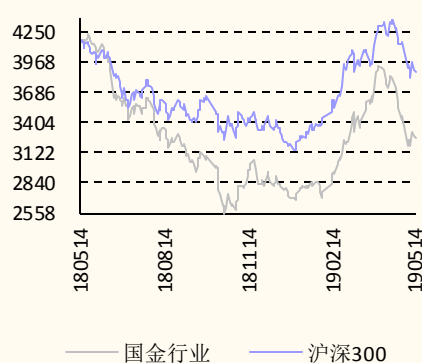


## 市场数据(人民币)

|           |         |
|-----------|---------|
| 市场优化平均市盈率 | 18.90   |
| 国金轻工造纸指数  | 3355.04 |
| 沪深300指数   | 3727.09 |
| 上证指数      | 2938.68 |
| 深证成指      | 9259.03 |
| 中小板综指     | 8996.42 |



## 相关报告

- 1.《轻工制造行业策略周报-家居、家电合作形成新的交互式引流模式》，2019.5.12
- 2.《轻工制造行业策略周报-IQOS 美国上市在即，重点推荐劲嘉股份》，2019.5.5
- 3.《轻工制造行业 2018 年年报总结-4Q18 家用轻工出现亏损，包...》，2019.5.4
- 4.《新型烟草行业点评-国际新型烟草行业迎来“强心剂”，国内政策东...》，2019.5.3
- 5.《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

## 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

## 包装关注稳增与主题，家居 B 端渠道加速兴起

## 投资建议

■ **行业策略：**年初至今轻工制造行业整体表现弱于大盘，分行业看，我们仍然首推包装印刷板块，相关上市公司盈利修复预期仍持续。另一方面，Q1 期内，新型烟草和工业大麻等主题持续火热，以上两大主题后续仍将持续受益国内外政策边际变化。今年 Q1 期内，受益商品房竣工数据的良好表现，定制家居板块迎来估值修复行情。今年内，拥有新产能投放的区域将成为定制龙头公司订单增长的核心区域。另一方面，伴随国家全装修房屋政策的逐步深化，以及长租公寓市场的兴起，橱柜和整装卫浴行业将会持续受益。造纸行业整体大周期已经结束，目前行业景气度有所下降。包装纸近年新增产能较多，难以支持纸价维持高位，但 5 月后纸企发布涨价函，短期有利于盈利提升。中美贸易战升级，中国对美进口纸浆和废纸加征关税，总体上我们认为对价格的直接影响较小。不过受制于人民币贬值，浆纸系企业 Q2-Q3 期内成本压力将出现，因此对原材料供应商进行提前调整个股更为受益。

■ **推荐标的：**吉宏股份、劲嘉股份、欧派家居、海鸥住工、中顺洁柔

## 行业观点

■ **包装印刷：**板块盈利修复将继续，看好新型烟草和工业大麻两大领域。我们整体上仍然维持今年年度策略的观点，下游客户订单向大厂转移，将持续推动上市公司收入增长提速。同时，包装纸和纸包装行业之间的“跷跷板”效应将持续深化，看好盈利能力继续修复。主题方面：1) 新型烟草：FDA 批准 IQOS 在美上市销售，明确新型烟草行业不可逆的发展方向，并将倒逼国内相关政策加速出台，看好形成三元驱动模式的上市烟标企业。2) 工业大麻：国内工业大麻行业存在种植和加工相关政策出现区域性放松可能，且在一段时间内仍将以 CBD 提纯然后出口销售为主。但在国际市场下游应用场景逐步实现的进程中，国内工业大麻行业也将持续受到催化。

■ **家用轻工：**政策深化推进全装修房屋，橱柜和卫浴受益明显。价格战之下定制家居企业盈利方面将承受相对较大压力。而从今年开始，新产能释放区域将成为定制家居企业订单增长的核心区域，欧派家居将主要在四川，索菲亚在湖北和河南的销售存在放量可能，尚品宅配则更多集中于华东区域。今年 2 月，住建部出台《住宅项目规范（征求意见稿）》，要求新建城镇建筑应 100%全装修交付，深化全装修房屋发展趋势。同时，叠加长租公寓市场的兴起，我们看好整体橱柜和卫浴企业工程业务的快速增长。

■ **造纸板块：**包装纸短期有涨价可能不改全年承压预期，贸易战对浆纸系品种影响有限。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。外废配额向大厂集中趋势不变可能推高国废价格，但今年新增产能近 500 万吨，不利于包装纸持续走强。短期纸企停机保价，有助于 Q2 盈利环比改善。中国对美国进口木浆的依赖度不高，且 2018 年在美进口金额仅 700 万美元左右。因此，贸易战对浆价和纸价的直接影响有限。未来几个月内，生活用纸企业的成本将会有所提升，对毛利率形成压制；而文化纸则有可能在原材料涨价的牵动之下，出现一轮提价，尤其是在进入 6-8 月下游开学备货旺季期间内。

## 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

|   |    |
|---|----|
| 轻工行业整体表现一般，个股拥有主题性投资机会 .....                | 5  |
| 截至目前，轻工制造行业跑输沪深 300.....                    | 5  |
| 包装印刷：板块盈利修复将继续，看好新型烟草和工业大麻两大领域 .....        | 7  |
| 板块整体观点未变坚定看好盈利向上改善 .....                    | 7  |
| 新型烟草发展趋势已不可逆，国际市场迎来政策边际变化.....              | 7  |
| 工业大麻主题年内热度仍有持续性.....                        | 11 |
| 家用轻工：政策深化推进全装修房屋，橱柜和卫浴受益明显 .....            | 17 |
| 年初至今，家用轻工板块整体表现一般.....                      | 17 |
| 年内新增产能省份将成为定制家居企业增长的重要区域.....               | 18 |
| 全装修政策持续深化，今年势将成为工装大年，利好橱柜和卫浴 .....          | 21 |
| 造纸板块：包装纸短期有涨价可能不改全年承压预期，贸易战对浆纸系品种影响有限 ..... | 24 |
| 行业整体景气度下行，企业增长出现乏力 .....                    | 24 |
| 总结 .....                                    | 29 |
| 风险提示 .....                                  | 30 |
| 人民币汇率剧烈波动的风险 .....                          | 30 |
| 房地产销售持续大幅下滑的风险 .....                        | 30 |
| 上市公司通过价格竞争后，市占率提升不及预期的风险 .....              | 30 |
| 国内卷烟产销大幅下降的风险.....                          | 30 |
| 侵犯 IQOS 专利保护的风险 .....                       | 30 |
| 国内新型烟草相关政策推进不达预期的风险.....                    | 30 |
| 环保政策松动，被关停产能复产的风险.....                      | 30 |
| 职业经理人、核心技术人员或核心销售人员流失的风险 .....              | 30 |
| 商誉减值的风险.....                                | 30 |

## 图表目录

|                                 |   |
|---------------------------------|---|
| 图表 1：重点推荐公司估值与盈利预测.....         | 5 |
| 图表 2：年初至今轻工行业涨幅位列全行业第 17 名..... | 5 |
| 图表 3：轻工行业各子行业年初至今涨幅（%） .....    | 6 |
| 图表 4：包装印刷板块营收情况.....            | 6 |
| 图表 5：包装印刷板块净利润情况.....           | 6 |
| 图表 6：包装印刷板块毛利率情况（%） .....       | 6 |
| 图表 7：包装印刷板块单季度毛利率情况（%） .....    | 6 |
| 图表 8：年初至今轻工行业涨幅前 10 个股.....     | 7 |
| 图表 9：纸包装板块毛利率情况.....            | 7 |

|  |    |
|--|----|
| 图表 10: 纸包装板块净利率情况.....                 | 7  |
| 图表 11: 全球新型烟草销售额.....                  | 8  |
| 图表 12: HNB 制品全球销售额 .....               | 8  |
| 图表 13: 美国为新型烟草的主力消费市场.....             | 8  |
| 图表 14: JuuL 占据美国新型烟草市场 72%的份额 .....    | 8  |
| 图表 15: 2018 年日本 HNB 销售额 55.4 亿美元.....  | 9  |
| 图表 16: IQOS 去年 Q4 在日本渗透率略有下降 .....     | 9  |
| 图表 17: 2018 年国内细支卷烟销量增长 45%.....       | 9  |
| 图表 18: 国内新型烟草市场规模.....                 | 9  |
| 图表 19: 消费者对新型烟草产品的消费心理.....            | 10 |
| 图表 20: IQOS 与国产 HNB 设备的对比.....         | 11 |
| 图表 21: 美国工业大麻市场规模 (亿美元) .....          | 11 |
| 图表 22: 2018-2025Y 合法大麻市场规模.....        | 11 |
| 图表 23: 美国市场上的主要 CBD 产品.....            | 12 |
| 图表 24: 大麻二酚相关产品纯度越高价格越贵.....           | 13 |
| 图表 25: 全球大麻合法化地图.....                  | 14 |
| 图表 26: 全球主要国家大麻合法化现状.....              | 14 |
| 图表 27: 喜力工业大麻啤酒.....                   | 15 |
| 图表 28: 万宝路大麻二酚香烟.....                  | 15 |
| 图表 29: 2012-2016 年我国工业大麻播种面积及产量.....   | 16 |
| 图表 30: 2012-2016 年我国工业大麻单位面积产量及增速..... | 16 |
| 图表 31: 我国工业大麻合法化省份情况.....              | 16 |
| 图表 32: 云南省内现有工业大麻加工业务的企业情况.....        | 17 |
| 图表 33: 2013-2024E 年中国大麻二酚行业市场规模.....   | 17 |
| 图表 34: 国内 CBD 化妆品牌 Cannaclear .....    | 17 |
| 图表 35: 家用轻工行业单季营收情况.....               | 18 |
| 图表 36: 家用轻工行业单季净利润情况.....              | 18 |
| 图表 37: 年初至今家用轻工板块涨幅前十个股.....           | 18 |
| 图表 38: 定制家居板块主营收入情况.....               | 19 |
| 图表 39: 定制家居行业销售费用率情况.....              | 19 |
| 图表 40: 欧派家居重点销售省份、直辖市与产能布局情况.....      | 20 |
| 图表 41: 索菲亚重点销售省份、直辖市与产能布局情况.....       | 20 |
| 图表 42: 尚品宅配重点销售省份、直辖市与产能布局情况.....      | 21 |
| 图表 43: 全国及各省市全装修政策.....                | 22 |
| 图表 44: 全国精装房渗透率.....                   | 23 |
| 图表 45: 整装卫浴龙头企业拓展业务模式对比表.....          | 23 |
| 图表 46: 长租公寓政策梳理.....                   | 24 |
| 图表 47: 造纸及纸制品行业累计营收&增速.....            | 25 |
| 图表 48: 造纸及纸制品行业当月营收&增速.....            | 25 |

|  |    |
|--|----|
| 图表 49: 造纸及纸制品行业销售利润率 (%) .....         | 25 |
| 图表 50: 造纸及纸制品企业亏损加速 .....              | 25 |
| 图表 51: 浆纸系纸品价格走势 .....                 | 26 |
| 图表 52: 废纸系纸品价格走势 .....                 | 26 |
| 图表 53: 造纸行业收入增速 .....                  | 26 |
| 图表 54: 造纸行业净利润增速 .....                 | 26 |
| 图表 55: 造纸行业毛利率变化情况 .....               | 26 |
| 图表 56: 造纸行业净利润率变化情况 .....              | 26 |
| 图表 57: 2018 年和 2019 年前 7 批外废配额对比 ..... | 27 |
| 图表 58: 2019 年前 7 批外废配额前五名企业 .....      | 27 |
| 图表 59: 废黄板纸价格走势 .....                  | 27 |
| 图表 60: 国际港口木浆库存高企 .....                | 28 |
| 图表 61: 中国在美进口针叶浆情况 .....               | 29 |
| 图表 62: 中国在美进口阔叶浆情况 .....               | 29 |

图表 1：重点推荐公司估值与盈利预测

| 公司简称 | 股价      | 市值(亿元) | 2019E | 2020E | 2021E | 2019E | 2020E | 2021E | 评级     |
|------|---------|--------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|--------|
| 合兴包装 | 4.960   | 58.01  | 0.28  | 0.4   | 0.53  | 18    | 18    | 9     | 2.1 买入 |
| 劲嘉股份 | 12.540  | 183.69 | 0.61  | 0.74  | 0.89  | 21    | 21    | 14    | 2.7 买入 |
| 吉宏股份 | 22.350  | 44.07  | 1.68  | 2.2   | 2.88  | 13    | 13    | 8     | 5.8 买入 |
| 欧派家居 | 108.880 | 457.50 | 4.49  | 5.4   | 6.56  | 24    | 24    | 17    | 6.0 买入 |
| 索菲亚  | 21.340  | 197.06 | 1.18  | 1.41  | 1.67  | 18    | 18    | 13    | 4.9 买入 |
| 尚品宅配 | 85.150  | 169.17 | 3.04  | 3.89  | 4.98  | 28    | 28    | 17    | 5.6 增持 |
| 太阳纸业 | 6.580   | 170.52 | 0.96  | 1.1   | 1.28  | 7     | 7     | 5     | 1.3 买入 |
| 中顺洁柔 | 9.770   | 127.63 | 0.39  | 0.48  | 0.59  | 25    | 25    | 17    | 3.7 买入 |

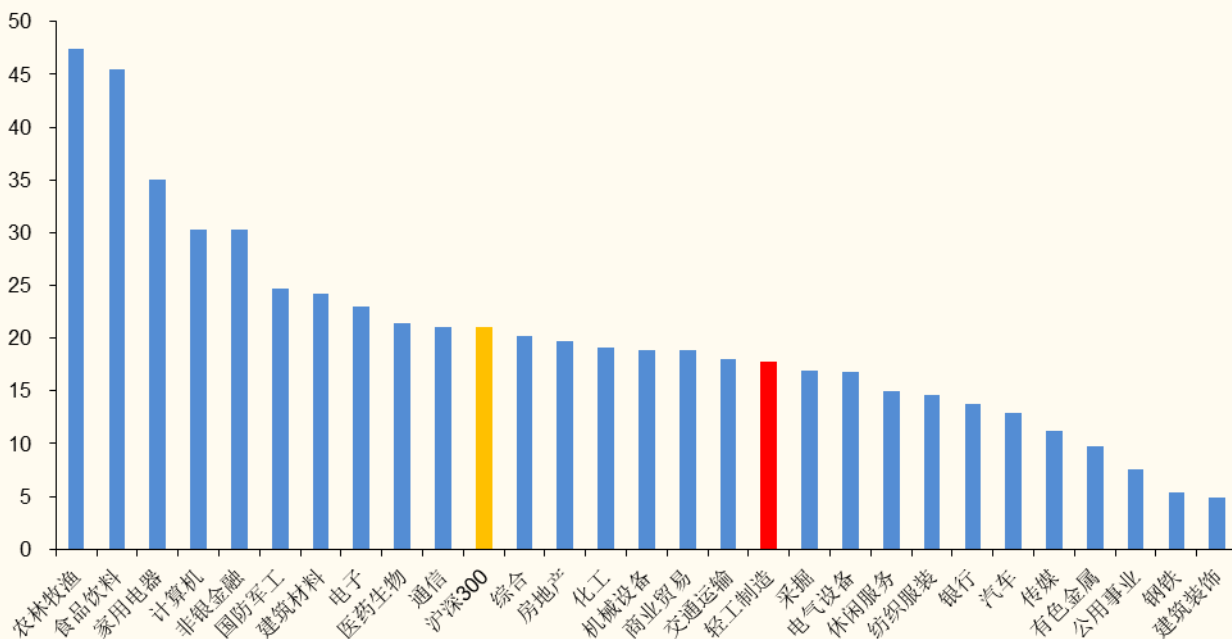
来源：wind，国金证券研究所，收盘价与市值为 2019 年 5 月 14 日

### 轻工行业整体表现一般，个股拥有主题性投资机会

#### 截至目前，轻工制造行业跑输沪深 300

- 轻工制造行业指数上涨 17.83%。受益今年 Q1 大盘行情回暖，年初至今轻工制造行业指数上涨 17.83%。但与其他申万一级行业相比表现并不算突出，在 28 个行业中排名为 17 名。另一方面，年初至今沪深 300 上涨 21.08%，轻工行业跑输 3.24pct.，截至目前行业整体未录得相对收益。

