

## 轻工制造：月观点

### 拥抱通胀主线标的，家具增速平稳后续分化

#### 核心观点：

- **月观点：**拥抱通胀主线标的，家具预计上半年增速平稳，中长期看好太阳纸业

**必选：**看好文具（晨光文具）与生活用纸（中顺洁柔）的原因：（1）4月增值税降低+4月通胀提升，终端定价能力强、行业格局较好的必选消费品品类有望获得超额利润；（2）宏观整体需求较弱背景下，上游原材料价格普遍处于下跌通道；（3）行业延展性强、空间大，对比海外消费升级趋势明显，公司产品结构持续升级，估值有望维持；**家具：**预计二季度景气度与一季度持平，下半年交房提速与低基数影响有望提振基本面景气度；全装修景气度领先于交房，格局更稳定，有望率先修复；关注贸易格局变化对软体的边际影响；**造纸：**Q2文化纸利润有望在纸浆下行与提价传导中实现修复，5月PMI数据显示企业有试探性主动补库存，中长期看太阳具备明显投资价值；**包装：**合兴包装PSCP模式受益于上游原材料价格回落、但受出口影响较大，长期来看具备价值，但短期合伙人模式仍在经受考验。

#### ● 行业数据更新

**家居：**上游原材料中，板材周度环比有升有降，五金材料价格环比下降0.11%，五金零部件价格环比上升0.14%。周度新房成交整体回升6.6%，其中一线城市环比提升13.6%，二线城市环比提升1%，三线城市环比回升11%；13城二手房成交量环比持平，其中一线城市环比下滑0.4%，二三线城市环比回升0.2%。

**造纸：**木浆系纸种价格稳中有升，废纸系纸种价格均有所回落。文化印刷纸市场价格平稳，纸厂价格稳定，经销商观望市场为主，白卡纸市场价格相对平稳。废纸系纸种方面，瓦楞及箱板纸市场延续下滑走势，规模纸厂根据各基地情况报价下滑50-250元/吨，生活用纸市场继续下行。原材料方面，本周各类型国废价格普跌，市场看空心态较重；木浆国内港口库存去化低于预期，进口木浆外盘报价承压，纸厂原材料刚需采购。

**包装及文娱：**社会零售总额同比增长放缓，烟草复苏趋势企稳，白酒、啤酒、软饮料4月产量同比及环比均下跌，文具办公用品零售额有所回升。2019年4月份社会零售总额当月值为30586.10亿元，同比增长7.2%；2019年4月烟草产量1784.2亿支，当月同比增长2.3%，累计同比增长6.6%；2019年4月文具办公用品零售额241.90亿元，同比增长3.6%。

#### ● 风险提示

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

#### 行业评级

买入

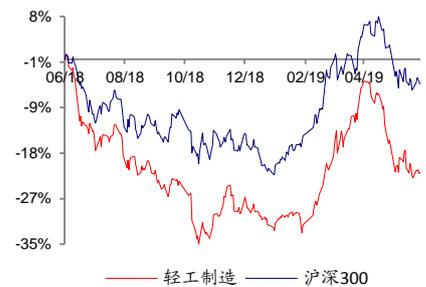
前次评级

买入

报告日期

2019-06-02

#### 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:贸易格局变动 2019-05-20

对轻工行业的一阶与二阶影响

轻工制造行业:各板块增速回落,减税+竣工+提价支撑后续 2019-05-14

基本面反转

轻工制造行业:剖析多起电子烟事件,更看好HNB方向 2019-05-13

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	11.66	2019/4/25	买入	15.00	0.60	0.74	19.4	15.8	16.6	13.3	12.2	13.0
603899.SH	晨光文具	RMB	41.93	2019/4/29	买入	42.90	1.1	1.36	38.1	30.8	25.8	21	24.2	24.1
002511.SZ	中顺洁柔	RMB	10.48	2019/4/25	买入	13.12	0.44	0.54	23.8	19.4	17.4	14.0	14.5	15.3
002078.SZ	太阳纸业	RMB	6.41	2019/4/29	买入	8.90	0.89	0.97	7.2	6.6	5.8	4.8	15.6	14.6
603833.SH	欧派家居	RMB	114.10	2019/5/9	买入	121.00	4.49	5.45	25.4	20.9	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、月观点：拥抱通胀主线标的，家具增速平稳预计后续分化，中长期看好太阳纸业.....	6
二、行业数据跟踪.....	12
2.1 家居板块：板材价格整体上升，周度商品房销售下降.....	12
2.2 造纸板块：文化用纸市场价格稳中有升，箱板瓦楞纸价格下跌.....	16
2.3 包装文娱板块：下游消费增速有所放缓.....	19
三、板块资本运作.....	24
风险提示.....	27

## 图表索引

图 1: 2019 年 1-4 月份 CPI 趋势性上行.....	6
图 2: 石油价格与纸浆内盘价格持续回落.....	6
图 3: 生活用纸人均消费较海外发达国家有较大差距.....	7
图 4: 生活用纸行业消费呈多元化发展趋势.....	7
图 5: 我国零售文具主力价格区间与海外对比 (元/支).....	7
图 6: 美国办公文具企业行业集中度.....	7
图 7: 大办公文具市场涵盖品类.....	7
图 8: 房屋竣工面积及累计同比.....	8
图 9: 地产施工、新开工、竣工累计同比增速 (%).....	8
图 10: 2019 年 1-4 月份精装盘数量及增速.....	8
图 11: 当前市场上整装开拓的主流模式.....	8
图 12: 反倾销裁定结果.....	9
图 13: 软体家具出口与内销的比重.....	10
图 14: 软体主要原材料价格.....	10
图 15: 2012 年后文化纸价格领先下游行业产成品存货 4 个月左右.....	10
图 16: 文化纸价格震荡上行, 木浆内盘价格回落 (元/吨).....	10
图 17: 太阳纸业 PB 仍有较大提升空间.....	11
图 18: 2005 年后国际纸业公司稳态 ROE 在 20%附近.....	11
图 19: 铜版纸、双胶纸吨毛利率逐步修复.....	11
图 20: 中纤板价格指数.....	12
图 21: 刨花板价格指数.....	12
图 22: 细木工板价格指数.....	12
图 23: 指接板价格指数.....	12
图 24: 五金材料价格指数.....	13
图 25: 五金零部件价格指数.....	13
图 26: 4 大一线城市新房周成交.....	13
图 27: 12 个二线城市新房周成交.....	13
图 28: 21 个三线城市新房周成交.....	13
图 29: 2 大一线城市二手房周成交.....	13
图 30: 11 个二三线城市二手房周成交.....	14
图 31: 13 城市二手房周成交.....	14
图 32: 家具行业零售额及同比.....	14
图 33: 家具行业出口额及同比.....	14
图 34: 商品房销售面积及同比.....	14
图 35: 商品房销售额及增速.....	14
图 36: 购置土地面积及同比.....	15
图 37: 商品房新开工面积及同比.....	15
图 38: 商品房施工面积及同比.....	15
图 39: 商品房竣工面积及同比.....	15

图 40: 国外家具公司 PE (TTM) (单位: 倍)	15
图 41: 国内家具公司 PE (TTM) (单位: 倍)	15
图 42: 国外家具公司 PS (TTM) (单位: 倍)	16
图 43: 国内家具公司 PS (TTM) (单位: 倍)	16
图 44: 国废价格连续下跌	17
图 45: 木浆国内现货市场价格承压下滑	17
图 46: 5 月末木浆港口库存量维持高位	17
图 47: 溶解浆价格回落至 2017 年以来低位	17
图 48: 废纸系包装纸价格普遍下跌 (元/吨)	18
图 49: 本周箱板瓦楞纸库存量整体维持小幅增加趋势	18
图 50: 双胶纸和铜版纸价格维持小幅上涨趋势 (元/吨)	18
图 51: 生活用纸市场价格维持下行趋势	19
图 52: 社会零售总额: 当月值	19
图 53: 社会零售总额: 累计值	19
图 54: 白酒产量	20
图 55: 啤酒产量	20
图 56: 软饮料产量	20
图 57: 食品饮料总产量 (白酒+啤酒+软饮料)	20
图 58: 烟草产量	20
图 59: 烟草销量结构占比	20
图 60: 卷烟工商库存	21
图 61: 卷烟商业库存	21
图 62: 消费电子—智能手机	21
图 63: 消费电子—平板电脑	21
图 64: 消费电子—PC	21
图 65: 消费电子总出货量—3C	21
图 66: 家电—空调产量	22
图 67: 家电—家用冰箱产量	22
图 68: 包装原材料价格—纸类 (元/吨)	22
图 69: 包装原材料价格—塑料 (元/吨)	22
图 70: 包装原材料价格—金属 (元/吨)	22
图 71: 包装原材料价格—玻璃 (元/吨)	22
图 72: 文具办公用品零售额累计值	23
图 73: 文具办公用品零售额单月值	23
表 1: 软体家具企业应对措施	9
表 2: 公司股份回购	24
表 3: 公司股权质押	24
表 4: 公司股权解除质押	25
表 5: 公司对外投资	25
表 6: 公司公告增、减持进度	25

## 一、月观点：拥抱通胀主线标的，家具增速平稳预计后续分化，中长期看好太阳纸业

**必选：**看好文具（晨光文具）与生活用纸（中顺洁柔）的原因：（1）4月增值税降低+4月通胀提升，终端定价能力强、行业格局较好的必选消费品品类有望获得超额利润；（2）宏观整体需求较弱背景下，上游原材料价格普遍处于下跌通道；（3）行业延展性强、空间大，对比海外消费升级趋势明显，公司产品结构持续升级，估值有望维持；**家具：**预计二季度景气度与一季度持平，下半年交房提速与低基数影响有望提振基本面景气度；全装修景气度领先于交房，格局更稳定，有望率先修复；关注贸易格局变化对软体的边际影响；**造纸：**Q2文化纸利润有望在纸浆下行与提价传导中实现修复，5月PMI数据显示企业有试探性主动补库存，中长期看太阳具备明显投资价值；**包装：**合兴包装PSCP模式受益于上游原材料价格回落，但受出口影响较大，长期来看具备价值，但短期合伙人模式仍在经受考验。

