

轻工制造行业

家具进入左侧配置期，拥抱通胀受益标的

核心观点：

● 家具进入左侧配置期，拥抱通胀受益标的。

当前依旧坚持 4 月底观点，拥抱通胀受益标的获取相对收益，在生活用纸（中顺洁柔）、大文具行业（晨光文具）基础上，新增近期回调明显的烟标行业（劲嘉股份）。三季度家具左侧配置期风险收益比较高，可期待要素有三：Q3 逆周期政策有望修复提振板块估值（全装修链条低估值最受益），去年 Q3-Q4（尤其是 Q4）行业增速的低基数提供收入增速环比向上的可能性，5 月份竣工增速同比-22%增长悲观预期兑现，后续 Q3 逆周期政策预期下流动性有望好转，推动竣工提速提升基本面修复预期，仍维持全年竣工增速正增长判断。

● 行业数据更新

家居：上游原材料中，板材周度环比有升有降，五金零部件价格环比上升 0.01%；5 月统计局数据显示，商品房销售面积累计同比下滑 1.6%，商品房销售额累计同比增长 6.1%，商品房竣工面积累计同比下降 12.4%。周度新房成交环比下降 9.8%，13 城二手房成交量环比下降 22.3%。

造纸：文化用纸价格维持稳定，箱板瓦楞纸价格承压。木浆系纸种方面，文化印刷纸市场行情基本稳定，纸厂价格盘整，经销商订单平稳，纸企库存压力较大；白卡纸市场行情延续平稳趋势，市场需求并未见明显改善。废纸系纸种方面，白板纸市场行情平稳，玖龙纸业部分纸机停机检修，市场观望情绪较重，下游刚需采购为主；瓦楞及箱板纸市场价格承压，目前下游需求无明显好转，端午节后纸厂库存小增，规模纸厂处于稳价去库阶段。生活用纸市场持续下行，市场交投不畅。原材料方面，本周国废黄板纸价格小幅反弹，木浆现货价格继续走低，市场预期进口木浆价格存下行压力，下游纸企采购积极性不足。

包装及文娱：社会零售总额同比增速回升，烟草复苏趋势企稳，文具办公用品零售额 5 月环比下降，但同比仍有所回升。2019 年 5 月份社会零售总额当月值为 32956.00 亿元，同比增长 8.6%；本周包装原材料价格方面，塑料包装原材料 LLDPE 出厂价周环比下跌 0.02%，LDPE 出厂价周环比下跌 2.33%，金属包装原材料维持上周价格，全国主要城市玻璃包装价格周环比上涨 0.61%。

● 风险提示

家具：地产下滑超预期，行业竞争更加激烈；造纸：需求下滑超预期，行业供给大量释放；包装：成本下滑中小厂企业复苏，经济下行外包量减少；文娱成长：消费降级超预期，渗透率提升较慢。

行业评级

买入

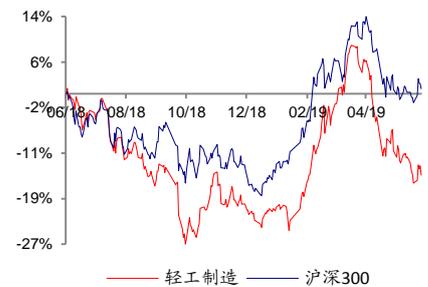
前次评级

买入

报告日期

2019-06-16

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：浆价短期承压，2019-06-10

中长期维持中枢上行判断

轻工制造：月观点：拥抱通胀主，2019-06-02

线标的，家具增速平稳后续分化

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

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	最近	评级	合理价值 (元/股)	EPS(元)		PE(x)		EV/EBITDA(x)		ROE(%)	
			收盘价	报告日期			2019E	2020E	2019E	2020E	2019E	2020E	2019E	2020E
中顺洁柔	002511.SZ	RMB	10.92	2019/4/25	买入	13.12	0.44	0.54	24.8	20.2	17.4	14.0	14.5	15.3
晨光文具	603899.SH	RMB	40.25	2019/4/29	买入	42.90	1.10	1.36	36.6	29.6	25.8	21	24.2	24.1
劲嘉股份	002191.SZ	RMB	11.44	2019/4/25	买入	15.00	0.60	0.74	19.1	15.5	16.6	13.3	12.2	13.0
欧派家居	603833.SH	RMB	110.00	2019/5/9	买入	121.00	4.49	5.45	24.5	20.2	17.3	13.8	20.0	19.5
尚品宅配	300616.SZ	RMB	69.55	2019/4/23	买入	105.35	3.01	3.72	23.1	18.7	26.07	18.31	17.0	17.9

数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

备注: 表中估值指标按照最新收盘价计算

目录索引

一、配置景气度环比向上的家具，拥抱通胀受益标的	6
二、家具基本面展望：Q3 到明年 Q1 景气逐步向上，全装兑现时点早于定制	8
三、行业数据跟踪	15
3.1 家居板块：板材价格有升有降，周度商品房销售下降	15
3.1.1 上游原材料价格跟踪	15
3.1.2 下游需求跟踪:周度新房、二手房	16
3.1.3 家具月度数据	17
3.1.4 海内外家具公司估值对比	18
3.2 造纸板块：文化用纸价格维持稳定，箱板瓦楞纸价格承压	19
3.2.1 上游价格跟踪	19
3.2.2 主要纸品价格跟踪	21
3.3 包装文娱板块：下游消费增速有所放缓	21
3.3.1 下游需求跟踪	22
3.3.2 上游原材料价格跟踪	24
3.3.3 文娱板块	25
风险提示	26

图表索引

图 1: 烟酒、文化办公用品、家具社零当月同比 (%)	6
图 2: 烟酒、文化办公用品、家具社零累计同比 (%)	6
图 3: 纸浆价格与石油价格	7
图 4: 烟标行业一二三四五类烟占比	7
图 5: 2019-2020 年地产真实竣工面积增速预测 (万平方米)	8
图 6: 全国商品房销售面积单季度同比增速以及预测	9
图 7: 新房从竣工-交付-装修的流程节点	9
图 8: 地产推测真实竣工面积测算与索菲亚收入增速的拟合	10
图 9: 定制家居龙头企业近年门店数量变化	10
图 10: 一线城市 1-5 月新房、二手房销售同比增速	11
图 11: 二三线城市 1-5 月新房、二手房销售同比增速	11
图 12: 精装修商品房开盘量	12
图 13: 全装修企业获取订单时点与零售类企业异同	13
图 14: 全装修房企数量增加情况	13
图 15: 中国精装修市场规模及渗透率	13
图 16: 全装修不同品类市占率	13
图 17: 工程单供应商评分体系	13
图 18: 中纤板价格指数	15
图 19: 刨花板价格指数	15
图 20: 细木工板价格指数	15
图 21: 指接板价格指数	15
图 22: 五金材料价格指数	16
图 23: 五金零部件价格指数	16
图 24: 4 大一线城市新房周成交	16
图 25: 12 个二线城市新房周成交	16
图 26: 21 个三线城市新房周成交	16
图 27: 2 大一线城市二手房周成交	16
图 28: 11 个二三线城市二手房周成交	17
图 29: 13 城市二手房周成交	17
图 30: 家具行业零售额及同比	17
图 31: 家具行业出口额及同比	17
图 32: 商品房销售面积及同比	17
图 33: 商品房销售额及增速	17
图 34: 购置土地面积及同比	18
图 35: 商品房新开工面积及同比	18
图 36: 商品房施工面积及同比	18
图 37: 商品房竣工面积及同比	18
图 38: 国外家具公司 PE (TTM) (单位: 倍)	18
图 39: 国内家具公司 PE (TTM) (单位: 倍)	18

图 40: 国外家具公司 PS (TTM) (单位: 倍)	19
图 41: 国内家具公司 PS (TTM) (单位: 倍)	19
图 42: 国废价格小幅反弹	20
图 43: 木浆国内现货市场价格下跌	20
图 44: 5 月末木浆港口库存量维持高位	20
图 45: 溶解浆价格回落至 2017 年以来低位	20
图 46: 白板箱板纸价格稳定, 白卡纸小幅上涨, 瓦楞纸略有下滑 (元/吨)	21
图 47: 本周箱板瓦楞纸库存变化呈增加趋势	21
图 48: 社会零售总额: 当月值	22
图 49: 社会零售总额: 累计值	22
图 50: 白酒产量	22
图 51: 啤酒产量	22
图 52: 软饮料产量	22
图 53: 食品饮料总产量 (白酒+啤酒+软饮料)	22
图 54: 烟草产量	23
图 55: 烟草销量结构占比	23
图 56: 卷烟工商库存	23
图 57: 卷烟商业库存	23
图 58: 消费电子—智能手机	23
图 59: 消费电子—平板电脑	23
图 60: 消费电子—PC	24
图 61: 消费电子总出货量—3C	24
图 62: 家电—空调产量	24
图 63: 家电—家用冰箱产量	24
图 64: 包装原材料价格—纸类 (元/吨)	24
图 65: 包装原材料价格—塑料 (元/吨)	24
图 66: 包装原材料价格—金属 (元/吨)	25
图 67: 包装原材料价格—玻璃 (元/吨)	25
图 68: 文具办公用品零售额累计值	25
图 69: 文具办公用品零售额单月值	25

一、配置景气度环比向上的家具，拥抱通胀受益标的

当前依旧坚持4月底观点，拥抱通胀受益标的获取相对收益，在生活用纸（中顺洁柔）、大文具行业（晨光文具）基础上，新增近期回调明显的烟标行业（劲嘉股份）。三季度是家具左侧配置期，可期待要素有三：Q3逆周期政策有望修复提振板块估值（全装修链条低估值最受益），去年Q3-Q4（尤其是Q4）行业增速的低基数提供收入增速环比向上的可能性，5月份竣工增速同比-22%增长悲观预期兑现，后续Q3逆周期政策预期下流动性有望好转，推动竣工提速提升基本面修复预期，仍维持全年竣工增速正增长判断。

5月小长假对社零数据的扰动比较明显，趋势难以系统性解读，但4+5月份社零增速7.9%相比Q1的8.3%放缓。细分行业来看，2019年1-5月烟酒社会零售额同比增长5.6%（保持平稳增长），文化办公类零售额同比增长3.6%（相比于1-2月有所减速），家具零售额同比增长5.1%（相比于1-2月明显提速）。