图表 2：年初至今轻工行业涨幅位列全行业第 17 名

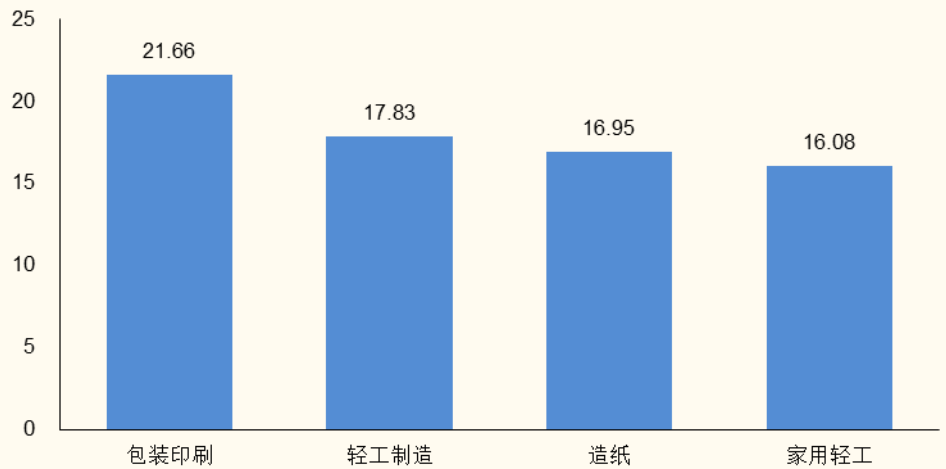


来源：wind，国金证券研究所，以上数据为 2019 年 5 月 14 日收盘数据

- 包装印刷板块基本面明显转好，板块表现领跑轻工行业。年初至今轻工行业三大子板块包装印刷、家用轻工和造纸，涨幅分别为 21.66%、16.08% 和 16.95%。其中，包装印刷板块跑赢轻工制造行业 3.83pct.。我们认为，包装印刷板块走势好于其他子行业的核心原因在于，2018 年和今年一季度，板块整体基本面呈现明显改善态势。2018 年板块整体营收增速 41.59%，同比提升 29.31pct.，19Q1 收入增速 49.67%，同环比提升 22.49pct.和 14.39pct.。利润端 19Q1 增速为 22.05%，同环比均恢复增长。同时，板块毛利率也于去年内呈现逐季提升态势，Q4 单季达到 24.48%，同比提升 1.75pct.，今年 Q1 环比毛利率虽有所下降，但同比也实现 0.16pct. 的小幅提升。相比于包装印刷板块，家用轻工和造纸两大板块收入与业绩增长，

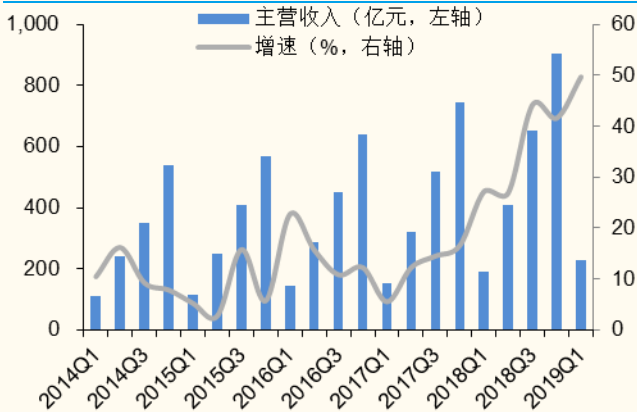
皆于 18Q4 出现大幅放缓，其中家用轻工作为商誉减值的集中爆发领域，Q4 单季甚至出现亏损。

图表 3：轻工行业各子行业年初至今涨幅 (%)



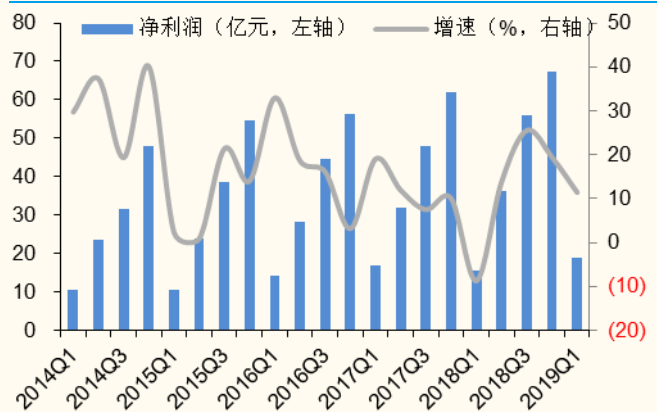
来源：wind，国金证券研究所，以上数据为 2019 年 5 月 14 日收盘数据

图表 4：包装印刷板块营收情况



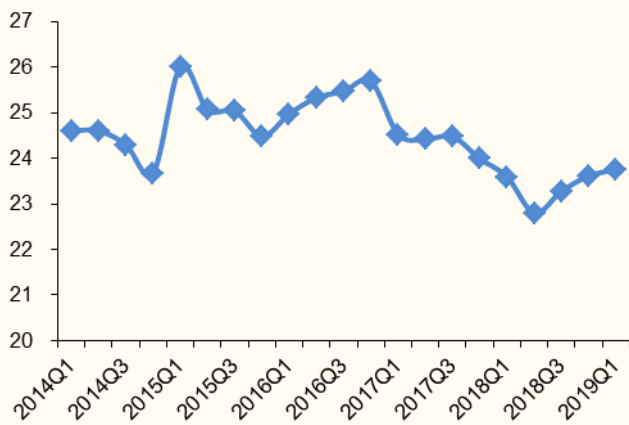
来源：wind，国金证券研究所

图表 5：包装印刷板块净利润情况



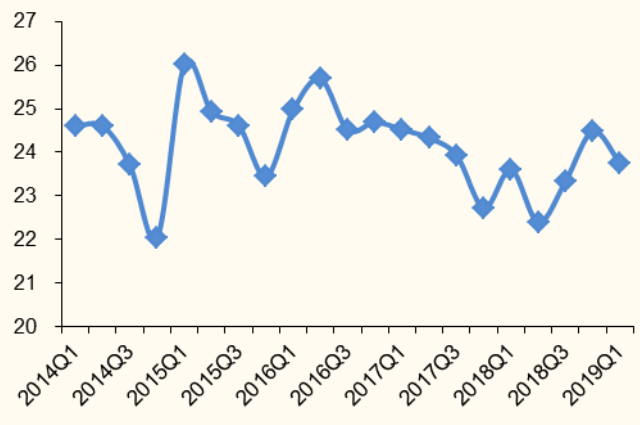
来源：wind，国金证券研究所

图表 6：包装印刷板块毛利率情况 (%)



来源：wind，国金证券研究所

图表 7：包装印刷板块单季度毛利率情况 (%)

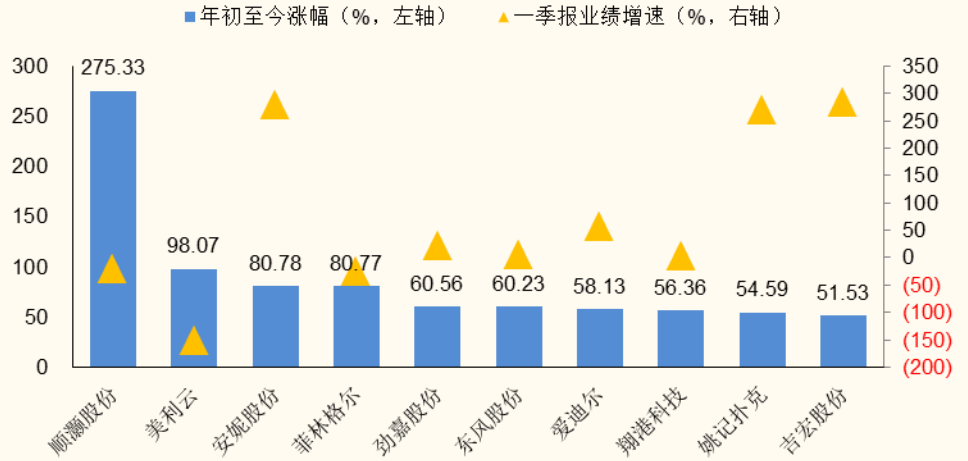


来源：wind，国金证券研究所

- **热点主题催化个股行情。**年初至今，剔除次新股轻工行业中涨幅前三的个股分别为顺灏股份（涨幅 275.33%）、美利云（涨幅 98.07%）和菲林格尔（涨幅 80.77%）。结合个股今年一季报的业绩来看，虽然不乏劲嘉股份、

吉宏股份、欧派家居和帝欧家居等业绩表现稳健甚至超预期的个股。但整体来看，我们认为，轻工行业涨幅前 10 名的个股更多受益于热点主题催化。其中，工业大麻主题：顺灏股份、东风股份；区块链主题：安妮股份；新型烟草：劲嘉股份。

图表 8：年初至今轻工行业涨幅前 10 个股



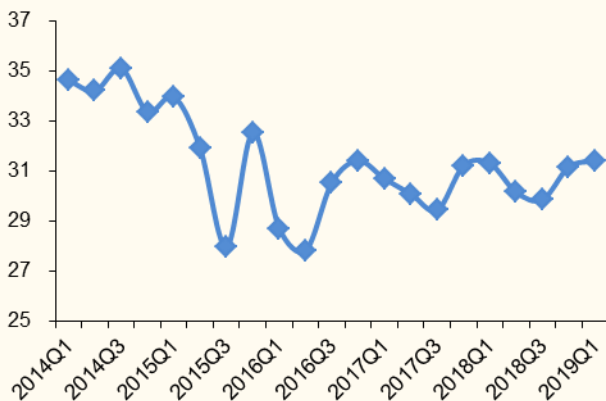
来源：wind，国金证券研究所，以上数据为 2019 年 5 月 14 日收盘数据

### 包装印刷：板块盈利修复将继续，看好新型烟草和工业大麻两大领域

#### 板块整体观点未变坚定看好盈利向上改善

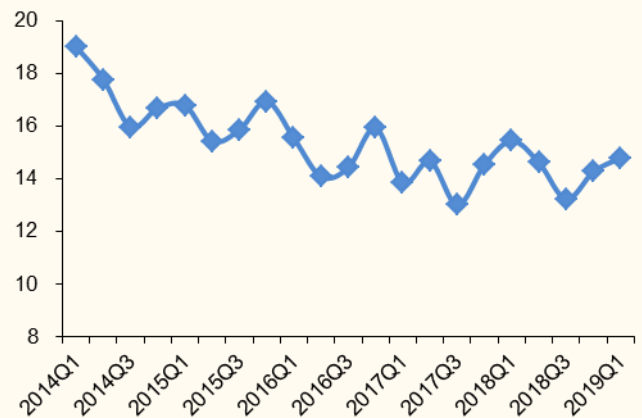
- Q1 期内纸包装板块盈利小幅提升。**对于包装印刷板块我们整体上仍然维持今年年度策略的观点，认为在 2017 年原材料大涨的背景之下，中小包装企业被迫退出下游客户供应商名单，导致客户订单向大厂转移，将持续推动收入增长提速。同时，包装纸和纸包装行业之间的“跷跷板”效应，在今年内将持续深化。今年 Q1 期内，箱板瓦楞纸价格分别下跌 0.78% 和 0.67%，一季度末两大纸种价格同比下跌 11.77% 和 10.23%。受益原材料价格下跌，纸包装板块 Q1 毛利率同比提升 0.25pct. 达到 31.42%，净利率同比提升 0.53pct. 达到 14.80%。我们预期今明两年为包装纸行业产能投放大年，且在下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。因此，我们继续看好今年内纸包装企业盈利边际的持续改善。

图表 9：纸包装板块毛利率情况



来源：wind，国金证券研究所

图表 10：纸包装板块净利率情况

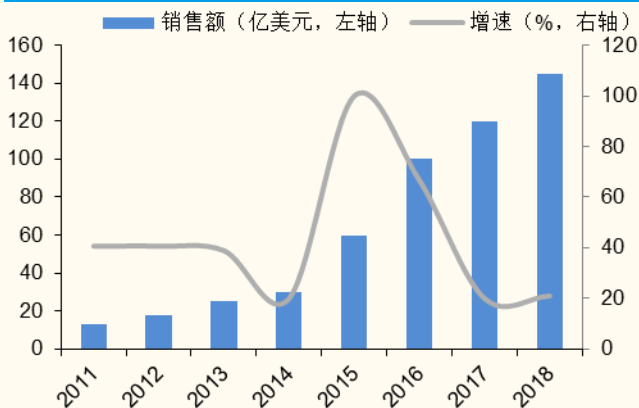


来源：wind，国金证券研究所

### 新型烟草发展趋势已不可逆，国际市场迎来政策边际变化

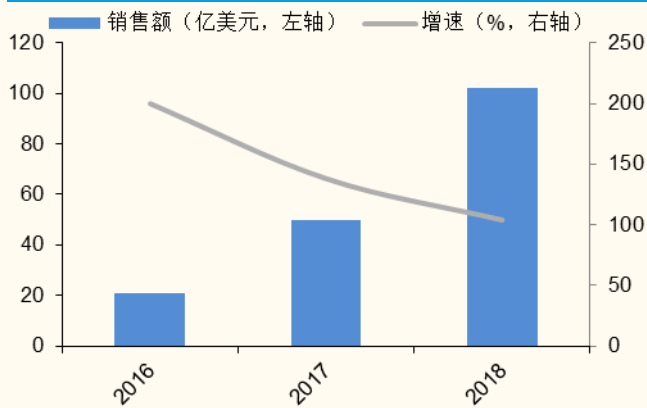
- **全球新型烟草行业蓬勃发展，加热不燃烧制品翻倍增长。**根据《2018年世界烟草发展报告》的数据，新型烟草行业实现销售额 247 亿美元，同比增长 45.8%。其中，新型烟草的销售额约 145.2 亿美元，同比增长 27%，增速持续放缓。而以 IQOS 为代表的加热烟草制品，2018 年销售额约 102 亿美元，同比增长约 1 倍。

图表 11：全球新型烟草销售额



来源：《2013-2018 世界烟草发展报告》，国金证券研究所

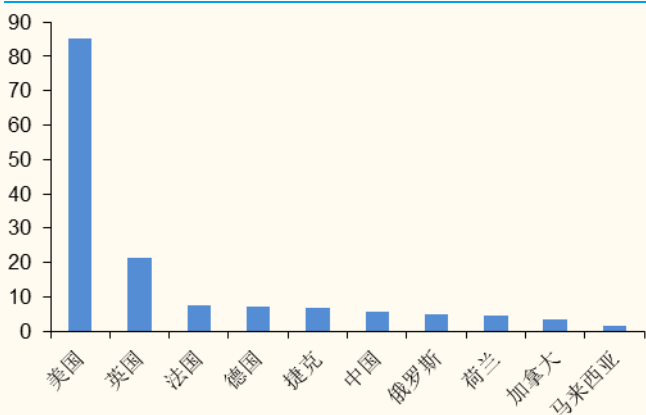
图表 12：HNB 制品全球销售额



来源：弗诺斯特沙利文 & 《2018 世界烟草发展报告》，国金证券研究所

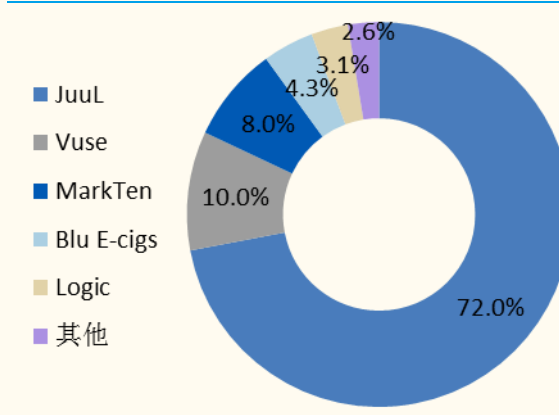
- **美国为新型烟草的主力消费市场，HNB 的主战场在亚洲。**2018 年，美国新型烟草销售额 85 亿美元，占全球新型烟草销售的 58.53%，为新型烟草的核心消费市场。而中国作为世界卷烟消费大国，2018 年电子销售额仅 5.8 亿美元，位列全球第六。美国新型烟草市场整体集中度高，前 3 大品牌占据 90% 的市场份额，其中 Juul 市占率高达 72%。HNB 制品作为近年来迅速崛起的新型烟草品类，其核心市场仍集中于日本和韩国，销售分别为 55.4 亿美元和 21.2 亿美元。日本虽然作为现阶段 HNB 的核心市场，但目前正处于销售增速放缓的状态，主要系相关产品渗透率提升已进入瓶颈期。以明星产品 IQOS 为例，2018 年 Q4 市占率为 15.2%，环比下降 0.3pct。因此，我们认为，现阶段来看，HNB 制品需要新的消费市场激发其销售活性。

