

中期策略报告

家具景气环比向上，继续紧握必选龙头

行业评级

买入

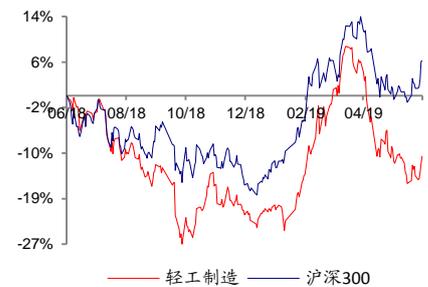
前次评级

买入

报告日期

2019-06-23

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:家具进入左侧 2019-06-16

配置期, 拥抱通胀受益标的

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

联系人:

陆逸 021-60750604

gfluyi@gf.com.cn

联系人:

徐成 0755-29953620

xucheng@gf.com.cn

● 2019 年 H1 行情回顾: 春季躁动后聚焦龙头, 必选被防御性加仓

2019 年上半年以 4 月中旬为分界岭, 前期演绎了春季躁动的普涨行情, 后期演变为聚焦龙头的防御性风格, 龙头公司普遍回撤较少, 部分优质必选消费品公司屡创新高: 劲嘉股份, 欧派家居, 晨光文具, 中顺洁柔, 江山欧派涨幅居前。

● 家具: 倒春寒后有望迎景气度修复, 全装时点领先, 定制空间更大

地产竣工今明两年向好提供基本面稳定的基础, 预计家具板块基本面对下半年环比向上。三季度可期待要素有三: 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 月份竣工虽差但全年预计交付无虞, Q3 逆周期政策有望推动竣工提速修复预期。预计全装修类公司受益精装房渗透率提升, 在竣工拐点出现前率先兑现高增长, 定制公司逐渐挖掘到成长之路 alpha 显现增速有望修复。重点关注: 欧派家居, 尚品宅配, 江山欧派, 索菲亚, 志邦家居等。

● 文娱包装: 基于增值税落地, 通胀预期与成本回落配置必选消费品

必选龙头 (中顺洁柔, 晨光文具, 劲嘉股份) 具备较强 ToC 定价能力, 在通胀预期抬升与上游成本回落期, 利润有望持续超预期, 且品类延展空间提供高估值基础 (卫生巾, 办公文具, 新型烟草)。纸包装需求端受贸易摩擦影响较大, 利润端受益于上游原材料成本回落, 景气修复仍需等待, 关注行业龙头合兴包装, 裕同科技落地 PSCP 等新型商业模式进行行业整合。重点关注: 中顺洁柔, 晨光文具, 劲嘉股份, 齐心集团等。

● 造纸: 文化纸龙头安全边际凸显, 三季度末基本面有望迎向上拐点

文化纸两大核心问题在于: 需求疲弱导致纸浆价格下跌, 原纸下游仍处于去年 6 月以来的去库存周期; 三季度末随文化纸旺季来临与纸浆港口库存有效消化, 纸浆价格中长期有望止跌回升, 根据库存跟踪周期测算下游可能逐步进入补库存周期。太阳纸业估值具备明显安全边际, 利润修复带动 ROE 触底回升, 有望带动中枢 PB 估值持续抬升向一体化龙头国际纸业对标。

● 风险提示

家居板块: 房地产政策调控力度加大, 逆周期政策放缓或未出现; 重点城市供给改善不及预期; 纸板块: 经济波动导致下游需求增速不及预期, 社会库存增加, 小厂供给投放超预期; 经济持续性回落影响必选消费品销量与结构; 贸易格局变化继续冲击包装需求; 原材料价格上涨影响产品毛利率。

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
002511.SZ	中顺洁柔	RMB	11.85	2019/4/25	买入	13.12	0.44	0.54	26.9	21.9	17.4	14.0	14.5	15.3
603899.SH	晨光文具	RMB	41.95	2019/4/29	买入	42.90	1.1	1.36	38.1	30.8	25.8	21	24.2	24.1
002191.SZ	劲嘉股份	RMB	12.04	2019/4/25	买入	15.00	0.60	0.74	20.1	16.3	16.6	13.3	12.2	13.0
603833.SH	欧派家居	RMB	106.72	2019/5/9	买入	121.00	4.49	5.45	23.8	19.6	17.3	13.8	20.0	19.5
300616.SZ	尚品宅配	RMB	74.99	2019/4/23	买入	105.35	3.01	3.72	24.9	20.2	26.1	18.3	17	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、2019H1 行情回顾：必选更稳健，家居待回暖	6
二、家具篇：倒春寒后迎来景气度修复	8
2.1 下半年真实竣工数据向好为家居板块提供稳定基本面	8
2.2 定制家具：竣工修复助力景气度提升，渠道强势企业获先发优势	10
2.3 软体家具：外贸悲观预期落地，内销成长值得期待	13
2.4 全装修：竣工反弹+渗透率提升，更具确定性	15
三、文娱包装：产品结构升级迎机遇	19
3.1 文具：传统文具显高端化，办公文具集中度提升空间较大	19
3.2 生活用纸：中顺洁柔多品类布局有望打开估值提升空间	20
3.3 烟标：景气回升+结构升级，具备设计能力优势的龙头更受益	23
3.4 纸包装：贸易格局影响需求，成本利润弹性仍具确定性，新商业模式可期	25
四、造纸板块：文化纸筑底回升，包装纸仍承压	28
4.1 包装纸：外废政策趋严叠加供需失衡，19H2 或持续低迷	28
4.2 文化纸：纸价筑底回升，下半年有望进入补库周期	29
4.3 核心推荐：太阳纸业	34
风险提示	36

图表索引

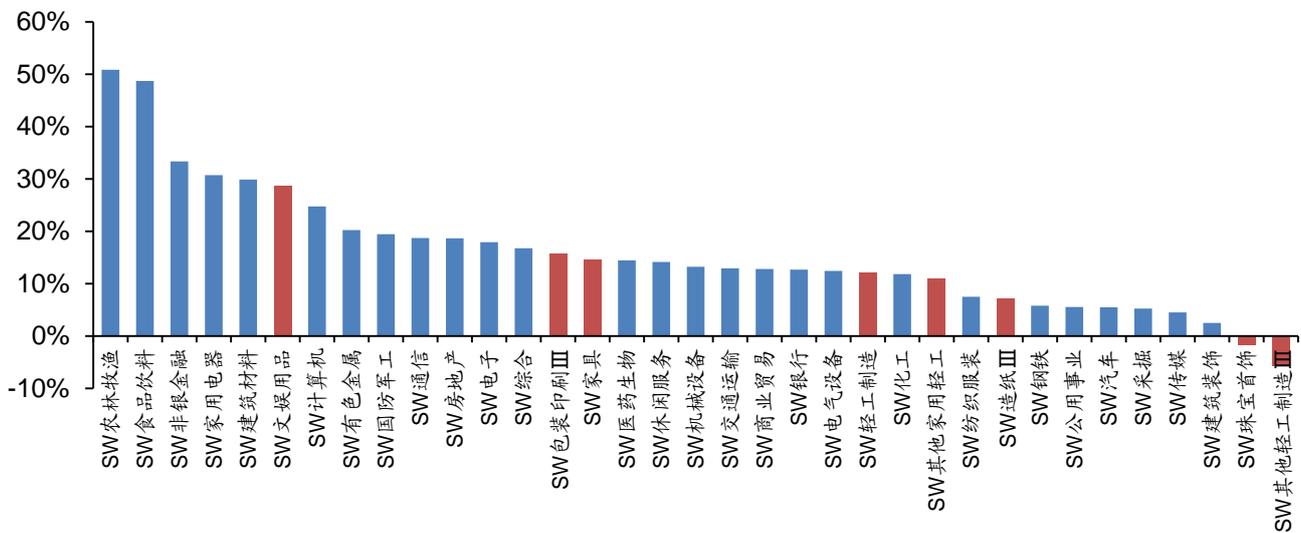
图 1: A 股板块区间涨跌幅 (总市值加权平均) (区间: 2019.01.01-2019.06.15)	6
图 2: 轻工板块主要标的区间涨跌幅 (区间: 2019.01.01-2019.06.15)	6
图 3: 家居板块标的年初以来股价涨跌幅	7
图 4: 家居板块全装修标的年初以来股价涨跌幅	7
图 5: 造纸 (含生活用纸) 板块标的年初以来股价涨跌幅	7
图 6: 包装文娱板块标的年初以来股价涨跌幅	7
图 7: 2019-2020 年地产真实竣工面积增速预测	8
图 8: 北京+深圳城市二手房交易面积 (万平米、月度)	9
图 9: 4 大一线城市新房交易面积 (万平米、月度)	9
图 10: 12 大二线城市新房交易面积 (万平米、月度)	9
图 11: 22 个三四线城市新房交易面积 (万平米、月度)	9
图 12: 11 个二三线城市二手房交易面积 (万平米、月度)	9
图 13: 各年份一二三四线城市新房销售面积占比	9
图 14: 新房从竣工-交付-装修的流程节点	10
图 15: 定制家居龙头企业近年门店数量变化	11
图 16: 一线城市 1-5 月新房、二手房同比增速	11
图 17: 二三线城市 1-5 月新房、二手房同比增速	11
图 18: 大宗渠道收入占比提升	12
图 19: 零售渠道销售收入占比下滑	12
图 20: 装修流量流向导图	12
图 21: 上市家具企业 2018 年境外收入占比	14
图 22: 精装修商品房开盘量	16
图 23: 全装修企业获取订单时点与零售类企业异同	17
图 24: 全装修房企数量增加情况	17
图 25: 中国精装修市场规模及渗透率	17
图 26: 全装修不同品类市占率	17
图 27: 工程单供应商评分体系	18
图 28: 我国零售文具主力价格区间与海外对比 (元/支)	19
图 29: 美国办公文具企业行业集中度变化 (%)	20
图 30: 中国生活用纸产品结构日趋丰富	21
图 31: 2018 年中顺洁柔研发费用提升 30.01%	21
图 32: 中顺洁柔卫生巾品牌朵蕾蜜 6 月 6 日线上首发	21
图 33: 恒安国际分产品营业收入 (万元)	22
图 34: 恒安国际历史 PE 值	23
图 35: 金佰利主营业务收入 1990s 快速增长	23
图 36: 金佰利历史 PE 值波动	23
图 37: 全国卷烟工商业库存变化 (万箱)	24
图 38: 2012-2017 年上市卷烟新品数量	25
图 39: 2012-2017 年行业上市新品价区分布	25

