：国家标准信息公共服务平台、广发证券发展研究中心

政策不明朗，始终是蒸汽式电子烟行业的重要风险，但烟具不属于烟草专卖品已明确。电子烟无论是成分、吸食方式、健康风险等都与传统烟草具有高度的相似性，相关政策的不确定性很有可能对蒸汽式电子烟市场造成巨大冲击。蒸汽式电子烟势如野草疯长，标准不明、监管滞后等问题导致行业乱象丛生。蒸汽式电子烟的成瘾性、危害性等，始终是无法绕过的问题。目前可以明确的政策如下：1) 雾化电

电子烟烟弹，目前不属于《烟草专卖法》“烟草制品”的定义范畴；2) 归口于全国烟草标准化技术委员会的国标计划《20171624-Q-456电子烟》，在中国标准分类号中属于X87代码范畴，归为制烟类产品接受监管；3) 根据我国加入WTO的《中华人民共和国加入议定书》、《世界卫生组织烟草控制框架公约》。电子烟应当作为烟草制品进行监管；4) 电子烟的烟具均不属于烟草专卖品。

劲嘉股份推出蒸汽式电子烟具布局市场，同时提供中烟公司研发、监管的烟油，相对更具备稳健性。4月14日在第五届IECIE电子烟展会上，劲嘉股份与米物科技合资品牌foogo正式亮相。该产品作为一款蒸汽式电子烟烟具，主打“智慧烟具”，能够通过独创的智能感应芯片感应到烟油成分从而输出不同功率，保障各类烟油达到最佳口感。

图5: foogo全新智慧型电子烟J&K (IECIE展会)



数据来源: googo 官方公众号、广发证券发展研究中心

1.3 加热不燃烧赛道更具可行性，继续看好 IQOS 产业链机会、以及国内 HNB 发展机遇

无论是财政税收角度（政策），还是消费者需求角度（市场），HNB方向在我国都更具备可行性。1) 财政税收角度：烟草税收是我国国家财政的重要一环，HNB烟弹目前已经明确属于烟草监管范畴，其意味着烟弹参与主体为中烟公司且沿用原法律可征收烟草税费。如果推动HNB在国内发展，既符合国际控烟条约的要求，有益于消费者健康，也保障了国内的税收问题；2) 与美国市场相比，我国街头文化、Vape文化的缺乏意味着蒸汽电子烟“玩”的需求在国内尚不显著，国内更多的是传统烟民的“替”烟需求，HNB的体验明显更加接近于传统可燃烟。

PMTA审批打开IQOS美国新市场，全球产业链有望受益。我们对IQOS在美国市场的前景预期来源于几方面：菲莫国际烟草品牌在美国本土具备良好的口碑（尤其以万宝路为代表）；IQOS产品实力在日本、欧洲市场已获验证；母公司奥驰亚集团在美国拥有强大的渠道能力。品牌、产品、渠道三大要素齐聚，预计IQOS将抢占美国加热不燃烧市场先机，成为重要领导者。国内以盈趣科技为代表的IQOS产业链企业，有望受益IQOS产品放量。

FDA具有国际示范效应，国内政策推进、产品推进有望加速。FDA 是美国专门从事食品与药品管理的最高执法机关，其认证是各大厂商产品品质的保证，我们预期FDA的审批具有较强的国际示范效应，将有效推动国内加热不燃烧政策、产业的发展。1) 目前我国加热不燃烧产品归属于《烟草专卖法》监管范畴，但是国内中烟公司尚未在国内批准销售HNB产品，因此目前国内的HNB市场基本是空白。2018年7月，《国家烟草专卖局关于印发2018年全面深化改革工作要点的通知》提出进一步研究制订市场监管、鉴别检验等方面的相关政策规定。2) 国内中烟公司纷纷推出产品试销海外，云南中烟推出MC、Webacco系列产品，广东中烟推出MU+、ING系列产品，目前已具备产品技术基础。

在电子烟领域，我们建议关注两大方向：1) 受益于 IQOS 打开新市场、销售放量的零部件供应商，如盈趣科技；2) 绑定中烟公司顺应国情发展，分享成长红利的相关企业，如劲嘉股份。

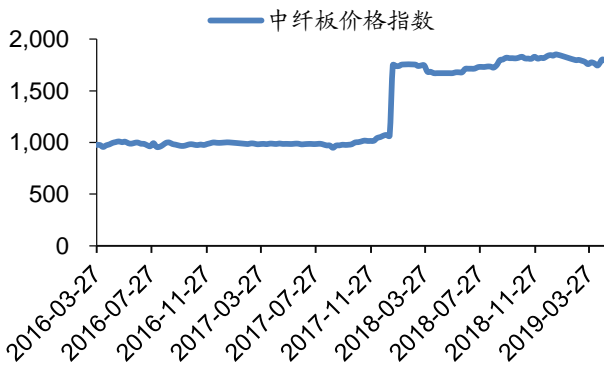
二、行业数据跟踪

2.1 家居板块：板材价格统涨，周度商品房销售放缓

本周家居数据主要变化：上游原材料中，大部分板材周度呈现下降趋势，中纤板、细木工板、指接板分别环比下滑 1.3%、6.2%、1.8%；只有刨花板有小幅上升，环比增长 0.1%。五金材料和五金零部件价格统降，五金材料环比下降-0.28%，五金零部件环比下降-0.10%；周度新房成交整体下降 6.2%，各线均环比下降，其中一线城市环比下降 13.0%，二线城市环比下降 4.6%，三线城市环比下降 5.2%；13城二手房成交量环比上升 4.9%，其中一线城市环比下滑 10.6%，二三线城市环比上升 12.4%。

2.1.1 上游原材料价格跟踪

图6：中纤板价格指数



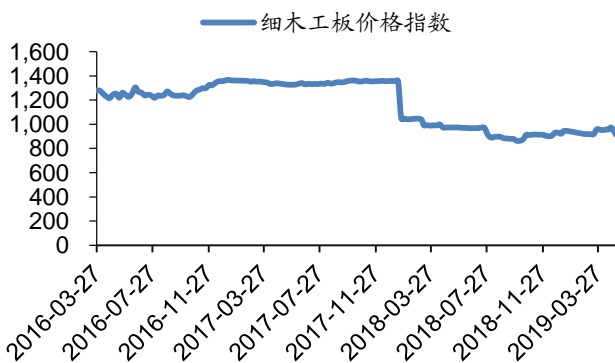
数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

图7：刨花板价格指数



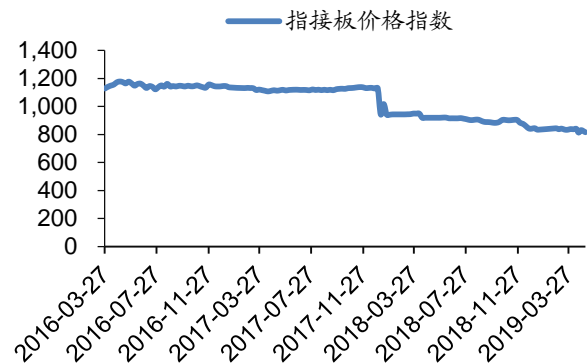
数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

图8：细木工板价格指数



数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

图9：指接板价格指数



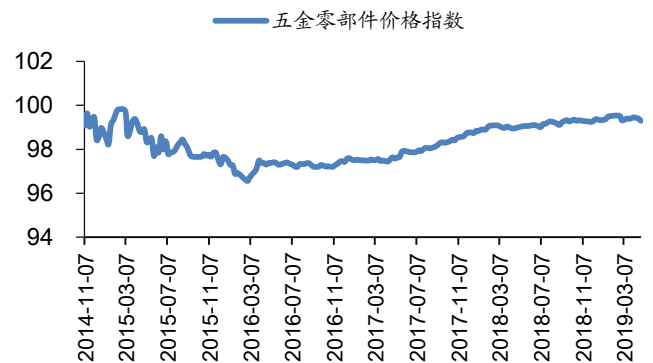
数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