图表 13：美国为新型烟草的主力消费市场



来源：中国香烟网，国金证券研究所

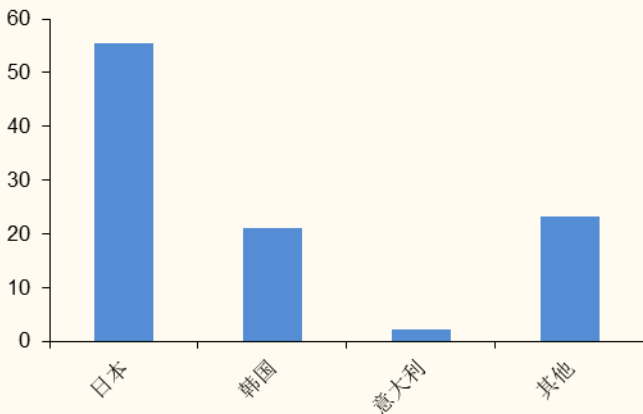
图表 14：Juul 占据美国新型烟草市场 72% 的份额



来源：新型烟草之家，国金证券研究所

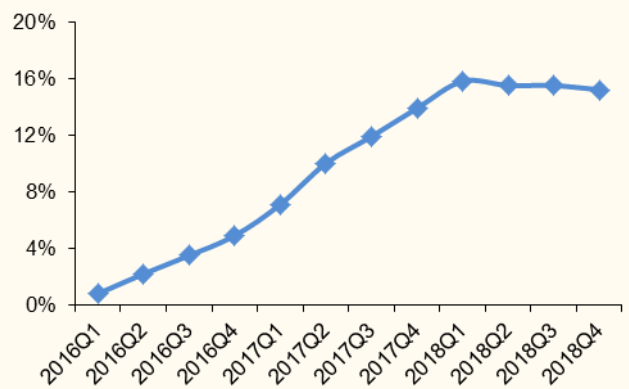


图表 15: 2018 年日本 HNB 销售额 55.4 亿美元



来源:《2018 世界烟草发展报告》, 国金证券研究所

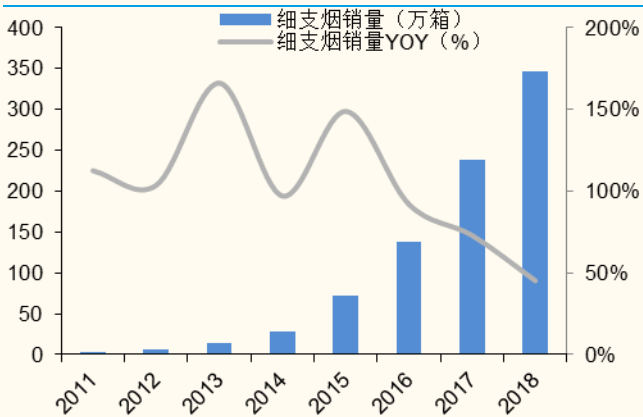
图表 16: IQOS 去年 Q4 在日本渗透率略有下降



来源: PMI, 国金证券研究所

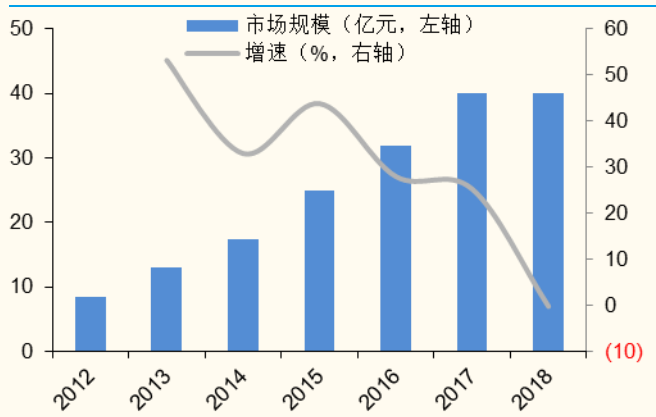
- **FDA 批准 IQOS 在美销售, 新市场放开有望催化 HNB 制品需求增长。**今年 4 月 30 日, FDA 允许 IQOS 烟草加热系统上市销售, 其中允许销售的产品包括 IQOS 设备, 万宝路加热棒, 万宝路顺滑薄荷加热棒和万宝路新鲜薄荷加热棒。FDA 认为, IQOS 产品产生有害物质的水平相较于传统卷烟更低。FDA 发现 IQOS 烟草加热系统产生的气溶胶含有的毒性化学物质少于香烟烟雾, 并且确定许多毒素目前的水平低于香烟烟雾。但 FDA 并未承认相关产品是安全的或“FDA 批准的”。因此, IQOS 在美国上市销售仍需作为烟草制品作为管制, 要求所有包装标签和广告都要包含关于尼古丁成瘾性的警告, 以及卷烟所需的其他警告。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。只有通过 MRTP 认证, 才能改变烟草产品上的风险提示说明, 才能宣称产品具备“减伤减害”特性。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。
- **国内细支卷烟销量节节攀升, 但新型烟草仍是小市场, 且 HNB 市场尚未放开。**2018 年全国卷烟销量增长 0.98%, 较 2017 年增速下降 0.83pct。细支烟作为近年销售表现优异的卷烟品种, 2018 年实现销量 346.77 万箱, 同比增长 45.19%, 大幅优于粗支卷烟销量。我们认为, 细支烟的快速增长, 与国内烟民减伤减害需求的增加有直接关系。但作为替烟型产品的新型烟草目前在国内仍是一个小市场, 2018 年销售规模在 40 亿元左右, 与 2017 年相比基本没有增长。由于现阶段相关政策尚未出台, 国内 HNB 领域属于未放开市场。

图表 17: 2018 年国内细支卷烟销量增长 45%



来源: 中烟在线, 国金证券研究所

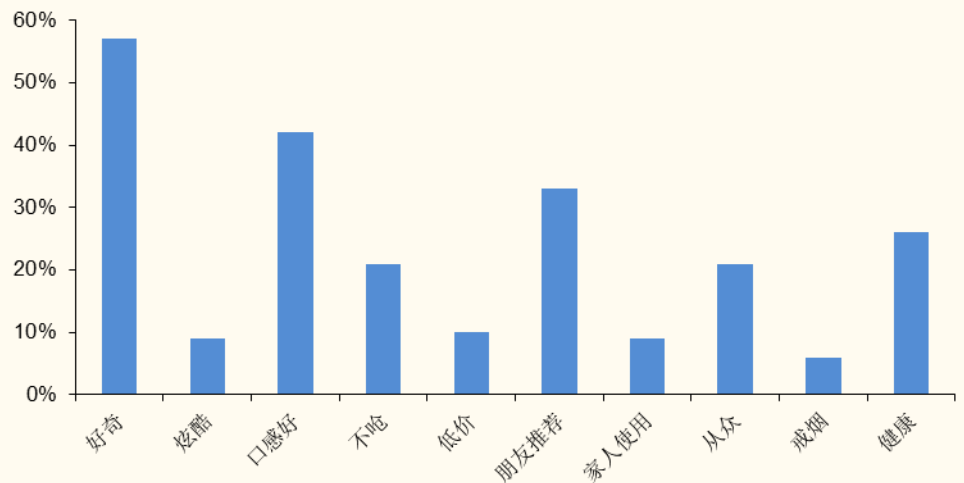
图表 18: 国内新型烟草市场规模



来源: 中国烟草报告网, 国金证券研究所

- 对于现阶段国家尚未开放新型烟草流通，以及相关支持政策的原因，我们推测如下：
  - 目前中烟公司已上流通的新型烟草烟弹产品仅有 MC 和宽窄两款，较难满足烟民多品牌多品种多价位的选择需求，对终端销售渠道上货和销售会形成限制。另一方面，烟草作为专卖品，烟弹的生产制造不可能交由民营企业负责，因此在政策开放之前，各中烟公司需要具备烟弹品类储备；
  - 电子雾化烟采用蒸汽加热配套烟油使用，对烟草产品存在替代，将会对烟草利税蛋糕形成分割。另一方面，电子雾化烟产品在口感上与真烟相去甚远，对烟民吸烟需求满足度低。因此，对新型烟草流通政策的开放，需要考虑是否将电子雾化烟纳入烟草体系流通；
  - 新型烟草尤其是新型烟草产品，作为烟草行业的全新品种，无论是烟民还是非烟民对其具有猎奇消费心理。根据调查显示，57%的年轻人因好奇购买新型烟草产品。因此，开放新型烟草产品流通，将有可能转化“新烟民”群体，尤其是主打减伤甚至无伤的新型烟草产品，对非烟民群体存在较大吸引力；

图表 19：消费者对新型烟草产品的消费心理



来源：中国产业信息网，国金证券研究所

- **IQOS 在美上市或将催化国内相关政策出台。**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，HNB 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。
- **国内新型烟草政策暂未出台，但难掩中烟工业公司对相关产品紧锣密鼓的筹备。**现阶段，国内并没有出台明确的允许新型烟草制品全面流通的政策，但从中烟总公司层面来看，仍然在积极推进新型烟草制品的发展。另一方面，海关方面也正加强走私 HNB 烟弹产品的稽查力度，黑龙江、北京等省市于 18 年年底展开对走私烟弹的专项打击行动。我们认为监管力度的提升，一方面维护了国内烟草市场的稳定，但更为重要的是在新型烟草政策未出台情况下，强监管不仅维护了国内外烟草公司在新型烟草产品方面的品牌形象避免相关产品在国内市场恶性渗透，同时也保护了中烟旗下品牌未来新型烟草制品成长发展的空间。从产品研发的角度来看，国内新型烟草新型烟草产品已分为两大阵营，民营企业中，华商生物科技“火器 GS5.0”、舜宝科技“AMO”等新型烟草烟具产品均已上市销售。以四川中烟和云南

为代表的中烟工业阵营，也分别于先后发布“宽窄功夫”和“webacco+MC”烟具烟弹产品，并已进入韩国市场销售。

图表 20: IQOS 与国产 HNB 设备的对比

| 设备名称   | IQOS 2.4 PLUS | Webacco Mate 1 | MC Mate 1.2 | 功夫 1.3         | MOK         |
|--------|---------------|----------------|-------------|----------------|-------------|
| 出品公司   | 菲莫国际          | 云南中烟           | 华玉科技        | 四川中烟           | 湖北中烟        |
| 加热方式   | 内置单片加热        | 内置单片加热         | 内置单片加热      | 内置单片加热         | 内置单片加热      |
| 烟支开机方式 | 长按震动后为开机      | 长按震动后为开机       | 长按震动后为开机    | 4 秒内 5 次按开关后开机 | 长按震动后为开机    |
| 预热时间   | 15 秒左右        | 至少 20 秒        | 至少 20 秒     | 15 秒           | 15 秒        |
| 最高加热温度 | 350 摄氏度       | 420 摄氏度        | 420 摄氏度     | 350-380 摄氏度    | 350-380 摄氏度 |
| 可抽吸时长  | 12-14 口左右     | 12 口左右         | 12 口左右      | 16 口左右         | 16 口左右      |

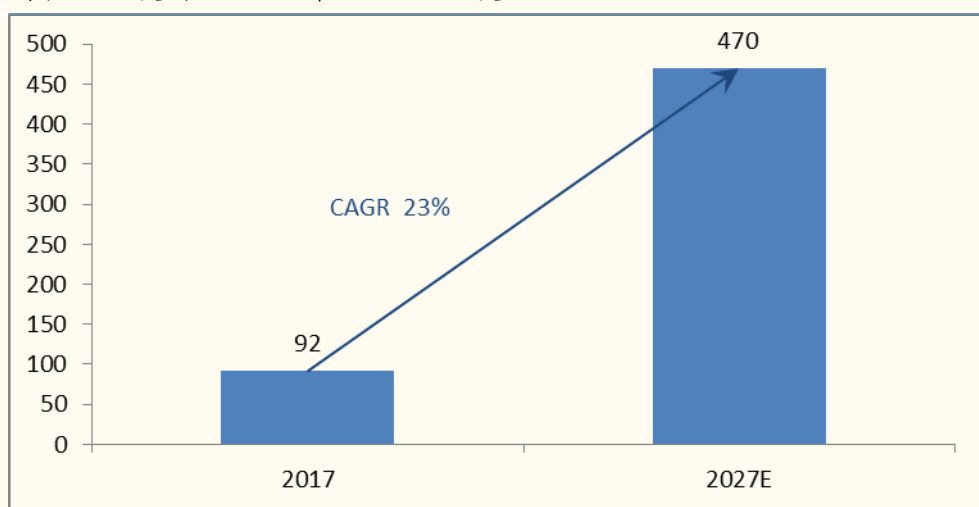
来源：国金证券研究所整理

- **中烟国际赴港上市，将为成为国内新型烟草制品的出口平台，建立更为完善的行业经营体系。**目前国内拥有加热不燃烧产品的中烟工业公司，其产品销售主要以出口为主，但出口销售方面主要以工业公司自主管理经营为主，此前一直未有专业统一的出口管理平台和体系。而中烟国际作为中烟体系内新型烟草制品出口的唯一实体企业，上市成功后将为占据垄断地位的产品输出端口。一方面将为国内新型烟草制品搭建完整的出口体系，更为重要的是，将成为中烟系统内公司向国外市场学习交流新型烟草产品营销、研发和生产管理的重要桥梁。我们认为，未来国内中烟体系下加热不燃烧产品的出口将会更加规范，且对于涉足新型烟草业务的上市公司而言也有着积极正面的推动作用。而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。

#### 工业大麻主题年内热度仍有持续性

- **工业大麻应用广泛，市场已达百亿美元。**工业大麻支四氢大麻酚（THC）含量在 0.3%以内的大麻品种，通过对其根、茎、叶、皮、花、籽中提取原材料，被广泛应用于日化品、材料、能源、医疗、食品和替代石油方面。2018 年，根据 Arcview Group 统计，2017 年北美合法工业大麻销售额达 92 亿美元，在 2018 年达到 122 亿美元。预计 2019 年将增长 38%，达到 169 亿美元，到 2027 年将超过 470 亿美元。Euromonitor International 数据显示，2018 年，全球合法大麻市场规模已达到 120 亿美元。

图表 21: 美国工业大麻市场规模 (亿美元)



来源：Arcview Group，国金证券研究所

图表 22: 2018-2025Y 合法大麻市场规模

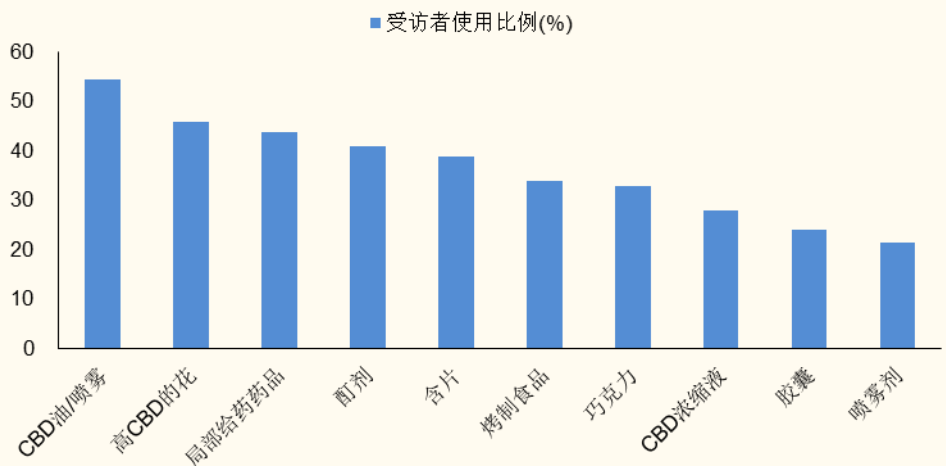
| 类型 | 2018Y (十亿美元) | 2025Y (十亿美元) | 2018-2025 增速 (%) | 2018 合法数量在本区占比 (%) | 2025 合法数量在本区占比 (%) |
|----|--------------|--------------|------------------|--------------------|--------------------|
|----|--------------|--------------|------------------|--------------------|--------------------|

| 类型         | 2018Y (十亿美元) | 2025Y (十亿美元) | 2018-2025 增速 (%) | 2018 合法数量在本区占比 (%) | 2025 合法数量在本区占比 (%) |
|------------|--------------|--------------|------------------|--------------------|--------------------|
| 世界 (合法与非法) | 150.0        | 214.0        | 43               | -                  | -                  |
| 世界 (合法)    | 12.0         | 166.0        | 1,283            | 8.0                | 77.0               |
| 美国合法量      | 10.0         | 60.0         | 500              | 20.0               | 90.0               |
| 加拿大合法量     | 1.4          | 6.0          | 330              | 20.0               | 90.0               |
| 欧洲合法量      | 0.5          | 80.0         | 15,900           | 1.0                | 80.0               |
| 世界其他地区合法量  | 0.1          | 20.0         | 19,900           | 0.2                | 50.0               |