图 40: 我国烟草销量结构.....	25
图 41: 中国贸易出口金额 (累计值)	26
图 42: 箱板纸、瓦楞纸价格变化.....	26
图 43: 白卡纸、牛卡纸价格变化.....	26
图 44: 国内纸浆消耗严重依赖进口 (2018 年)	28
图 45: 2019 年 4 月外废进口量同比下降 20.17%	28
图 46: 包装纸总需求维持相对稳定.....	29
图 47: 2019 年箱板纸预计投产 275 万吨	29
图 48: 2019 年瓦楞纸预计投产 330 万吨	29
图 49: 双胶纸和铜版纸价格筑底回升 (元/吨)	30
图 50: 2012 年以来双胶纸表观消费量年化增长 1.77%.....	30
图 51: 2010 年以来铜版纸表观消费量年化增长-0.07%	30
图 52: 2012 年后文化纸价格领先下游行业产成品存货 4 个月左右.....	31
图 53: 造纸行业正处于去库存周期.....	31
图 54: 文化纸下游行业有望于 2019 年三季度前后进入补库存周期.....	32
图 55: 木浆全球生产商库存天数 4 月依然维持高位	33
图 56: 欧洲木浆主要港口库存 4 月依然处于历史高位.....	33
图 57: 2019-2020 年全球主要浆厂均无新增产能投放 (万吨)	33
图 58: 2006 年以来太阳纸业 PB-band	35
表 1: 中顺洁柔不断推陈出新, 产品品类多元化发展.....	22
表 2: 全球部分国家和地区限塑令相关政策	34

一、2019H1 行情回顾：必选更稳健，家居待回暖

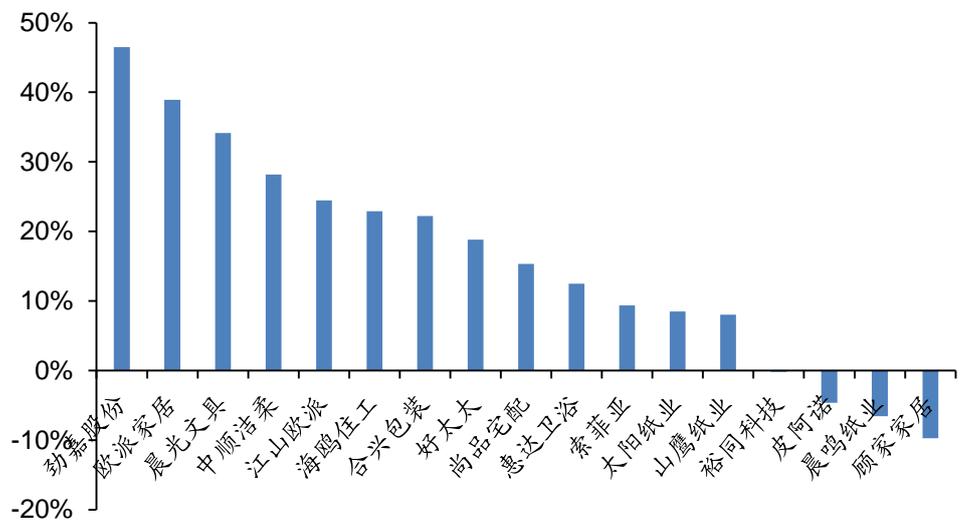
年初至2019年6月15日，沪深300指数涨幅21.40%，轻工制造整体板块涨幅12.07%，板块整体大幅落后于沪深300指数，但文娱等细分板块表现不俗。包装印刷、家具板块区间涨幅分别为15.27%、14.61%，与申万分类28个一级行业相比，分别处于第13、14位。文娱用品板块表现亮眼，区间涨幅28.63%，大幅跑赢指数，与申万分类28个一级行业相比，处于第6位，仅落后于农业、食品等行业。轻工制造领域各细分板块表现的差异，基本印证了我们在《2019年度策略：白马待胜而后求战，成长循结构性变化》中对必选消费品的看好态度。

图1：A股板块区间涨跌幅（总市值加权平均）（区间：2019.01.01-2019.06.15）



数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

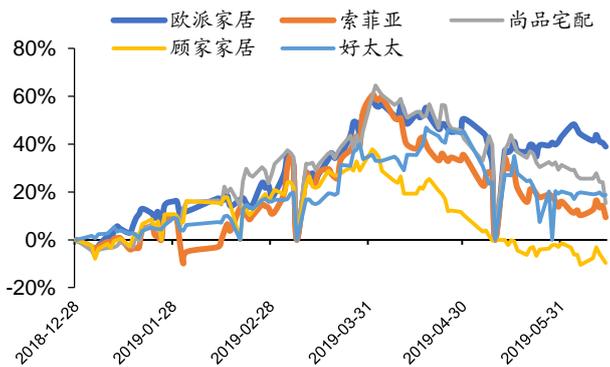
图2：轻工板块主要标的区间涨跌幅（区间：2019.01.01-2019.06.15）



数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

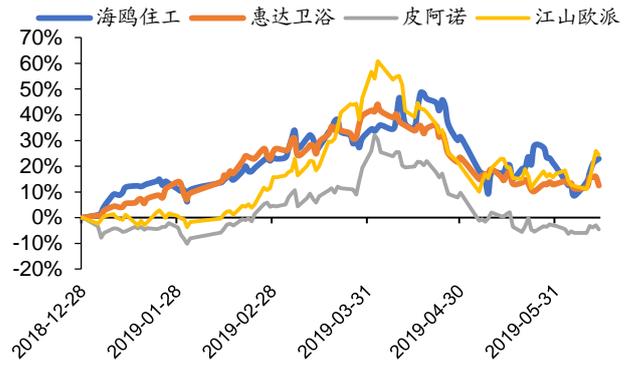
家居板块，年初市场流动性放松促使地产商融资情况好转，且3月份各家居公司订单出现显著好转，推升市场对家居公司情绪转向乐观。4-5月流动性收紧对竣工预期实现造成阻碍，股价有所回落，但可以看到以欧派家居为代表的龙头企业凭借品牌溢价能力和渠道张力，依然能够保持基本面和股价的稳健。出口业务较多的相关标的，受5月份贸易格局变化影响，后续走势较弱。

图3：家居板块标的年初以来股价涨跌幅



数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

图4：家居板块全装修标的年初以来股价涨跌幅

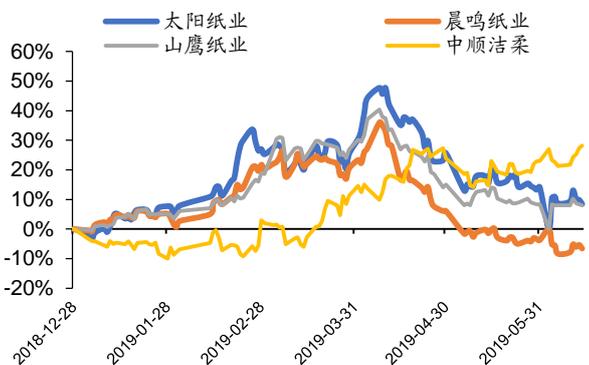


数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

造纸板块中，必选消费生活用纸龙头中顺洁柔走势较强，高基数情况下公司收入增速平稳，原材料价格回落叠加增值税减税利好，公司盈利市场一致预期上调。太阳纸业、晨鸣纸业、山鹰纸业所处文化纸、包装纸行业具有一定周期属性，在春节后行业补库存、主要纸种提价函落地以及市场情绪向好驱动下走高，二季度产品提价price in，夏季下游需求偏淡，股价走弱。