图 1：烟酒、文化办公用品、家具社零当月同比（%）

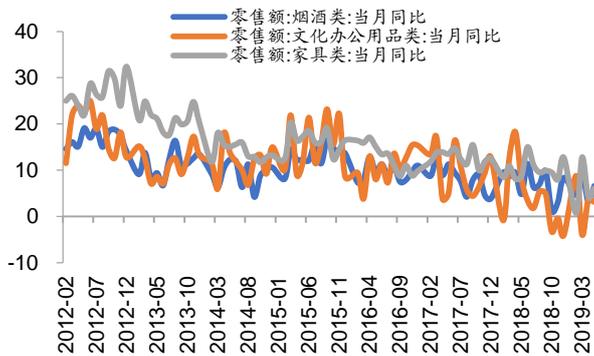
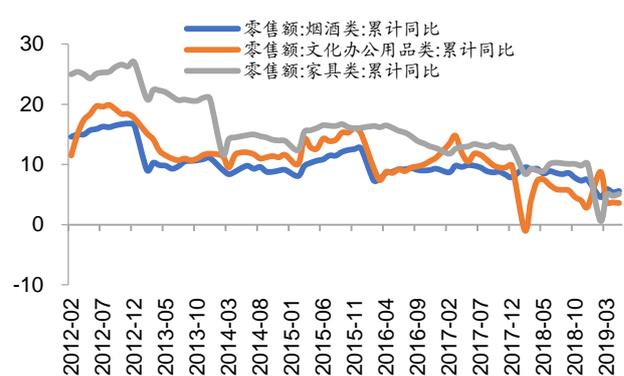


图 2：烟酒、文化办公用品、家具社零累计同比（%）

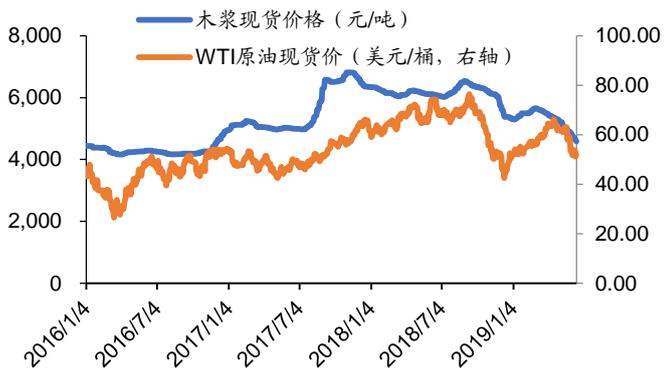


数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

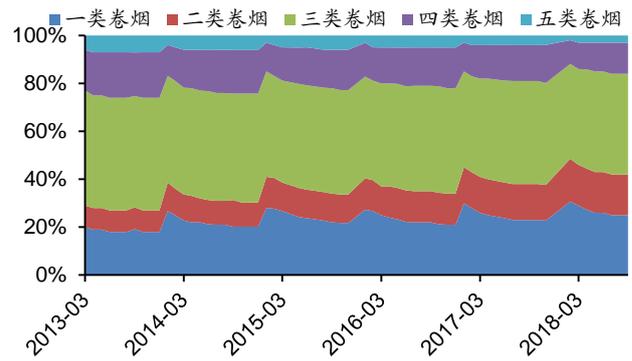
纸浆价格和油价近两周进一步下跌，验证4月底《拥抱通胀受益标的》中对于必选消费品利润可能超预期的判断。此外烟草是特殊的成瘾性可选消费品，在经济下行期是最后被消费者降级或放弃消费品类，因此价格升级趋势存在刚性。利好在新款烟标（细支烟、中支烟、爆珠烟等）中市占率较高的烟标龙头企业（劲嘉股份）。新型烟草东风渐进与中烟香港的上市，为烟标行业打开长远成长空间，建议积极配置。

图 3: 纸浆价格与石油价格



数据来源: Wind、卓创资讯、广发证券发展研究中心

图 4: 烟标行业一二三四五类烟占比



数据来源: Wind、烟草在线、广发证券发展研究中心

二、家具基本面展望：Q3 到明年 Q1 景气逐步向上，全装兑现时点早于定制

2.1 地产竣工今明两年向好，提供稳定基本面，预计家具板块基本面未来3个季度环比向上

根据测算，我们推测未来实际交付好于预期。根据我们在前期报告《家具定制倒春寒后迎盛夏，全装修链条确定性更高》中的测算，预计2019-2020年真实竣工好于2018年，预计增速均为5-10%，与广发地产组观点吻合，具备阶段性某几个月增速超过20%的可能性，龙头定制家具在2020-2021年收入增速有望修复至20-25%。

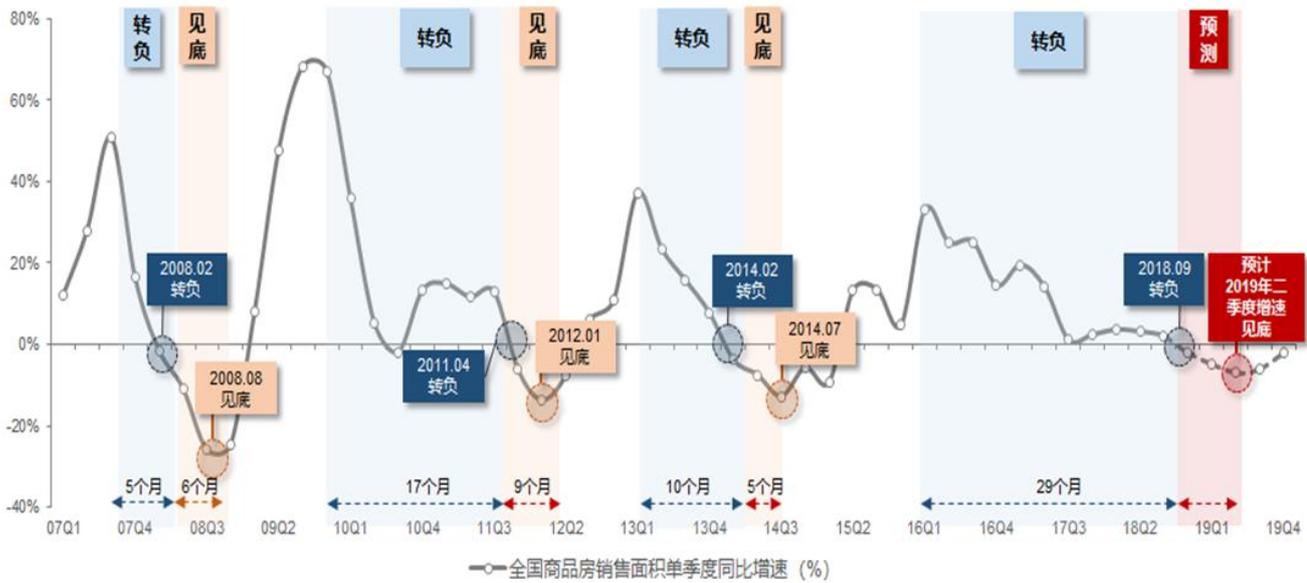
图5：2019-2020年地产真实竣工面积增速预测（万平方米）



数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

2季度末前后总销售面积增速有望见底，为竣工交付提供基础。以广发地产组年度策略观点《房地产2019年年度策略报告：大浪淘沙，金不换；寒风卷地，久弥坚》为基准：2019年2季度末前后有望见到总销售面积增速的底部，而地产商往往会在根据销售面积安排竣工交付，销售若能年中增速见底，也为下半年真实竣工修复埋下伏笔。

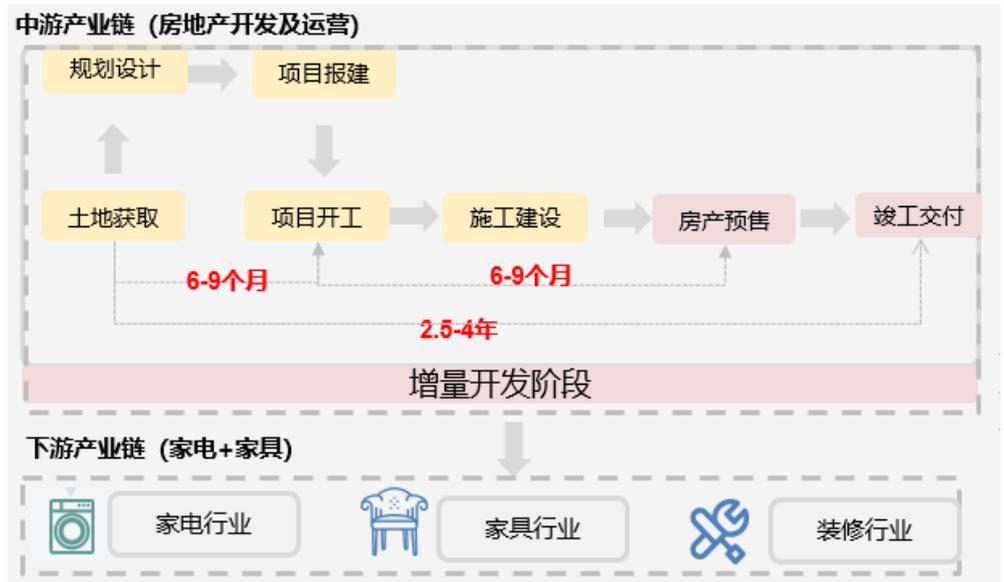
图6: 全国商品房销售面积单季度同比增速以及预测



数据来源: Wind、广发地产组《房地产 2019 年年度策略报告: 大浪淘沙, 金不换; 寒风卷地, 久弥坚》、广发证券发展研究中心

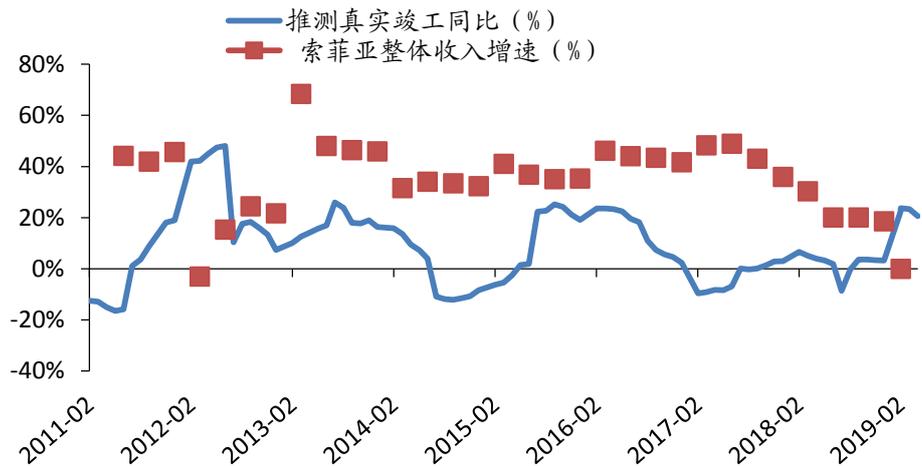
预计家具板块基本面未来3个季度环比向上: 2019Q3-Q4 受益于低基数, 2019Q4-2020Q1 受益于竣工面积逐渐转暖。真实竣工增速可能阶段性攀升至20%以上, 带动定制家具在1-2个季度内收入增速快速上升, 估值也有望抬升。考虑到定制家具公司2018年Q3-2019年Q1 普遍收入降速下的低基数, 家具板块基本面的改善, 可能在2019Q3-Q4 启动。