（一）必选消费品核心逻辑，相关图表与数据：

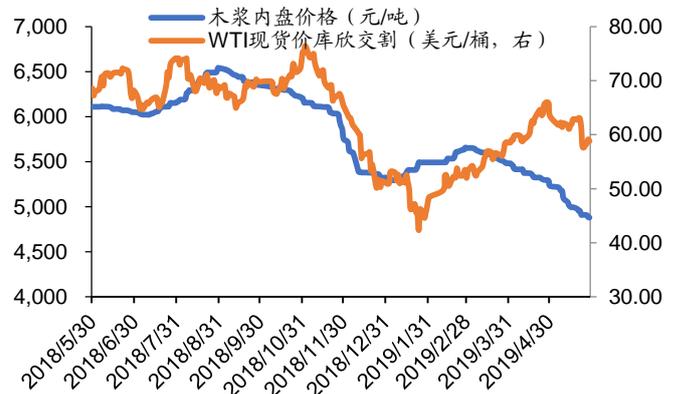
**利润率端有望超预期：**2019年1-4月份CPI同比增速从2月份开始抬升，环比增速从3月份开始转正，根据广发宏观预测未来有望持续性上行，而文具与生活用纸由于单价低使用时间短涨价不易被察觉，且产品结构升级带动价格带缓慢上移，在最终上游原材料价格（石油，纸浆）逐步回落背景下，有望获得超预期的利润增长。

图1：2019年1-4月份CPI趋势性上行



数据来源：国家统计局、广发证券发展研究中心

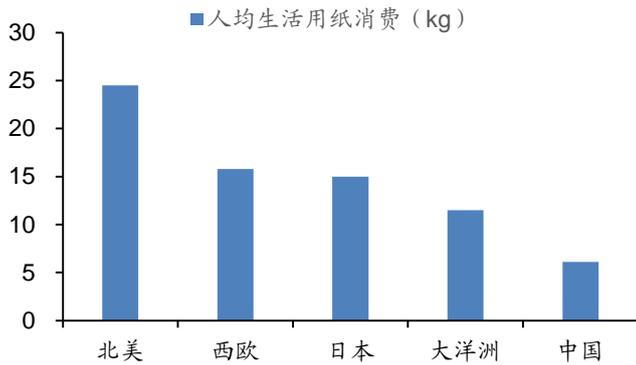
图2：石油价格与纸浆内盘价格持续回落



数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

**品类延展空间广阔集中度较低，有望获得长期估值溢价。**无论是生活用纸，还是学生文具与办公文具市场，在品类端均有大幅可延展的空间，人均使用价格均普遍低于海外，集中度方面与海外成熟市场差距明显。因此，具备优质管理层与企业文化的消费品龙头，正处在具备长期稳健增长的好赛道。我们认为，在MSCI提升中国权重外资比重持续增加的背景下，资本市场给稳健增长确定性以长期更高的估值溢价。

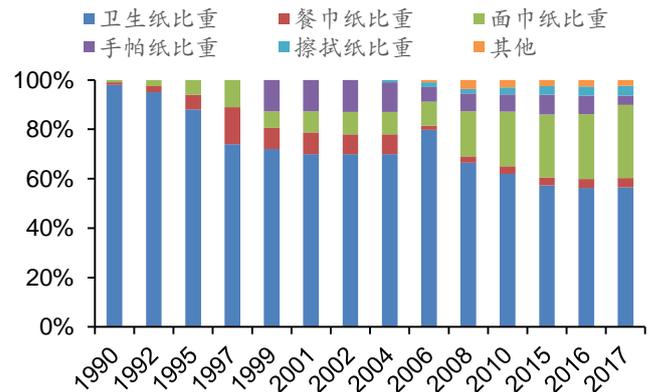
图3: 生活用纸人均消费较海外发达国家有较大差距



数据来源: RISI、广发证券发展研究中心

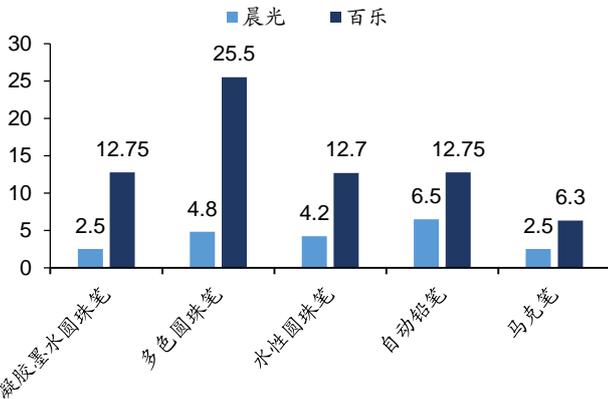
注: 中国为2017年数据, 其余为2015年数据

图4: 生活用纸行业消费呈多元化发展趋势



数据来源: 《中国生活用纸年鉴》、广发证券发展研究中心

图5: 我国零售文具主力价格区间与海外对比 (元/支)



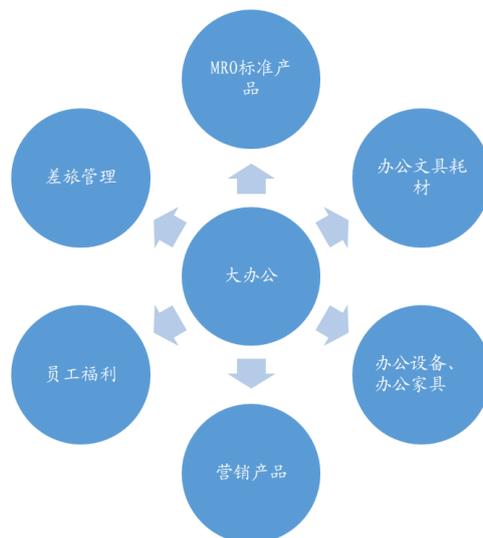
数据来源: Wind、晨光天猫旗舰店、百乐文具官网、广发证券发展研究中心

图6: 美国办公文具企业行业集中度



数据来源: 奥维云网、广发证券发展研究中心

图7: 大办公文具市场涵盖品类



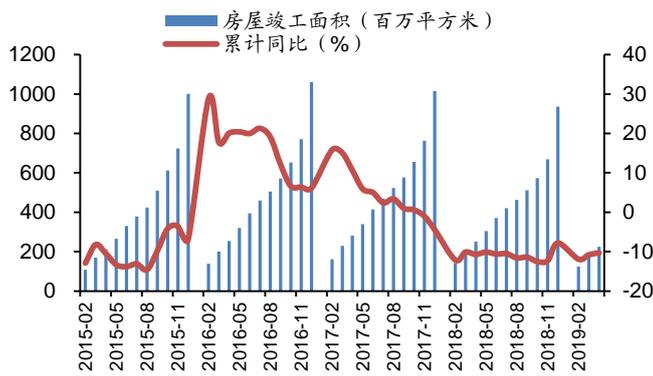
数据来源: 产业信息网、广发证券发展研究中心

(二) 家具行业核心逻辑，相关图表与数据：

行业从 4-5 月份的基本面跟踪主要得出以下几项结论：

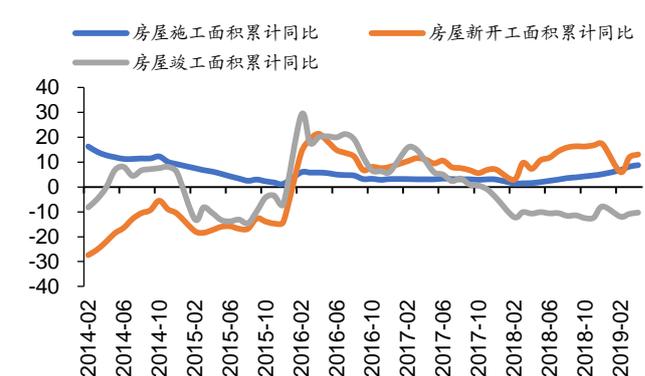
- (1) 预计定制家具行业 Q2 景气度与 Q1 持平，后续随着交房放量与低基数影响增速有望提升，仍维持 2019-2020 年交房同比增速 5-10% 预测，但快速提升的阶段要视地产企业交房节奏。年初地产流动性向好、房企加速交盘的假设，近期也受到外部货币条件的约束。

图 8：房屋竣工面积及累计同比



数据来源：国家统计局、广发证券发展研究中心

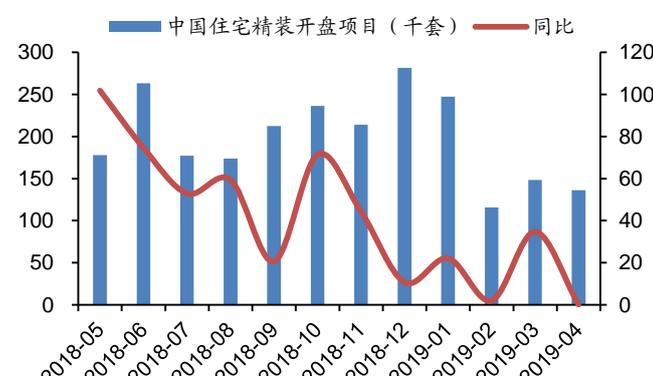
图 9：地产施工、新开工、竣工累计同比增速（%）



数据来源：国家统计局、广发证券发展研究中心

- (2) 定制零售流量受整装，大宗影响持续下滑，企业存量博弈增速分化，大宗业务增速普遍处于高增长通道；而零售流量，在一二线城市基本已经是前 10 大甚至前 5 大定制品牌相互争夺阶段，而三四五线城市仍处于下沉并摸索如何替代当地小厂过程中。预计大宗与整装对收入增长愈发重要。更看好具备全渠道拓展能力，执行力更强的欧派家居、尚品宅配等公司。