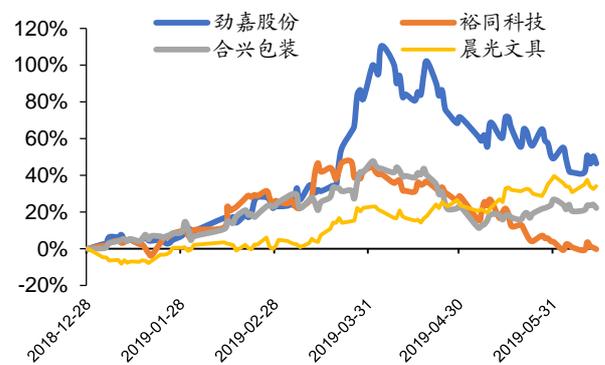
包装文娱板块，各纸包装标的年初受益于原材料下行利润弹性显现，叠加大盘流动性转好，股价呈现出稳定增长。后续3月份电子烟、工业大麻等概念受到市场追捧，推升劲嘉股份迎来进一步行情。4、5月份贸易格局变化导致包装下游需求端受到一定冲击，各纸包装标的均有一定程度回调。晨光文具，作为必选消费品业绩更加稳健，年初以来股价走势平稳向上。

图5：造纸（含生活用纸）板块标的年初以来股价涨跌幅



数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

图6：包装文娱板块标的年初以来股价涨跌幅



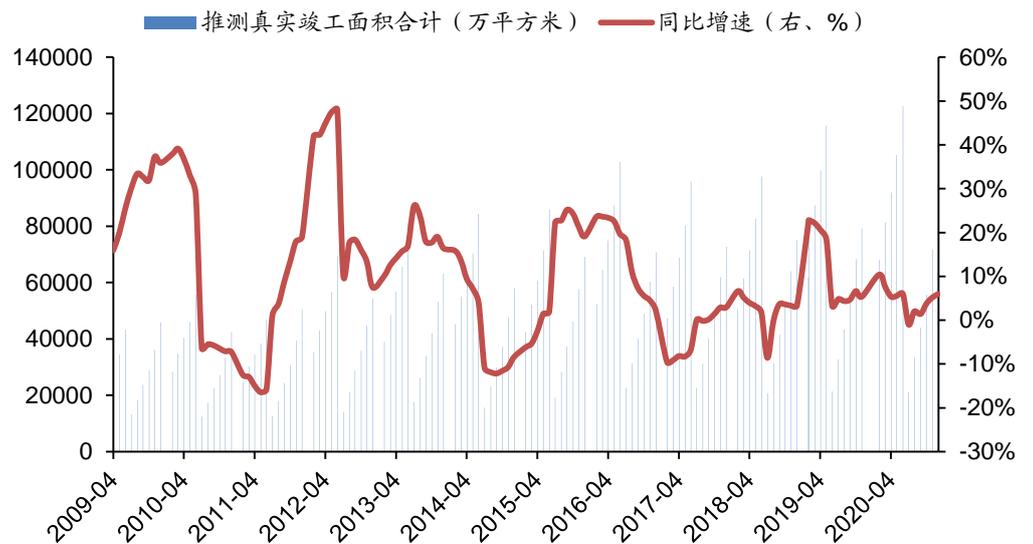
数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

二、家具篇：倒春寒后迎来景气度修复

2.1 下半年真实竣工数据向好为家居板块提供稳定基本面

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向下半年环比向上。三季度可期待要素有三：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，较弱的供需数据有助于缓解政策压力。根据我们3月31日外发报告《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，真实竣工数据回暖有望带动龙头定制家具在2020-2021年收入增速向上修复至20-25%。地产商往往会在根据销售面积安排竣工交付，销售增速后续若能逐步见底，也为下半年真实竣工修复奠定基础。

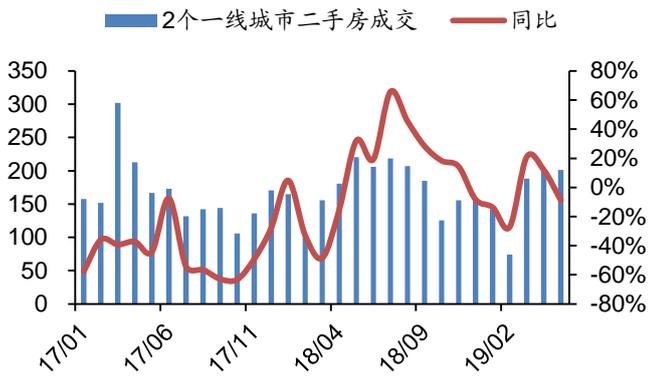
图7：2019-2020年地产真实竣工面积增速预测



数据来源：wind 资讯、广发证券发展研究中心

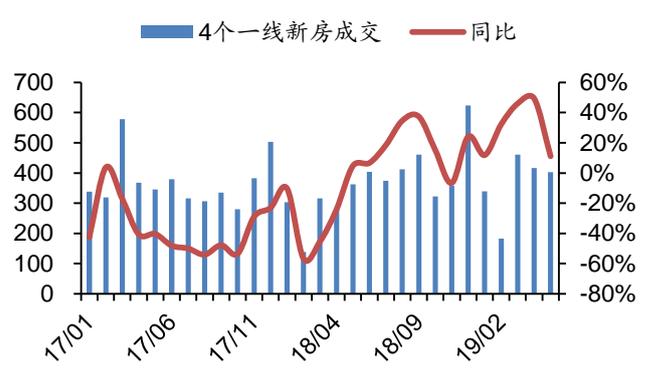
本轮板块景气度的复苏，主要是来自于一二线新房、二手房交易回暖。根据广发地产组数据测算，2019年5月4大一线城市新房销售同比增长11.10%，12个二线城市新房成交同比上涨3.92%，22个三四线城市新房成交同比回落4.45%。2大一线城市（北京、深圳）二手房交易受基数影响5月份成交同比下滑8.79%。销售面积从结构观察，一线城市的交易热度拐点往往领先于全国地产销量的拐点，对二三四线城市销售有指引效应。

图 8: 北京+深圳城市二手房交易面积 (万平米、月度)



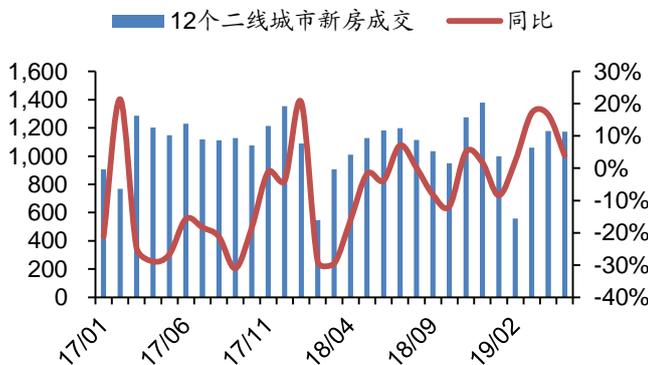
数据来源: Wind、广发地产组、广发证券发展研究中心

图 9: 4大一线城市新房交易面积 (万平米、月度)



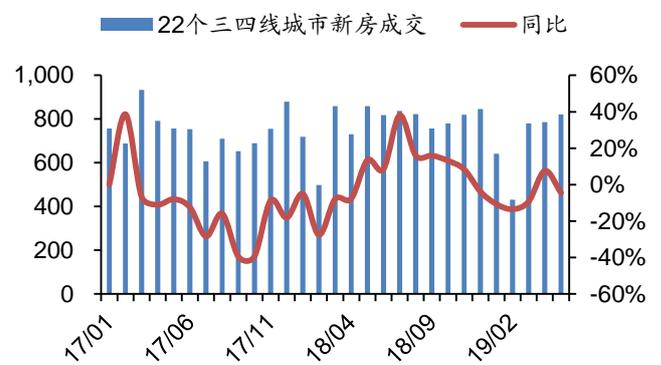
数据来源: Wind、广发地产组、广发证券发展研究中心

图 10: 12大二线城市新房交易面积 (万平米、月度)