图10: 五金材料价格指数



数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

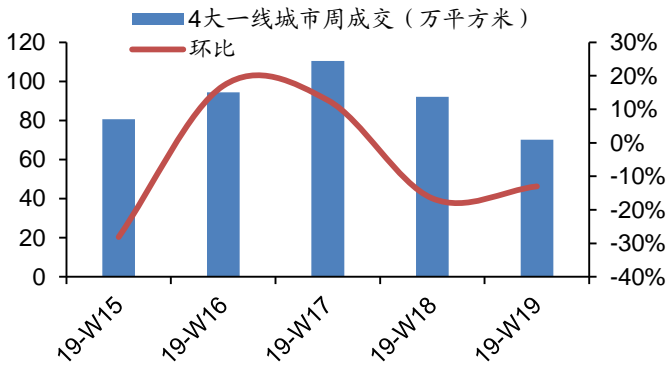
图11: 五金零部件价格指数



数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

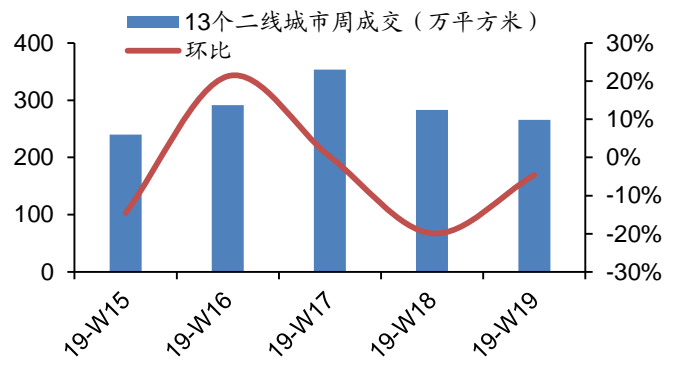
2.1.2 下游需求跟踪:周度新房、二手房

图12: 4大一线城市新房周成交



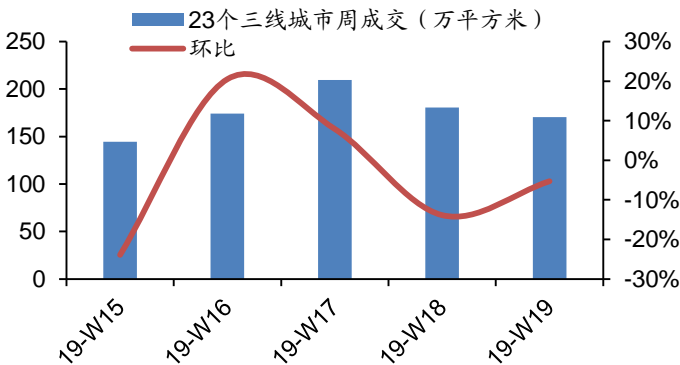
数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

图13: 13个二线城市新房周成交



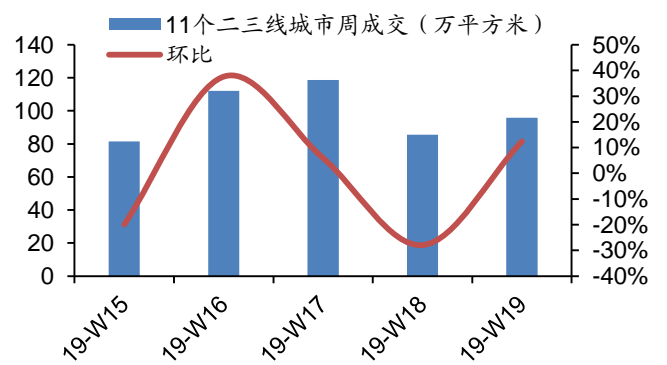
数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

图14: 23个三线城市新房周成交



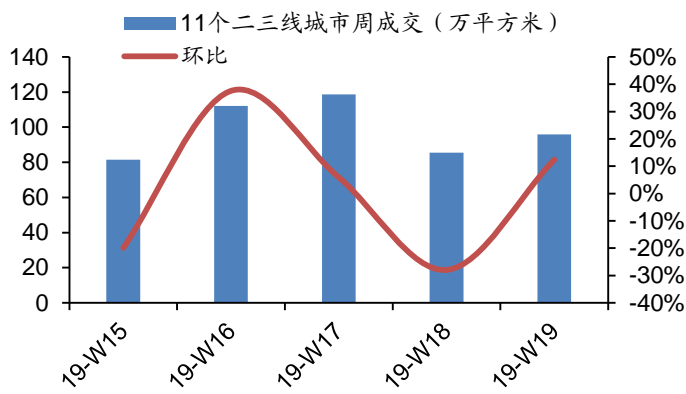
数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

图15: 2大一线城市二手房周成交



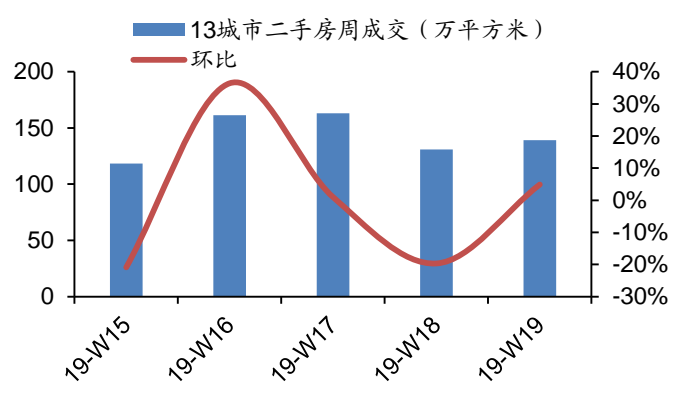
数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