图7: 新房从竣工-交付-装修的流程节点



数据来源: Wind、广发地产组、广发证券发展研究中心

图8: 地产推测真实竣工面积测算与索菲亚收入增速的拟合

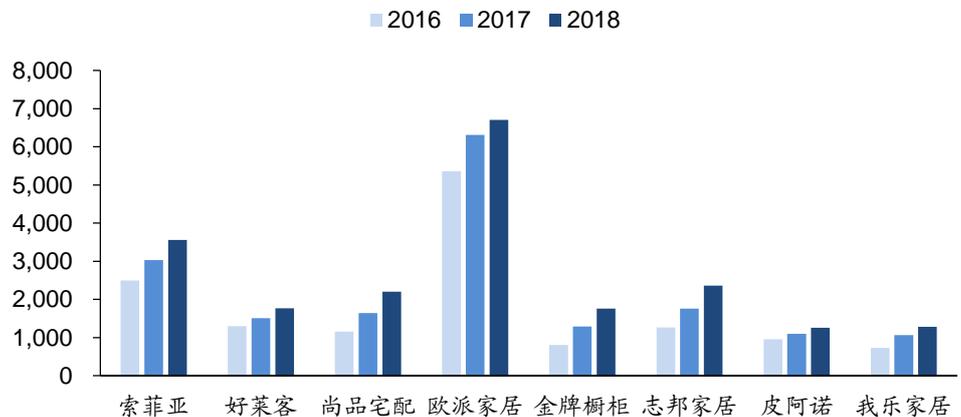


数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

2.2 收入提速显分化, 建议布局具备明显渠道优势的龙头企业

渠道红利逐渐消失, 渗透率难一蹴而就。截止至2018年年报, 家具龙头企业欧派家居、索菲亚、顾家家居分别拥有门店6708家、3558家、4222家, 增量渠道空间逐步缩小。在目前上市企业渠道红利逐渐消失的背景下, 一二三线城市市占率提升取代渗透率成为龙头成长主逻辑, 四五六线城市渗透率有空间, 但受限于居民对品牌的认知程度, 以及可支配收入水平的差异, 难以一蹴而就。

图9: 定制家居龙头企业近年门店数量变化



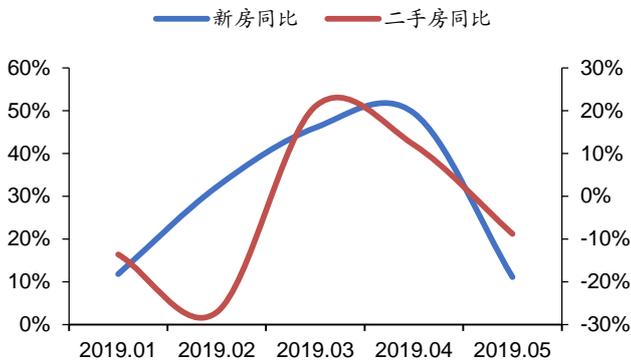
数据来源: 各公司年度报告、广发证券发展研究中心

板块景气度提升不代表企业收入整体提速, 增速分化本质在于渠道。本轮板块景气度的复苏, 主要是来自于一二线新房、二手房交易回暖, 根据广发地产组数据测算, 2019年3月4大一线城市新房销售同比增长46%, 2大一线城市(北京、深圳)二手房交易同比增长21%。但板块景气度提升不代表企业收入全面提速, 由于上市企业深耕一二线城市时间较长, 目前市场已经基本被品牌企业瓜分, 且渗透率提升空间较少, 订单争夺演变为此消彼长的市占率竞争, 因此在激烈竞争下收入可能均

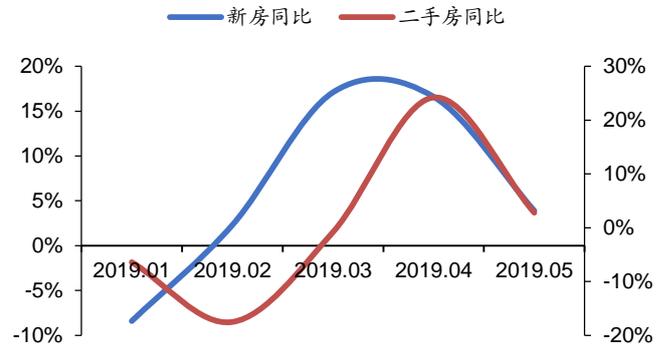
有提速但增速将分化。目前各家所推出套餐价格都较为相似，因此分化的根本在于有效渠道拓展、以及传统渠道的效率提升。

图 10: 一线城市 1-5 月新房、二手房销售同比增速

图 11: 二三线城市 1-5 月新房、二手房销售同比增速



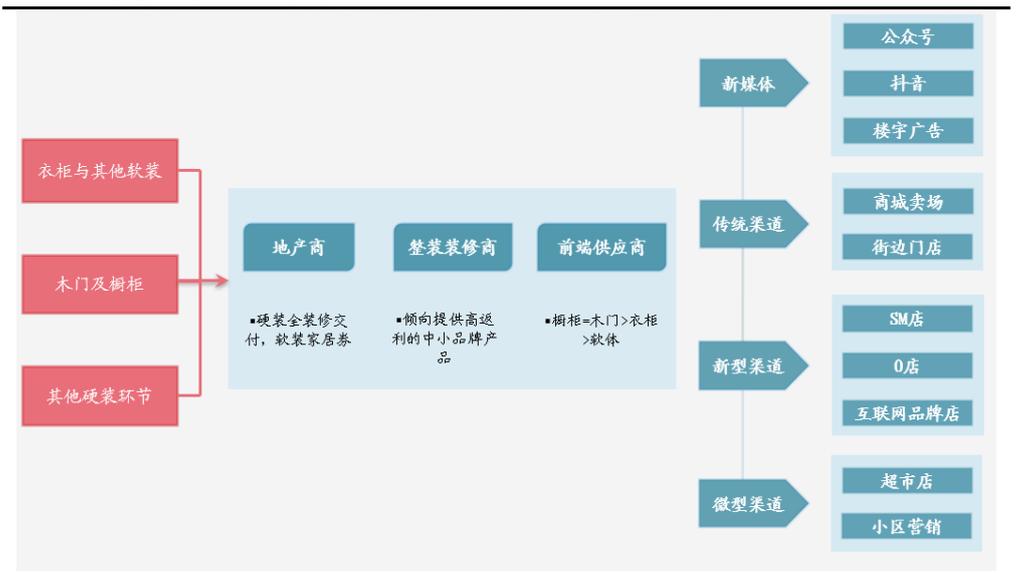
数据来源: Wind、广发地产组、广发证券发展研究中心



数据来源: Wind、广发地产组、广发证券发展研究中心

有效渠道拓展发力新渠道布局、多品类布局助力传统渠道的效率提升。目前产品全屋化及渠道多元化倒逼企业转变传统单品类经销模式，过去行业渠道拓展较为粗放，实则效率仍有改善空间。目前来看，有效渠道方面可向大家居产业上游开拓地产商、整装、装修公司渠道流量以及电商新零售流量，传统渠道效率改善方面可通过多品类运营做大客单价，让利消费者，增强终端掌控力，助力坪效提升。例如，国外龙头企业汉森同样是通过拓展大宗、装修公司合作等新渠道，在品类上实现一站式大家居解决方案，最终位列行业市占率第一。而国内龙头企业目前仍集中于传统渠道，新渠道、多品类布局处于起步阶段，相比海外龙头仍有较大发展空间，因此建议布局具备明显渠道优势的龙头企业，如欧派家居、尚品宅配、索菲亚、志邦家居等。

图 12: 装修流量流向导图



数据来源: 广发证券发展研究中心

2.3 全装修链条更具确定性，推荐全装修橱柜、木门板块

全装修链条收入增速确定性更强盈利预测上修概率更高，若增速持续性超预期，资本市场悲观预期未来的修复有望带动估值产生较大弹性：

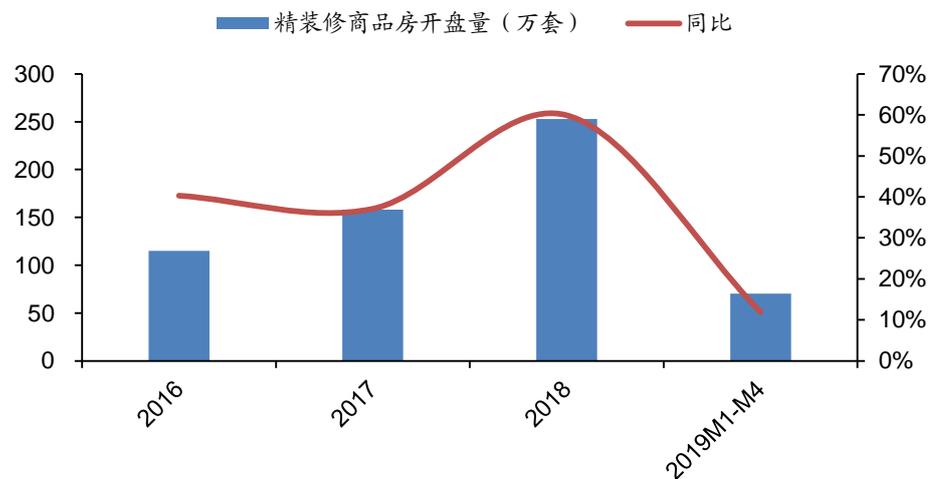
(1) 全装修交付时点在竣工前 3-6 个月，而零售装修在竣工后 6-12 个月，竣工交付若有回暖，工程单企业订单增速拐点远远领先于零售订单拐点，将在业绩中率先体现；