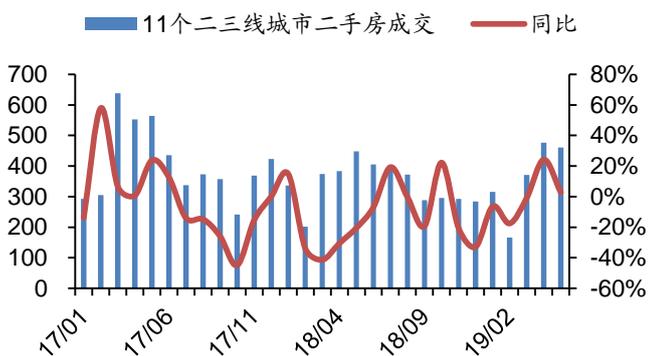
数据来源: Wind、广发地产组、广发证券发展研究中心

图 11: 22个三四线城市新房交易面积 (万平米、月度)



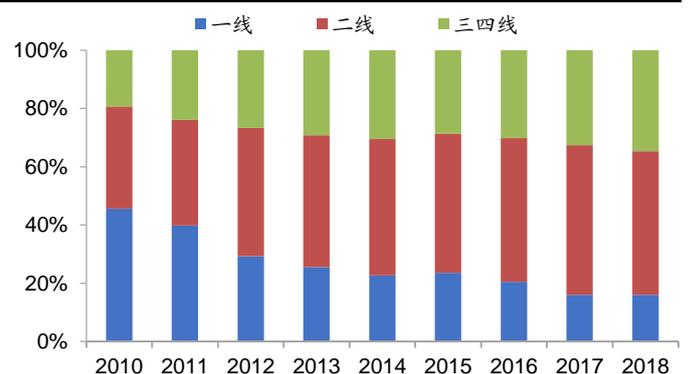
数据来源: Wind、广发地产组、广发证券发展研究中心

图 12: 11个二三线城市二手房交易面积 (万平米、月度)



数据来源: Wind、广发地产组、广发证券发展研究中心

图 13: 各年份一二三四线城市新房销售面积占比

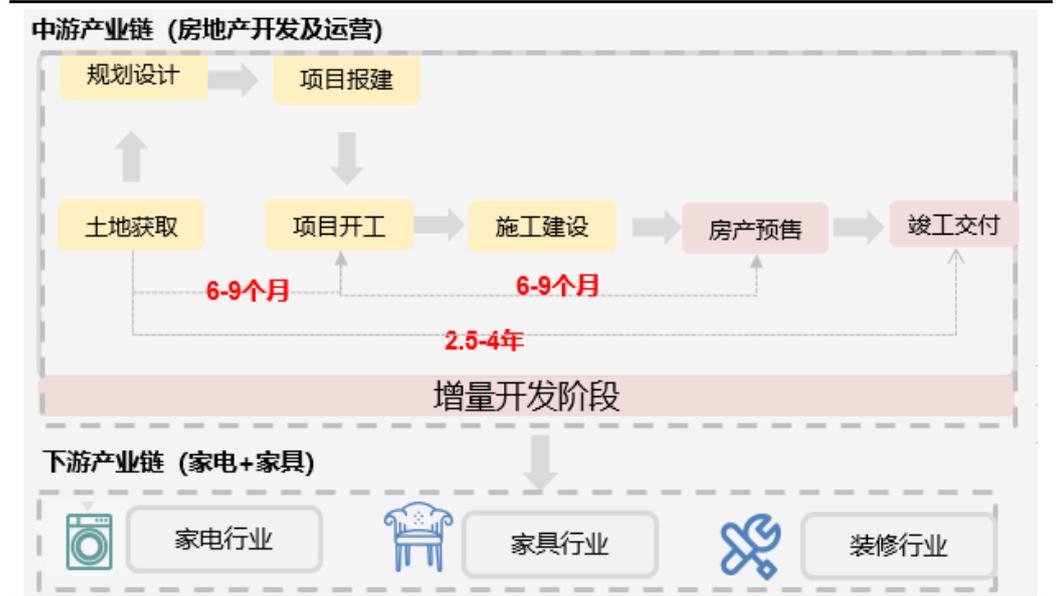


数据来源: Wind、广发地产组、广发证券发展研究中心

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14：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

2.2 定制家具：竣工修复助力景气度提升，渠道强势企业获先发优势

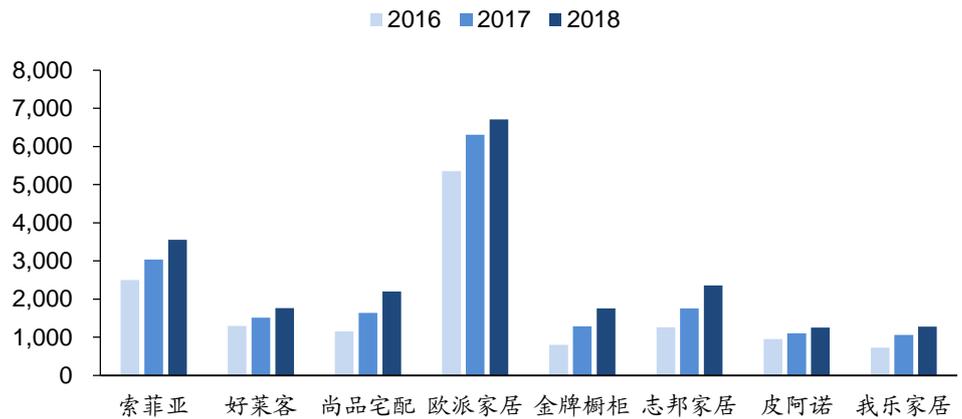
2.2.1 盛夏后景气度有望依托竣工恢复

零售维持下半年向好判断，2019Q4起业绩有望逐步兑现。家具零售端预计未来短期数月基本面兑现有压力，根据我们在前期周报《定制倒春寒后迎盛夏，全装链条确定性更高》中所测算，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%，但预计反应至上市公司报表端，时点最早也要在2019年Q4前后，可能叠加定制家具公司2018年Q3-2019年Q1普遍收入降速下的低基数，实现单季度收入高成长。

2.2.2 定制倒春寒后景气度修复

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 15: 定制家居龙头企业近年门店数量变化

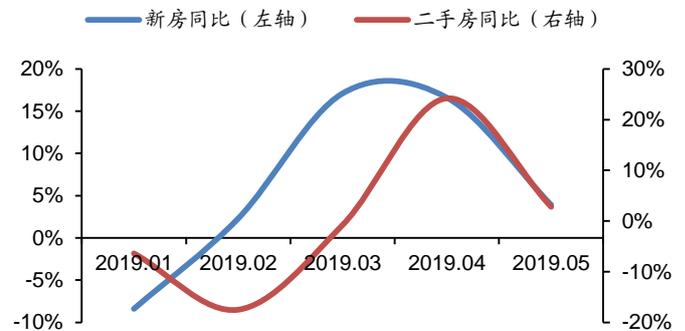
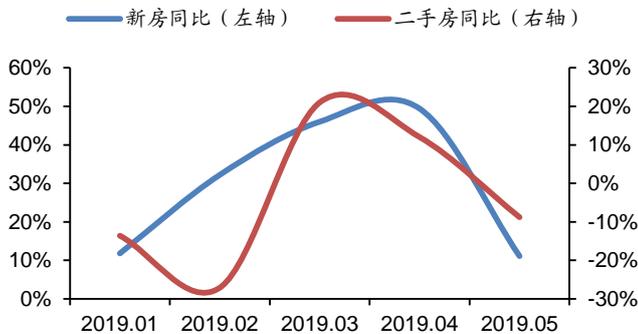


数据来源: 各公司年度报告、广发证券发展研究中心

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 16: 一线城市 1-5 月新房、二手房同比增速

图 17: 二三线城市 1-5 月新房、二手房同比增速



数据来源: Wind、广发地产组、广发证券发展研究中心

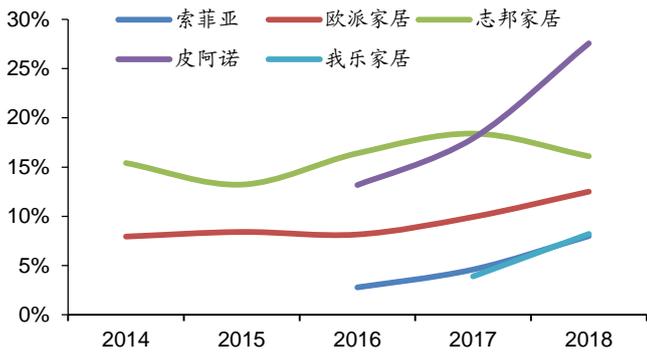
数据来源: Wind、广发地产组、广发证券发展研究中心

心

渠道效率提升可以让产品以更高效低价的方式触达消费者, 这是现阶段进一步提升市占率的核心手段。流量的分散化代表部分消费者对原有传统卖场提供的服务和价格的不满。其中加价率高可以通过优化渠道效率来解决, 一方面要布局更有效率的渠道, 例如整装、大宗、电商等渠道, 更低的加价率代表着更高的渠道传导效率; 另一方面要提升原有传统卖场渠道效率。因此可在原有传统渠道进一步争夺同价格带小品牌竞争对手市场空间, 并在更多层次的渠道压制地方大厂竞争对手, 同时使得终端价格进一步向地方小厂靠拢, 提升行业集中度。进一步展望, 在渠道效率提升基础上, 优化服务效率、显性产品质量有望带动定制家具集中度提升进入第