图16: 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

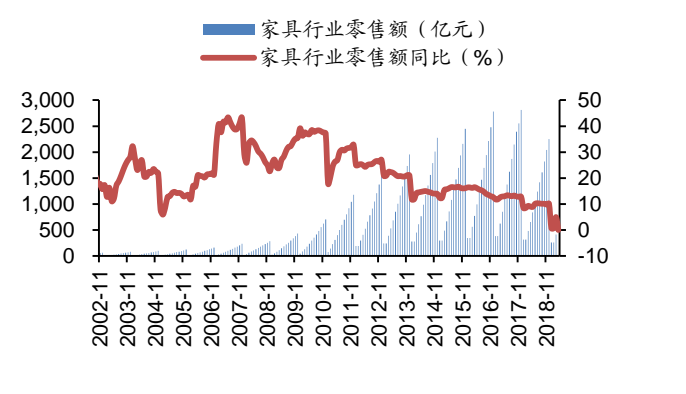
图17: 13城市二手房周成交



数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

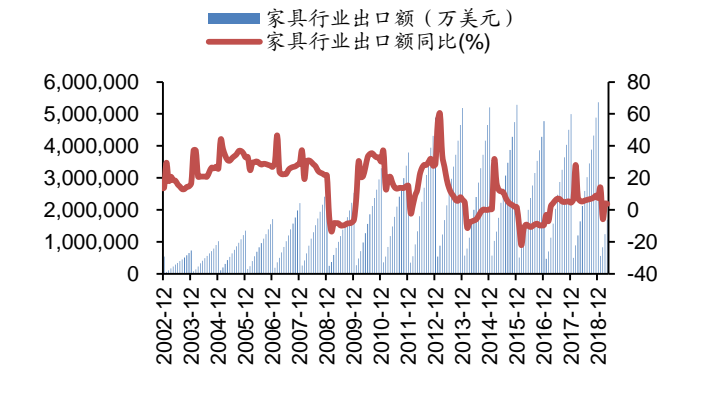
2.1.3家具月度数据

图18: 家具行业零售额及同比



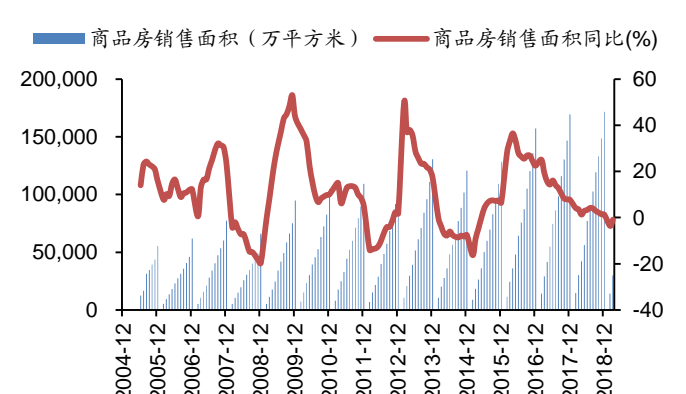
数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

图19: 家具行业出口额及同比



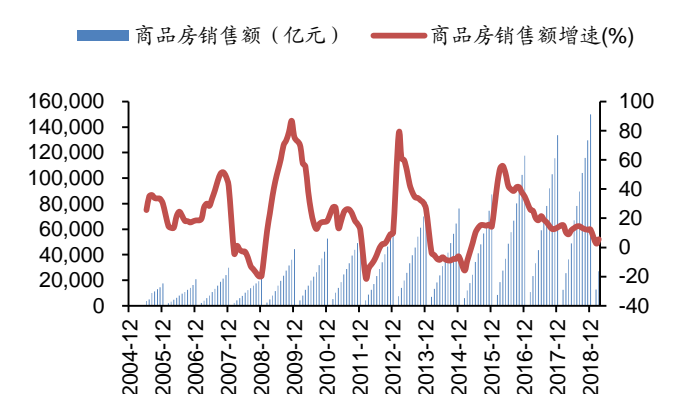
数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

图20: 商品房销售面积及同比



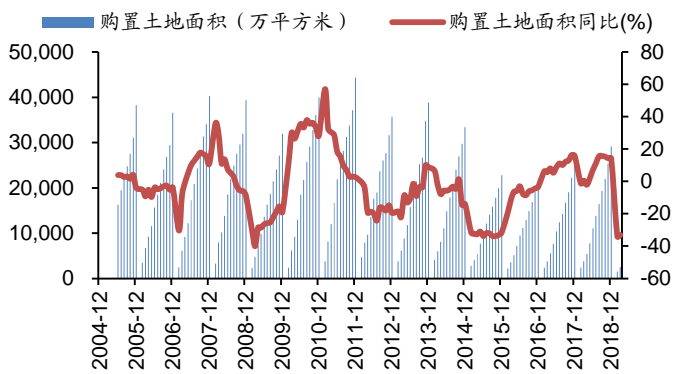
数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

图21: 商品房销售额及增速



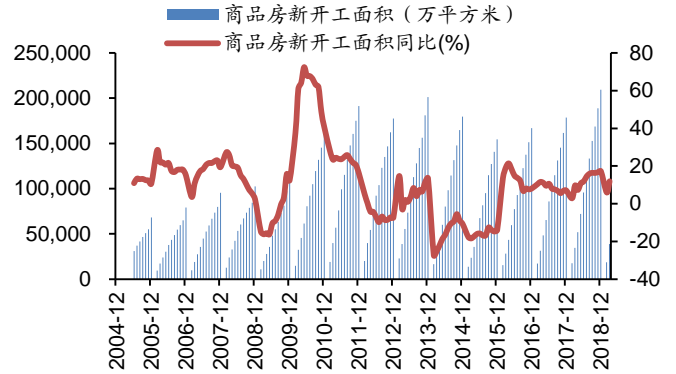
数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

图22: 购置土地面积及同比



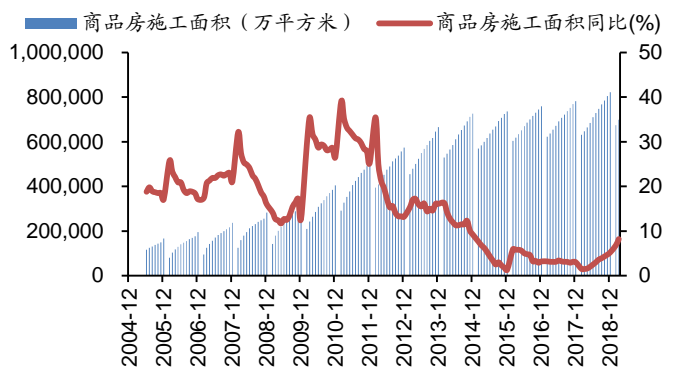
数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

图23: 商品房新开工面积及同比



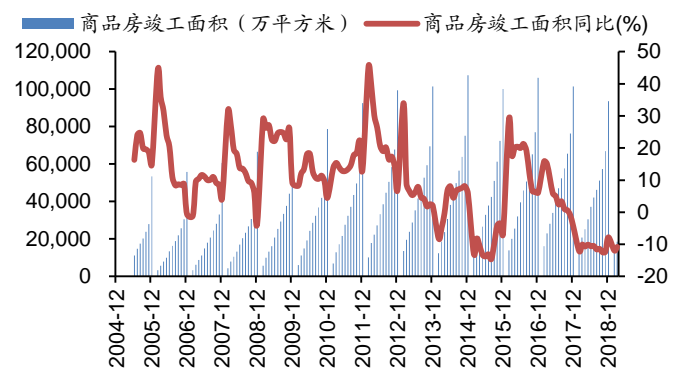
数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

图24: 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

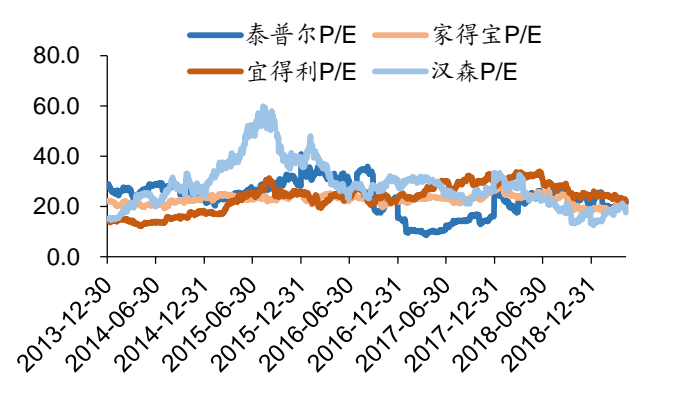
图25: 商品房竣工面积及同比



数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

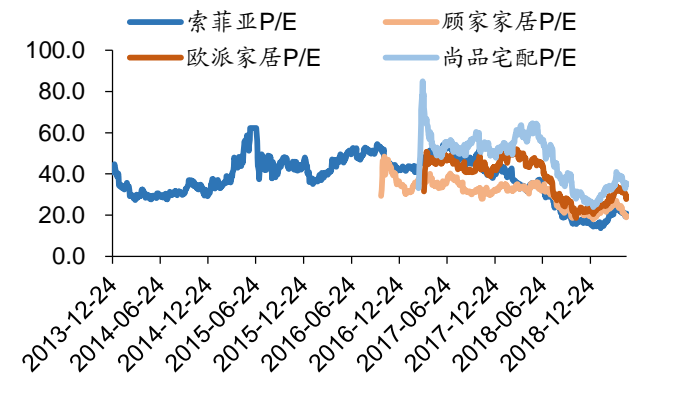
2.1.4海内外家具公司估值对比

图26: 国外家具公司PE (TTM) (单位: 倍)