来源: Euromonitor International, 国金证券研究所

- CBD 为现阶段被讨论使用最多的工业大麻成分。**CBD 作为工业大麻植物中含量第二高的成分,同时也是非活性成分,对活性和成瘾性成分 THC 有抑制作用,同时也具备止痛、抗炎、抗癫痫和抗焦虑等作用。CBD 是目前在全球范围内被讨论和应用最多的工业大麻成分。根据 Brightfield Group 预计,全球大麻二酚产业价值在 2019 年将达到 57 亿美元,到 2021 年将达到 181 亿美元。目前来看,CBD 的应用主要集中于药品(尤其是对阿片类药品的替代)和化妆品方面,对于食品添加的应用相对较少。而且在现有应用场景中,含有 CBD 成分的产品其价格与 CBD 含量有直接关系,含量越高产品价格也就越贵。根据 Tilray 官网及美国线上购物平台 CBD 疗愈商城显示,当前口服药剂终端零售价高达 100 美元/g 以上。同时,CBD 的价格则由其纯度所决定,99% 以上的 CBD 价格每公斤甚至可以超过 1 万美元。

图表 23: 美国市场上的主要 CBD 产品



来源: Brightfield Group, 国金证券研究所

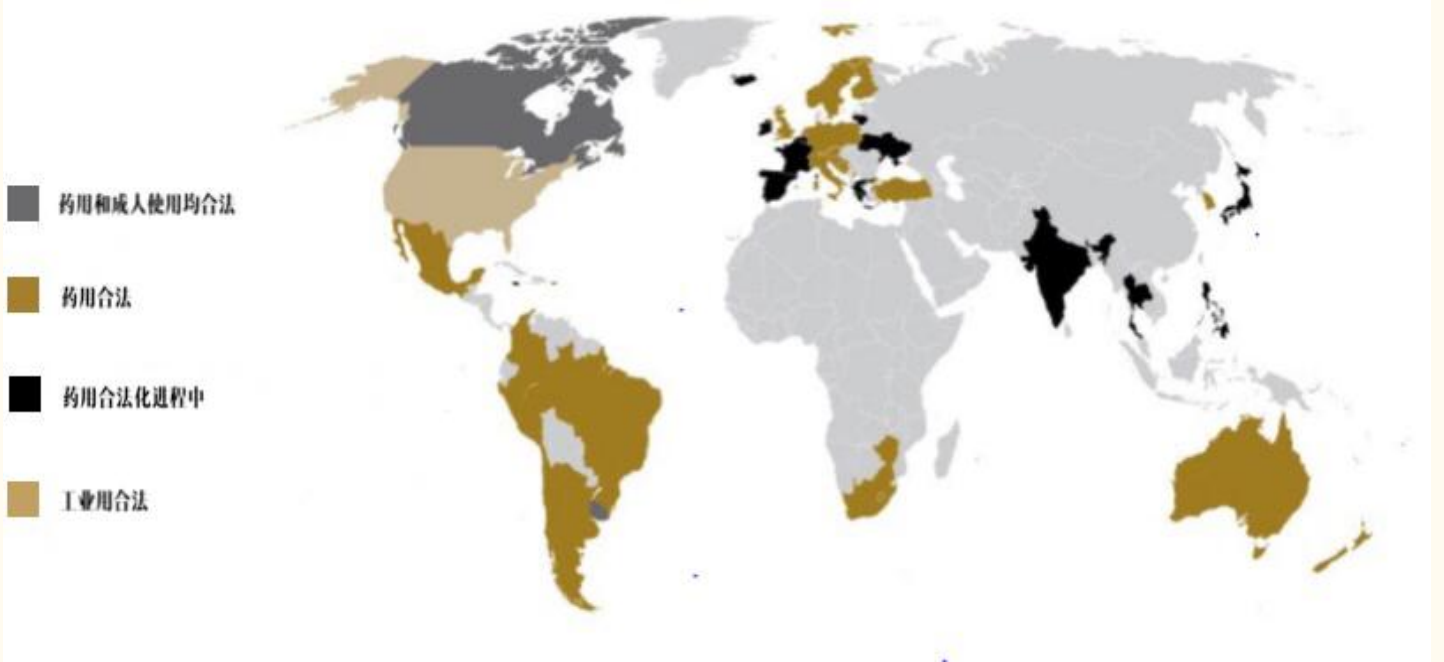
图表 24：大麻二酚相关产品纯度越高价格越贵



来源：Tilray 官网&CBD 疗愈商城，国金证券研究所

- 近两年，多国开始逐渐放开大麻合法化，主要集中于医用和研究领域。1988 年，联合国颁布《联合国禁止非法贩运麻醉药品和精神药物公约》，其中明确规定：大麻植株中所含四氢大麻酚小于 0.3% 的，不具备提取四氢大麻酚毒性成分的价值，不可直接作为毒品吸食，但可进行工业化利用。自此后，全球各国加大了工业大麻产业开发的力度。
- 2017 年，大麻提取药物在德国合法。2018 年 10 月娱乐大麻在加拿大的合法直接冲击了世界对于大麻的认知，加拿大也成为世界第二个大麻全面合法化的国家。同年 11 月，英国政府批准使用医用大麻，韩国成为东亚首个实现医用大麻合法化的国家。截止 2018 年 12 月底，美国已经实现 33 个州医用大麻合法化，10 个州娱乐大麻合法化。此外，12 月 20 日，美国总统特朗普在 2018 年《农业法案》上签字，全美范围内工业大麻全面合法化，大麻二酚也在美全面合法化。截至目前，全球共有德国、澳大利亚、以色列、韩国等 35 个国家实现医用大麻全面合法化，英国、法国、新西兰等 9 个国家部分医用大麻规范合法化。

图表 25：全球大麻合法化地图



来源：Canopy Growth 官网，国金证券研究所

图表 26：全球主要国家大麻合法化现状

| 国家   | 医用大麻        | 娱乐大麻        | 政策文件或提案                     | 具体政策内容   |
|------|-------------|-------------|-----------------------------|--|
| 以色列  | 1996        | -           | -                           | 1996 年，以色列是第一个制定以医用大麻为重点国家计划的国家，不久之后，该国成为最早允许医用大麻的国家之一。<br>2018 年 3 月，以色列议会一致通过了非刑事化立法，大大减少了对大麻使用的处罚。                                |
| 加拿大  | 2001        | 2018.10     | 《关于大麻以及修订管制药品物品法、刑法和其他法的议案》 | 大麻只能售予 18 岁以上人士；成人可在公共场合持有不超过 30 克干大麻；成人可在家中种植最多 4 株大麻，且高度不超过 1 米。除非获许可，大麻及其产品禁止越境。  |
| 乌拉圭  | 2013.12     | 2017.07     | -                           | 2013 年 12 月 10 日，乌拉圭通过法案，民众可以通过三种途径购买大麻，分别为在家种植（最多 6 株，集体农场能种植更多株）、成为国家管制的大麻俱乐部会员，或是在药房购买。乌拉圭的大麻不卖给外国人，每名购买的民众需要进行指纹登记，每次购买量为 5 克。   |
| 澳大利亚 | 2016.02     | -           | 《2016 麻醉药品修正案》              | 该修正案允许企业基于药用目的来申请执照，以种植大麻或生产相关产品，亦或进行相关科学研究，许可证申请人必须通过安全测试并满足严格的要求，才会被发给经营执照。私人禁止种植商业用途的大麻。  |
| 德国   | 2017.01     | -           | 《大麻药用法》                     | 根据修正法案，按照申请者必须通过一项安全测试，且须满足严格的条件，而各州与领地政府有权决定谁可使用医用大麻。   |
| 韩国   | 2018.11     | -           | 修改《麻醉品管制法》                  | 允许在已有的个别重病者案例中使用大麻作为医疗手段。该法规于 2017 年 3 月起生效。<br>经食品药品安全部部长批准，允许医疗目的大麻进出口、制造、运输、买卖或者食用。不过患者需要向韩国孤儿药物中心提交申请，韩国孤儿药物中心将根据具体情况以及医生处方给予批准。 |
| 美国   | 目前已覆盖 33 个州 | 目前覆盖了 10 个州 | 《农业法案》                      | 2018 年 12 月 20 日，美国总统特朗普在 2018 年《农业法案》上签字全美范围内工业大麻合法化，大麻二酚在美全面合法化。截止到目前为止，美国已实现 33 个州医用大麻合法化，10 个州娱乐大麻合法化。                           |
| 英国   | 2018.11     | -           | -                           | 从 2018.11.1 起，医用大麻已经成为英国医生在“特殊   |

| 国家 | 医用大麻 | 娱乐大麻 | 政策文件或提案 | 具体政策内容  |
|----|------|------|---------|---|
|    |      |      |         | <p>临床需求”的情况下开处方的合法药物：那些因化疗而患有癫痫，恶心和慢性疼痛的人都可以选择服用医用大麻处方药。新政策将涵盖含有“大麻，大麻树脂，大麻酚或大麻酚衍生物”的药物。不过它限制在英格兰，威尔士和苏格兰（非北爱尔兰）的患者，且只能由专科医院医生而非全科医生开具处方。</p> <p>新的医用大麻政策颁布后，大麻在英国仍然是一种 B 类药物，。这意味着拥有大麻仍然会被无上限罚款和长达 5 年的监禁—经销商将增加到 14 年，娱乐大麻非法。</p> |

来源：汇众研究院，国金证券研究所

- 大麻二酚来的新型应用方向是在日常食品中作为食品添加剂。由于大麻二酚自身具有缓解炎症、疼痛和痉挛的功效，在加拿大大麻合法化的进程中，跨界巨头也在积极探索新型合作模式，主要应用于饮料等食品中。而目前来看，消费品领域的海外巨头，已开始对大麻相关产品进行布局。
- 喜力（世界最大的啤酒出口商）生产大麻类新型啤酒饮料。2018 年 7 月，喜力旗下精酿啤酒品牌 Lagunitas 推出一款新型无酒精啤酒 Hi-Fi Hops，其亮点于含有精神类成分大麻。Lagunitas 联手加州大麻制造商 CannaCraft 打造出该款新型饮料的生产线，CannaCraft 借助旗下品牌 AbsoluteXtracts 提供技术方法，可保证饮料内的四氢大麻酚成分能够均匀分散。该款零卡路里无醇饮料有两种类型：一种同时含有四氢大麻酚和大麻二酚，另一种仅含四氢大麻酚，目前已经可以在加州的一些大麻专售药店中有售。
- 万宝路制造商进军大麻市场。作为世界第一大烟草公司万宝路的制造商，世界第二大食品制造企业奥驰亚（Altria）集团宣布，已用 18 亿美元购买知名大麻上市公司 Cronos Group 45% 的股份，并可能在未来 5 年内增持至 55%。这笔交易可以让奥驰亚进军烟草以外的新兴市场。公司会选择在海外而非美国本土，开拓大麻市场。

图表 27：喜力工业大麻啤酒



来源：Heinekin 官网，国金证券研究所

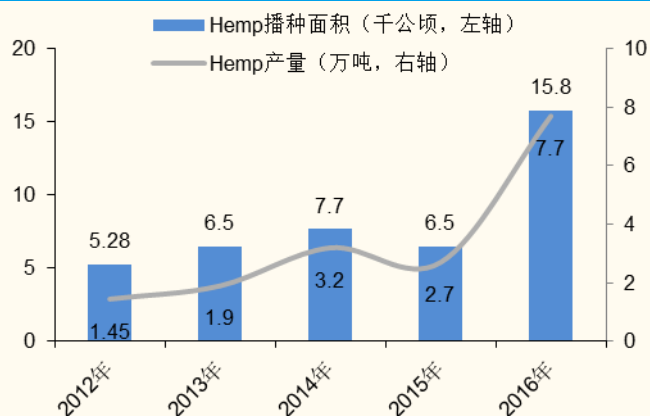
图表 28：万宝路大麻二酚香烟



来源：新浪网，国金证券研究所

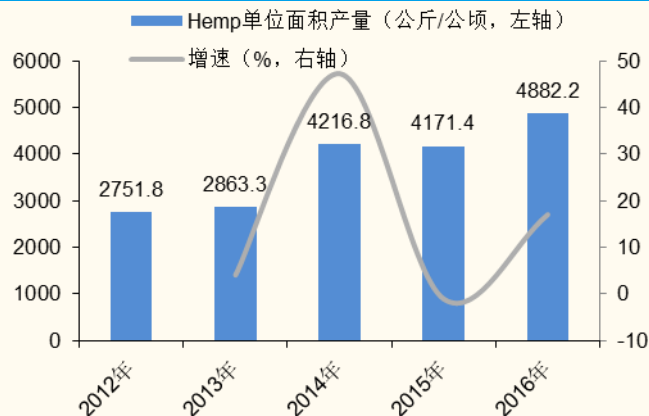
- 中国为全球最大的工业大麻种植国家。根据联合国粮农组织统计，欧洲、中国、韩国和俄罗斯是世界上主要的工业大麻生产地区，其中中国种植面积最大，约占全世界一半左右。国家统计局数据显示，2012 年-2016 年，我国工业大麻播种面积从 5280 公顷上升至 15,800 公顷，工业大麻产量也从 1.45 万吨飞跃至 7.7 万吨，由此可见，云南省工业大麻种植加工的合法化推动着该产业的萌发与成长。

图表 29：2012-2016 年我国工业大麻播种面积及产量



来源：国家统计局，国金证券研究所

图表 30：2012-2016 年我国工业大麻单位面积产量及增速



来源：国家统计局，国金证券研究所

- 目前，我国工业大麻的种植与加工需要受到当地公安局的审批，云南（2010年）、黑龙江（2017年）、吉林（2018年）三个省份已经获批可在省级农业科学院的指导下发展工业大麻产业。作为我国率先批准进行工业大麻种植与加工的云南省在工业大麻的数量与质量上均具有一定优势，且成为全国第一个以法规形式允许并监管工业大麻种植的省份。2015年，汉麻投资集团有限公司与黑龙江省科学院签署战略合作协议并合资成立黑龙江汉正火麻科技有限公司，围绕工业大麻在全球范围内进行科学选种、育种和培植，拥有黑龙江省唯一合法工业大麻种子“火麻一号”系列，并在克山县建设上万亩工业大麻种植基地。2017年，《黑龙江禁毒条例》对于工业大麻与娱乐大麻定义的区分，拉开省内工业大麻合法化的序幕。自此以后，黑龙江省加大地区合作，积极发展工业大麻种植与加工产业。2018年，吉林省政协会议上提出工业大麻合法化的相关提案，并由吉林省政府将涉及“工业大麻管理”的《吉林省禁毒条例》列入地方性法规立法项目。今年1月，吉林省农业科学院与荷兰 Fytagoras 公司（紫鑫药业子公司）合作成立“吉林麻类工程研究中心”。