(2) 全装修不仅有和零售端共通的竣工交付修复逻辑，而且有渗透率在政策督促下快速提升的行业成长逻辑，渗透率弹性最大预计就在 2019-2020 年。根据奥维云网统计，2018 年全装修房企数量新增 80%，中小房企纷纷效仿龙头房企布局全装修，提升住房品质；

(3) 工程单行业格局更稳定，重质量与交付胜于价格，订单招标较重视历史中标情况，对新进入者往往有 2-3 年考察期，具备一定的时间壁垒。对某些重视品牌效应的品类，零售品牌也是重要壁垒。

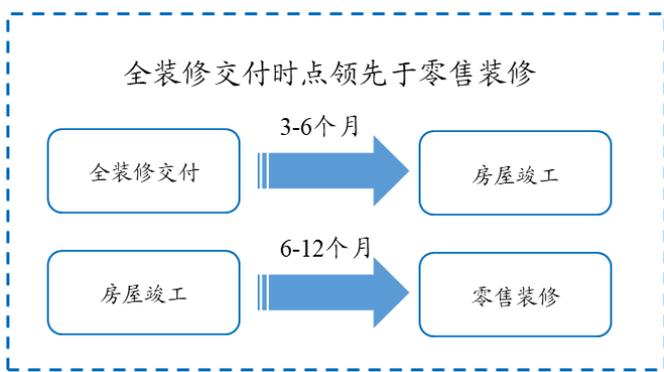
(4) 由于全装修企业订单增速季度间不稳定，加上资本市场对其现金流与利润率的担忧，无论在盈利预测还是估值上都给予充分折价。反而未来订单的获取有助于上调市场一致盈利预期。而对压制估值的现金流和利润率问题，其实很多全装修企业通过工程代理商解决了现金流问题，通过强大的规模成本优势确保同样竞标价格下获取稳定的净利率。

图13: 精装修商品房开盘量



数据来源：奥维云、广发证券发展研究中心

图 14: 全装修企业获取订单时点与零售类企业异同



数据来源: Wind、广发地产组, 广发证券发展研究中心

图 15: 全装修房企数量增加情况



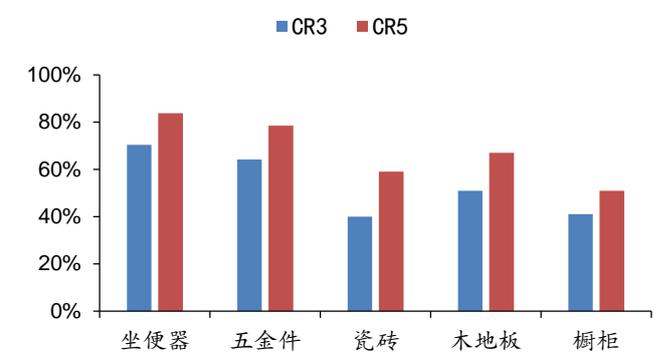
数据来源: Wind、奥维云网、广发证券发展研究中心

图 16: 中国精装修市场规模及渗透率



数据来源: Wind、奥维云网、广发证券发展研究中心

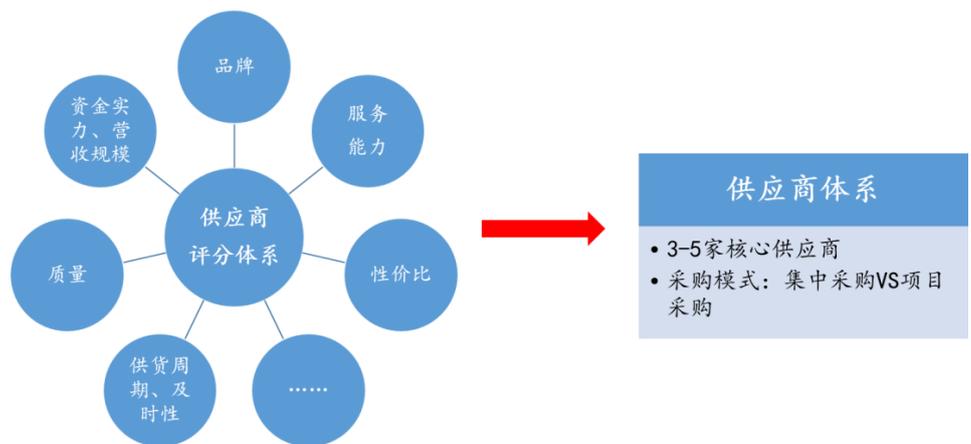
图 17: 全装修不同品类市占率



数据来源: Wind、奥维云网、广发证券发展研究中心

注释: 橱柜为 2017 年数据, 坐便器和五金件为 2018 年数据, 瓷砖、木地板为 2019 年 2 月份数据

图 18: 工程单供应商评分体系



数据来源: 奥维云网、广发证券发展研究中心

推荐全装修比例较高的橱柜企业 (皮阿诺)、木门板块龙头。

皮阿诺: 公司积极提高大宗业务战略重要性, 加大与全国地产商TOP10的合作, 工

程渠道通过代理商模式，已覆盖全国主要省直辖市。2018年8月，公司增资河南恒大皮阿诺家居有限公司，进一步加深与恒大集团合作力度，2018年公司实现大宗业务营收3.06亿元（YoY+106.65%），占总收入比重27.6%。

木门板块龙头：室内门处于装修流程靠前位置，更加偏向于硬装环节，在全装修领域中配置比例接近100%，是全装修趋势下受益较显著的板块。龙头企业积极与大型房地产合作，并发展工程代理商渗透中小地产商楼盘，凭借生产交付能力及资金实力，有望充分受益市场发展红利。

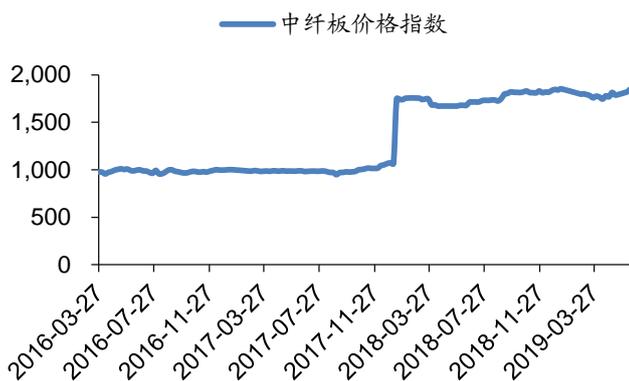
三、行业数据跟踪

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、刨花板分别环比上升 0.99%、0.08%；指接板、细木工板分别环比下降 1.17%、5.60%。五金材料价格环比上升 0.16%，五金零部件价格环比上升 0.01%；5 月统计局数据显示，商品房销售面积累计同比下滑 1.6%，商品房销售额累计同比增长 6.1%，商品房竣工面积累计同比下降 12.4%。周度新房成交环比下降 9.8%，其中一线城市环比下降 7.6%，二线城市环比下降 8.1%，三线城市环比下降 13.4%；13 城二手房成交量环比下降 22.3%，其中一线城市环比下降 26.5%，二三线城市环比下降 20.5%。

3.1 家居板块：板材价格有升有降，周度商品房销售下降

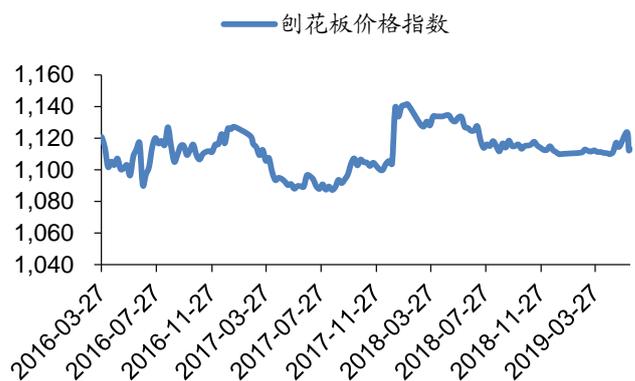
3.1.1 上游原材料价格跟踪

图19：中纤板价格指数



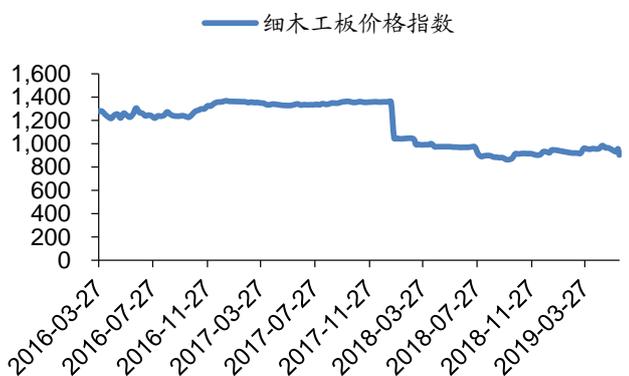
数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

图20：刨花板价格指数



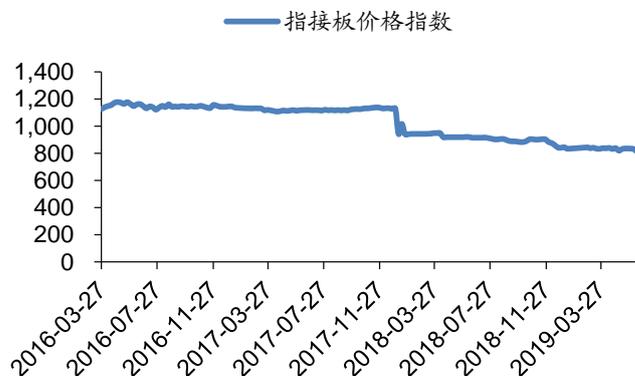
数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