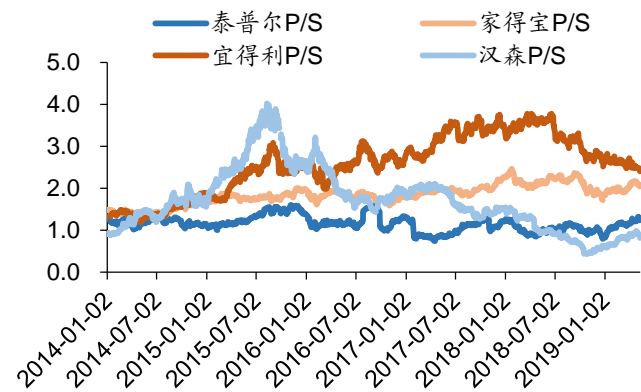
数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

图27: 国内家具公司PE (TTM) (单位: 倍)



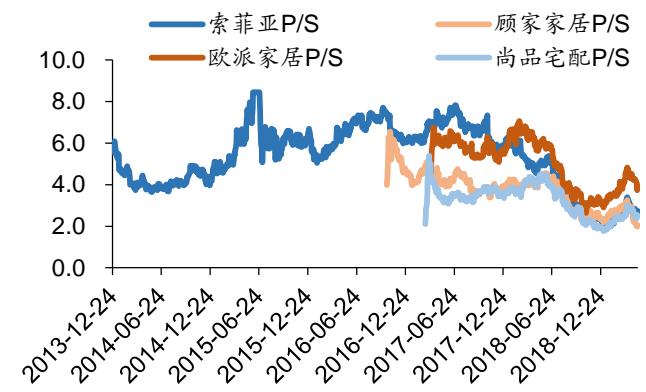
数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

图28: 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29: 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: 文化纸涨价函落地执行, 箱板瓦楞纸价格相对平稳

总体情况: 本周(5月4日至10日)文化印刷纸国内规模纸厂涨价函落地执行, 订单基本正常, 下游行业及经销商观望市场为主, 库存维持低位运行。瓦楞及箱板纸市场相对平稳, 节后规模纸厂个别基地小幅调涨瓦楞纸及部分品种箱板纸价格, 提振中小纸企涨价积极性, 但受下游需求影响涨价函落地情况不佳。2019年第七批总核定废纸进口量为24.953万吨, 河北华泰本年度首次获得废纸进口许可证, 截至目前, 2019年度废纸进口许可证获批总额度约为823.31万吨, 获批企业总数为76家。生活用纸价格持续低迷, 终端需求不佳, 淡季氛围加重。

原材料方面, 废纸价格企稳回升, 龙头纸企采购价格较为坚挺, 成品纸价格相对稳定, 国废书本纸市场行情稳定。纸浆方面, 外盘木浆最新价格报盘较为混乱, 港口高库存去化速度较慢, 国内木浆市场价格承压。