图 10：2019 年 1-4 月份精装盘数量及增速



数据来源：奥维云、广发证券发展研究中心

图 11：当前市场上整装开拓的主流模式

主要玩家及模式特点	
垂直模式	东易日盛（非标准化家装），传统家装方式
平台模式	土巴兔、爱空间、齐家网，供应链组织赋能、流量赋能
大家居模式	尚品宅配（整装云）、欧派家居（整装大家居），信息化赋能、产品赋能

数据来源：广发证券发展研究中心

- (3) 软体家具受贸易格局变化直接冲击，进出口方均在协调后续的价格调整，5 月外销订单普遍受到较大影响，此外，美国将对中国制造的床垫征收

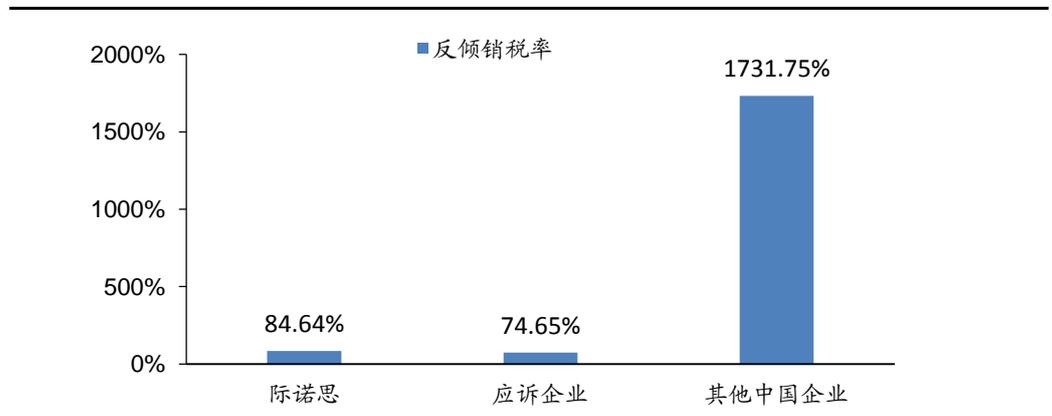
初步反倾销税，国内床垫上市公司大部分征收税率为 74.65%，但其他床垫企业税率最高可达 1731.75%，影响净利率。人民币贬值叠加原材料成本下降，预计利润影响幅度总体有限，但去年 3 月以来主流企业开启产能转移，预计中期订单影响有限，外贸订单反而有望向龙头企业集中，推动龙头市占率提升。反而值得警惕的是，原有出口加工小厂丢单后转向内销，对行业产生供给冲击拉低行业整体利润率水平。

表1: 软体家具企业应对措施

家具公司	应对措施
顾家家居	1、针对汇率波动风险，公司通过开展远期结售汇业务以确保将净风险敞口维持在可接受的水平。 2、针对国际贸易格局变化，公司积极筹建海外工厂，同时通过与客户风险共担的方式从而降低贸易变化对公司的影响。 3、外贸业务：北美市场方面，在美国推动国家本土化、营销本土化、产品本土化国家战略，国际市场方面，尝试在澳新推行国家战略策略，收入均取得较好的增幅。
喜临门	公司启动泰国生产基地项目，承接国际订单，拓展海外市场：为了减少潜在贸易壁垒带来的影响，公司在已经完成的全国东南西北中六大生产基地布局的基础上，在行业内率先启动海外生产基地项目。通过对东南亚国家的多轮考察，充分考虑到原材料供应、人力资源成本、物流运输成本、生产管理成本等诸多因素后，慎重决定启动在泰国筹建生产基地的项目，满足北美及东南亚市场需求。
敏华控股	公司 2019 财年中报披露，于回顾期，美国政府与中国政府之间发生贸易变化，对自九月起出口到美国的产品征收关税。预计将对美国出口业务的净利润率产生负面影响。为减轻关税的影响，本集团于六月在越南收购一间工厂。预计未来几年出口美国的大部分生产将转移至越南。此外，过去数月人民币兑美元贬值亦可部分缓解因关税导致净利润率降低的压力。
永艺股份	公司 2018 年报披露，公司于 2018 年 11 月在越南投资建设制造基地，越南制造基地投资总额 950 万美元。截至年报披露日，越南生产基地各项建设工作顺利推进，已实现正常生产及销售。

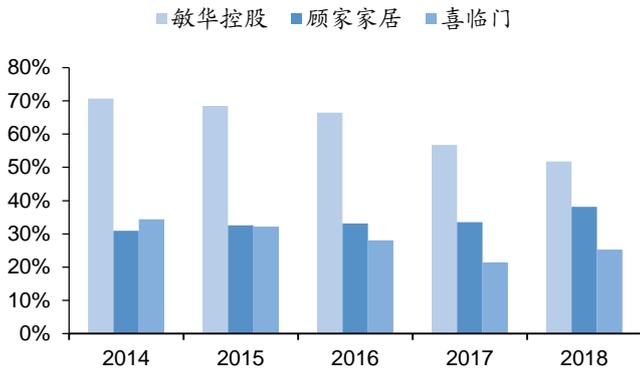
数据来源：顾家家居、喜临门 2018 年年报、敏华控股中期报告、永艺股份年报、广发证券发展研究中心

图 12: 反倾销裁定结果



数据来源：新浪、广发证券发展研究中心

图 13: 软体家具出口与内销的比重



数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

图 14: 软体主要原材料价格

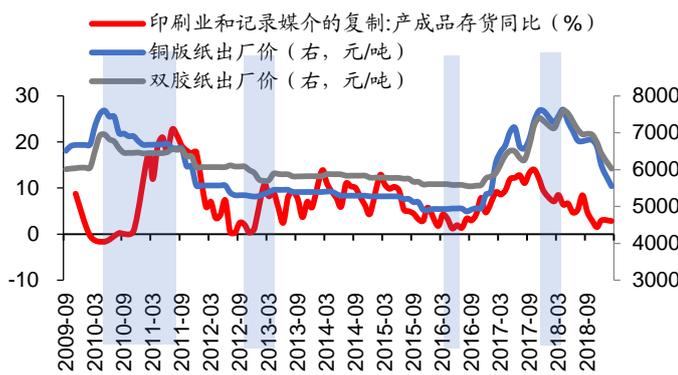


数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

(三) 造纸行业核心逻辑, 相关图表与数据:

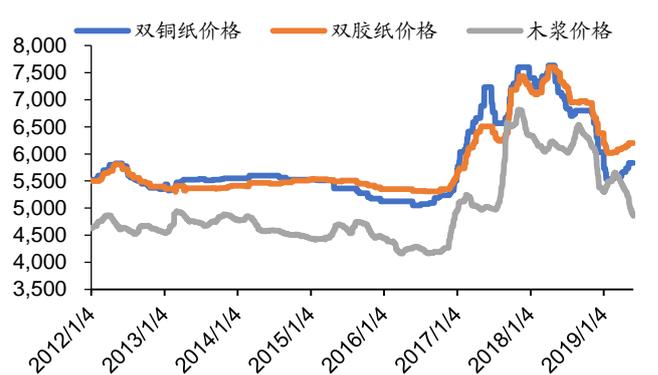
根据最新 5 月份的 PMI 数据, 企业有试探性补库存的需求, 但是在整体下游宏观需求不确定背景下力度有待观察, 至少已经走出了从去年 6 月份开始的去库存周期。造纸中文化纸供需格局较好下游需求受出口影响较低, 且全行业在经历 Q1 利润触底后, 随着纸浆价格的回落和纸种涨价落地逐步生效, 整体造纸部分利润有所回暖抬高全年利润预期。太阳纸业未来随着上游原料端项目投产产业链净利率有望提升, 由于浆比纸利润性更好, 未来 ROE 有望持续抬升, 对标美国国际纸业 20%ROE, 4%股息率下的 PB 仍有较大提升空间, 利润预期有望在 Q3 有超预期表现, 中长期仍看好太阳纸业。

图 15: 2012 年后文化纸价格领先下游行业产成品存货 4 个月左右



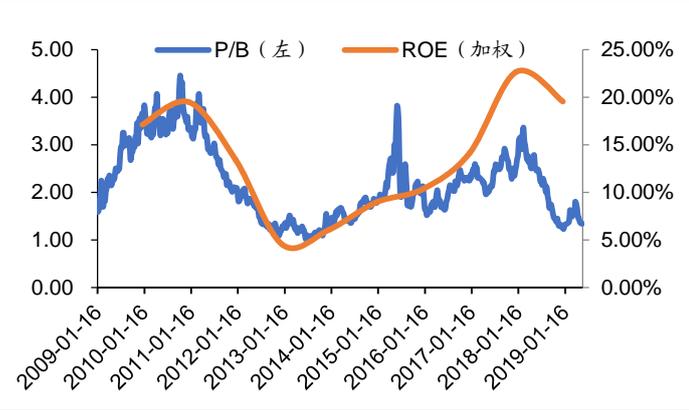
数据来源: 卓创资讯、Wind、广发证券发展研究中心

图 16: 文化纸价格震荡上行, 木浆内盘价格回落 (元/吨)