图21：细木工板价格指数



数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

图22：指接板价格指数



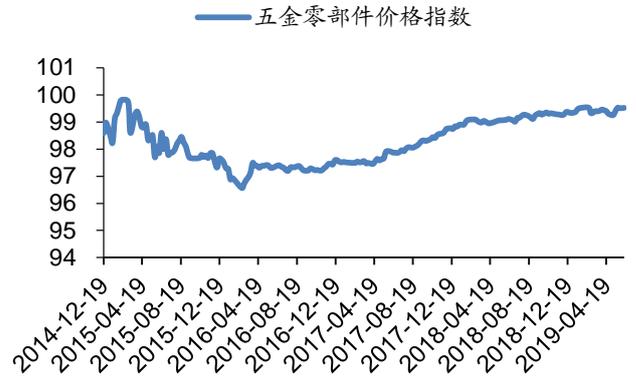
数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

图23: 五金材料价格指数



数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

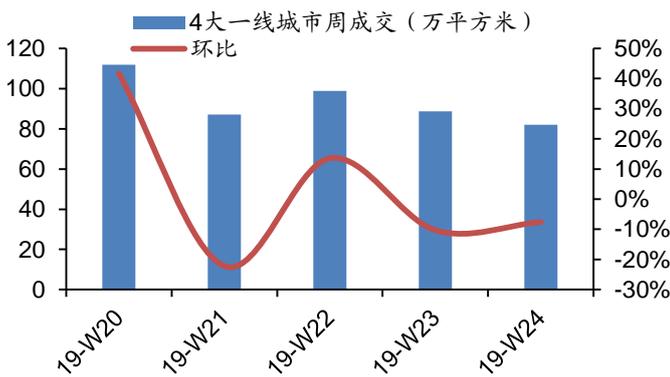
图24: 五金零部件价格指数



数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

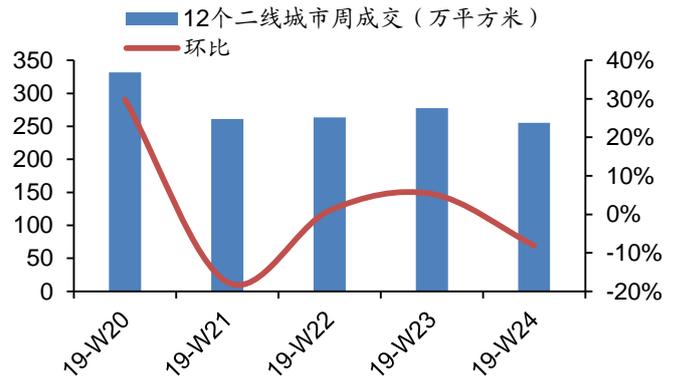
3.1.2 下游需求跟踪:周度新房、二手房

图25: 4大一线城市新房周成交



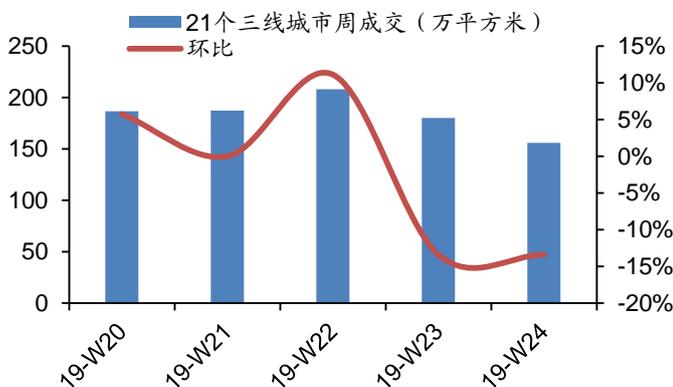
数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

图26: 12个二线城市新房周成交



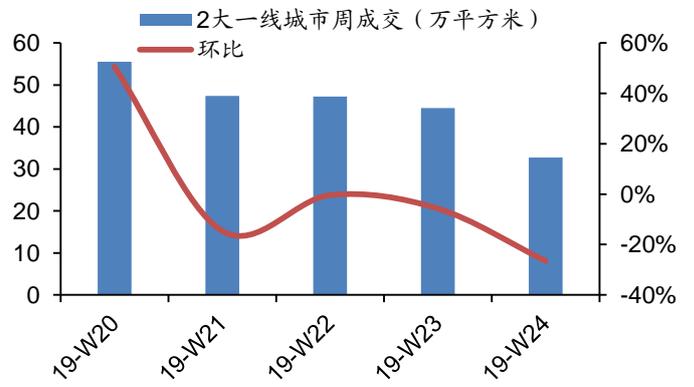
数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

图27: 21个三线城市新房周成交



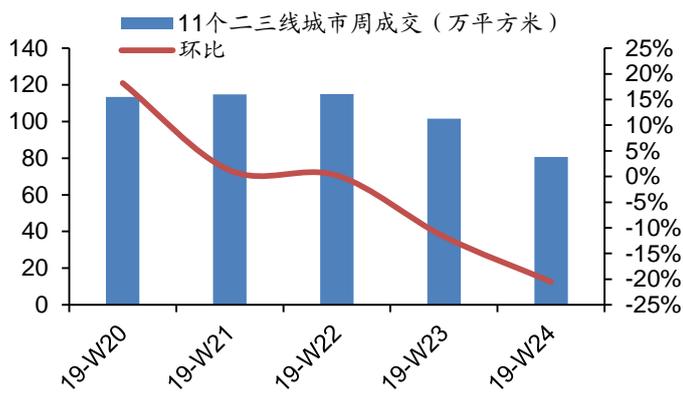
数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

图28: 2大一线城市二手房周成交



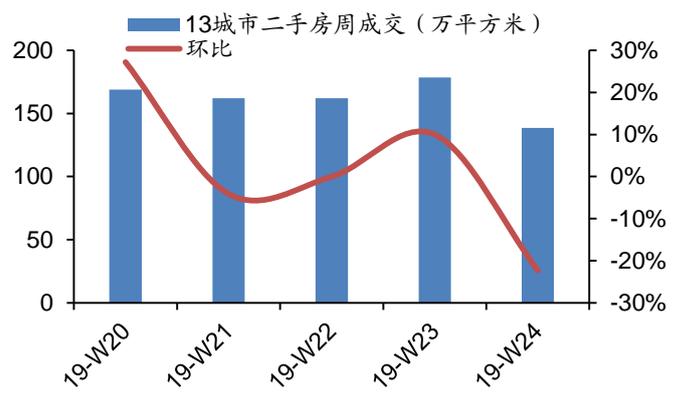
数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

图29: 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

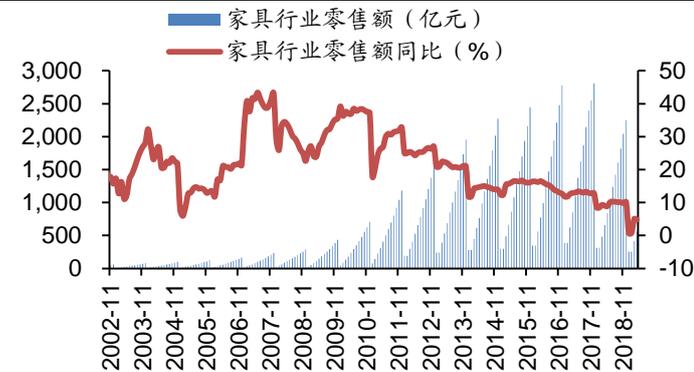
图30: 13城市二手房周成交



数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

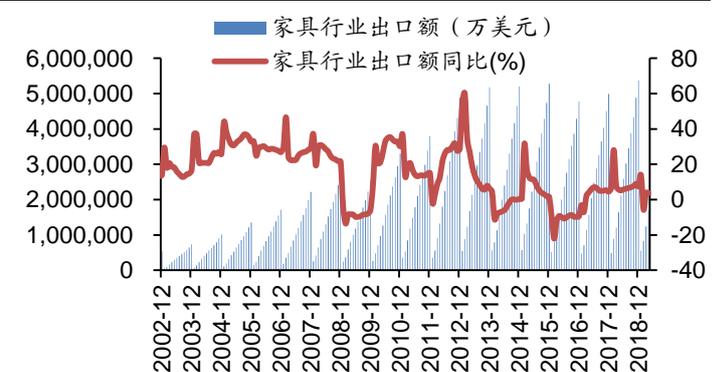
3.1.3家具月度数据

图31: 家具行业零售额及同比



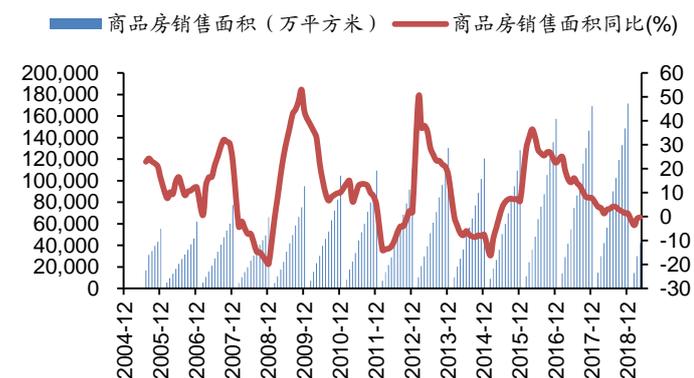
数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

图32: 家具行业出口额及同比



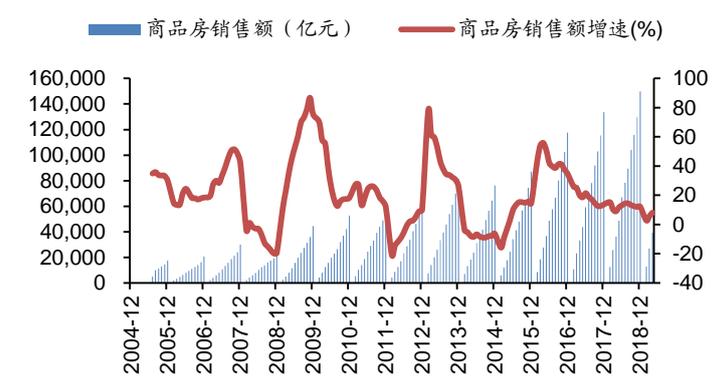
数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