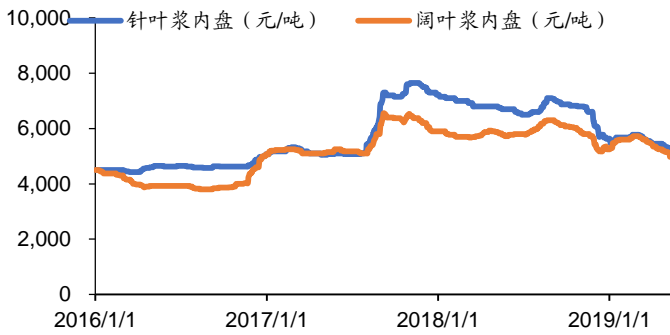
2.2.1 上游价格跟踪

图30: 国废价格企稳回升



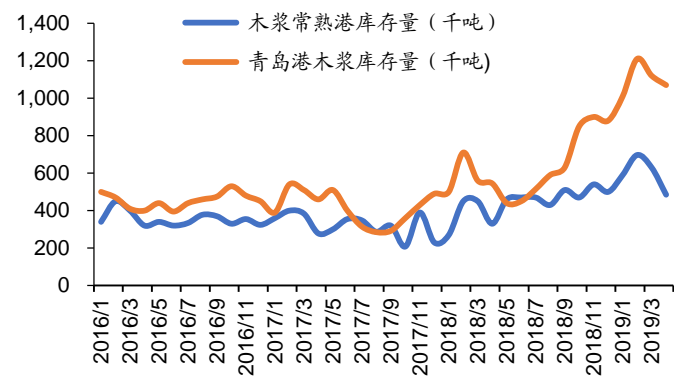
资料来源: 卓创资讯、广发证券发展研究中心

图31: 木浆国内现货市场价格小幅下行



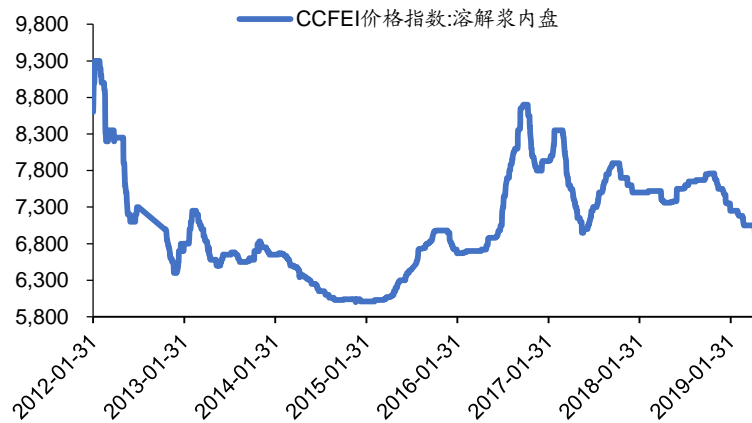
数据来源: 卓创资讯、广发证券发展研究中心

图32: 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

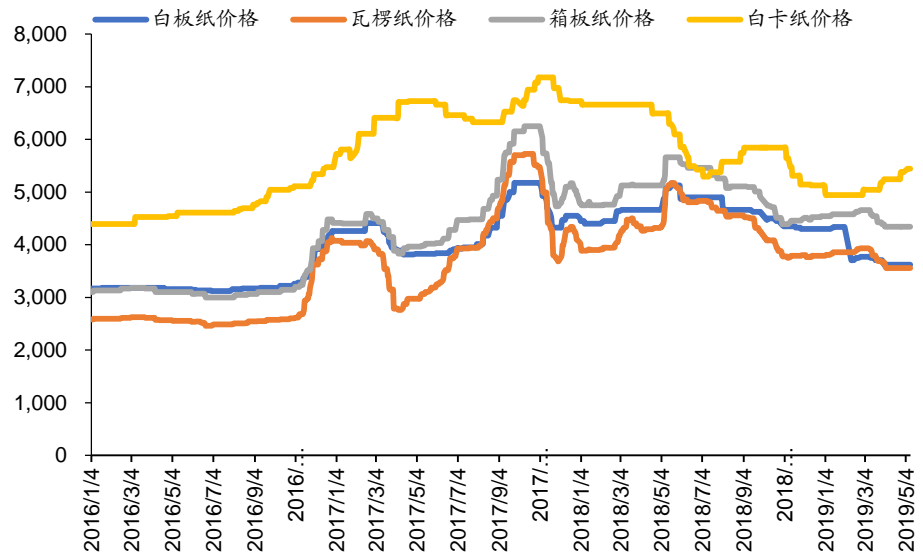
图33: 溶解浆价格回落至2017年以来低位



资料来源: wind 资讯、广发证券发展研究中心

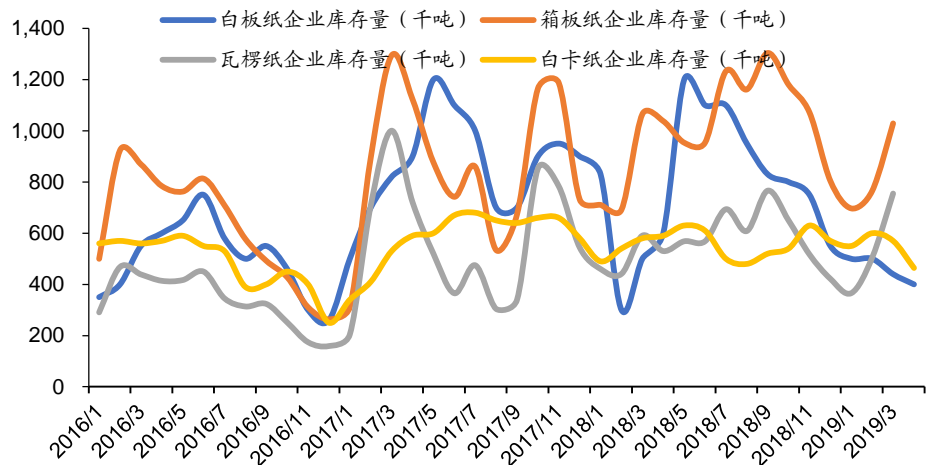
2.2.2 主要纸品价格跟踪

图34: 白卡纸价格回升, 箱板瓦楞纸市场价格低位企稳 (元/吨)



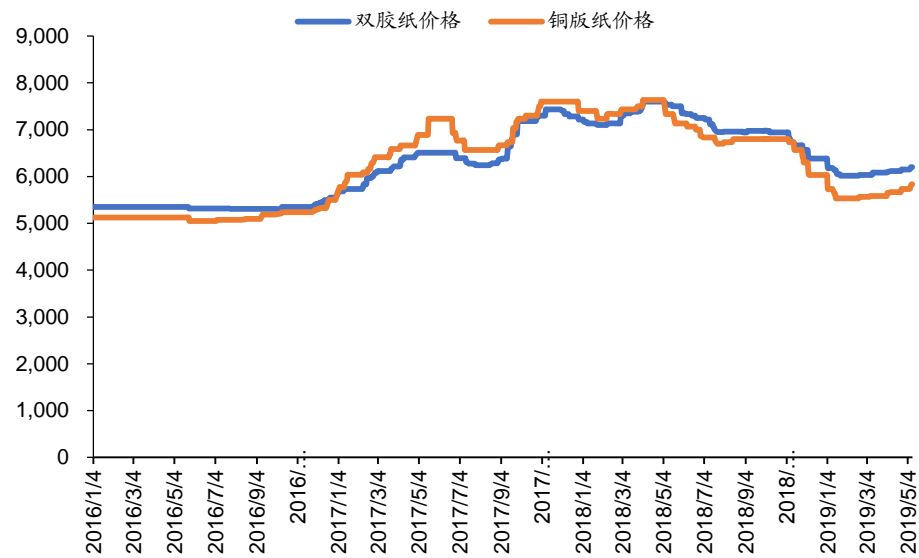
资料来源: 卓创资讯、广发证券发展研究中心

图35: 4月末包装纸库存量均有所回落



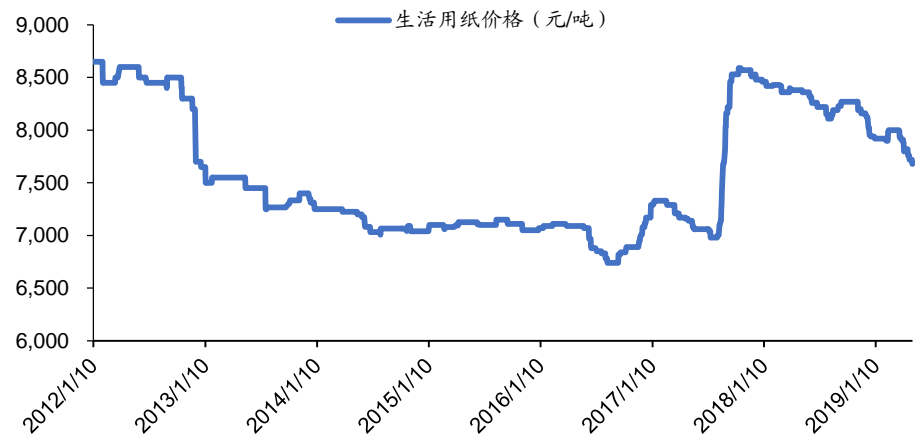
数据来源: 卓创资讯、广发证券发展研究中心

图36: 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

图37: 生活用纸市场价格小幅下行



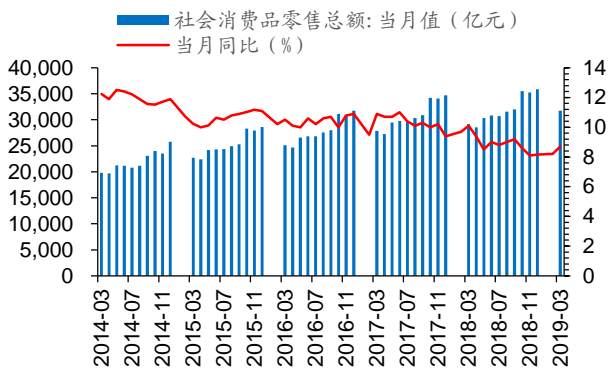
资料来源: 卓创资讯、广发证券发展研究中心

2.3 包装文娱板块: 部分纸包原材料价格持续回升

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, 3C 出货量同比下跌趋势未改, 原材料价格相对稳定。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%; 2019Q1 PC 产量为 58.48 百万部, 同比下滑 3%。根据中塑资讯 5 月 10 日数据, 大部分塑料原材料价格保持稳定, 高密度聚乙烯 HDPE 周环比下降 1.06%。