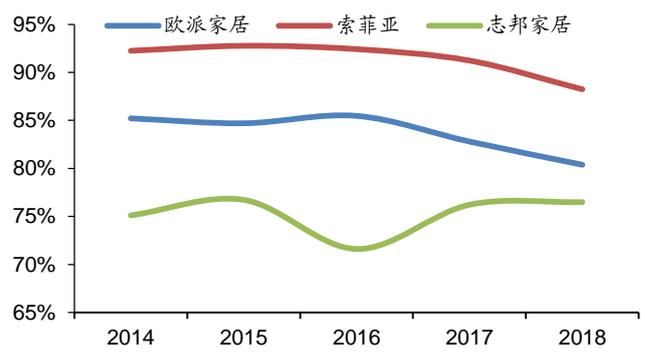
三阶段。当供应链效率和渠道效率足够高，价格距离小厂终端价格更近时，预计三线品牌和地方大厂生存已经艰难，此时头部品牌可以运用市场影响力通过营销活动将服务显性化和质量优势前置，降维打击小厂，通过突出板材、五金产品质量，标准化服务流程等方面深化与小厂产品间差异。例如空调行业在2000-2005年价格战期间，格力电器将质保服务前置化，通过高质量产品获得溢价。因此从渠道效率提升维度来看，建议布局具备明显渠道优势的龙头企业，如欧派家居、索菲亚、尚品宅配、志邦家居等。

图18: 大宗渠道收入占比提升



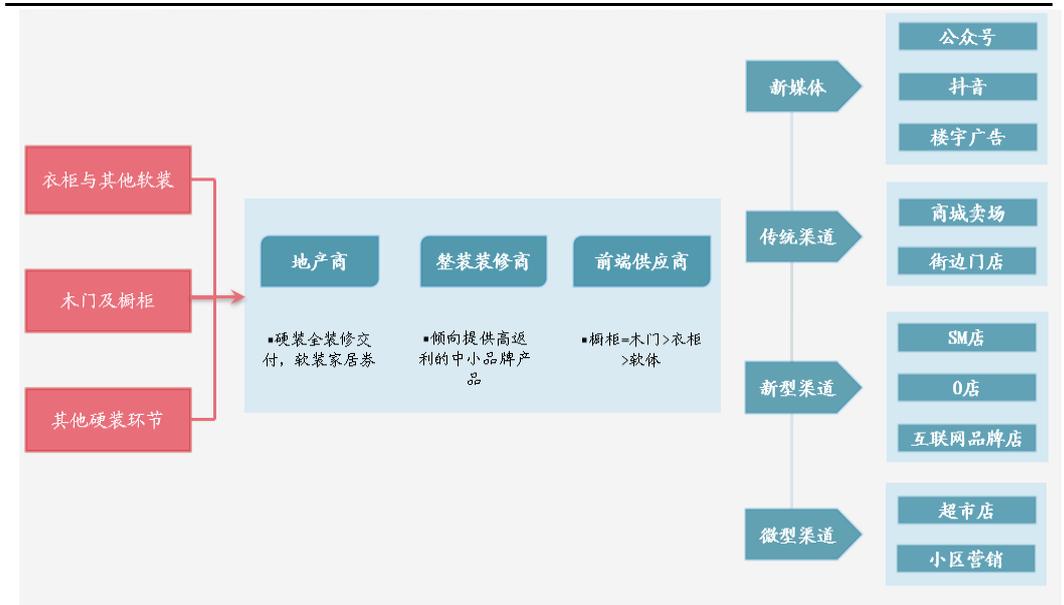
数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

图19: 零售渠道销售收入占比下滑



数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

图20: 装修流量流向导图



数据来源: 广发证券发展研究中心

2.2.3 核心标的

欧派家居: 拥有较高的品牌知名度、强大的营销网络以及丰富的定制化生产经验，整装大家居渠道有望打开公司新的流量入口。预计欧派2019~2021年EPS分别为4.49、5.45、6.63元/股。在定制家居行业面临地产后周期、行业竞争加剧、流量碎片化等冲击的背景下，欧派通过拓展整装大家居新渠道引领行业潮流，凭借强品牌、强产品、强渠道保持稳健业绩，在2018年依然表现出较强的业绩韧性，我们认

为，应当给予欧派超出行业平均水平的估值溢价。参考同行业估值，并给予公司龙头溢价及新渠道溢价，给予欧派2019年合理估值27倍，对应合理价值121元/股，维持公司“买入”评级。

索菲亚：持续推动大家居战略，渠道下沉加密奠定收入增长基础，回购计划彰显公司信心；3-4月份接单已回暖；司米橱柜盈利改善，收入占比提升；营销渠道多元化，大宗业务渠道收入占比提升。预计公司2019-2021年实现营收86.43、102.10、120.43亿元，归母净利润为11.07、12.89、14.98亿元，参照wind一致预期可定制家具公司估值，给予2019年20xPE合理估值，维持公司买入评级。

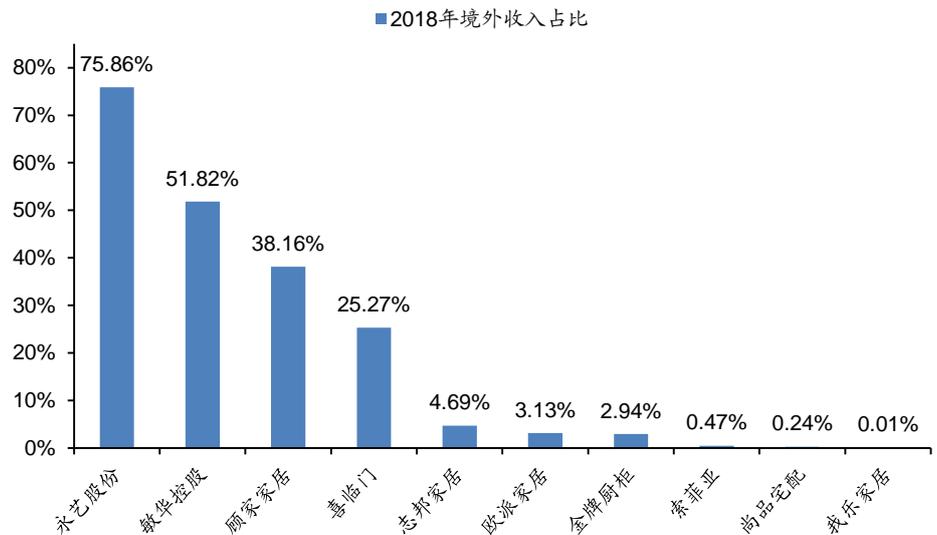
尚品宅配：“第二代全屋定制”精准定位客户需求推动客单价提升，无锡生产基地保障未来产能投放，整装业务打开收入增长空间，加盟店比例不断提高改善费用率。预计2019-2021年归母净利润分别为5.98、7.4、8.8亿元，考虑到过去一年公司平均PE（TTM）为43倍，由于今年行业竞争持续加剧，给予2019年35xPE合理估值，对应合理价值105.35元/股，维持买入评级。

2.3 软体家具：外贸悲观预期落地，内销成长值得期待

2.3.1 贸易格局变化促使行业短期竞争加剧，未来长期有望打开全球版图

下半年软体家居外销悲观预期落地，软体家具竞争格局影响或更大。近期软体家具行业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%，但随着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，目前悲观预期已逐步落地。同时，去年3月以来主流软体企业开启产能转移，因此推测中期订单影响有限，外贸订单反而有望向龙头企业集中，推动龙头市占率提升。

图21：上市家具企业2018年境外收入占比



数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

注：敏华为财年数据

表1：软体家具企业应对措施

家具公司	应对措施
顾家家居	<p>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。</p> <p>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。</p> <p>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。</p>
喜临门	<p>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。</p>
敏华控股	<p>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。</p>

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

内销收入增速放缓，短期行业竞争加剧，未来打开全球版图。目前国内软体家具行业受地产等因素影响，内销收入增速放缓，外销业务一方面产能向东南亚，欧洲等国家迁移，国内富余产能转内销产能利用率下降后有降价冲动，加剧短期行业竞争，但未来有助于行业进一步集中。此外，观察海外龙头软体家具企业的发展路径，如LA-Z-BOY、泰普尔丝涟、舒达等，均实现了生产基地与销售渠道的全球布局，目前国内企业在地产红利、渠道红利接近尾声，且国内人工成本不断攀升的背景下，