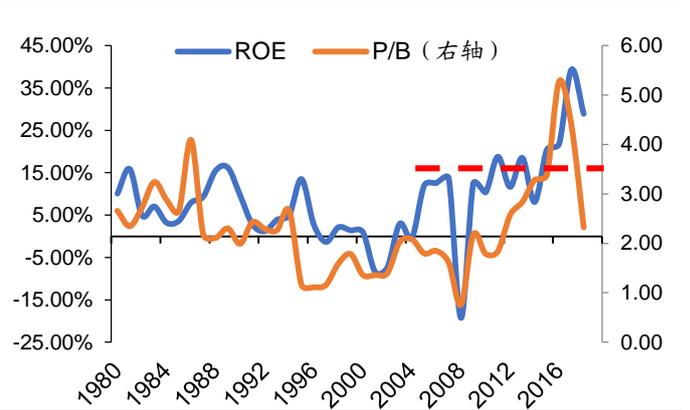
数据来源: 卓创资讯、广发证券发展研究中心

图 17: 太阳纸业 PB 仍有较大提升空间



数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

图 18: 2005年后国际纸业公司稳态ROE在20%附近



数据来源: bloomberg、广发证券发展研究中心

图 19: 铜版纸、双胶纸吨毛利率逐步修复



数据来源: 卓创资讯、广发证券发展研究中心

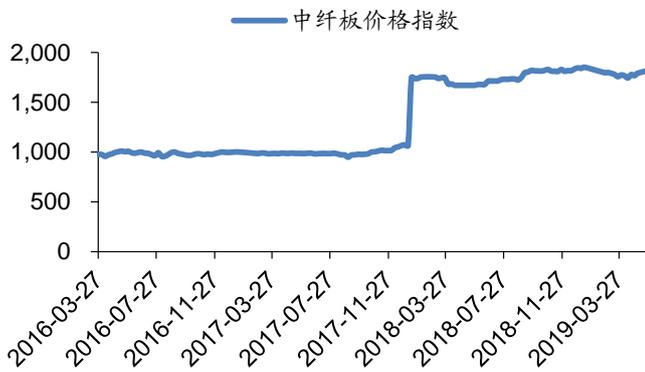
## 二、行业数据跟踪

本周家居数据主要变化：上游原材料中，板材周度环比有升有降，中纤板、指接板分别环比上升 0.32%、0.51%；刨花板、细木工板分别环比下降 0.23%、0.12%。五金材料价格环比下降 0.11%，五金零部件价格环比上升 0.14%；周度新房成交整体回升 6.6%，其中一线城市环比提升 13.6%，二线城市环比提升 1%，三线城市环比回升 11%；13 城二手房成交量环比持平，其中一线城市环比下滑 0.4%，二三线城市环比回升 0.2%。

### 2.1 家居板块：板材价格整体上升，周度商品房销售下降

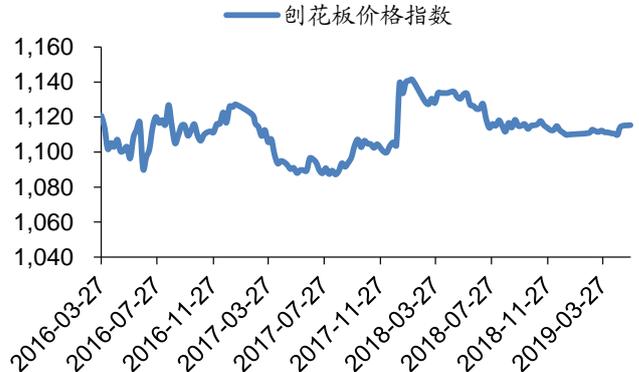
#### 2.1.1 上游原材料价格跟踪

图20：中纤板价格指数



数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

图21：刨花板价格指数



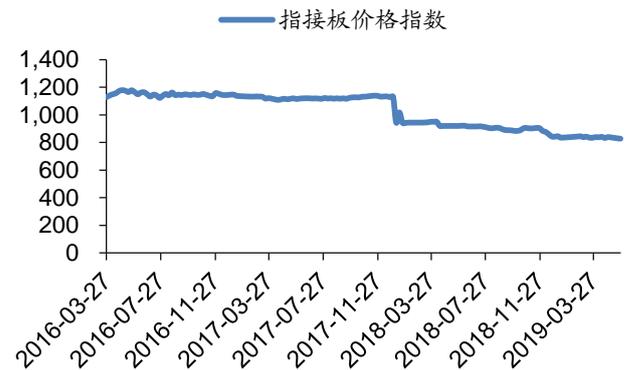
数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

图22：细木工板价格指数



数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

图23：指接板价格指数



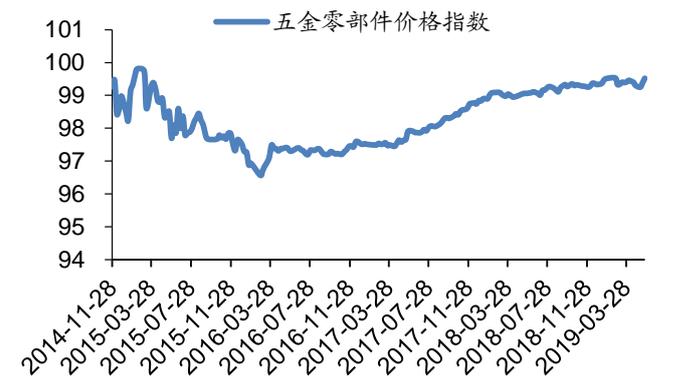
数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

图24: 五金材料价格指数



数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

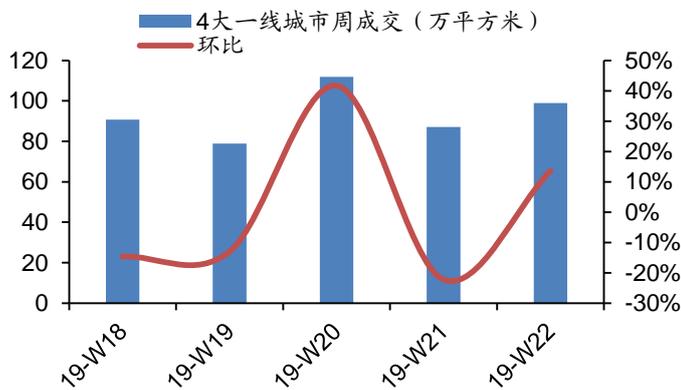
图25: 五金零部件价格指数



数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

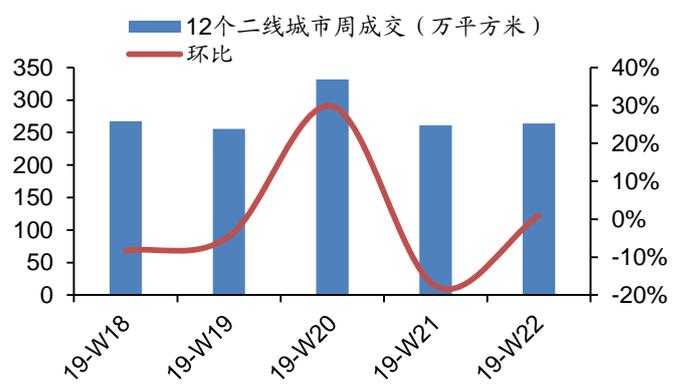
### 2.1.2 下游需求跟踪:周度新房、二手房

图26: 4大一线城市新房周成交



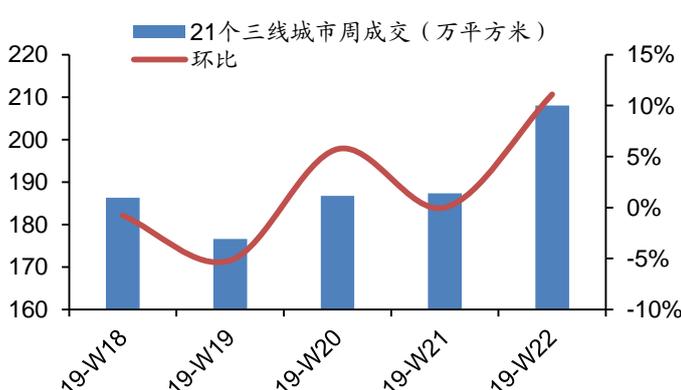
数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

图27: 12个二线城市新房周成交



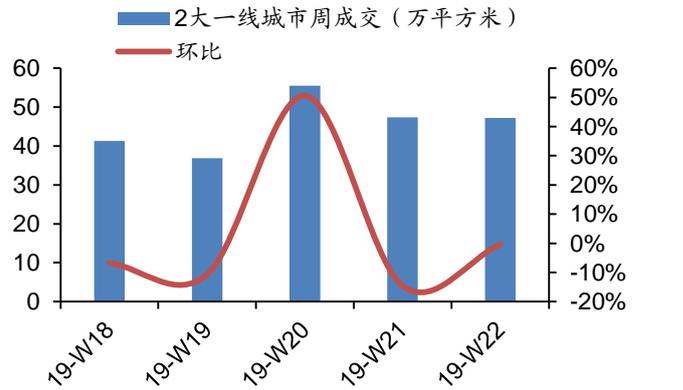
数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

图28: 21个三线城市新房周成交



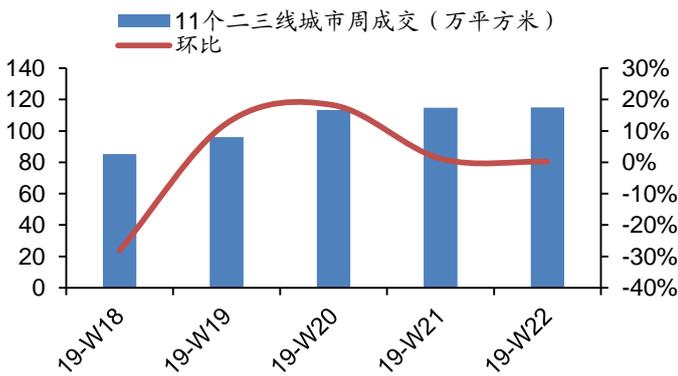
数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

图29: 2大一线城市二手房周成交



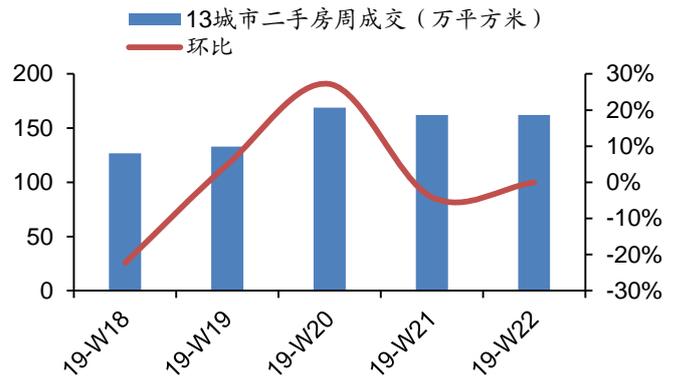
数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