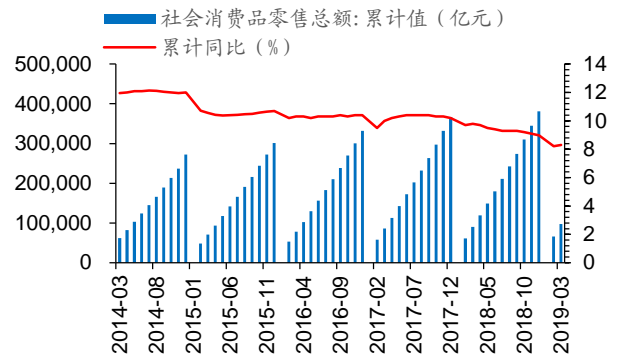
2.3.1 下游需求跟踪

图38: 社会零售总额: 当月值



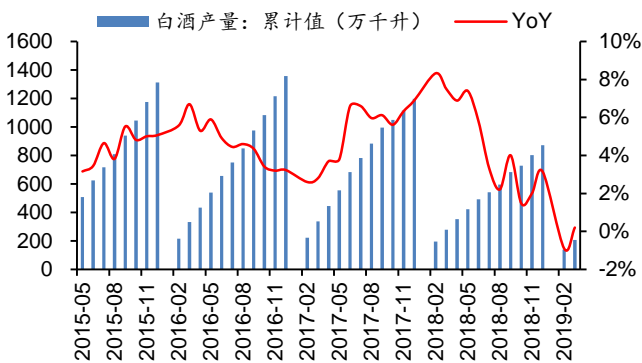
数据来源: Wind、国家统计局、广发证券发展研究中心

图39: 社会零售总额: 累计值



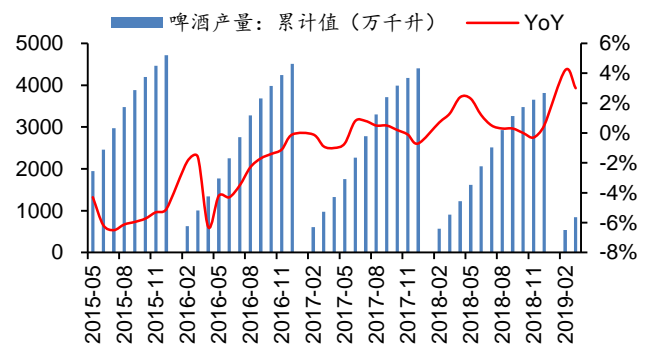
数据来源: Wind、国家统计局、广发证券发展研究中心

图40: 白酒产量



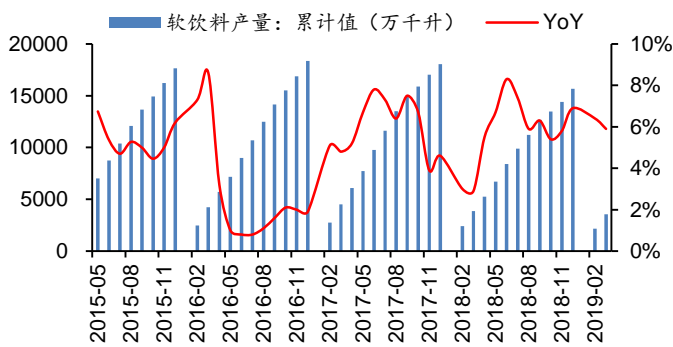
数据来源: Wind、国家统计局、广发证券发展研究中心

图41: 啤酒产量



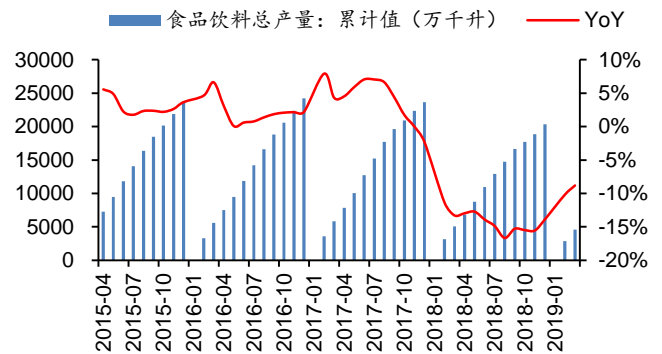
数据来源: Wind、国家统计局、广发证券发展研究中心

图42: 软饮料产量



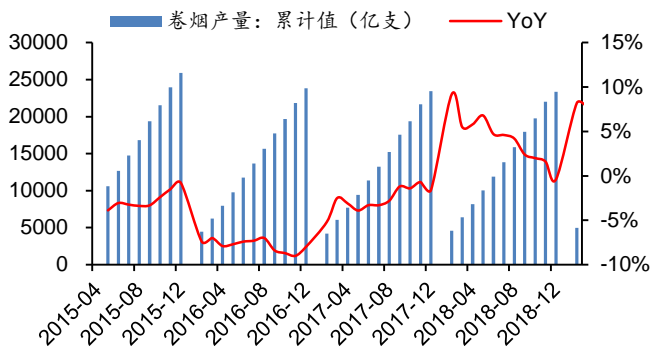
数据来源: Wind、国家统计局、广发证券发展研究中心

图43: 食品饮料总产量（白酒+啤酒+软饮料）



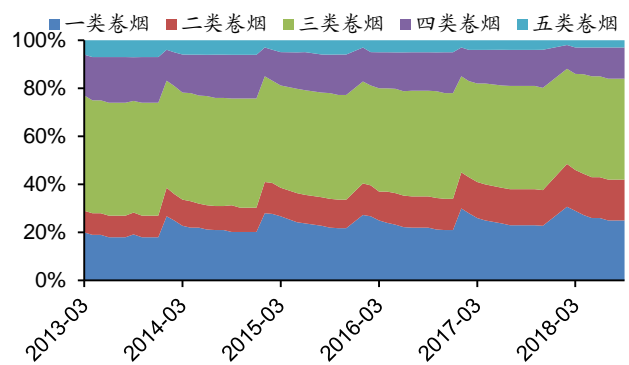
数据来源: Wind、国家统计局、广发证券发展研究中心

图44: 烟草产量



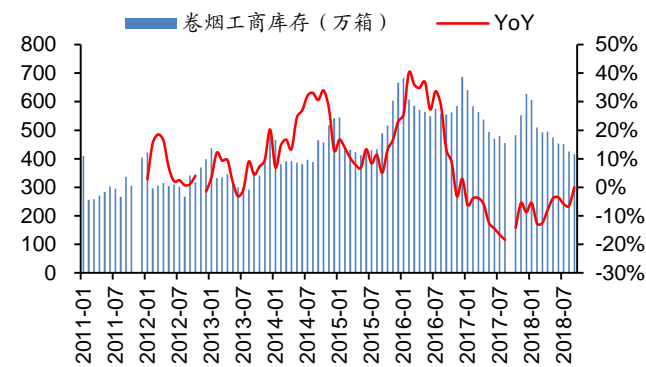
数据来源: Wind、烟草在线、广发证券发展研究中心

图45: 烟草销量结构占比



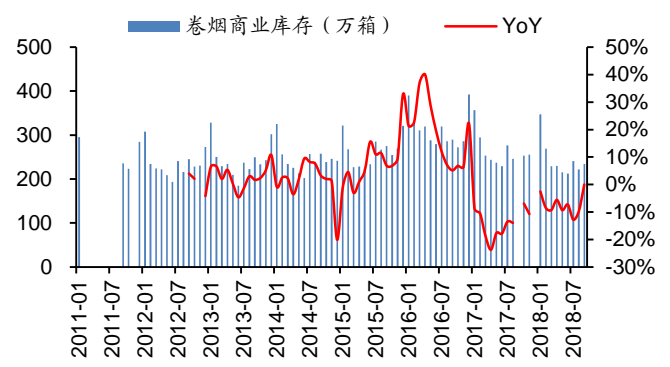
数据来源: Wind、烟草在线、广发证券发展研究中心

图46: 卷烟工商库存



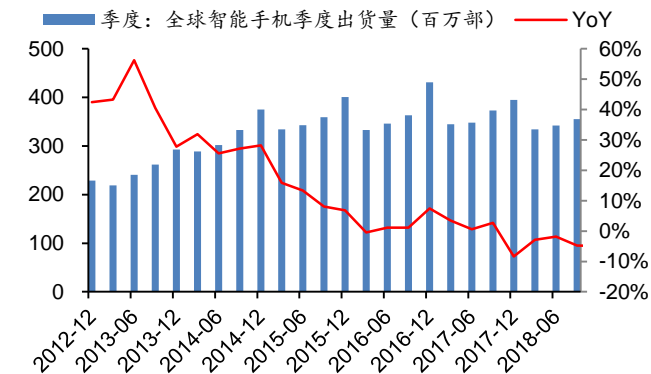
数据来源: Wind、烟草在线、广发证券发展研究中心

图47: 卷烟商业库存



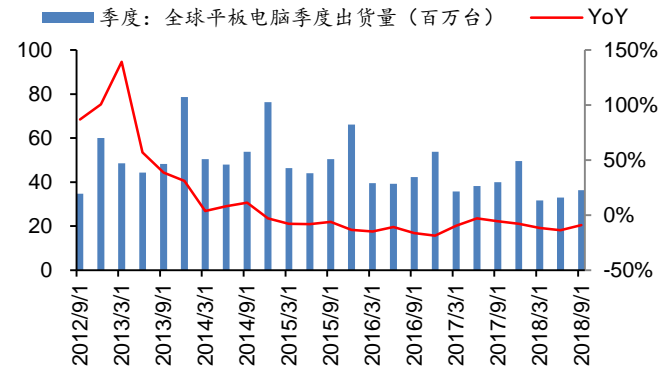
数据来源: Wind、烟草在线、广发证券发展研究中心