全球竞争格局这一契机推动企业进行变革，倒逼企业“走出去”，虽短期经营压力明显增加，长期来看，有助于企业进一步提升产品全球竞争力，打开全球收入版图，推动企业未来收入登上新台阶。

2.3.2 核心标的

顾家家居：积极开拓品类和产能，并且不断升级管理系统，不断扩大了产品影响力。具体来讲：1) 多品类、多层次产品战略逐步落地，产品力进一步增强；2) 投资并购布局海内外市场和产业链，打造全球品牌影响力；3) 新建产能投产满足未来需求；4) 信息化系统推进助力管理、运营效率持续提升。预计公司2019-2021年归母净利润分别为12.4、15.2、18.4亿元，考虑公司19-20年预测净利润复合增速23.8%，给予公司2019年23XPE估值，对应PEG为0.97，合理价值为66.47元/股。

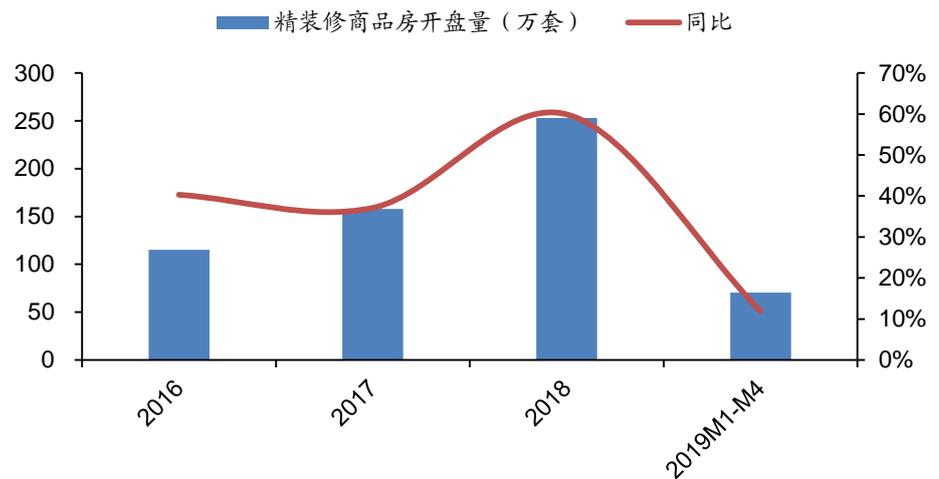
敏华控股：长期看好公司在功能沙发领域的技术壁垒、品牌效应。预计公司2020-2022财年的归母净利润为13.98、16.57、20.18亿港元。公司2020财年受贸易格局变化冲击业绩承受压力，预计2021财年公司对美市场产能全部转移至美国后，业绩恢复快速增长，估值压制因素逐步消除，PE倍数逐步向历史估值方向修复。参考公司历史估值水平，给予公司2020年PE 12倍合理估值，对应合理价值4.39港元/股，维持公司“买入”评级。

2.4 全装修：竣工反弹+渗透率提升，更具确定性

期待Q3逆周期政策+地产竣工实现在即，推动竣工反弹。年初1-2月流动性放松促使地产商融资情况好转，竣工资金相对充裕有望加快竣工，但是4-5月流动性收紧抑制竣工。地产商楼盘到期竣工目标实现在即，期待Q3逆周期政策进一步推升竣工反弹。

政策要求进一步推动全装修比率提升。《住宅项目规范（征求意见稿）》规定城镇新建住宅应全装修交付，相比于住建部2017年提出到2020年新开工全装修成品住宅面积达到30%，政策要求进一步加速。根据奥维云数据，2019年1-4月，精装修商品房开盘数量70.33万套（YoY+11.90%），开盘项目数量832个（YoY+30.20%）。

图22: 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

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:

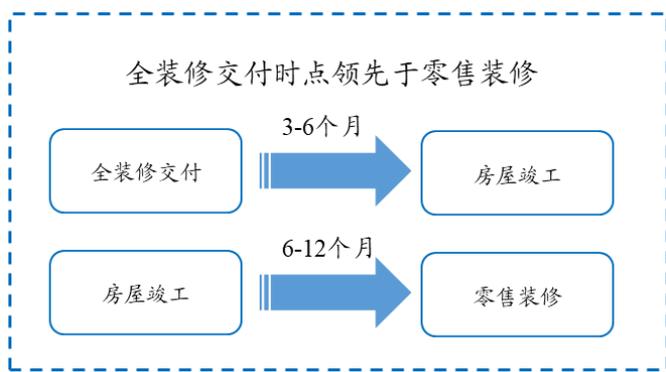
(1) 全装修交付时点在竣工前 3-6 个月,而零售装修在竣工后 6-12 个月,竣工交付若有回暖,工程单企业订单增速拐点远远领先于零售订单拐点,将在业绩中率先体现;

(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 23: 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 24: 全装修房企数量增加情况



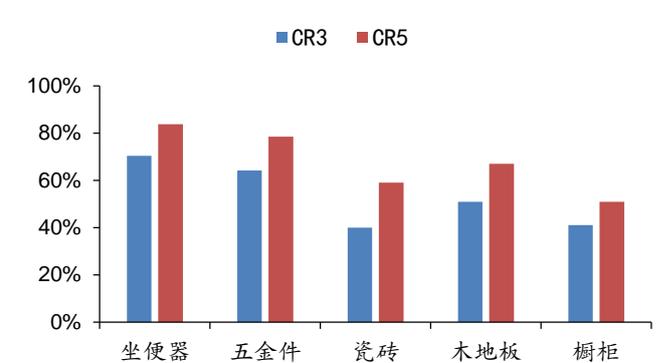
数据来源: Wind、奥维云网、广发证券发展研究中心

图 25: 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 26: 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

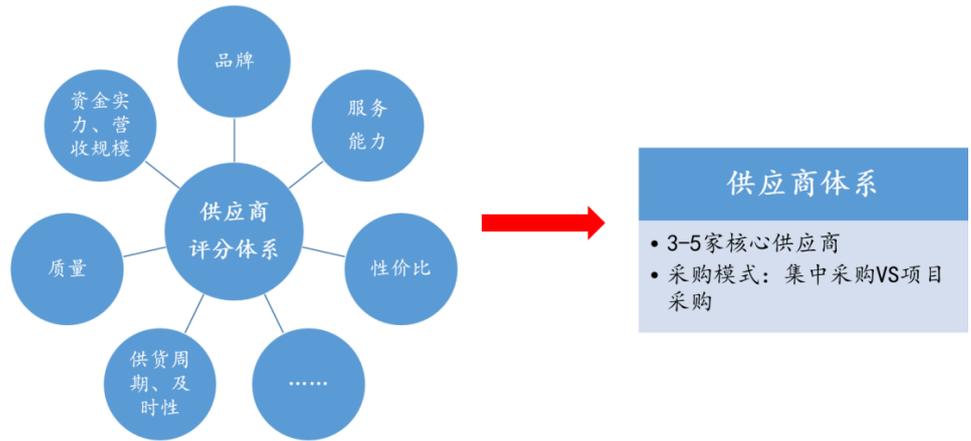
注释: 橱柜为 2017 年数据, 坐便器和五金件为 2018 年数据, 瓷砖、木地板为 2019 年 2 月份数据

地产商招标供应商时最看重的三个指标: 供货能力 (供应链能力和终端服务能力)、品牌价值、性价比 (成本的竞争力)。 首先, 供货能力是开发商进行战略合作或长期合作的重要标准, 包括供货周期、供应的及时性、整个供应体系的完整性、终端服务的能力等等。其次, 地产商会重视供应商的品牌价值、公司规模, 首选行业内的一些知名品牌、TOP 品牌, 优先进入供应商体系。精装修房最终还是要交付到消费者手中, 因此能够赢得消费者认可的品牌价值依然重要。此外, 产品质量、性价比等也是开发商的重要考量因素。每一个开发商自身都会有一套评分体系, 每一年或者最长两年时间对供应商的各方面能力进行考评, 以检验是否满足供货周期、及时性、服务、性价比等等指标要求。

全装修部品龙头企业往往具备两方面的竞争壁垒: (1) 生产的规模效应: 地产精装房的部品配套往往具备一定标准化、大批量的特征, 但是交付安装的时间又往往容易集中, 排产规划能力较高、客户分散综合的大型企业往往能够取得生产的规模优势; **(2) 服务的专业水平和企业文化:** 与面向零售市场的家居业务不同, 全装修部品业务面向地产商, 需要的服务水平体现在与地产开发企业的协调配合、高效的交付能力等方面, 能够积极进行产品适配、跟踪客户新楼盘的需求的企业, 往往