图33: 商品房销售面积及同比



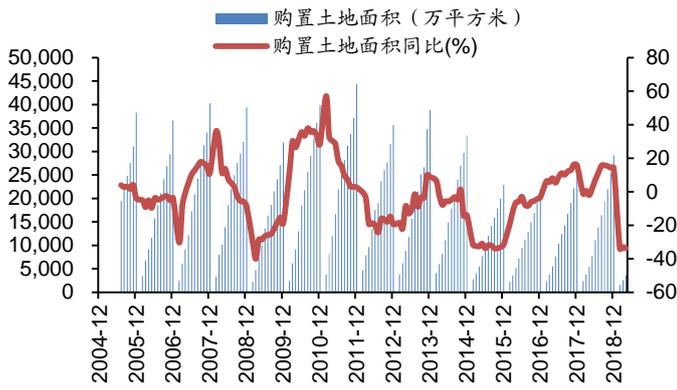
数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

图34: 商品房销售额及增速



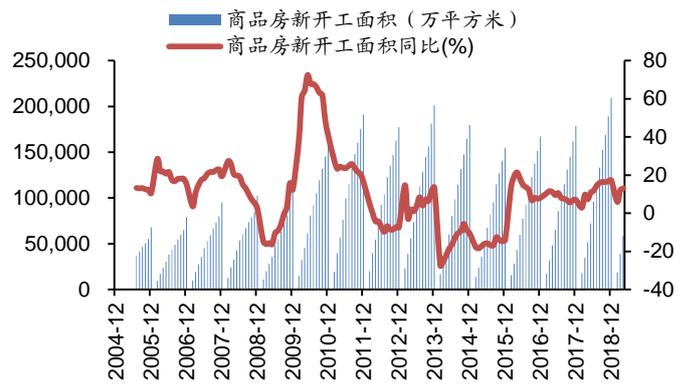
数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

图35: 购置土地面积及同比



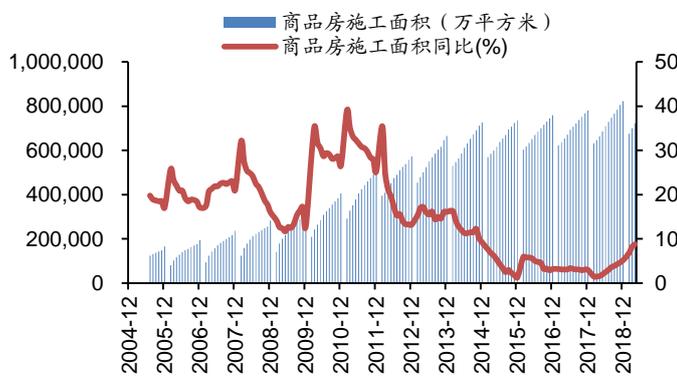
数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

图36: 商品房新开工面积及同比



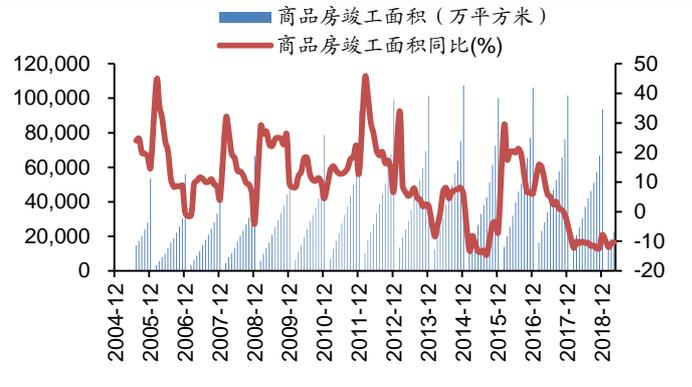
数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

图37: 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

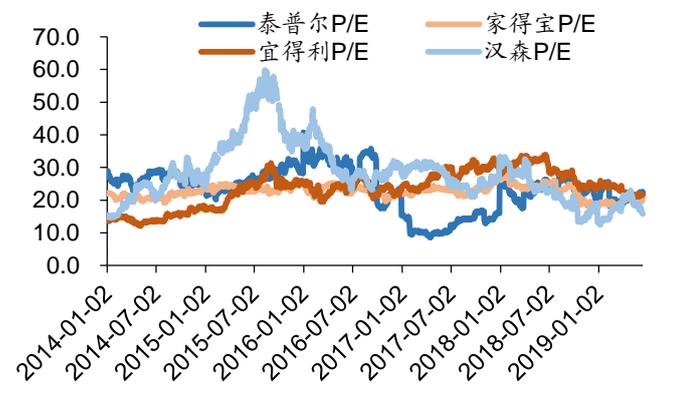
图38: 商品房竣工面积及同比



数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

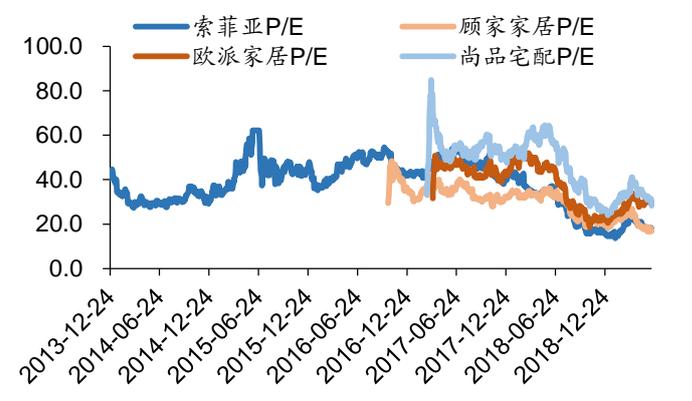
3.1.4 海内外家具公司估值对比

图39: 国外家具公司PE (TTM) (单位: 倍)



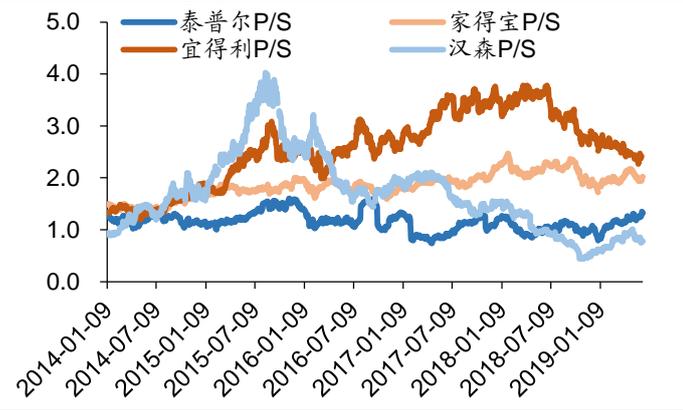
数据来源: Bloomberg、广发证券发展研究中心

图40: 国内家具公司PE (TTM) (单位: 倍)



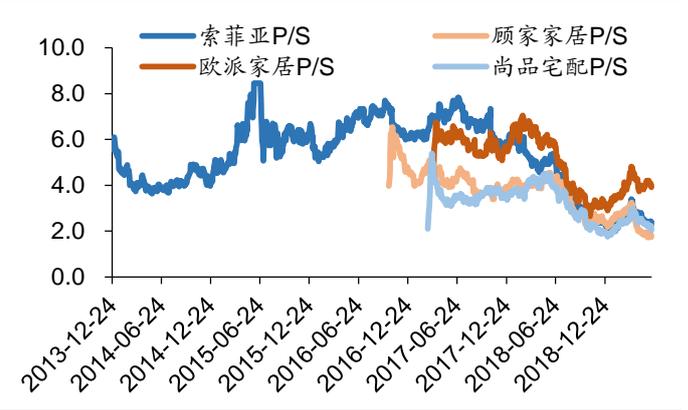
数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

图41: 国外家具公司PS (TTM) (单位: 倍)



数据来源: Bloomberg、广发证券发展研究中心

图42: 国内家具公司PS (TTM) (单位: 倍)



数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

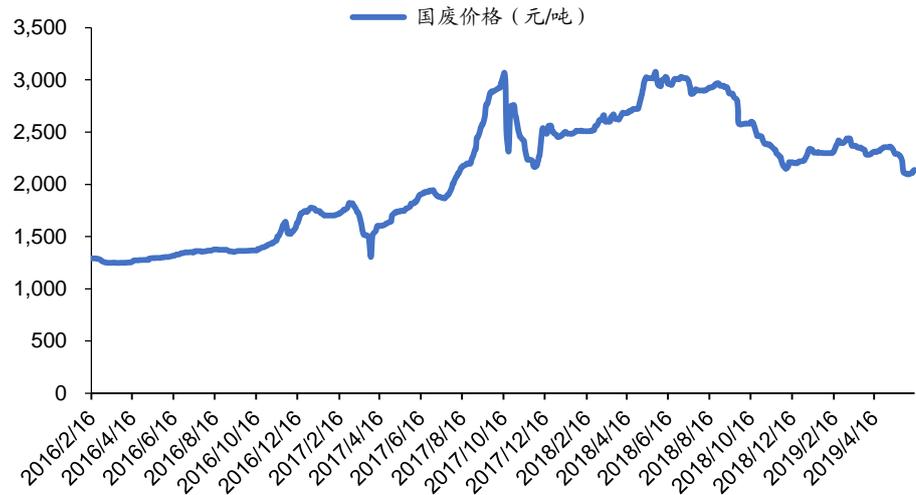
3.2 造纸板块: 文化用纸价格维持稳定, 箱板瓦楞纸价格承压

总体情况: 本周(6月8日至6月14日)木浆系纸种价格相对稳定, 废纸系纸种价格承压。木浆系纸种方面, 文化印刷纸市场行情基本稳定, 纸厂价格盘整, 经销商订单平稳, 纸企库存压力较大; 白卡纸市场行情延续平稳趋势, 市场需求并未见明显改善, 市场观望情绪较重。废纸系纸种方面, 白板纸市场行情平稳, 浙江等局部地区纸厂价格下调50-100元/吨, 太仓玖龙纸业PM20生产线于6月12-18日停机检修, 共计7天, 东莞玖龙纸业11#机在6月10-11日停机检修2天, 市场内观望情绪较浓, 下游刚需采购为主; 瓦楞及箱板纸市场价格承压, 瓦楞纸高端品价格实际成交价松动导致整体均价小幅回落, 箱板纸市场整体报价平稳, 目前下游需求无明显好转, 端午节后纸厂库存小增, 规模纸厂处于稳价去库阶段。生活用纸市场持续下行, 受端午节前漂针浆价格持续下调影响, 端午期间河北地区个别纸企率先下调报价, 加之节后处于各地麦收时节, 生活用纸市场交投不畅, 市场均价下行。