图30: 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

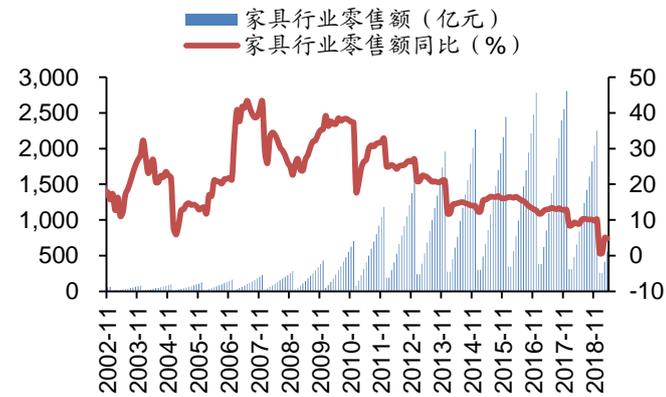
图31: 13城市二手房周成交



数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

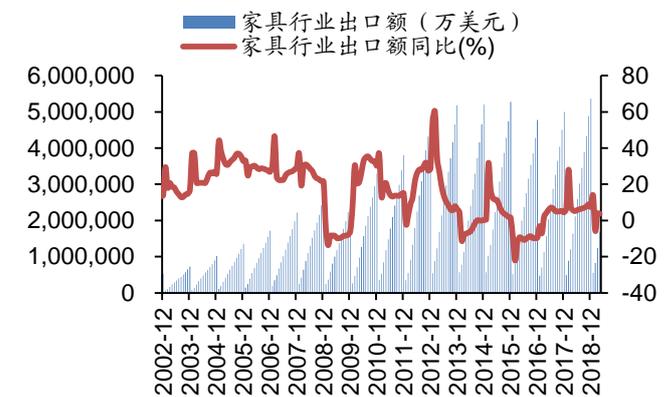
### 2.1.3家具月度数据

图32: 家具行业零售额及同比



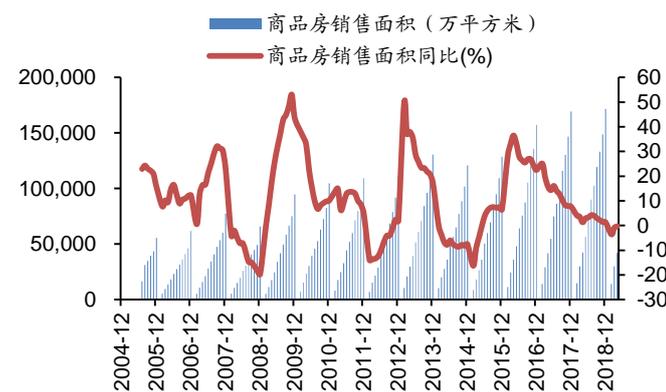
数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

图33: 家具行业出口额及同比



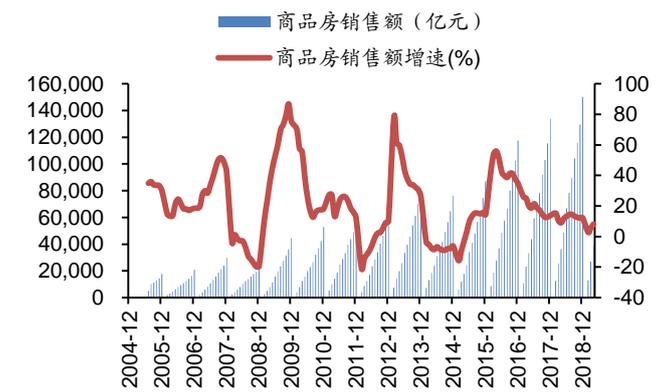
数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

图34: 商品房销售面积及同比



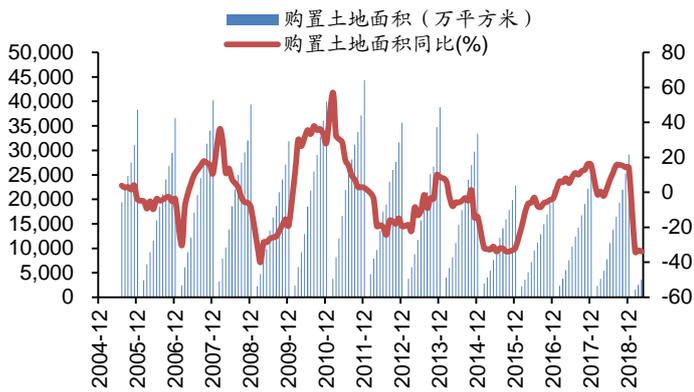
数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

图35: 商品房销售额及增速



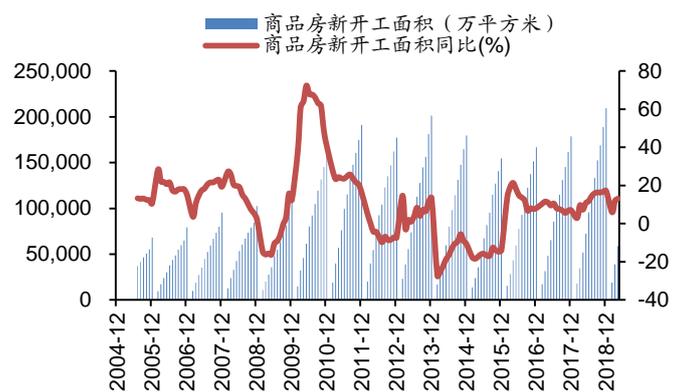
数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

图36: 购置土地面积及同比



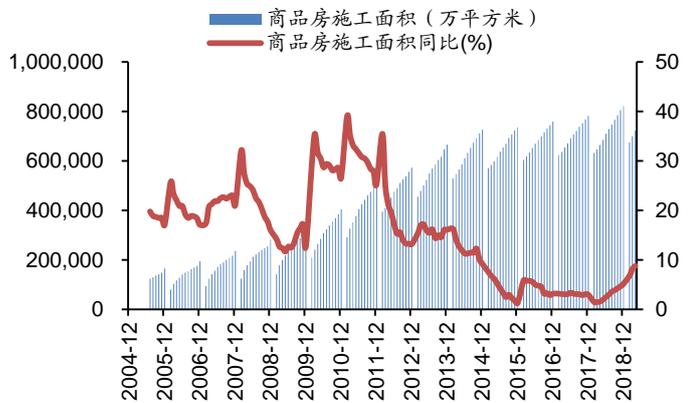
数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

图37: 商品房新开工面积及同比



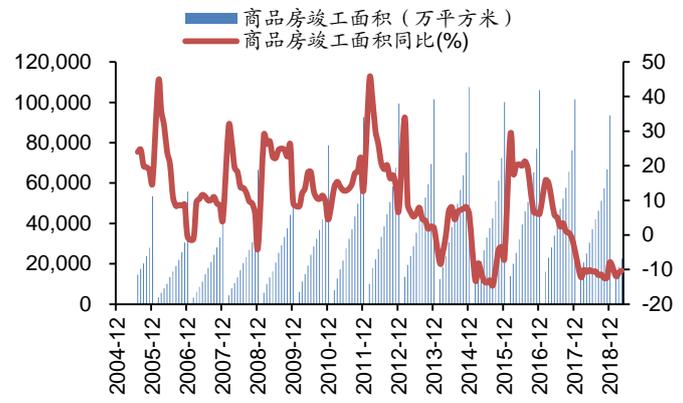
数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

图38: 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

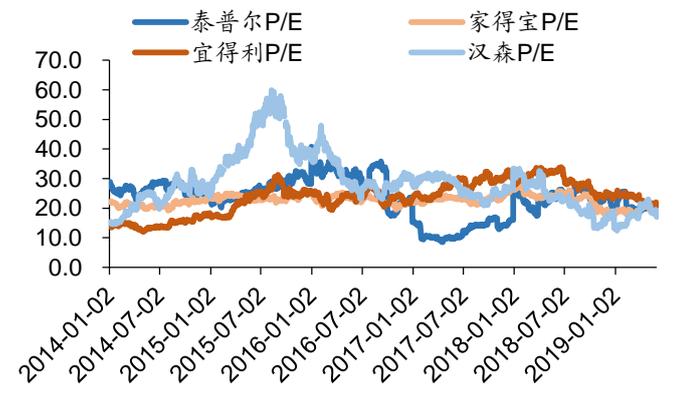
图39: 商品房竣工面积及同比



数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

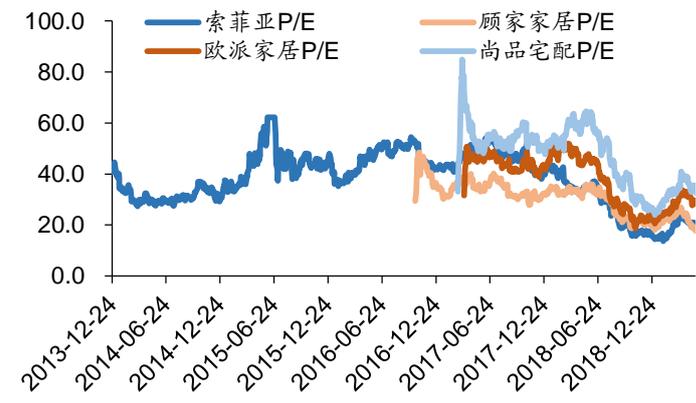
2.1.4海内外家具公司估值对比

图40: 国外家具公司PE (TTM) (单位: 倍)



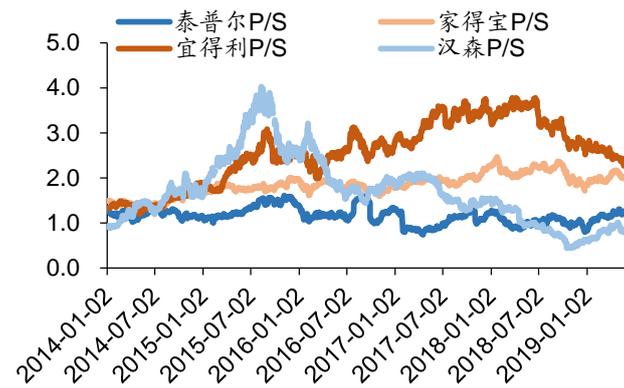
数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