更能胜出。

图 27: 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

志邦家居: 看好公司未来1) 大家居融合推进, 加大经销商赋能, 新代言人提升品牌影响力; 2) 抢占全装修市场风口, 大宗渠道助力收入稳健增长; 3) 盈利水平随大宗客户结构调整、工厂成本优化、木门产能达产而保持稳定。预计公司2019-2021 年净利润分别为3.2、3.7、4.2亿元 (YoY+18.6%, 15.6%, 13.3%), 考虑公司上市以来平均PE (TTM) 为30倍, 业务相较可比公司更加多元, 但行业竞争加剧情形尚未缓解, 给予2019年25xPE合理估值, 对应合理价值50.5元/股, 维持买入评级。

江山欧派: 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。以江山欧派为代表的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。

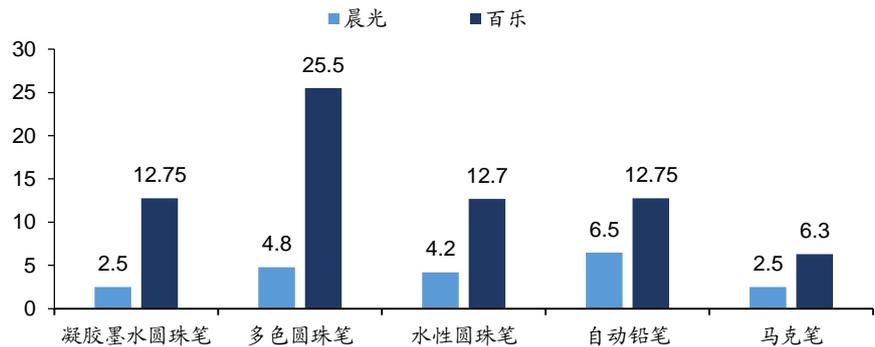
三、文娱包装：产品结构升级迎机遇

3.1 文具：传统文具显高端化，办公文具集中度提升空间较大

3.1.1 传统文具：品牌化、高端化助力打开业绩增长空间

高端产品空间增长空间较大，品牌化、高端化推动传统文具客单价不断提升。近年来，文具消费逐渐呈现品牌化、时尚化、个性化和高端化的趋势。与海外市场相比，国内公司利润率与海外龙头公司仍有提升空间，以按动式中性笔为例，从零售价来看，百乐公司在日本市场的定价为 200 日元，约为 12.7 元人民币，无印良品定价为 8 元/支，而晨光文具的定价约为 2.4 元。随着消费习惯的改变，以及龙头企业对高端产品的积极布局，未来国内企业有望扭转目前中高端市场由海外品牌所主导的现状，打开自身增长空间。对标百乐，国内文具企业中，如晨光文具，在产品策略有着与百乐相似的发展策略，同时在研发领域投入、费用管控上更是有较大提升空间。虽科力普业务毛利率较低，晨光整体毛利率较难提升至百乐相近水平，但随着未来公司精品文创业务持续推进，研发能力提升产品附加值，凭借晨光长期打造的品牌与渠道优势，有望推动毛利率持续上行，从而支撑公司业绩稳定增长。

图 28：我国零售文具主力价格区间与海外对比（元/支）

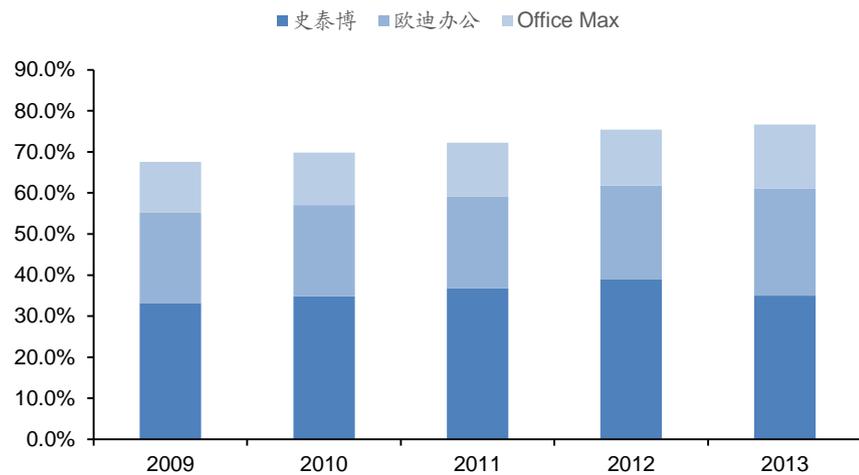


数据来源：Wind、晨光天猫旗舰店、百乐文具官网、广发证券发展研究中心

3.1.2 办公文具：未来行业集中度有望逐步提升

以美国市场作为参考，国内办公文具集采行业集中度提升空间较大。传统办公文具采购涉及耗材（如笔、笔记本等），办公设备（如打印机等），办公技术产品（电脑等），办公服务（复印服务等）及其他用品等。美国办公文具行业发展先于中国，出现了史泰博、欧迪、Office Max等龙头企业，因此选取美国办公文具行业作为参考对象。考虑到2014年以后欧迪与Office Max合并、史泰博欲与欧迪合并最后终止协议等众多因素，在观察行业集中度变化时选取的时间区间为2009-2013年。在这5年期间，美国办公文具三大巨头——史泰博、欧迪和Office Max占据的市场份额从68%升至77%，其中史泰博以35%的市占率保持相对优势。对比来看，参考美国企业集中度趋势，国内办公文具市场中的头部企业（科力普、得力、齐心等）市占率较低，可以预计，在市场稳定增长的前提下，龙头企业凭借自身出彩的服务能力，过硬的产品力，以及高效的仓储配送能力，有望推动未来中国办公文具行业集中度进一步提升。

图29: 美国办公文具企业行业集中度变化 (%)



数据来源: IBISWorld、广发证券发展研究中心

3.1.3 核心标的

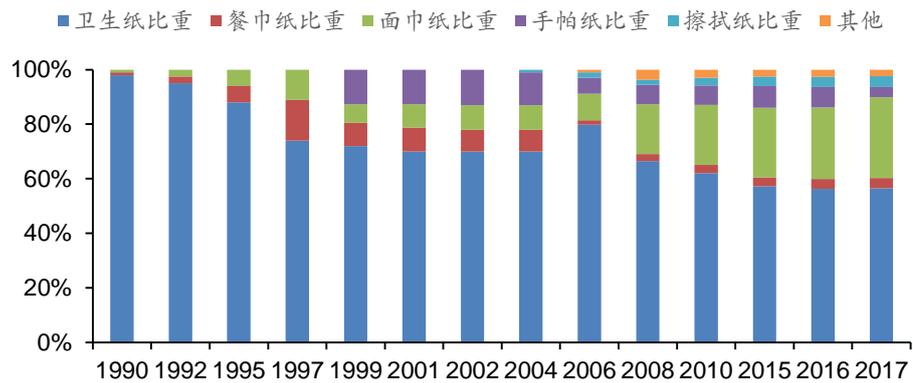
晨光文具: 持续看好晨光文具“一体两翼”战略: 1) 传统业务稳步发展。2) 办公业务保持高速增长。3) 精品文创业务升级加速。4) 收购上海安硕, 产品渠道实现双重补充。考虑到收购上海安硕后公司产品、渠道双拓展, 九木杂物社开放加盟渠道拓展加速, 预计公司2019-2021年归母净利润为10.2、12.5、15.4亿元, 考虑到过去4年公司平均PE (TTM) 为39倍, 给予2019年39xPE合理估值, 对应合理价值42.9元/股, 维持买入评级。

3.2 生活用纸: 中顺洁柔多品类布局有望打开估值提升空间

3.2.1 行业产品结构呈多元化发展趋势

生活用纸行业的逐渐成熟为龙头企业提供发展空间, 同时推动产品多元化研发进程。1988年至1992年期间, 我国生活用纸中卫生纸占比95%以上, 而随着居民消费水平的提高和对更高生活质量的追求, 生活用纸消费的主要产品结构发生了巨大的变化, 餐巾纸、手帕纸、面巾纸的比重均有所提升。到2017年, 卫生纸比重降低至53.7%, 面巾纸比重大幅提高, 占比28.2%, 生活用纸品类的丰富性和均衡性均大幅提升, 市场对企业的研发能力提出了更高的要求。