原材料方面, 本周国废黄板纸价格小幅反弹, 国废书本纸中枢下移, 国废报纸价格维持稳定。木浆现货价格继续走低, 市场预期进口木浆价格存下行压力, 现货市场交投受到冲击, 进口木浆现货价格下跌50-200元/吨, 下游纸企采购积极性不足。

3.2.1 上游价格跟踪

图43: 国废价格小幅反弹



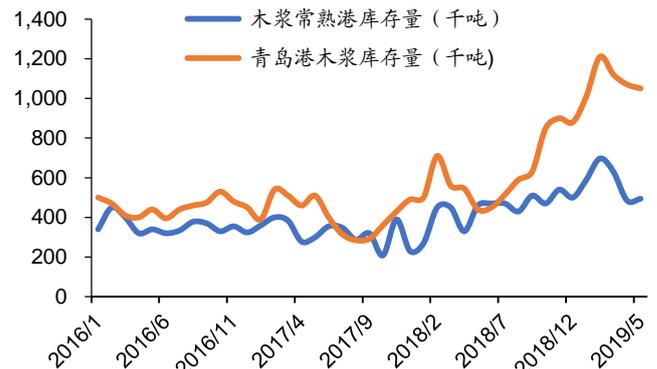
资料来源: 卓创资讯、广发证券发展研究中心

图44: 木浆国内现货市场价格下跌



数据来源: 卓创资讯、广发证券发展研究中心

图45: 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

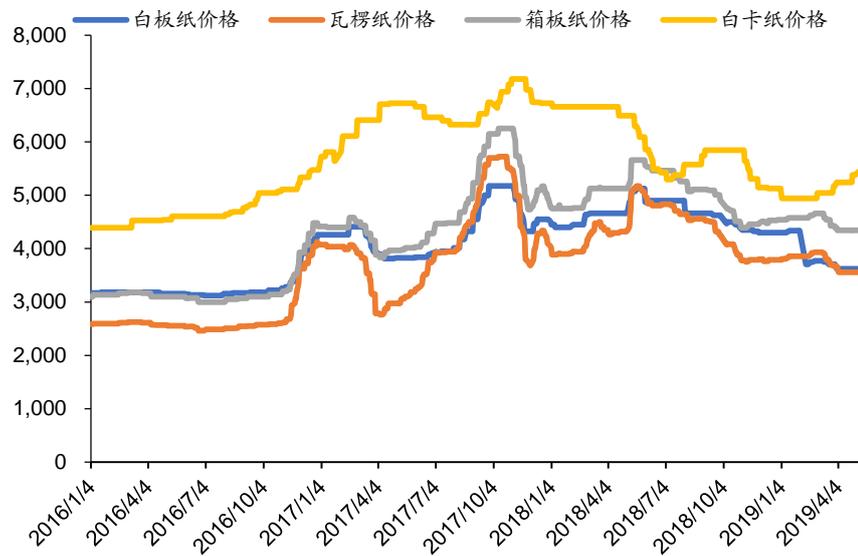
图46: 溶解浆价格回落至2017年以来低位



资料来源: wind 资讯、广发证券发展研究中心

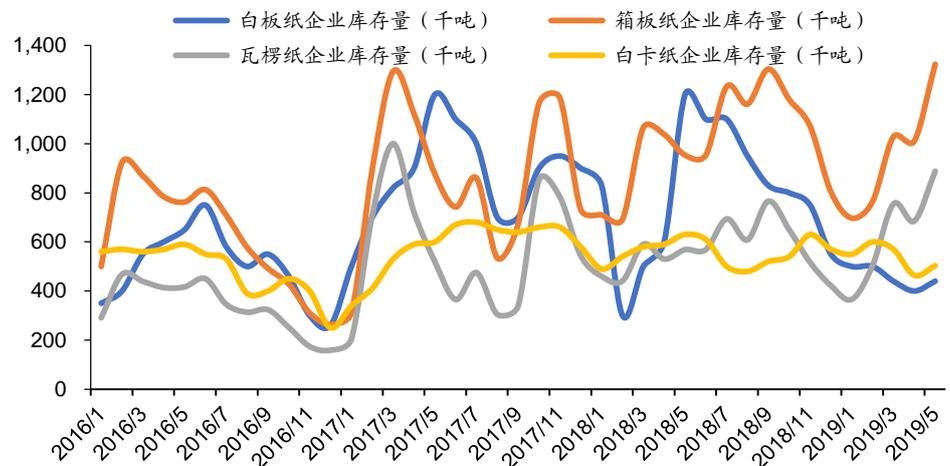
3.2.2 主要纸品价格跟踪

图47: 白板箱板纸价格稳定, 白卡纸小幅上涨, 瓦楞纸略有下滑 (元/吨)



资料来源: 卓创资讯、广发证券发展研究中心

图48: 本周箱板瓦楞纸库存变化呈增加趋势



数据来源: 卓创资讯、广发证券发展研究中心

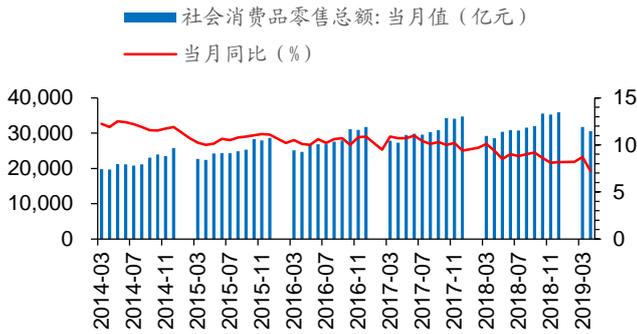
3.3 包装文娱板块: 下游消费增速有所放缓

社会零售总额同比增速回升, 烟草复苏趋势企稳, 文具办公用品零售额 5 月环比下降, 但同比仍有所回升, 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。2019 年 5 月份社会零售总额当月值为 32956.00 亿元, 同比增长 8.6%; 2019 年 5 月份文具办公用品零售额当月值为 231 亿元, 较 4 月下降 4.5%, 累计同比上升 3.6%; 2019 年 4 月烟草产量 1784.2 亿支, 累计同比增长 6.6%; 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%。6 月 14 日数据显示, 本周包装原

材料价格方面，塑料包装原材料 LLDPE 出厂价周环比下跌 0.02%，LDPE 出厂价周环比下跌 2.33%，金属包装原材料维持上周价格，全国主要城市玻璃包装价格周环比上涨 0.61%。