图表 31：我国工业大麻合法化省份情况

| 省份   | 时间         | 政策   |
|------|------------|--|
| 云南省  | 2003年3月    | 云南省公安厅制定《云南省工业大麻管理暂行规定》，并由云南省政府颁布施行。   |
|      | 2009年9月21日 | 云南省人民政府第30次常务会议通过了《云南省工业大麻种植加工许可规定》，自2010年1月1日起施行，成为全国第一个以法规形式允许并监管工业大麻种植的省份。  |
|      | 2015年底     | 黑龙江省行政审议《关于工业大麻的定义及管理议案》   |
| 黑龙江省 | 2017年5月1日  | 重新制定的《黑龙江省禁毒条例》从5月1日起正式实施，严格定义了工业大麻与娱乐大麻的区别，加强了对工业大麻的管理，避免被涉毒违法犯罪人员利用成为毒品原植物。  |
|      | 2018年1月27日 | 吉林省政协十二届一次会议联组会议提出“关于吉林省汉麻（工业大麻）合法化种植相关立法的建议”提案。   |
| 吉林省  | 2018年3月    | 吉林省政府将《吉林省禁毒条例》列入地方性法规立法项目，将“工业大麻管理”作为单独章节，对工业大麻的定义、性质以及育种、种植、加工、销售等环节作了规定，明确在有序放开的前提下加强行业监管。                            |
|      | 2019年1月9日  | 吉林省农业科学院与荷兰 Fytagoras 公司（紫鑫药业子公司）在长春共同举行了工业大麻合作研究新闻发布会，标志着“吉林麻类工程研究中心”的正式成立。   |
|      | 2019年3月    | 吉林省政府将《吉林省禁毒条例》列入今年地方性法规立法项目，将“工业大麻管理”作为单独章节，对工业大麻的定义、性质以及育种、种植、加工、销售等环节作了规定，明确在有序放开的前提下加强行业监管。拟在省公安厅党委会审议通过，呈报省政府履行立法程序 |

来源：中国警察网，云南省公安网，中国禁毒网，吉林省公安厅，唯恒农业，国金证券研究所



- 云南省是全国至今唯一一个依据禁毒条例制定专门的工业大麻种植加工许可规定的省份。根据《云南省工业大麻种植加工许可规定》，从事工业大麻种植、加工的单位或个人需取得种植许可证和加工许可证。县级以上公安机关负责两证的审批颁发和监督管理。目前云南省获得 CBD 提取加工许可证的有 20 家，但实际建厂生产的只有 3 家，即云南汉素生物科技有限公司、汉康（云南）生物科技有限公司和云南汉木森生物科技有限责任公司。

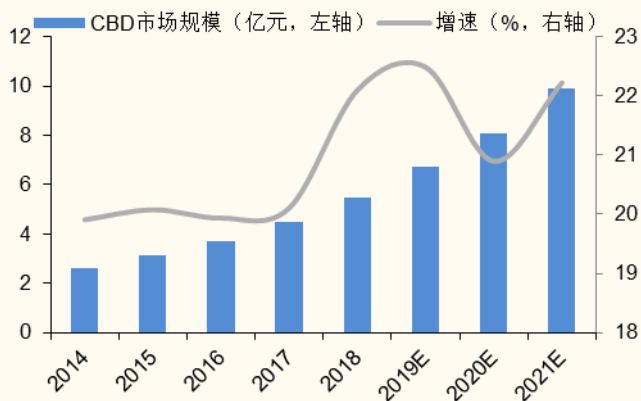
图表 32：云南省内现有工业大麻加工业务的企业情况

| 公司    | 产品            | 产地 | 产能    |
|-------|---------------|----|-------|
| 云南汉素  | 99.99%纯度 CBD  | 昆明 | 2 吨   |
| 云南汉康  | 90%纯度 CBD     | 玉溪 | 5-6 吨 |
| 云南汉木森 | 含量 60%的 CBD 油 | 昭通 | 1 吨   |

来源：唯恒农业，国金证券研究所

- 国内 CBD 应用目前仅限于化妆品领域。与海外市场对 CBD 应用的预期相比，国内市场目前对于 CBD 的应用相对有限，因此到 2018 年国内 CBD 市场规模也仅 5.47 亿元。在《已使用化妆品原料目录（2015）版》中规定，允许添加到化妆品的大麻成分共分为三种：大麻（CANNABIS SATIVA）仁果、大麻（CANNABIS SATIVA）籽油和大麻（CANNABIS SATIVA）叶提取物。其中，只有大麻（CANNABIS SATIVA）叶提取物含有极微量的 CBD。也就是说，现阶段国内对于 CBD 成分的应用仅限于化妆品领域，且使用量也相对较小。

图表 33：2013-2024E 年中国大麻二酚行业市场规模



来源：观研天下数据中心，国金证券研究所

图表 34：国内 CBD 化妆品牌 Cannaclear



来源：淘宝，国金证券研究所

- 我们认为，现阶段国内工业大麻行业存在种植和加工相关政策出现区域性放松可能，因此未来行业仍具备极高成长性。而从下游应用角度看，在食品和饮料等快消品领域的应用尚有难度，因此一段时间内国内工业大麻行业对于 CBD 的提纯仍将以出口销售为主。但在国际市场下游应用场景逐步实现的进程中，国内工业大麻行业也将持续受到催化。
- 主业稳健增长，多元业务布局，且叠加主题催化个股具备投资机会。年初至今，包装印刷板块涌现多个热点主题，包括工业大麻、新型烟草和区块链等持续催化个股行情。结合主题以及个股业绩表现来看，我们认为，在今年包装印刷板块整体呈现盈利改善的预期之下，主营业务维持稳健增长的个股仍为首选，同时基于原有业务进行多元化布局个股则更具备业绩弹性。

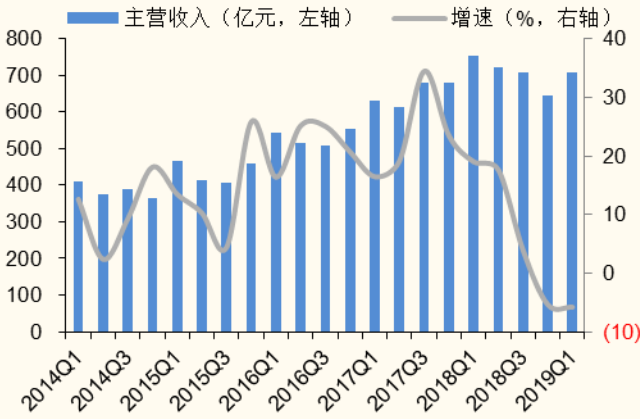
### 家用轻工：政策深化推进全装修房屋，橱柜和卫浴受益明显

#### 年初至今，家用轻工板块整体表现一般

- 业绩较差为板块表现一般的主因。年初至今家用轻工板块上涨 16.57%，跑输轻工行业指数 2.39pct.为表现最差的子板块。从业绩层面来看，去年

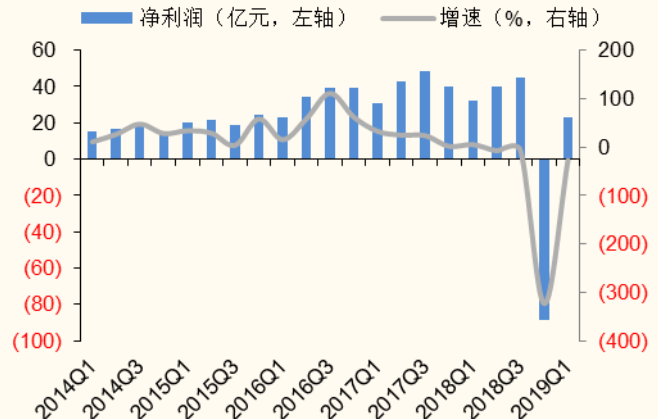
板块整体营收 2,827.3 亿元，同比增长 8.24%。相较于 2017 年同期板块收入增速呈放缓态势，且今年一季度板块营收下滑 5.8%。去年 Q4 板块收入增速同环比大幅下降 28.78pct 和 9.28pct。同时，家用轻工作为轻工行业内资产减值集中爆发板块，18Q4 净利润亏损超过 80 亿元，今年 Q1 净利润同比下滑 27.19%。基本面的持续恶化成为年初至今板块走势不佳的主要原因。

图表 35：家用轻工行业单季营收情况



来源：wind，国金证券研究所

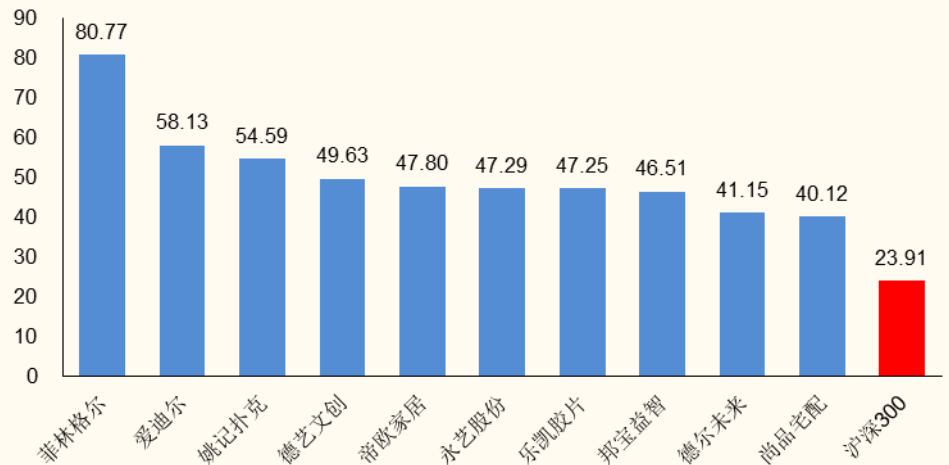
图表 36：家用轻工行业单季净利润情况



来源：wind，国金证券研究所

- **To B 业务个股表现抢眼。**受去年 12 月单月住宅商品竣工面积增长转正的影响，今年 Q1 期内家居行业整体迎来一轮较明显的估值修复。剔除次新股，Q1 期内家用轻工行业涨幅前十的个股中，有五只个股来自家居板块。而年初至今涨幅前十个股中，也仍有四只个股属于家居行业，其中菲林格尔、帝欧家居位列涨幅前三。我们认为，在涨幅靠前的个股中，除了受益于估值修复之外，今年 2 月住建部关于未来城镇居民新建住宅商品房 100% 全装修的指导意见，点明了未来家居行业工程业务市场崛起的方向，并推动了现阶段大宗业务订单快速放量的个股行情。

图表 37：年初至今家用轻工板块涨幅前十个股



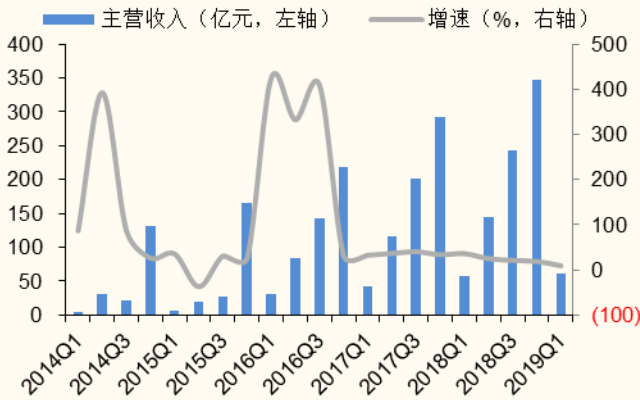
来源：wind，国金证券研究所，以上数据为 2019 年 5 月 14 日收盘数据

### 年内新增产能省份将成为定制家居企业增长的重要区域

- **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。**定制家居作为家用轻工板块中的明星行业，2018 年，营收 347.56 亿元，同比增长 19%，增速同比下降 14.83pct.，19Q1 营收增长继续放缓，增速仅为 9.35%，同比下降 26.82pct.。费用方面，18 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

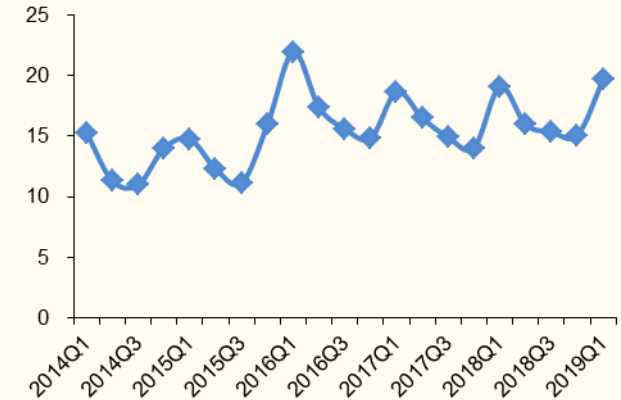
价，压制毛利率之外。我们认为，为维持终端经销商的稳定性，以及对于存量需求市场的持续引流，定制品牌企业将加大对经销商的补贴，以及终端促销力度，以谋求门店订单转化率的提升。因此，我们预期今年内各定制家居企业销售费用率还将保持提升趋势，叠加毛利率承压预计净利润端口的增长也有较大压力。