图48: 消费电子—智能手机



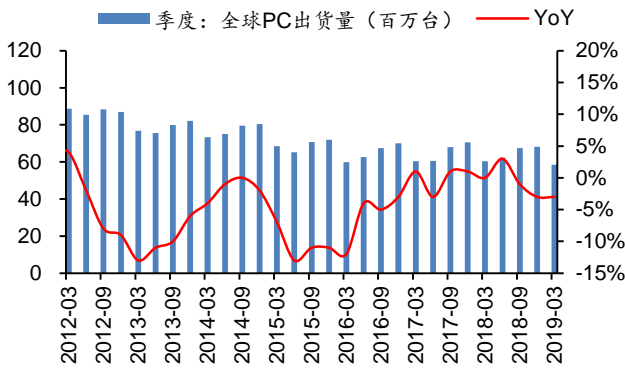
数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

图49: 消费电子—平板电脑



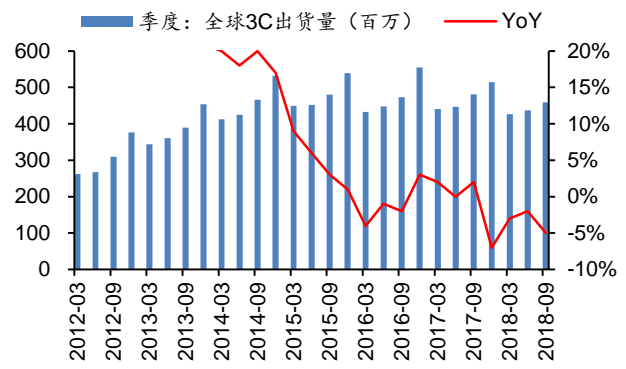
数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

图50: 消费电子—PC



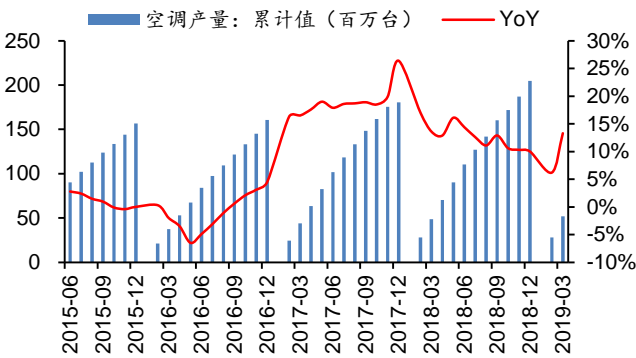
数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

图51: 消费电子总出货量—3C



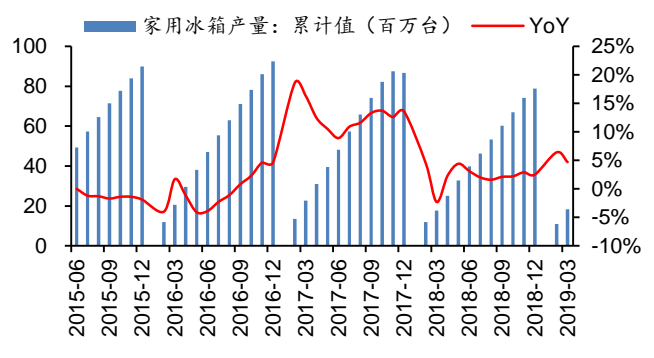
数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

图52: 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

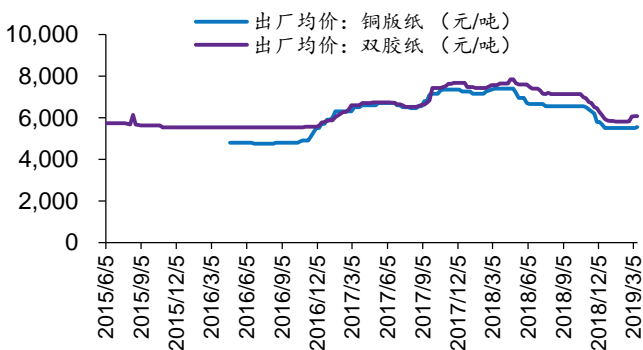
图53: 家电—家用冰箱产量



数据来源: Wind、国家统计局、广发证券发展研究中心

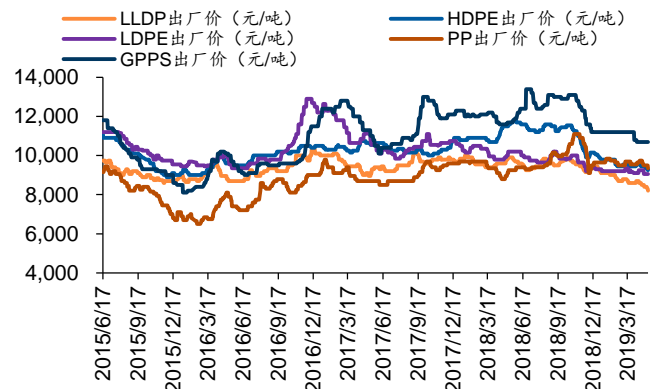
2.3.2 上游原材料价格跟踪

图54: 包装原材料价格——纸类（元/吨）



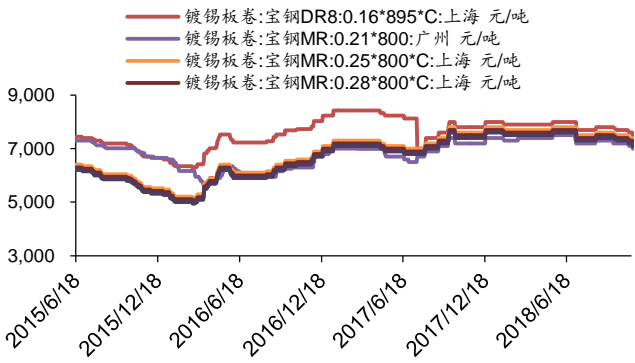
数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

图55: 包装原材料价格——塑料（元/吨）



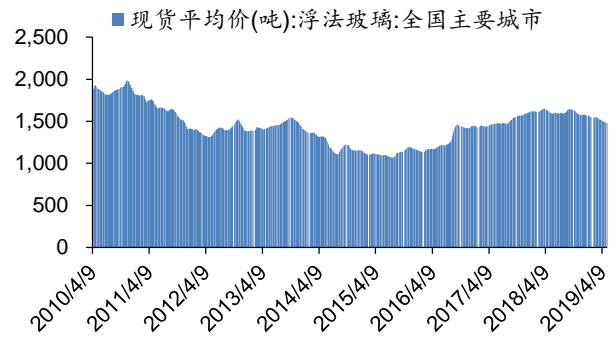
数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

图56: 包装原材料价格——金属 (元/吨)