图41: 国内家具公司PE (TTM) (单位: 倍)



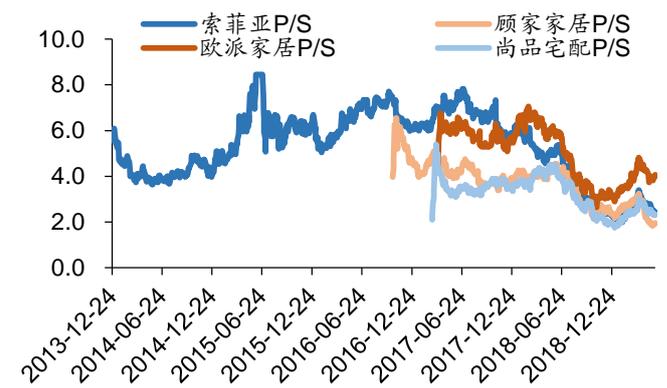
数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

图42: 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43: 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: 文化用纸市场价格稳中有升, 箱板瓦楞纸价格下跌

**总体情况:** 本周(5月25日至5月31日)木浆系纸种价格稳中有升, 废纸系纸种价格均有所回落。木浆系纸种方面, 文化印刷纸市场价格平稳, 纸厂价格稳定, 经销商观望市场为主, 刚需采购导致市场成交平淡, 观望气氛较重; 白卡纸市场价格相对平稳, 5月26日起华东及华南地区部分纸厂虽计划上调接单价, 但需求端并未跟进, 涨幅不及预期。根据卓创资讯数据, 废纸系纸种方面, 瓦楞及箱板纸市场延续下滑走势, 规模纸厂根据各基地情况报价下滑50-250元/吨, 其中华南地区中小纸企已于规模纸企调价前后陆续累积下调 50-250元/吨, 多重因素致纸企承压, 部分企业停机稳价。生活用纸市场继续下行, 河北地区木浆大轴受市场需求低迷影响, 率先下调纸价, 其他地区相继跟降。

原材料方面, 本周固废黄板纸价格走势跳水, 废旧书本纸明显下跌, 废旧报纸价格小幅跟跌, 市场看空心态较重。进口木浆外盘承压, 报价有所回落, 加之需求持续偏弱, 木浆现货市场价格承压下跌 50-100元/吨, 市场分歧较大, 卓创资讯5月对31个中大型木浆贸易商调研信息显示, 预计后市浆价下行压力较大的贸易商比重环比上升23pct至45%, 纸厂原材料刚需采购。

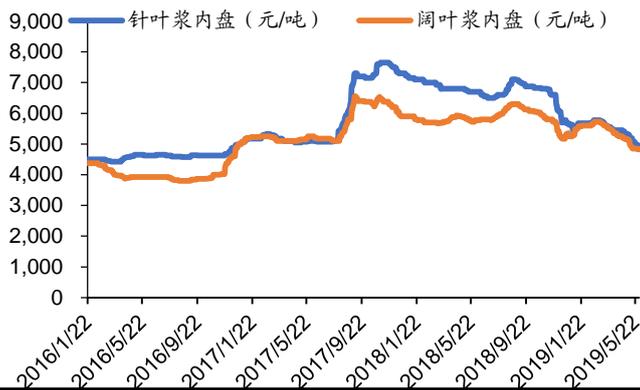
### 2.2.1 上游价格跟踪

图44: 国废价格连续下跌



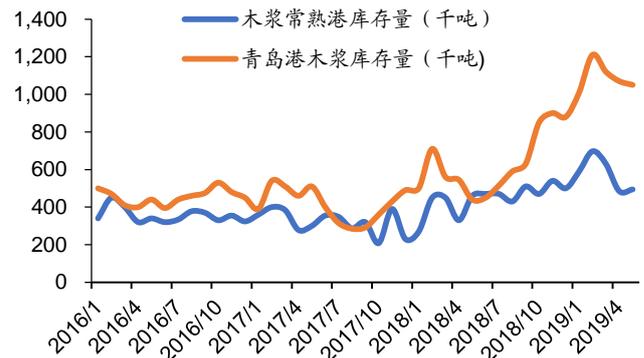
资料来源: 卓创资讯、广发证券发展研究中心

图45: 木浆国内现货市场价格承压下滑



数据来源: 卓创资讯、广发证券发展研究中心

图46: 5月末木浆港口库存量维持高位



数据来源: 卓创资讯、广发证券发展研究中心

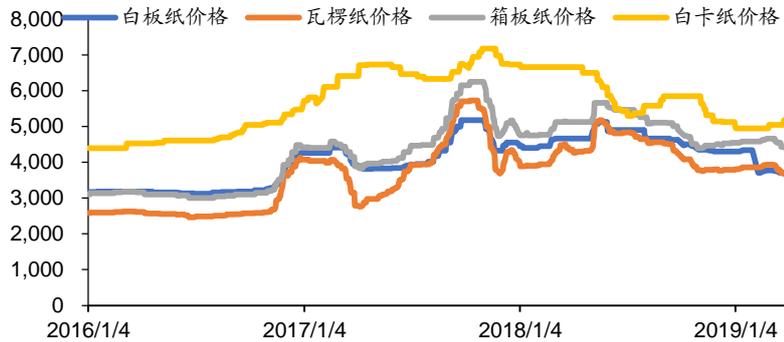
图47: 溶解浆价格回落至2017年以来低位



资料来源: wind 资讯、广发证券发展研究中心

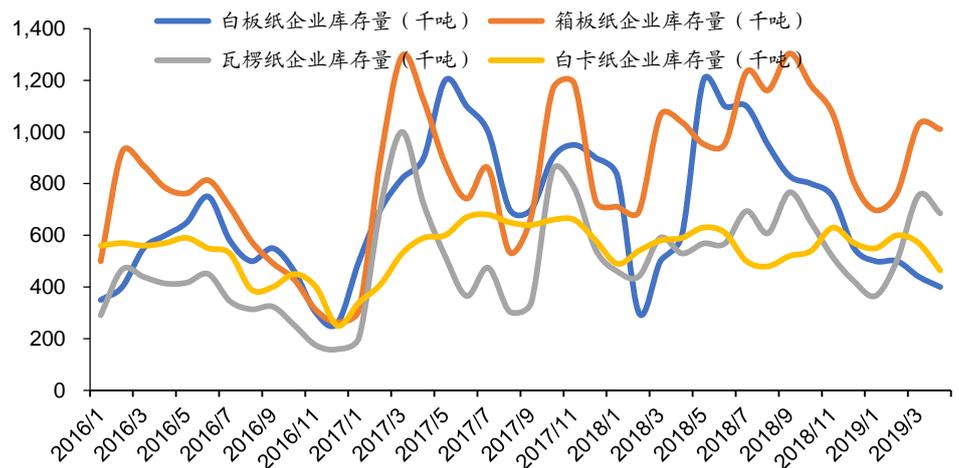
2.2.2 主要纸品价格跟踪

图48: 废纸系包装纸价格普遍下跌 (元/吨)



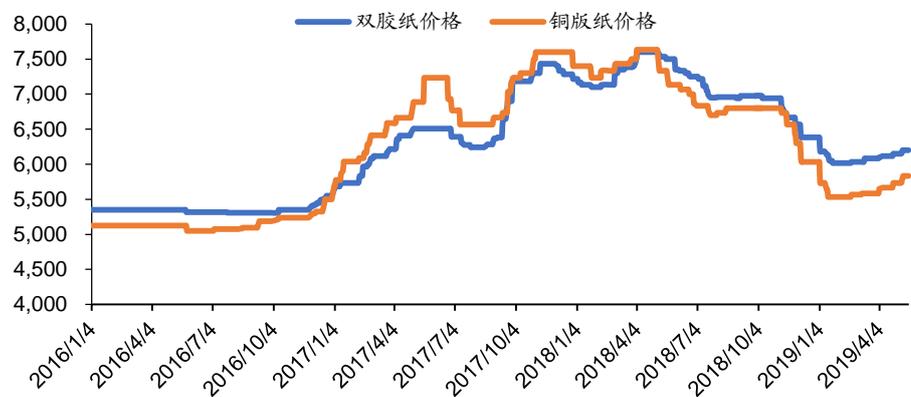
资料来源: 卓创资讯、广发证券发展研究中心

图49: 本周箱板瓦楞纸库存量整体维持小幅增加趋势



数据来源: 卓创资讯、广发证券发展研究中心

图50: 双胶纸和铜版纸价格维持小幅上涨趋势 (元/吨)



资料来源: 卓创资讯、广发证券发展研究中心

图51: 生活用纸市场价格维持下行趋势



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: 下游消费增速有所放缓

社会零售总额同比增长有所放缓, 烟草复苏趋势企稳, 白酒、啤酒、软饮料 4 月产量同比及环比均明显下跌, 家用电器产量增速维持稳定, 文具办公用品零售额有所回升。2019 年 4 月份社会零售总额当月值为 30586.10 亿元, 同比增长 7.2%; 2019 年 4 月烟草产量 1784.2 亿支, 当月同比增长 2.3%, 累计同比增长 6.6%; 2019 年 4 月文具办公用品零售额 241.90 亿元, 同比增长 3.6%。2019 年 1-4 月, 白酒产量为 268.00 万千升, 同比增长 1.10%; 啤酒累计产量为 1128.80 万千升, 同比增长 0.80%; 软饮料累计产量为 4855.40 万千升, 同比增长 3.90%; 2019 年 1-4 月, 空调产量为 75.47 百万台, 同比增长 12.50%; 家用冰箱累计产量为 26.15 百万台, 同比增长 4.10%。根据 5 月 31 日数据, 大部分塑料及金属原材料成本保持稳定。