图表 38：定制家居板块主营收入情况



来源：wind，国金证券研究所

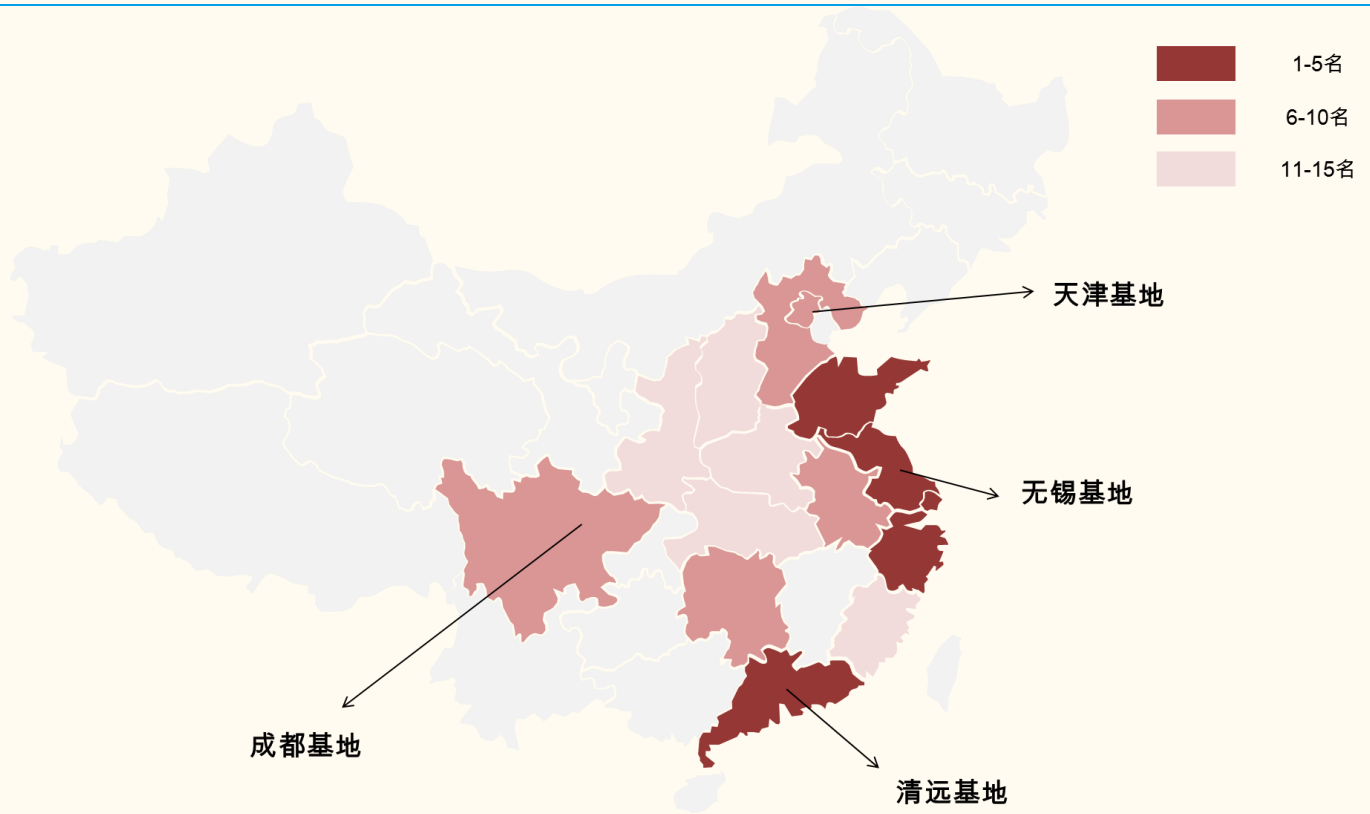
图表 39：定制家居行业销售费用率情况



来源：wind，国金证券研究所

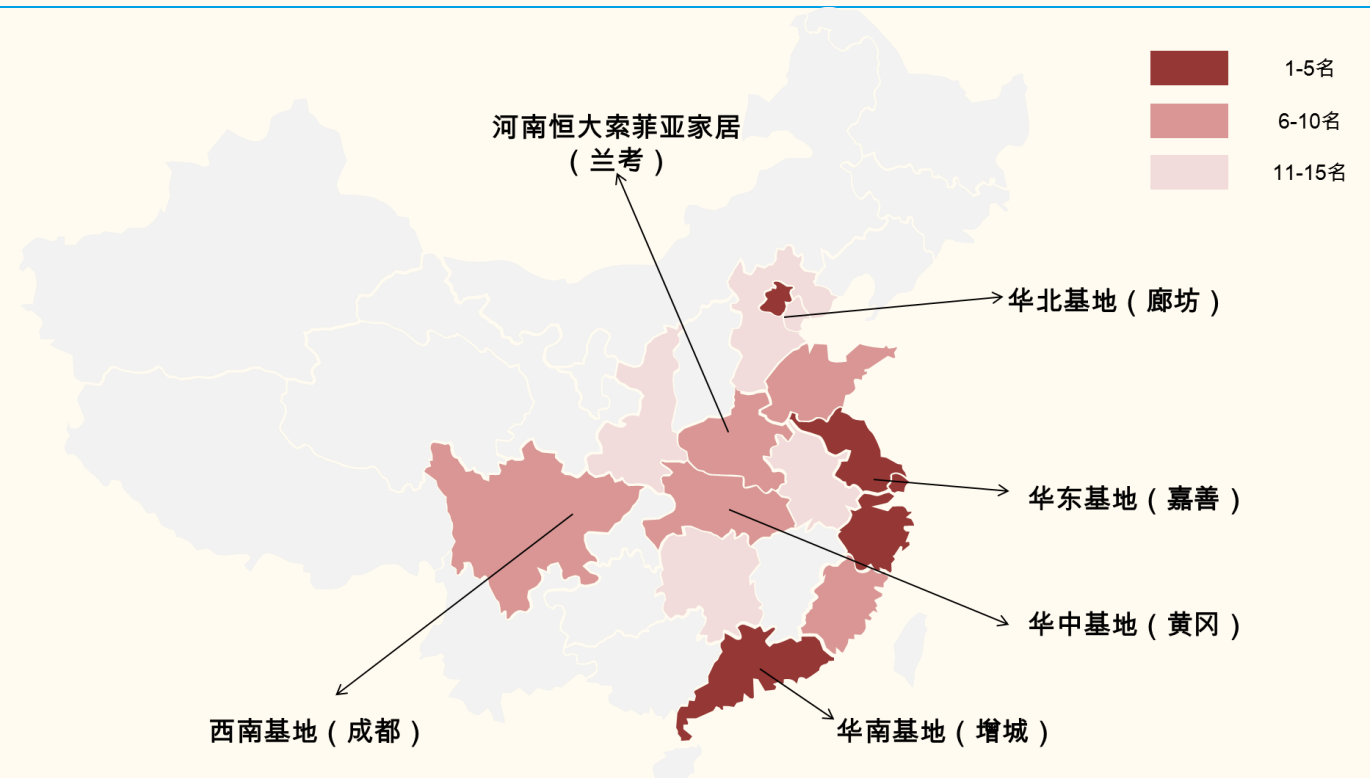
- **新产能投放将催生收入增长的新区域。**我们选取欧派家居、索菲亚和尚品宅配三家定制龙头公司，结合其产能布局以及重点销售省份进行分析发现，基本上销售排名前十的省份和直辖市，区域内均有产能覆盖。因此，我们认为，未来伴随各公司产能建设逐步完工，拥有新增产能的省份和直辖市，将成为各公司收入贡献的重点区域。2018年，欧派家居无锡、天津工厂均有收入贡献，而成都工厂期内尚未贡献收入，其配套产能仍处在建设状态，预期今年内达产之后，**四川省销售占比将有显著提升**。索菲亚华中和西南生产基地正处建设状态（华中基地建设率已达 81.93%），与河南恒大的合资建设的兰考产能也已开始试产，**预计今年湖北省内的销售，以及河南省境内的工程业务订单将会有较明显增长**。尚品宅配现阶段尚未进行全国性产能布局，其无锡工厂处新开工状态（18H1 项目进度仅 2.78%），但佛山维尚家具扩厂项目基本在去年内完工，因此判断今年尚品宅配的核心销售区域仍将集中在华南区域。

图表 40：欧派家居重点销售省份、直辖市与产能布局情况



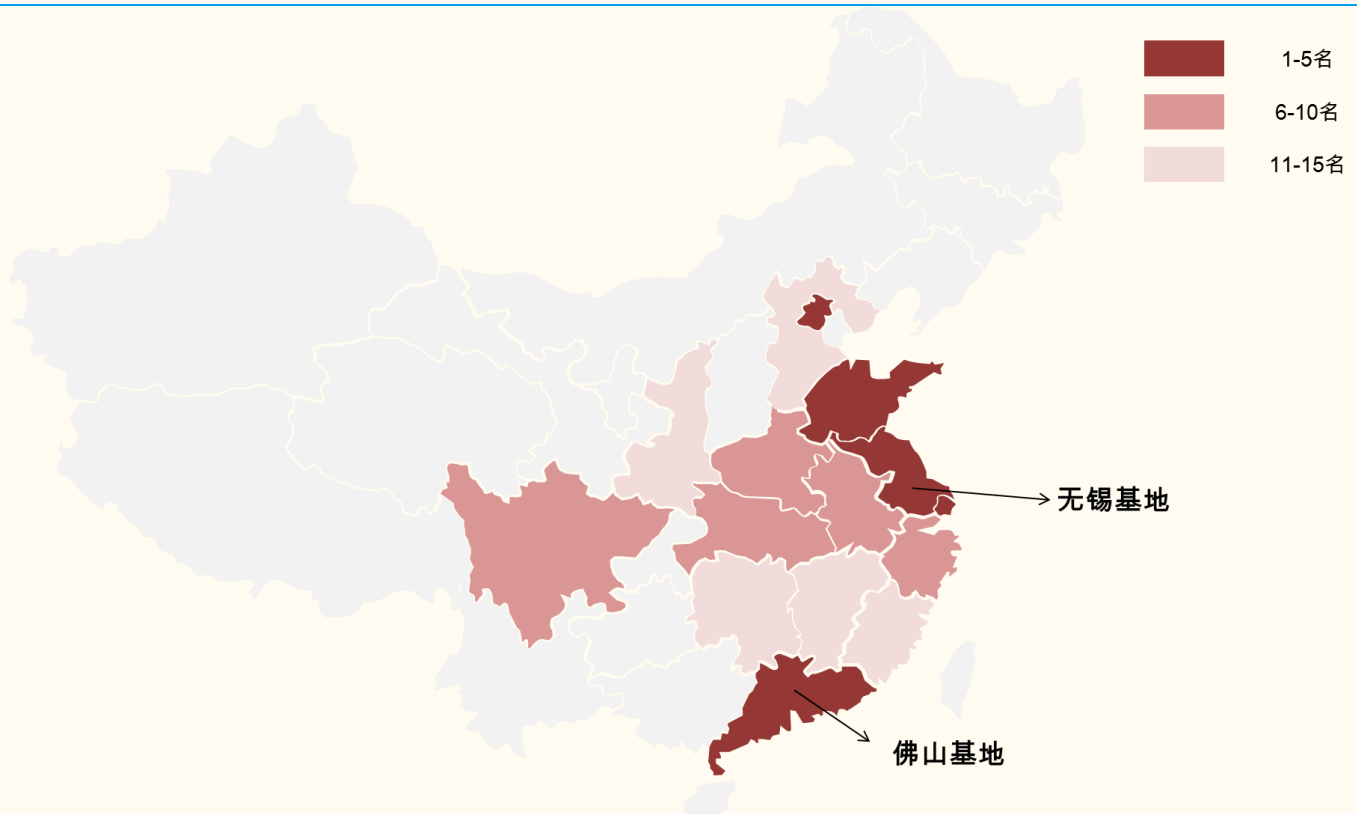
来源：公司公告，国金证券研究创新中心

图表 41：索菲亚重点销售省份、直辖市与产能布局情况



来源：公司公告，国金证券研究创新中心

图表 42：尚品宅配重点销售省份、直辖市与产能布局情况



来源：公司公告，国金证券研究创新中心

■ 我们认为，全国产能布局的目的在于提升区域市场服务能力，缩短交货周期。目前大部分定制家居公司产品运输费用采取分段承担模式，即品牌公司委托物流公司将货品运输至物流公司的区域仓，并承担该段路程的所有费用。然后再由经销商从物流公司中心仓进行提货，且支付运输费用。实际上该种模式之下，大部分费用基本都由经销商承担，且将导致经销商通过调整终端售价对费用形成补偿。

1) 若完成分区域生产基地布局，则理论上只要在产能覆盖范围内的经销商产品运输费用，可以全部由品牌厂商承担。经销商运输成本的降低，实际上就成为了品牌企业对经销商的另类销售反哺。

2) 在现有分段承担模式之下，同一个产品实际上需要经历三次运输，才能最终达到消费者手中，对定制企业产品交货期形成拖累。而拥有分区域生产基地后，产品运输次数将至少减少一次，有利于缩短交货期，提升一次安装失败后配套品补充和返厂再产效率，使得定制企业的产品售后服务更为完善。

3) 我们认为，不同线城市消费者对定制家居产品的喜好有较大差异。例如高单价的环保板材产品，在一二线城市的销量往往要比在四五线更好。区域生产基地布局，能够帮助定制企业更好的了解区域市场消费需求，针对性的进行产品制造和制定促销活动，做到有的放矢降低管理成本。

■ 全国产能布局将强化龙头公司终端价格竞争实力。我们认为，在全国产能布局实现之前，由于经销商承担大部分运输费用，使得区域性中小定制品牌，在市场竞争中具备一定价格优势，也致使定制企业在低线城市的门店单店收入难以达到一二线城市的水平。上市定制家居企业具备良好品牌效应以及过硬的产品质量，在全国产能布局全面投产后，服务、交货和营销能力以及价格空间都将提升，势必导致区域小品牌原有低价销售策略将难以持续，市场份额将逐步流失。在充足产能储备的条件，完全具备进行价格竞争的能力。

全装修政策持续深化，今年势将成为工装大年，利好橱柜和卫浴

- **近年全装修相关政策先后出台。**2008年，住建部出台《关于进一步加强住宅装饰装修管理的通知》，《通知》中要求各地出台政策分步实施，逐步达到取消毛坯房、直接向消费者提供全装修成品房的目标。此后仍有关于全装修房屋的部分政策出台，但也未明确量化全装修房屋发展目标。至2016年2月，国务院办公厅出台《关于转发发展改革委、住房城乡建设部绿色建筑行动方案的通知》，带动2017年内各地方政府接连出台支持全装修房屋发展的相关政策。2017年5月，《建筑业发展“十三五”规划》首次明确指出，到2020年，新开工全装修成品住宅面积达到30%的发展目标。

图表 43：全国及各省市全装修政策

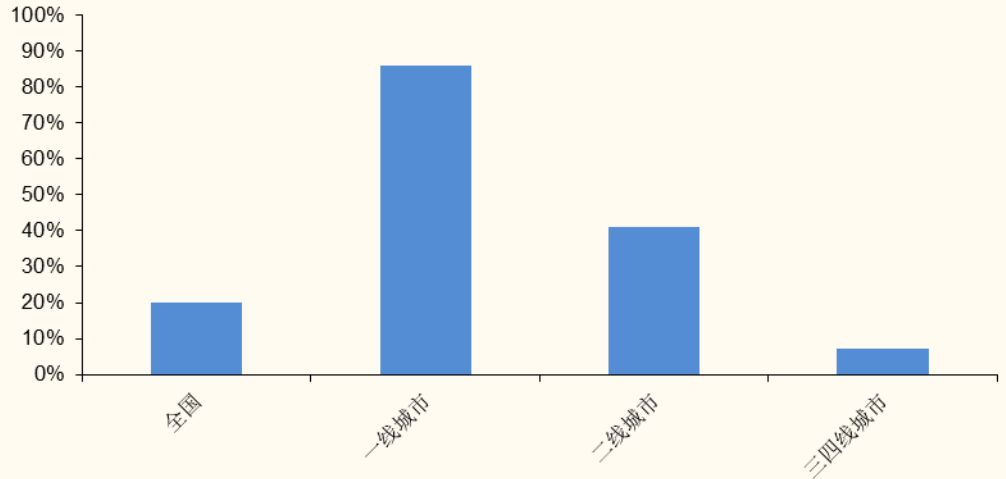
| 日期         | 颁发部门     | 文件名称   | 说明  |
|------------|----------|--|---|
| 2008.8.1   | 住建部      | 《关于进一步加强住宅装饰装修管理的通知》                                   | 要求各地制定出台相关扶持政策，引导和鼓励新建商品住宅一次装修到位或采用菜单式装修模式，分步实施，逐步达到取消毛坯房、直接向消费者提供全装修成品房的目标。  |
| 2013.1.6   | 国务院办公厅   | 《关于转发发展改革委、住房城乡建设部绿色建筑行动方案的通知》                         | 提出积极推行住宅全装修，鼓励新建住宅一次装修到位或菜单式装修，促进个性化装修和产业化装修相统一。  |
| 2015.10.30 | 北京市住建委   | 《关于在本市保障性住房中实施全装修成品房交房有关意见的通知》                         | 要求市保障房全面推行全装修。  |
| 2016.2.22  | 国务院办公厅   | 《关于进一步加强城市规划建设管理工作的若干意见》                               | 发展新型建造方式，大力推广装配式建筑，力争用10年左右时间，使装配式建筑占新建建筑的比例达到30%；完善部品部件标准，实现建筑部品部件工厂化生产  |
| 2016.9.27  | 国务院办公厅   | 《国务院办公厅关于大力发展装配式建筑的指导意见》                               | 要求推进建筑全装修。实行装配式建筑装饰装修与主体结构、机电设备协同施工。积极推广标准化、集成化、模块化的装修模式，促进整体厨卫、轻质隔墙等材料、产品和设备管线集成化技术的应用，提高装配化装修水平。推行工程总承包。装配式建筑原则上应采用工程总承包模式。 |
| 2016.11.10 | 上海市住建委   | 《全国装配式建筑工作现场会》   | 自2017年起，外环线以内城区新建商品住宅实施全装修的比例要达到100%，其它地区达到50%。   |
| 2016.12.3  | 山东省住建厅   | 《山东省建筑设计和装修服务业转型升级实施方案的通知》                             | 要求大力推广住宅精装修，推进土建装修一体化，推广精装修和装修工程菜单式服务。2017年，设区城市新建高层住宅实行全装修；2020年，新建高层、小高层住宅淘汰毛坯房。  |
| 2017.3.16  | 湖北省政府办公厅 | 《关于大力发展装配式建筑的实施意见》                                     | 计划在发展装配式建筑的同时积极推行建筑全装修，并确定2017年7月1日起，全省新建公共租赁住房实施全装修。   |
| 2017.3.23  | 住建部      | 《“十三五”装配式建筑行动方案》<br>《装配式建筑示范城市管理办法》<br>《装配式建筑产业基地管理办法》 | 推行工程总承包。推广集成厨房和卫生间、预制隔墙、主体结构与管线相分离等技术体系。提出到2020年，城镇绿色建筑占新建建筑比重达到50%，新开工全装修成品住宅面积达到30%。  |
| 2017.5.4   | 住建部      | 《建筑业发展“十三五”规划》   | 到2020年，城镇绿色建筑占新建建筑比重达到50%，新开工全装修成品住宅面积达到30%，绿色建材应用比例达到40%   |
| 2017.05.23 | 海南省政府    | 《海南省商品住宅全装修管理办法（试行）》                                   | 海南将全面实施商品住宅全装修，装修费用将纳入到商品住宅总价，成为我国首个全面施行商品住宅全装修的省份。   |
| 2017.8.2   | 苏州市政府    | 《市政府办公室印发关于推进装配式建筑发展加强建设监管的实施细则（试行）的通知》                | 明确新建普通商品住房应实施全装修，其他居住建筑倡导实施全装修。   |
| 2017.12.7  | 浙江省住建厅   | 《关于加快推进住宅全装修工作的指导意见》                                   | 明确住宅全装修实施范围为各市、县(市、区)中心城区，出让或划拨国有土地上的新建住宅，推行全装修，实现成品交房。   |
| 2018.1     | 河南住建厅    | 《关于加快发展成品住宅的指导意见》                                      | 全省新建商品住宅，100%全装修  |
| 2018.9     | 成都市人民政府  | 《进一步加快推进我市成品住宅发展的实施意见》                                 | 到2022年底，成都市新开工商品住宅和保障性住房成品住宅面积比例达到100%。   |