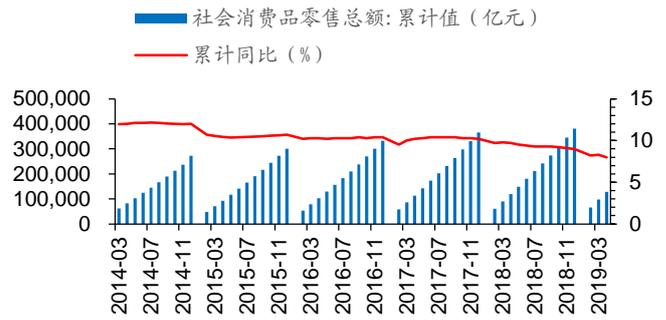
2.3.1 下游需求跟踪

图49: 社会零售总额: 当月值



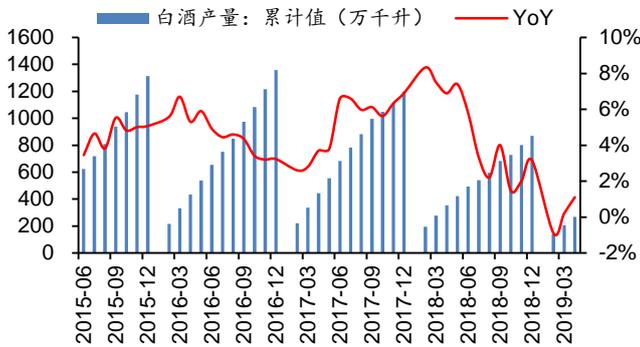
数据来源: Wind、国家统计局、广发证券发展研究中心

图50: 社会零售总额: 累计值



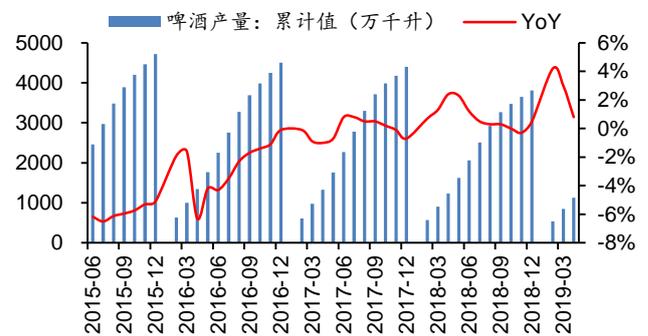
数据来源: Wind、国家统计局、广发证券发展研究中心

图51: 白酒产量



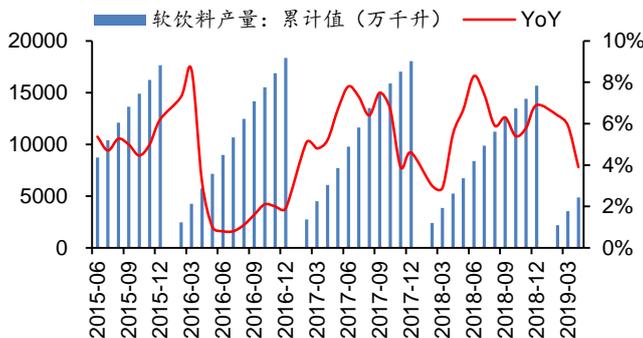
数据来源: Wind、国家统计局、广发证券发展研究中心

图52: 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53: 软饮料产量



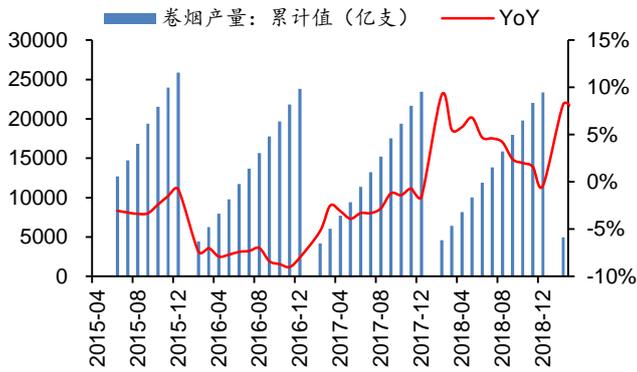
数据来源: Wind、国家统计局、广发证券发展研究中心

图54: 食品饮料总产量（白酒+啤酒+软饮料）



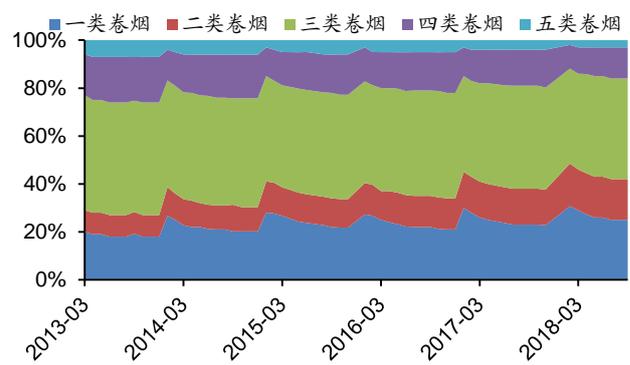
数据来源: Wind、国家统计局、广发证券发展研究中心

图55: 烟草产量



数据来源: Wind、烟草在线、广发证券发展研究中心

图56: 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57: 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58: 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59: 消费电子—智能手机



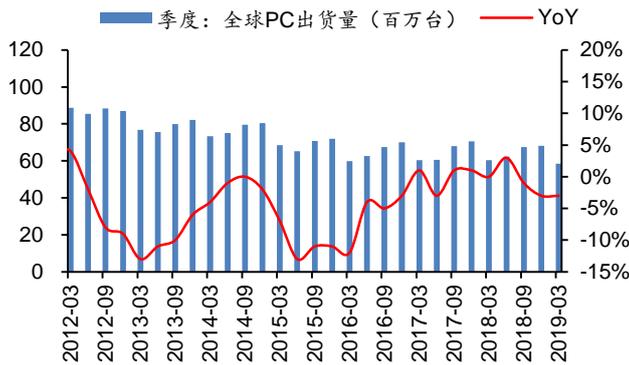
数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

图60: 消费电子—平板电脑



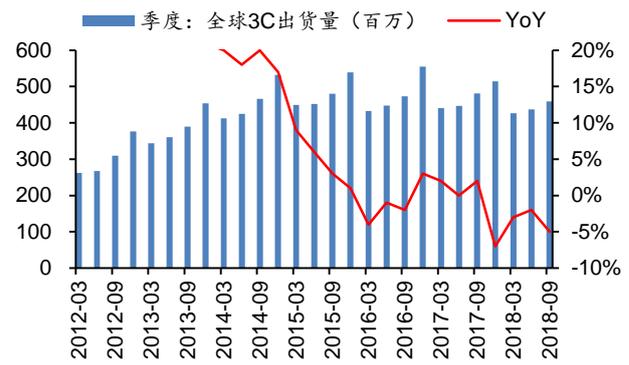
数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

图61: 消费电子—PC



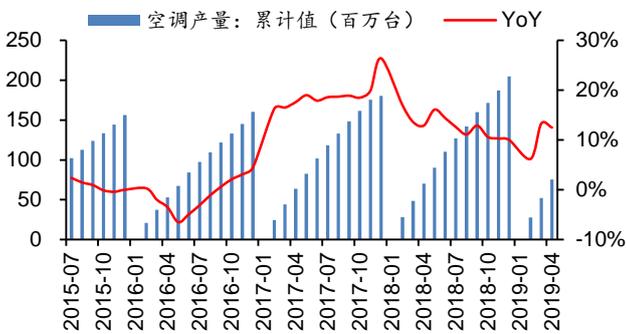
数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

图62: 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63: 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

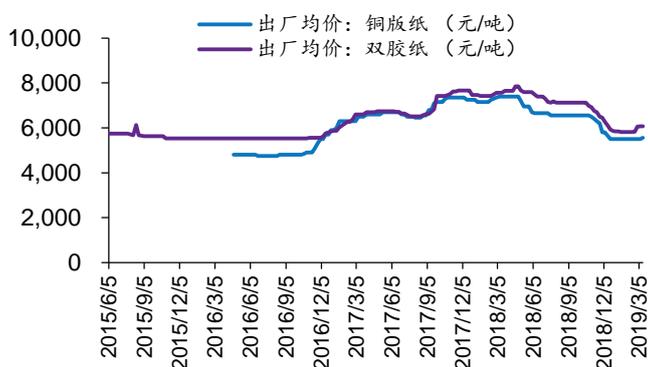
图64: 家电—家用冰箱产量



数据来源: Wind、国家统计局、广发证券发展研究中心

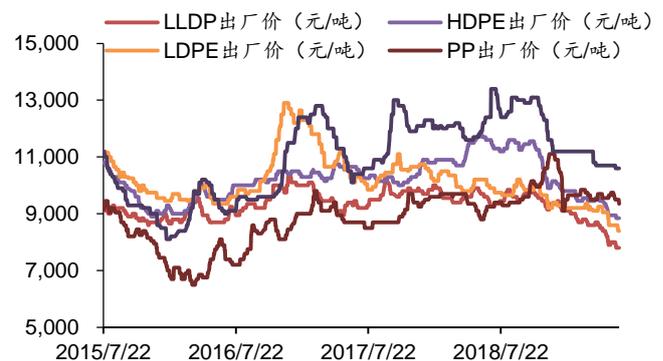
3.3.2 上游原材料价格跟踪

图65: 包装原材料价格——纸类（元/吨）



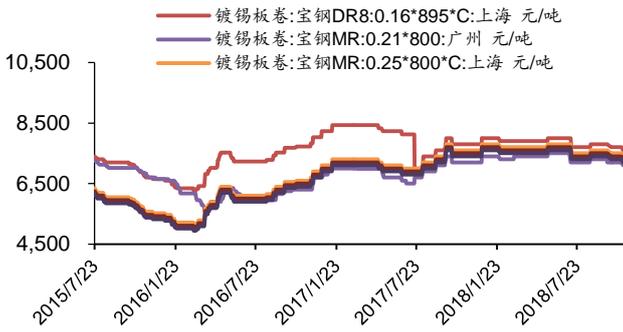
数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

图66: 包装原材料价格——塑料（元/吨）



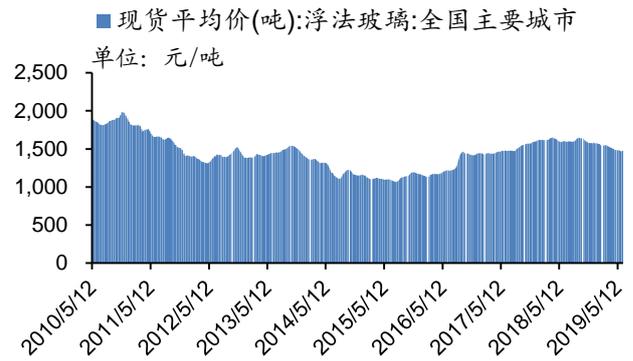
数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

图67: 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

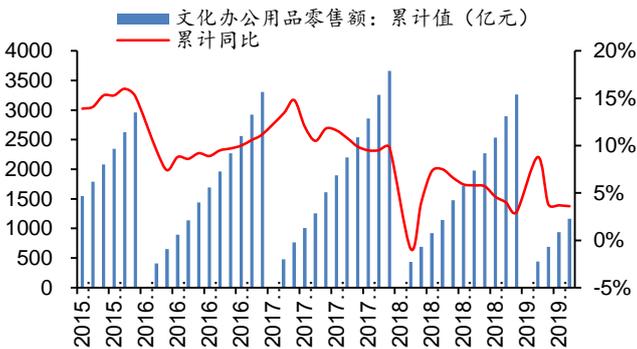
图68: 包装原材料价格——玻璃 (元/吨)



数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

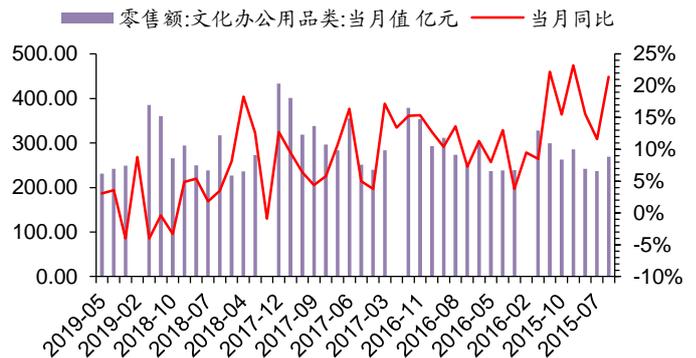
3.3.3 文娱板块

图69: 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70: 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

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。贸易纠纷导致海外出口不确定性增加，影响随出口品出口的包装用纸需求。海外进口成品纸波动影响。工业用纸企业新产能投放爬坡期盈利波动大，新产能海外扩张受政策、管理等方面制约；消费用纸方面：新产品推广不及预期，渠道拓展不及预期。

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

广发造纸轻工行业研究小组

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

广发证券—行业投资评级说明

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

广发证券—公司投资评级说明

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

联系我们

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

法律主体声明

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

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

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

重要声明

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

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

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

收入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

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

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

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

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

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

权益披露

(1) 广发证券在过去 12 个月内与好莱客(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。