#### 2.3.1 下游需求跟踪

图52: 社会零售总额: 当月值



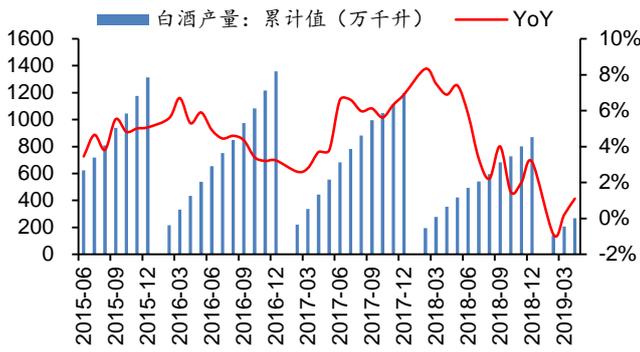
图53: 社会零售总额: 累计值



数据来源: Wind、国家统计局、广发证券发展研究中心

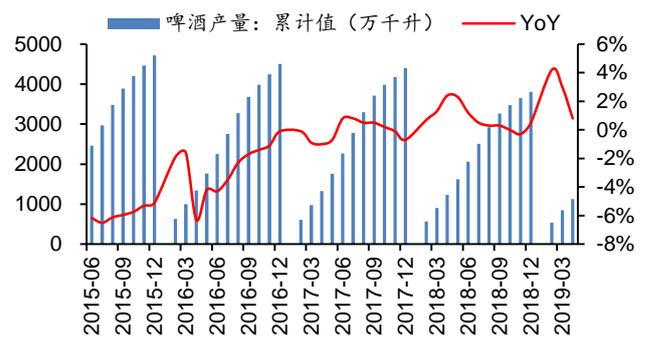
数据来源: Wind、国家统计局、广发证券发展研究中心

图54: 白酒产量



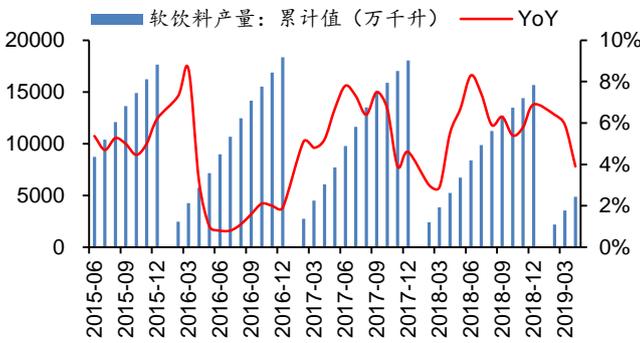
数据来源: Wind、国家统计局、广发证券发展研究中心

图55: 啤酒产量



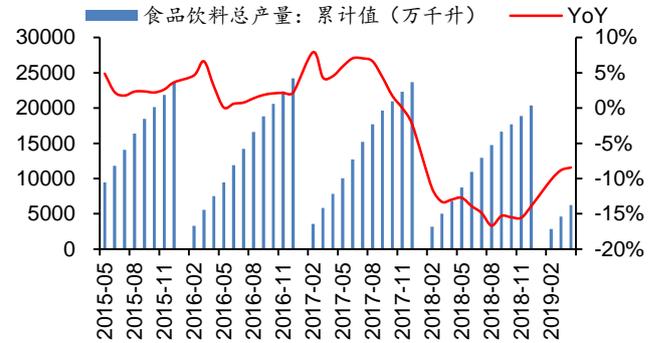
数据来源: Wind、国家统计局、广发证券发展研究中心

图56: 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57: 食品饮料总产量（白酒+啤酒+软饮料）



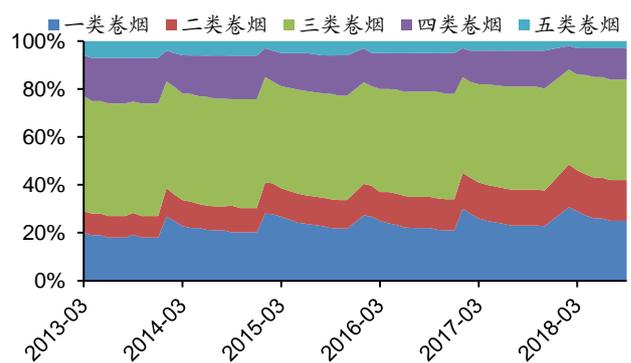
数据来源: Wind、国家统计局、广发证券发展研究中心

图58: 烟草产量



数据来源: Wind、烟草在线、广发证券发展研究中心

图59: 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60: 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61: 卷烟商业库存



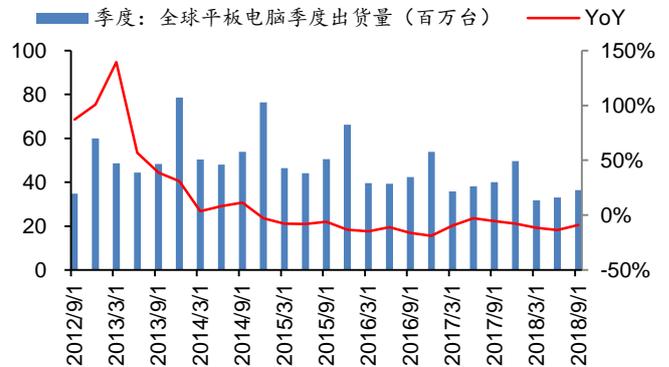
数据来源: Wind、烟草在线、广发证券发展研究中心

图62: 消费电子—智能手机



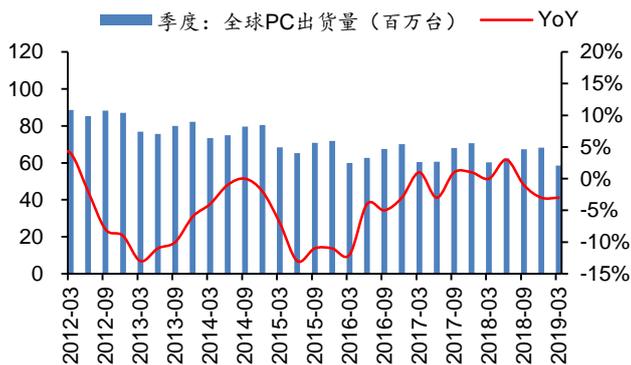
数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

图63: 消费电子—平板电脑



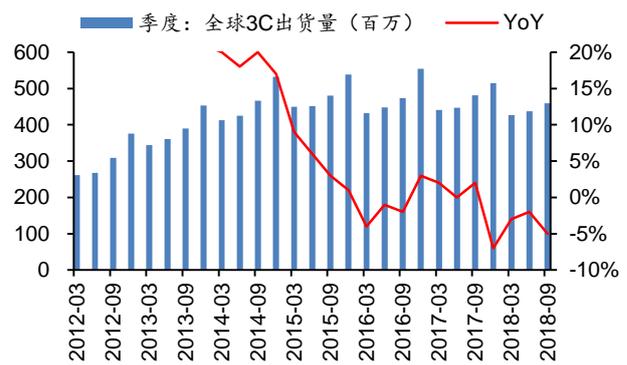
数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

图64: 消费电子—PC



数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

图65: 消费电子总出货量—3C



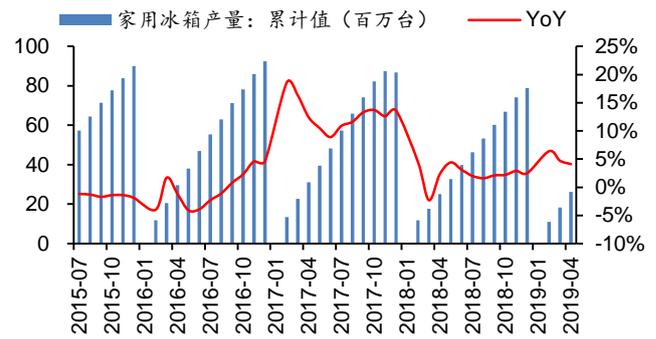
数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

图66: 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

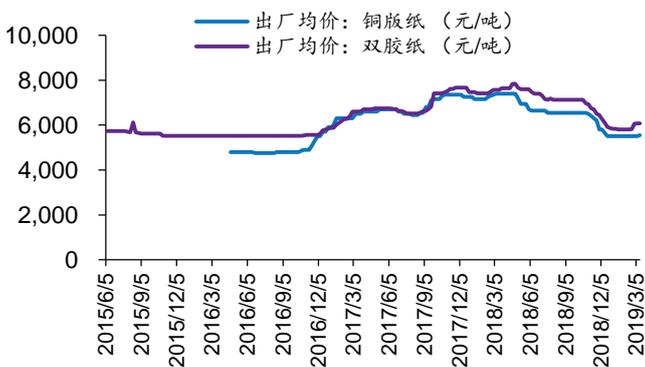
图67: 家电—家用冰箱产量



数据来源: Wind、国家统计局、广发证券发展研究中心

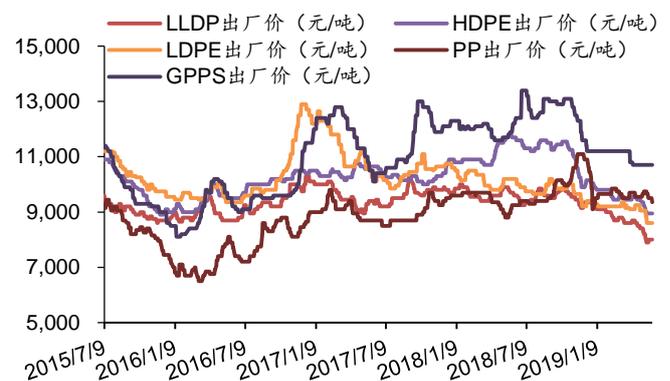
### 2.3.2 上游原材料价格跟踪

图68: 包装原材料价格——纸类 (元/吨)