数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

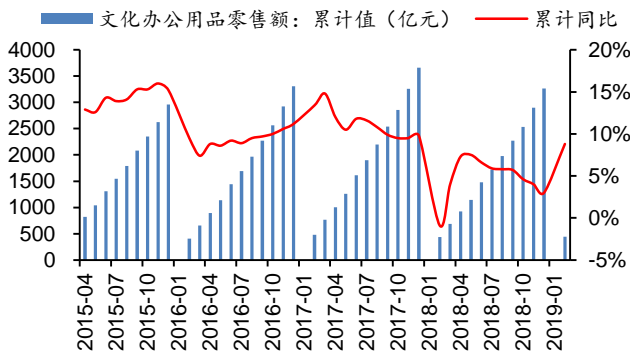
图57: 包装原材料价格——玻璃 (元/吨)



数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

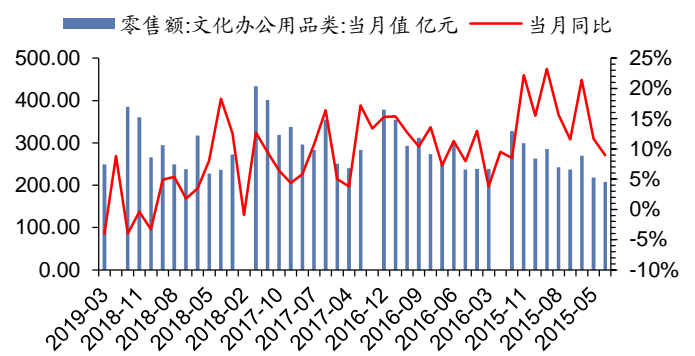
2.3.3 文娱板块

图58: 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59: 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 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
603226.SH	菲林格尔	2019/4/30	董事会预案	5.68	0.038%	0.00	0.00%	股权激励注销
603818.SH	曲美家居	2019/4/30	董事会预案	258.9	5.27%	0.00	0.00%	股权激励注销
002599.SZ	盛通股份	2019/5/6	实施	—	—	828.46	—	—
002229.SZ	鸿博股份	2019/5/6	实施	—	—	140.8	—	—
002798.SZ	帝欧家居	2019/5/6	董事会预案	333.33	0.86%	0.00	0.00%	市值管理
002605.SZ	姚记扑克	2019/5/6	实施	—	—	0.00	0.00%	—
002301.SZ	齐心集团	2019/5/6	实施	—	—	1180.24	—	—
002014.SZ	永新股份	2019/5/7	实施	—	—	541.61	—	—
600337.SH	美克家居	2019/5/7	实施	—	—	9358.51	—	—
603801.SH	志邦家居	2019/5/7	实施	—	—	166.66	—	—
002084.SZ	海鸥住工	2019/5/10	实施	—	—	2033.11	—	—
002572.SZ	索菲亚	2019/5/7	实施	—	—	1088.2	—	—
603898.SH	好莱客	2019/5/8	完成	471.85	1.50%	471.85	100%	股权激励注销
600567.SH	山鹰纸业	2019/5/10	实施	—	—	1452.19	—	—

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
爱迪尔	2019/4/29	狄爱玲	是	16.80	2019/5/23	首创证券	55.32%	质押展期
劲嘉股份	2019/4/30	劲嘉创投	是	17.00	至办理解除质 押登记之日止	长江证券资管	3.67%	—
劲嘉股份	2019/5/9	劲嘉创投	是	14.00	至办理解除质 押登记之日止	长江证券资管	3.02%	—
瑞贝卡	2019/5/1	河南瑞贝卡	是	180.00	2020/12/28	陆家嘴国际信托	47.18%	—
萃华珠宝	2019/5/6	深圳翠艺	控股股东	11.70	至办理解除质 押登记之日止	中信建投	25.43%	—
萃华珠宝	2019/5/6	深圳翠艺	控股股东	15.10	至办理解除质 押登记之日止	广发证券	32.83%	—
高乐股份	2019/5/7	新鸿辉实业	是	13.00	至办理解除质 押登记之日止	海通证券	9.03%	补充质押
安妮股份	2019/5/7	杨超	持股5%以上股 东、董事	12.00	2020/4/29	华创证券	35.92%	—
安妮股份	2019/5/7	杨超	持股5%以上股 东、董事	5.50	2020/5/6	华创证券	16.46%	—

姚记扑克	2019/5/11	姚晓丽	是	19.33	2020/5/8	海通证券	27.61%	--
姚记扑克	2019/5/11	姚晓丽	是	25.75	2020/5/14	海通证券	36.79%	--

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
劲嘉股份	2019/5/7	劲嘉创投	是	19	2019/4/30	英大证券	4.10%
顺灏股份	2019/5/7	王丹	是	16	2019/4/30	国金证券	15.77%
安妮股份	2019/5/7	杨超	持股 5% 以上股东、董事	5.9	2019/4/30	华创证券	17.67%

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
瑞尔特子公司	2019/4/30	Lee Chee Wan	暂未拟定	卫浴配件、智能卫浴产品、智能家居产品等	35 百万卢比	33.43 百万卢比	96%	--
裕同科技	2019/4/30	--	购买原租赁厂房及土地使用权	--	60.35	60.35	100%	自有资金
美盈森	2019/4/30	顾惠波等	甲骨文超级码	安全查询识别技术、计算机软硬件、网络信息技术的技术开发	--	30.4	10%	自筹资金
翔港科技	2019/4/30	--	翔港科技美国	产品销售、投资管理、咨询服务	1 百万美元	1 百万美元	100%	自有资金

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
顺灏股份	2019/4/30	尚未完成	减持	顺灏投资	控股股东	2019/3/21-2019/3/22	258	0.36%
	2019/5/6	尚未完成	减持	王丹	一致行动人	2019/4/49-2019/4/30	699.51	0.99%
菲林格尔	2019/4/30	预披露	减持	刘敦银	董事、监事、高级管理人员	—	0.00	0.00%
	2019/4/30	预披露	减持	李聪	董事、监事、高级管理人员	—	0.00	0.00%
	2019/4/30	预披露	减持	陶媛	董事、监事、高级管理人员	—	0.00	0.00%
	2019/4/30	预披露	减持	孙振伟	董事、监事、高级管理人员	—	0.00	0.00%
晨光文具	2019/5/1	尚未完成	减持	科迎投资	5%以下股东	2019/4/28-2019/4/29	460.00	0.50%
	2019/5/1	尚未完成	减持	杰葵投资	5%以下股东	2019/4/28-2019/4/29	460.00	0.50%
皮阿诺	2019/5/6	完成	减持	广发信德	特定股东	—	0.00	0.00%
	2019/5/6	完成	减持	珠海康远	一致行动人	—	0.00	0.00%
双星新材	2019/5/6	预披露	减持	吴培服	实际控制人	—	0.00	0.00%
帝欧家居	2019/5/6	预披露	减持	刘进	控股股东、董事	—	0.00	0.00%
	2019/5/6	预披露	减持	陈伟	一致行动人	—	0.00	0.00%
	2019/5/6	预披露	减持	吴志雄	一致行动人	—	0.00	0.00%
	2019/5/6	预披露	减持	吴朝容	董事、董秘、副总裁、财务总监	—	0.00	0.00%
	2019/5/6	预披露	减持	王超	董事、高管	—	0.00	0.00%
	2019/5/6	预披露	减持	谢志军	董事	—	0.00	0.00%
	2019/5/6	预披露	减持	吴飞	高管	—	0.00	0.00%
永吉股份	2019/5/7	—	增持	邓代兴	实际控制人、董事长	2019/1/21-2019/5/7	452.11	1.08%
齐峰新材	2019/5/8	—	增持	李润泽	控股股东一致行动人	2019/5/7	59.01	0.94%
创源文化	2019/5/8	—	减持	张亚飞	副总经理	—	0.00	0.00%

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，国废供需失衡。贸易格局变化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个月内与好莱客(603898)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。