来源：住建部，各地方政府官网，国金证券研究所整理

- **现阶段全国精装房渗透率不高，今年相关政策再度深化打开翻倍空间。**2017年，全国精装房渗透率20%，其中一线城市渗透率较高达到86%。今年2月，住建部出台《住宅项目规范（征求意见稿）》，要求新建城镇建筑应100%全装修交付。相较于此前30%渗透率的目标，本次新的《规范》

要求目标更高，将再度扩大未来全国全装修房屋占比。而在全装修房屋体量快速扩大，作为验收标准的配套产品，橱柜和卫浴将是直接受益领域。因此，在国家加速推进全装修房屋发展进程之下，有理由看好今年整体橱柜和卫浴企业工程业务的快速增长。

图表 44：全国精装房渗透率



来源：观研网，国金证券研究所

- 整体卫生间行业标准实施，整装卫浴成确定性发展方向。** 住建部于去年 12 月首次发布《装配式整体卫生间应用技术标准》，并于 2019 年 1 月进行公示，该标准于 5 月 1 日正式实施。本次实施的标准包括了建筑装配式整体卫生间的设计选型、生产运输、施工安装、质量验收及使用维护等各方面的详细考核标准。实际上在近两年的时间内，不仅传统卫浴制造企业正加速布局整装卫浴业务，万科、碧桂园等国内龙头房企，也已开始通过自建产能或是外协生产等方式对配套整装卫浴进行布局。也就是说，整装卫浴已经成为中游卫浴制造企业和下游地产企业必争的一块市场。我们认为，首先借助本次标准的实施，让整装卫浴成为一个“有标可依”的行业，成为后续大规模推广的重要基础。其次，深化确立了在国家推进全装修房屋发展过程中，整体卫生间的重要性，为整装卫浴企业 To B 端市场打开需求。最后，现阶段整装卫浴业务布局完善，产能逐步释放且与大型地产企业合作已有在手订单的上市企业最为受益。

图表 45：整装卫浴龙头企业拓展业务模式对比表

| 公司代码      | 公司简称 | 主营业务             | 整装卫浴拓展模式  | 布局策略   |
|-----------|------|------------------|-----------|--|
| 002084.SZ | 海鸥住工 | 卫浴、水暖等<br>高端五金部件 | 传统卫浴+整装卫浴 | 早在 2015 年 11 月便设立海鸥有巢氏开展整装卫浴业务，此后又非公开发行股票募集资金 4 亿元进行收购和生产基地建设，目前拥有苏州、青岛两大生产基地，年产能可达 22 万。至 2018 年，公司已成为万科集团、龙湖地产等供应商。  |
| 603385.SH | 惠达卫浴 | 卫生洁具、陶<br>瓷砖     | 传统卫浴+整装卫浴 | 2018 年 5 月设立惠达住工，2018 年 6 月正式启动整装卫浴项目，拟根据市场情况分期投资 3 亿元，占地 200 亩，厂房面积 85000 平方米，建成后将形成年产 15 万套整体卫浴产品的产能，预计 2019 年 5 月投产。  |
| 002798.SZ | 帝欧家居 | 卫生洁具、陶<br>瓷砖     | 传统卫浴+整装卫浴 | 帝欧家居将亚克力卫生洁具专用板运用于座便器、面盆等产品的声场，为消费者提供个性色彩整装卫浴空间的解决方案。  |
| 000002.SZ | 万科 A | 地产开发和物<br>业服务    | 集采整装卫浴产品  | 2009 年，万科开始战略性使用整装卫浴，2012 年，万科惠州双月湾度假区项目引进 4128 套科逸整装浴室，2013 年在营口万科海港城安装 950 户整装卫浴，2016 年万科更是大规模招标集采整装卫浴 50000 套，接近于 2014 年万科交付新房总量（120000 套）的一半。目前万科已与国内知名整装卫浴供应商苏州科逸、广州鸿力、禧屋卫浴和海鸥福润达签订长期合作协议 |
| 03990.HK  | 美的置业 | 地产开发             | 自主研发生产    | 美的置业将整装卫浴设为 2019 年重要发展战略，业绩报告中称公司 2018 年已经引入日本整装卫浴技术，拟和业内知名企业设立合资公司。同时，美的置业首家装配式建筑工厂已经动工，将   |

| 公司代码     | 公司简称 | 主营业务 | 整装卫浴拓展模式      | 布局策略  |
|----------|------|------|---------------|---|
| 02007.HK | 碧桂园  | 地产开发 | 集采整装卫浴产品+自主研发 | 覆盖装配式建筑的研发、设计、生产及施工，并提供整体卫浴、整体厨房等产品。<br>碧桂园在 2017 年年报中透露目前正在 111 个项目推广全新 SSGF 建造技术工法，此法下的整装卫浴底盘一体成型，通过工厂化生产，现场可整体吊装或现场拼装。今年 2 月，碧桂园集团与子公司现代驻美家居投资 23 亿建立 1000 亩家居产业园，主要从事整装卫浴、智能家居产品的生产 |

来源：Wind&公司公告&搜狐新闻&网易家居，国金证券研究所

- 2015 年起，中央及各地方政府租售并举、商改住、租赁税收优惠等一系列支持政策。上海、南京等十二个租赁市场重点城市，在进行租赁土地出让过程中，都对装配式建筑比例均有较严格比例规定，租赁用地与装配式建筑实现深度绑定。长租公寓装修成本较低且风格统一，同时批量化施工、标准化操作，为装配式建筑提供了机会。另一方面，结合多数长租公寓卫生间防水时间要达到 20 年以上的要求来看，整装卫浴突出的防渗漏性则非常适用。因此，我们认为，长租公寓的兴起能够进一步打开整装卫浴的市场需求。

图表 46：长租公寓政策梳理

| 时间               | 颁发部门              | 主要内容  |
|------------------|-------------------|---|
| 2015 年 1 月 6 日   | 住建部               | 建立多种渠道，发展租赁市场。  |
| 2015 年 11 月 22 日 | 国务院办公厅            | 关于加快发展生活性服务业促进消费结构升级的指导意见：积极发展短租公寓、长租公寓等满足广大人民群众消费需求的细分业态。  |
| 2015 年 12 月 21 日 | 中央经济工作会议          | 鼓励个人和机构买存量房出租。  |
| 2016 年 3 月 5 日   | 《2016 年国务院政府工作报告》 | 建立租购并举的住房制度。  |
| 2016 年 4 月 15 日  | 发改委               | 加快培育和发展住房租赁市场。  |
| 2016 年 6 月 3 日   | 国务院               | 《关于加快培育和发展住房租赁市场的若干意见》  |
| 2016 年 12 月 16 日 | 中央经济工作会议          | 加快住房租赁市场立法。   |
| 2017 年 4 月 1 日   | 住建部、国土资源部         | 关于加强近期住房及用地供应管理和调控有关工作的通知：增加租赁住房有效供应。建立健全购租并举的住房制度，培育和发展的住房租赁市场。将新建租赁住房纳入住房发展规划，采用多种方式增加租赁住房用地有效供应。 |
| 2017 年 5 月 20 日  | 住建部               | 住房租赁和销售管理条例（征求意见稿）  |
| 2017 年 8 月 28 日  | 住建部、国土资源部         | 利用计提建设用地建设租赁住房试点方案：确定第一批在北京、上海、沈阳、南京、合肥、厦门、郑州、武汉、广州、佛山、肇庆、成都等 13 个城市开展利用集体建设用地建设租赁住房试点。             |
| 2017 年 12 月 20 日 | 中央经济工作会议          | 加快建立多主体供应、多渠道保障、租购并举的住房制度   |

来源：住建部&政府工作报告，国金证券研究所整理

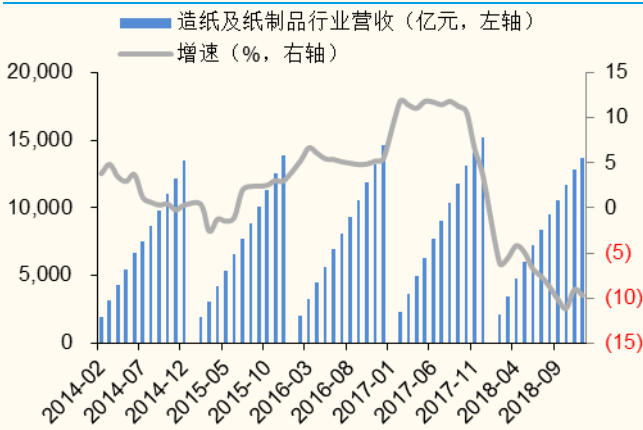
### 造纸板块：包装纸短期有涨价可能不改全年承压预期，贸易战对浆纸系品种影响有限

#### 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。

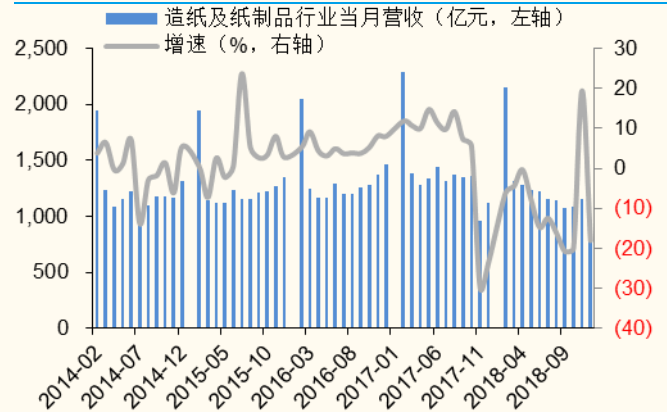


图表 47: 造纸及纸制品行业累计营收&增速



来源: wind, 国金证券研究所

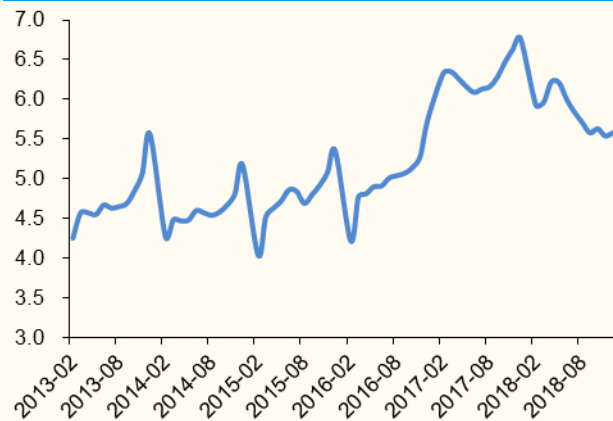
图表 48: 造纸及纸制品行业当月营收&增速



来源: wind, 国金证券研究所

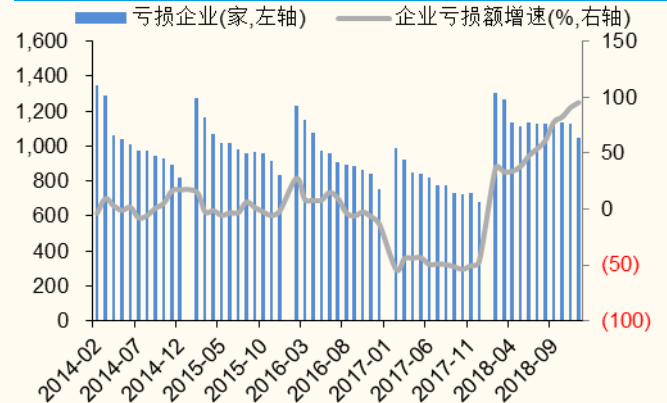
- 造纸及纸制品行业盈利能力下降, 亏损企业增多。2018 年, 造纸及纸制品行业销售利润率为 5.58%, 环比小幅提升 0.04pct., 而同比却下降 1.19pct., 与 18 年初相比行业利润率也下降了 0.35pct.。伴随行业盈利能力的下降, 亏损造纸企业明显增加, 2018 年全年累计亏损企业 1045 家, 与 2017 同期相比增加 368 家, 占整体造纸及纸制品企业的 15.58%。亏损企业累计亏损额 80.1 亿元, 同比 95.37%。

图表 49: 造纸及纸制品行业销售利润率 (%)



来源: wind, 国金证券研究所

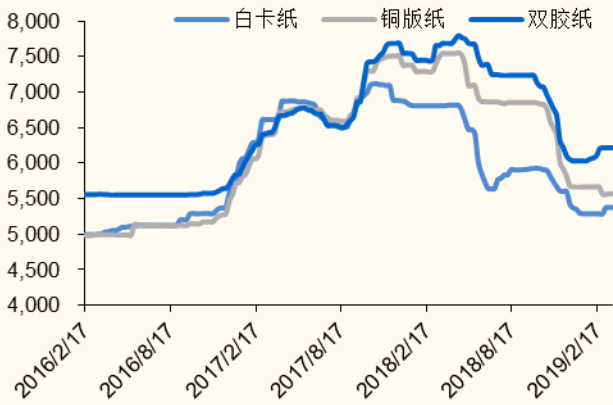
图表 50: 造纸及纸制品企业亏损加速



来源: wind, 国金证券研究所

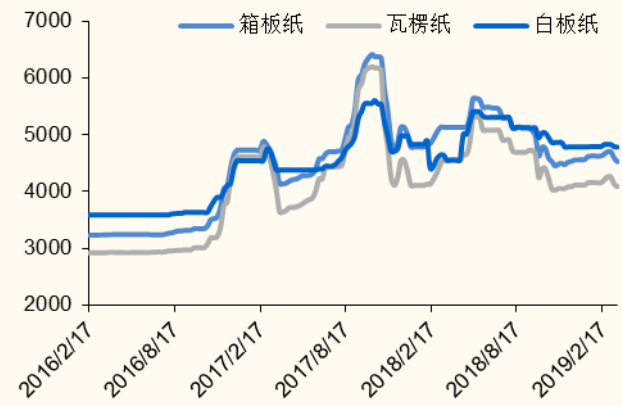
- 纸价上涨承压为行业景气度下行的主要原因。2016 年底开始, 国内成品纸价格开始出现稳步上涨, 而到 2017 年 Q3 之后纸价更是迎来一轮暴涨, 其中受环保高压、外废配额收紧等政策影响, 全年三季度内箱板纸价格暴涨 45.80%, 瓦楞纸暴涨 58.51%。而进入 2018 年之后, 受国废价格高位震荡后调整, 以及经济增长放缓导致下游需求减弱的影响, 纸价上行承压。2018 年内成品纸价格平均下跌 6.66%, 其中浆纸系品种铜版纸下跌 18.59%, 双胶纸下跌 16.37%跌幅较大。我们认为, 纸价上涨承压导致了行业整体景气度下行, 同时 18 年 Q4 成品纸均价同环比的下跌造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