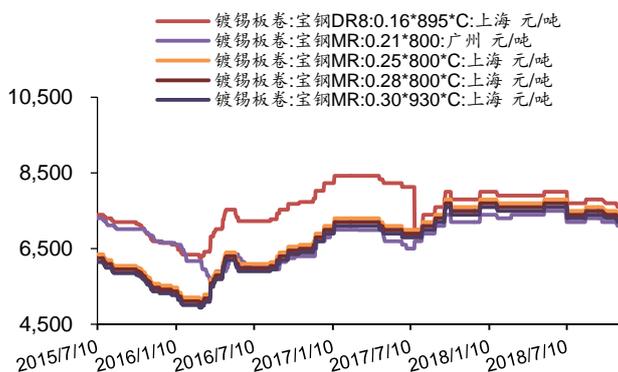
数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

图69: 包装原材料价格——塑料 (元/吨)



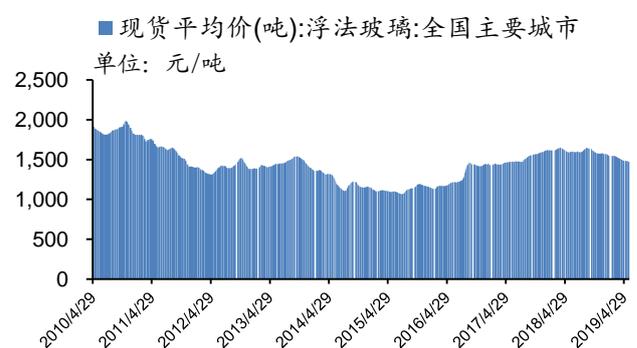
数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

图70: 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

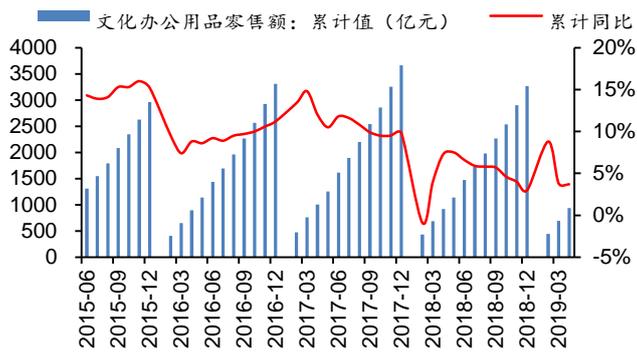
图71: 包装原材料价格——玻璃 (元/吨)



数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

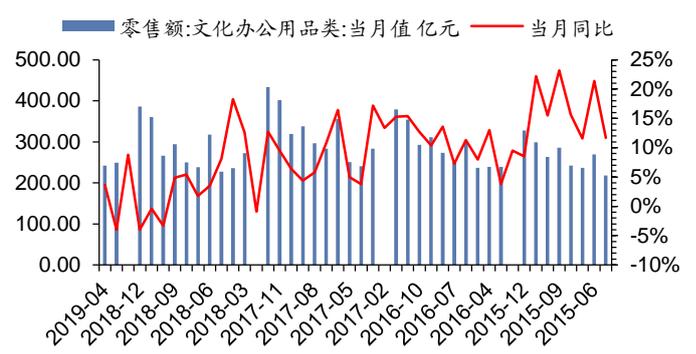
### 2.3.3 文娱板块

图72: 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73: 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2: 公司股份回购

代码	简称	公告日期	进度	预计回购数量 (万股)	预计回购数量/ 总股本	已回购股数 (万股)	已回购数量/ 预计回购数量	回购目的
300501.SZ	海顺新材	2019/5/29	完成	1	0.01%	1	100%	股权激励注销
002735.SZ	王子新材	2019/5/30	完成	28.2	0.33%	28.2	100%	股权激励注销
002084.SZ	海鸥住工	2019/6/1	实施	—	—	2570.8	—	—
002599.SZ	盛通股份	2019/6/1	实施	—	—	933.57	—	—

数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

表3: 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
陕西金叶	2019/5/29	万裕文化	是	54	2019/8/23	西部证券	48.44%	质押展期
荣晟环保	2019/5/30	陈雄伟	—	3.55	至办理解除质押 登记之日止	华福证券	32.24%	—
	2019/5/30	陆祥根	—	3.47	至办理解除质押 登记之日止	华福证券	32.22%	—
	2019/5/30	冯荣华	是	27.48	至办理解除质押 登记之日止	华福证券	32.26%	—
四通股份	2019/5/30	张云芳	是	2.99	至办理解除质押 登记之日止	华福证券	32.24%	—
	2019/5/30	冯晟宇	是	33.18	至办理解除质押 登记之日止	华福证券	32.25%	—
	2019/5/30	李维香	持股5%以上股 东	19.25	2022/5/28	广东粤财信托	100%	—
晨鸣纸业	2019/5/30	蔡镇锋	持股5%以上股 东	19.25	2022/5/28	广东粤财信托	100%	—
	2019/5/30	蔡镇煌	持股5%以上股 东	19.25	2022/5/28	广东粤财信托	100%	—
奥瑞金	2019/5/30	上海原龙	是	9	至办理解除质押 登记之日止	中投证券	0.86%	—
晨鸣纸业	2019/5/30	晨鸣控股	第一大股东	4.5	至办理解除质押 登记之日止	中邮证券	0.56%	补充质押
帝欧家居	2019/5/30	刘进	是	3.4	至办理解除质押 登记之日止	华西证券	5.72%	—

数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

表4: 公司股权解除质押

公司名称	公告日期	股东名称	是否为第一大股东/一致行动人	质押股数 (百万股)	解除质押日期	质权人	本次质押占持股比例	备注
邦宝益智	2019/5/28	中楷创投	5% 以上股东	16.69	2019/5/27	民生加银资管	7.85%	该比例为质押占总股本比例
凯恩股份	2019/5/29	凯恩集团	是	61.2	2019/5/27	浙江稠州商业银行	74.42%	--
晨鸣纸业	2019/5/30	晨鸣控股	第一大股东	28.2	2019/5/28	长城国瑞证券	3.48%	--
鸿博股份	2019/5/30	尤丽娟	公司控股股东	18.68	2019/5/27	河南寓泰控股有限公司	3.74%	该比例为质押占总股本比例
	2019/5/30	尤友岳	公司控股股东	7.15	2019/5/27	河南寓泰控股有限公司	1.43%	--
	2019/5/30	尤友鸾	公司控股股东	3.48	2019/5/27	河南寓泰控股有限公司	0.70%	--
	2019/5/30	尤雪仙	公司控股股东	8.55	2019/5/27	河南寓泰控股有限公司	1.71%	--
	2019/5/30	尤玉仙	公司控股股东	31.39	2019/5/27	河南寓泰控股有限公司	6.28%	--
四通股份	2019/5/30	蔡镇茂	持股5%以上股东	19.25	2019/5/29	海通证券	100%	--

数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

表5: 公司对外投资

公司名称	公告日期	合作方	投资标的	投资标的经营范围	总投资额 (百万美元)	公司出资 (百万美元)	出资比例	公司出资方式
昇兴股份	2019/5/28	--	太平洋制罐	大缩颈易开罐及其它包装制品; 金属包装制品的制造、销售	330.58	330.58	100%	自筹资金

数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

表6: 公司公告增、减持进度

公司名称	公告日期	方案进度	变动方向	股东名称	股东身份	变动起止时间	变动数量 (万股)	变动数量占总股本比例
菲林格尔	2019/5/27	完成	减持	李聪	董事、监事、高级管理人员	2019/5/24	15.6	0.10%
	2019/5/30	尚未完成	减持	孙振伟	董事、监事、高级管理人员	2019/5/24-2019/5/30	0.62	0.01%
裕同科技	2019/5/27	完成	增持	刘中庆	副总裁	2019/5/24	10.58	0.02%

姚记扑克	2019/5/28	尚未完成	减持	姚晓丽	实际控制人	2019/5/24	795	2.00%
浙江众成	2019/5/29	尚未开始	减持	陈大魁	控股股东、实际控制人	2019/5/27	0.00	0.00%
晨鸣纸业	2019/5/29	完成	增持	陈洪国	董事长	2019/5/27	39.24	0.36%
	2019/5/29	完成	增持	胡长青	副董事长	2019/5/27	4.1	0.001%
	2019/5/29	完成	增持	李峰	董事	2019/5/28	19.83	0.03%
	2019/5/29	完成	增持	陈刚	董事	2019/5/27	13.97	0.005%
	2019/5/29	完成	增持	李伟先	总经理	2019/5/28	23.54	0.01%
	2019/5/29	完成	增持	李雪芹	副总经理	2019/5/28	21.73	0.03%
	2019/5/29	完成	增持	李振中	副总经理	2019/5/28	11.15	0.003%
	2019/5/29	完成	增持	董连明	财务总监	2019/5/28	6.96	0.002%
	2019/5/29	完成	增持	李栋	监事会主席	2019/5/24-2019/5/28	7.5	0.003%
	2019/5/29	完成	增持	孙迎花	监事	2019/5/27-2019/5/28	7.38	0.003%
2019/5/29	完成	增持	袁西坤	董事会秘书	2019/5/24-2019/5/27	4.47	0.002%	
实丰文化	2019/5/30	预披露	减持	黄炳泉	持股 5%以上股东	—	0.00	0.00%
金一文化	2019/6/1	预披露	增持	周凡卜	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，固废供需失衡。贸易纠纷导致海外出口不确定性增加，影响随出口品出口的包装用纸需求。海外进口成品纸波动影响。工业用纸企业新产能投放爬坡期盈利波动大，新产能海外扩张受政策、管理等方面制约；消费用纸方面：新产品推广不及预期，渠道拓展不及预期。

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

## 广发造纸轻工行业研究小组

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

## 广发证券—行业投资评级说明

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

## 广发证券—公司投资评级说明

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

## 联系我们

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

## 法律主体声明

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

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

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

## 重要声明

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

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

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经营收

入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

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

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

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

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

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

## 权益披露

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

## 版权声明

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