图表 51: 浆纸系纸品价格走势



来源: 纸业联讯, 国金证券研究所

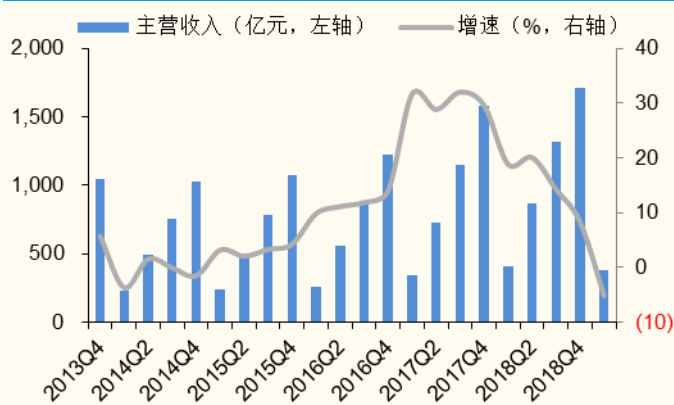
图表 52: 废纸系纸品价格走势



来源: 纸业联讯, 国金证券研究所

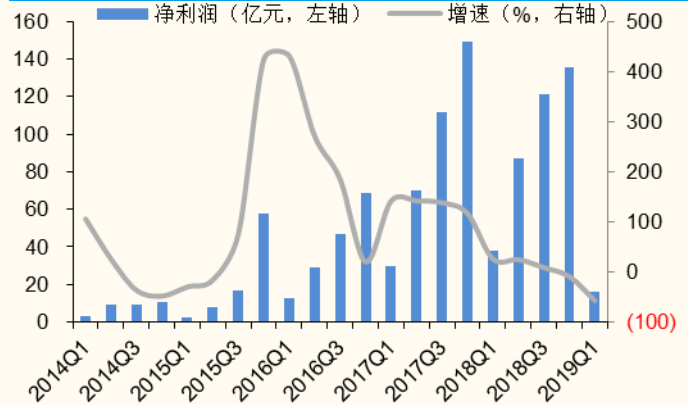
- 行业高景气度周期已过, 收入与利润增速齐降。2018 年与 19Q1 单季, 造纸行业整体营收分别为 1,714.97 亿元和 383.67 亿元, 同比变动 8.30% 和 -5.13%。相比于收入端, 造纸行业净利润端增速降幅更大, 2018 年和 19Q1 单季净利润增速分别下滑 9.08% 和 56.85%。盈利方面, 2018 年毛利率和净利率分别为 21.86% 和 7.9%, 较 2017 年分别下降 2.37pct. 和 1pct.。19Q1 造纸企业盈利进一步放缓, 毛利率仅 17.48%, 净利率降至 4.77%。根据我们监测的纸价数据来看, 无论是浆纸系还是废纸系, 2018 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 53: 造纸行业收入增速



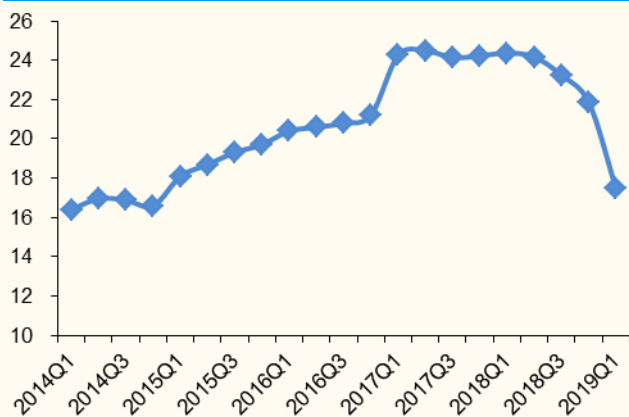
来源: wind, 国金证券研究所

图表 54: 造纸行业净利润增速

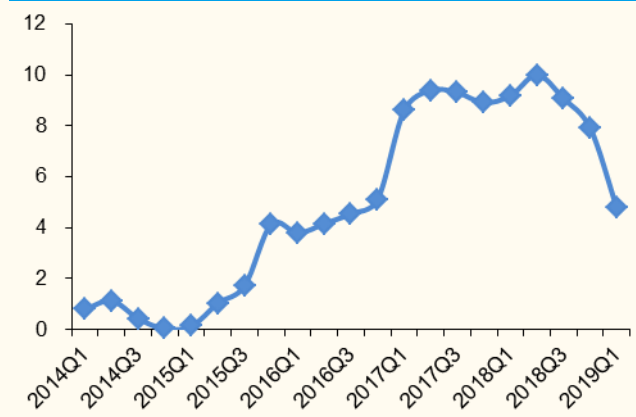


来源: wind, 国金证券研究所

图表 55: 造纸行业毛利率变化情况



图表 56: 造纸行业净利润率变化情况

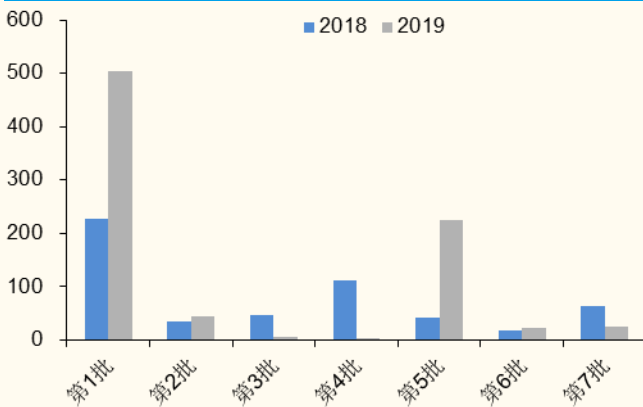


来源: wind, 国金证券研究所

来源: wind, 国金证券研究所

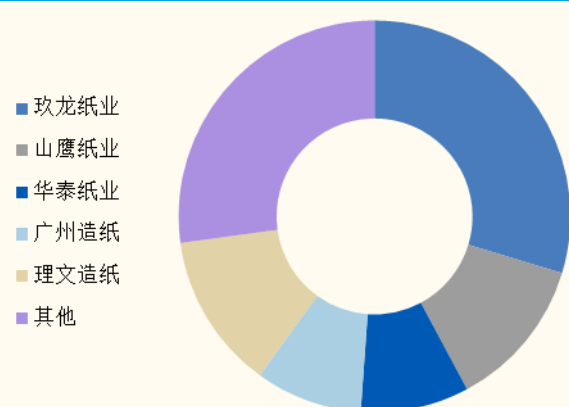
- **外废配额审批大幅收紧, 且持续向大厂集中。**2017年12月底, 环保部出台《进口废纸环境保护管理规定》, 并于2018年内开始实施。2018年, 环保部共批复26批次外废配额, 累计批复总额1815.56万吨, 较2017年11批次外废配总量减少35%左右。从获批企业上看, 2017年约有139家企业获得外废配额, 而2018年仅有65家, 且获批配额向大厂集中趋势日趋明显。2017年配额或批量排名前五的企业, 其配额占比为62.82%, 而2018年前五名企业占比达到72.21%, 其中玖龙、理文、山鹰的外废获批配额在总配额中占比, 分别提升4.32pct、0.69pct和1.69pct。
- 进入2019年, 该趋势仍未发生变化, 虽然目前已批复的前7批配额总量多于2018年前7批, 但配额或批量排名前五的企业, 其配额占比超过72%。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。但中长期来看, 近两年相对为包装纸新产能投放大年。去年箱板纸预期新增产能136.50万吨, 瓦楞纸新增294万吨, 而今年预计箱板瓦楞纸合计新增总产能500万吨左右。在国内下游需求未出现明显复苏, 以及中美贸易战的影响, 我们认为, 包装纸现阶段提价属于短期行为持续性较弱。

图表 57: 2018 年和 2019 年前 7 批外废配额对比



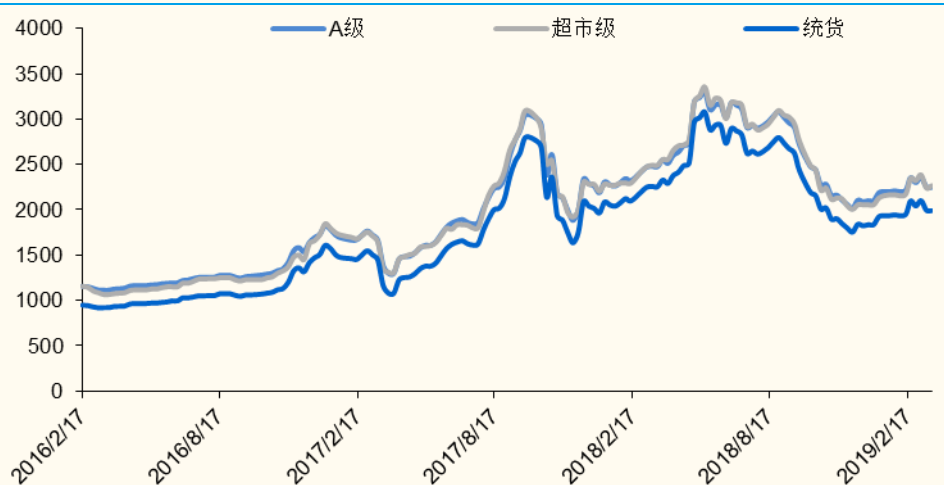
来源: 纸业联讯, 国金证券研究所

图表 58: 2019 年前 7 批外废配额前五名企业



来源: 纸业联讯, 国金证券研究所

图表 59: 废黄板纸价格走势

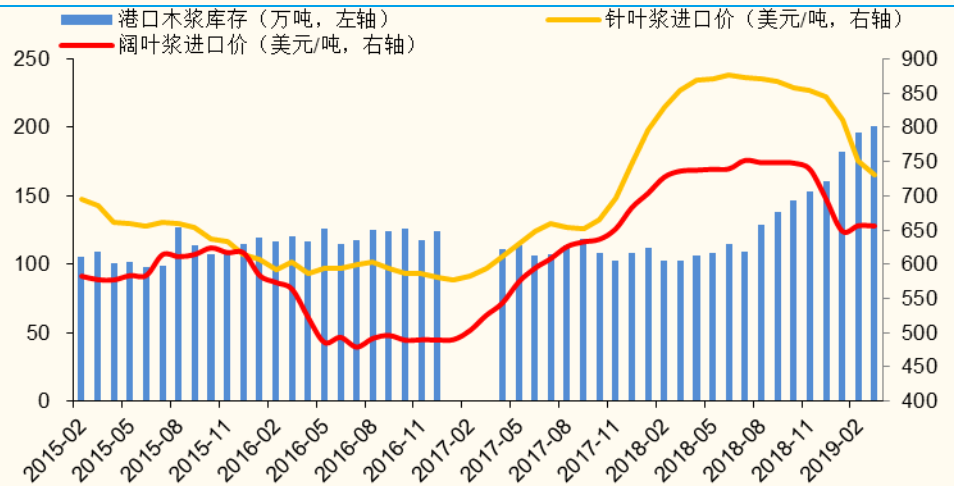


来源: 纸业联讯, 国金证券研究所

- **港口库存高企压制浆价。**国内进口针阔叶浆价格基本于去年9-10月出现高点, 去年11月至今年1月进口浆价出现下跌, 2-3月价格基本企稳。今年

3月针叶浆进口价同环比下跌14.45%和2.81%，阔叶浆价格同环比下降10.92%和0.08%。我们认为，进口浆价今年内价格走弱与国际港口木浆库存提升有直接关系。今年3月，港口木浆库存200.97万吨，同环比增长96.77%和2.5%。库存高企对应全球下游木浆消费需求增长不明显，从而导致进口价格承压。另一方面，叠加今明两年全球木浆将新增产能超过300万吨的因素，整体上我们认为浆价后续还有向下调整的空间。

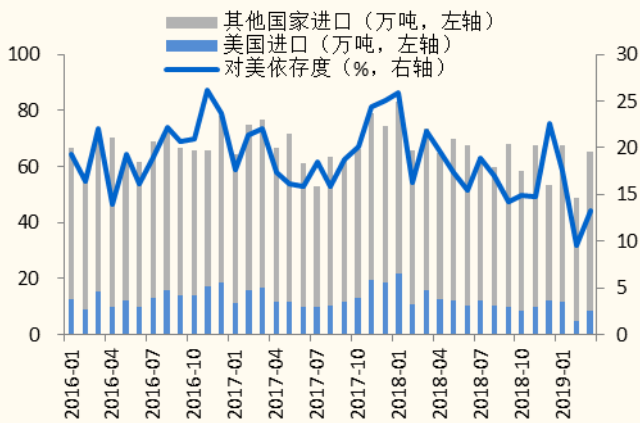
图表 60：国际港口木浆库存高企



来源：wind，国金证券研究所

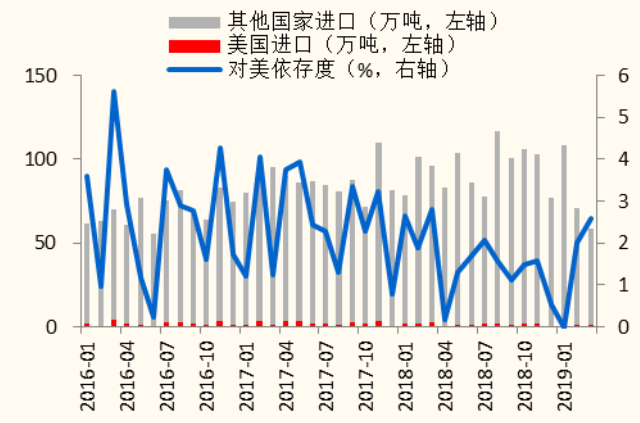
- **中美贸易战真的会影响浆价和国内纸价吗？** 短期中美贸易战，中国开始对美进口木浆实施关税上调，但真的会影响到未来几个月进口木浆到港价和国内纸价吗？**从数据上看有影响，但并不是很大。**
- 1) 目前看，中国对美国首批加税进口商品中，对“纸浆制的滤块、滤板及滤片”加征20%关税，2018年该品种进口规模为230.26万元，量级并不大。即便加上加征5%关税的“纸浆、纸、纤维素絮纸或纤维素纤维网纸制的其他家庭、卫生或医院用品”，合计进口金额也只有接近700万美元的规模；2) 目前，中国对美国进口针叶浆存在相对较高依赖度，今年3月从美国进口针叶浆占比达到13.23%。相比之下，中国对于在美进口的阔叶浆依赖度要小得多。而在2018年，中国合计对外进口木浆总量为1,923.19万吨，其中针叶浆占比41.32%，阔叶浆58.68%。而从美国进口的木浆在总进口木浆数量中占比为8.52%。
- 综合来看，中国对美国木浆加征关税，国内纸企进口木浆价格的直接影响其实并不大，但短期会在情绪面上对国际木浆的贸易价格形成利空影响。另一方面，人民币贬值也将增加以进口浆为原材料纸企的成本。我们预期，短期内国际浆价有上涨的可能，Q2-Q3期内国内纸企成本端的压力将开始逐步出现。我们认为，未来几个月内，生活用纸企业的成本将会有所提升，对毛利率形成压制；而文化纸则有可能在原材料涨价的牵动之下，出现一轮提价，尤其是在进入6-8月下游开学备货旺季期间内。

图表 61：中国在美进口针叶浆情况



来源：wind，国金证券研究所

图表 62：中国在美进口阔叶浆情况



来源：wind，国金证券研究所

### 总结

- 年初至今轻工制造行业整体表现弱于大盘，分行业看，我们仍然首推包装印刷板块。我们认为，造纸与包装行业之间的“跷跷板”效应将会持续深化，年内纸包装上市公司依然有盈利修复预期。另一方面，Q1 期内，新型烟草、工业大麻等主题持续火热，以上两大主题后续仍将持续受益国内外政策边际变化。推荐核心业务增长稳健，存在边际改善、估值提升预计以及业务多元化布局的个股：**吉宏股份、劲嘉股份、合兴包装**。家用轻工板块受资产减值集中爆发影响，18Q4 单季度出现亏损。今年 Q1 期内，受益商品房竣工数据的良好表现，定制家居板块迎来估值修复行情。今年内，我们认为，拥有新产能投放的区域将成为定制龙头公司订单增长的核心区域。另一方面，伴随国家全装修房屋政策的逐步深化，以及长租公寓市场的兴起，橱柜和整装卫浴行业将会持续受益。推荐年内实现全国产能布局，以及工程业务放量的定制龙头**欧派家居、索菲亚和尚品宅配**，建议关注整装卫浴产能开始释放，并于去年开始兑现收入的海鸥住工。造纸行业整体大周期已经结束，目前行业景气度有所下降。包装纸近年新增产能多，较难支持纸价维持高位，但 5 月后纸企发布涨价函，短期有利于盈利提升。中美贸易战升级，中国对美进口纸浆加征关税，但我们认为对浆价的直接影响较小，不过受制于人民币贬值，浆纸系企业 Q2-Q3 期内成本压力将出现。推荐木浆自给率高，拥有成本优势的**太阳纸业**；同时推荐实施供应商调整，降低在美木浆进口的**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