图30: 中国生活用纸产品结构日趋丰富



数据来源:《中国生活用纸年鉴》、广发证券发展研究中心

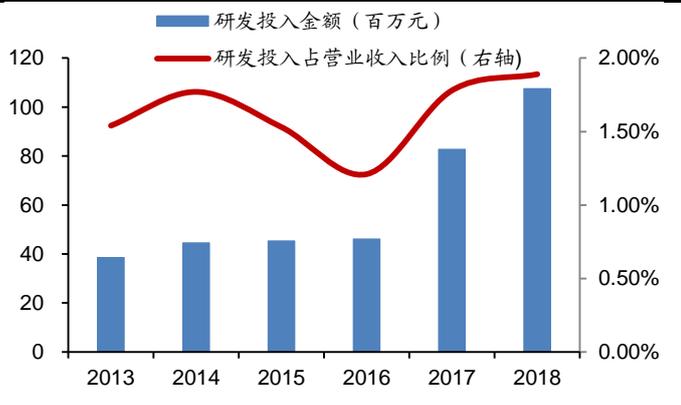
生活用纸行业的产品同质性越来越弱,消费者对价格的敏感程度在不断下降,产品性能成为首要考虑因素。消费者在选购生活用纸时,价格已经不再是首要考虑因素。消费者对生活品质的追求导致消费偏好发生变化,消费升级日趋明显,企业难以通过单一价格战获得竞争优势,更难以凭借这一点形成竞争力。各大企业开始针对消费者对品质偏好提升促进高端产品的研发推广,进而完善差异化产品布局,以提高核心竞争力并扩大市场份额。

3.2.2 中顺洁柔注重研发落实产品创新,产品品类向母婴、个护等方向拓展

高毛利产品收入占比提升,助力业绩持续提升。中顺洁柔产品定位中高端、差异化,具有齐全的产品梯队。Face、Lotion、自然木系列为公司主打产品,有较高毛利率,2018年销售收入占比达到60%以上。较高毛利率的中高端产品线收入占比不断提升,有望实现业绩大幅提升。

推陈出新,持续创新强化核心竞争力。自2015年起公司产品全面升级,持续研发投入增强公司竞争壁垒。2018年研发费用为1.08亿元,同比增加30.01%。2018年7月23日公司推出“新棉初白”棉花柔巾,面向母婴及女性消费市场。2019年2月,中顺洁柔公告宣布完成工商变更,经营范围新增卫生用品、化妆品、无纺布制品、日用百货,试水化妆品领域。公司在京东618期间独家全球首发旗下卫生新品朵蕾蜜,公司新品有望借助原有渠道和品牌知名度,快速推向市场,带来新的利润增长点。

图31: 2018年中顺洁柔研发费用提升30.01%



数据来源: wind 资讯、广发证券发展研究中心

图32: 中顺洁柔卫生巾品牌朵蕾蜜6月6日线上首发



数据来源: wind 资讯、广发证券发展研究中心

表1: 中顺洁柔不断推陈出新, 产品品类多元化发展

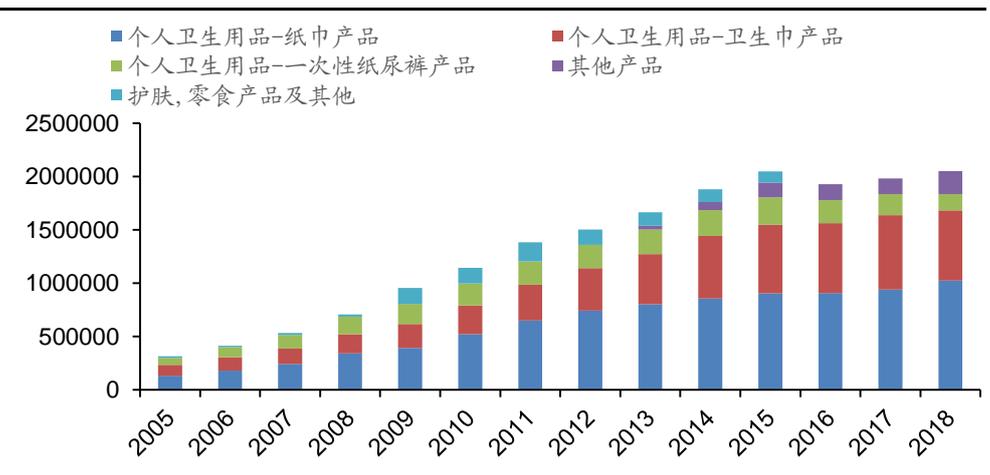
“LOTION” 柔滑系列 2011	“FACE” 系列 (2011) “FACE”升级版 (粉/2014)	“自然木” 系列 2017	“新棉初白” 2018	“朵蕾蜜” 2019
				
纸张柔软锁水	纸张柔韧细滑, 湿水强韧	符合欧美食品接触纸检测标准	采用 100%新棉花, 完全“0”漂白	极薄超能吸

数据来源: 公司官网、广发证券发展研究中心

3.2.3 参照国内外龙头企业成长历程, 品类拓展有望带来估值提振

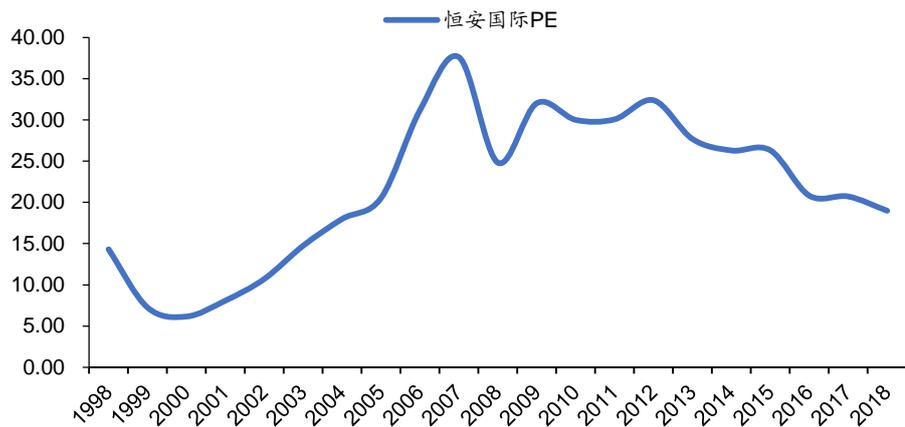
恒安国际: 从卫生巾单一品类拓展至卫生巾、纸尿裤、生活用纸三大个人卫生产品的布局。并通过收并购方式完成向化妆品、食品等领域外延拓展: 1996年推出“安儿乐”婴儿人纸尿裤业务; 1997年进军生活用纸行业, 在湖南常德投资设立“恒安纸业”; 1998年在香港联交所上市; 2002年收购吉安丽人堂日化公司, 生产经营化妆及洗涤用品, 开启第四条产品线; 2008年2.6亿港元收购亲亲食品51%权益(2016年拆分)。与此同时公司治理由粗放式家族管理向现代化管理制度演变, 支持企业进一步发展。

图 33: 恒安国际分产品营业收入 (万元)



数据来源: Bloomberg、广发证券发展研究中心

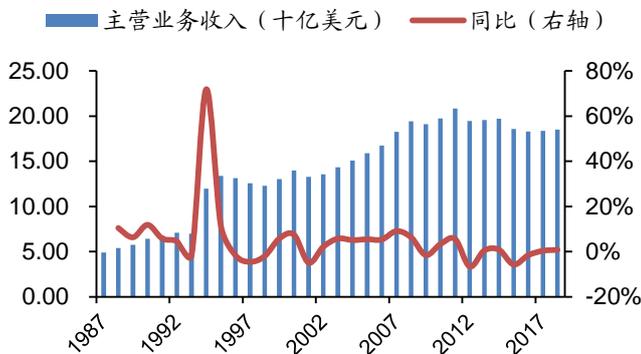
图 34: 恒安国际历史 PE 值



数据来源: Bloomberg、广发证券发展研究中心

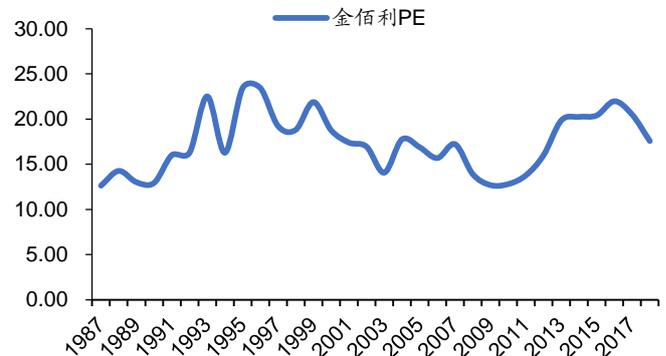
金佰利: 产品创新及品类扩张助力公司发展。20世纪70年代起,金佰利公司不断剥离业绩不佳的铜版纸业务,转向产品研发及新品扩张,1968年推出Kimbies纸尿裤,开始进入婴幼儿纸尿裤市场,随后1975年上市WYPALL擦拭系列、1978年上市Huggies纸尿裤、1980年推出Depend成人纸尿裤品牌等,产品拓展不断提升公司竞争力。

图 35: 金佰利主营业务收入1990s快速增长



数据来源: Bloomberg、广发证券发展研究中心

图 36: 金佰利历史 PE 值波动



数据来源: Bloomberg、广发证券发展研究中心

3.2.4 核心标的: 中顺洁柔

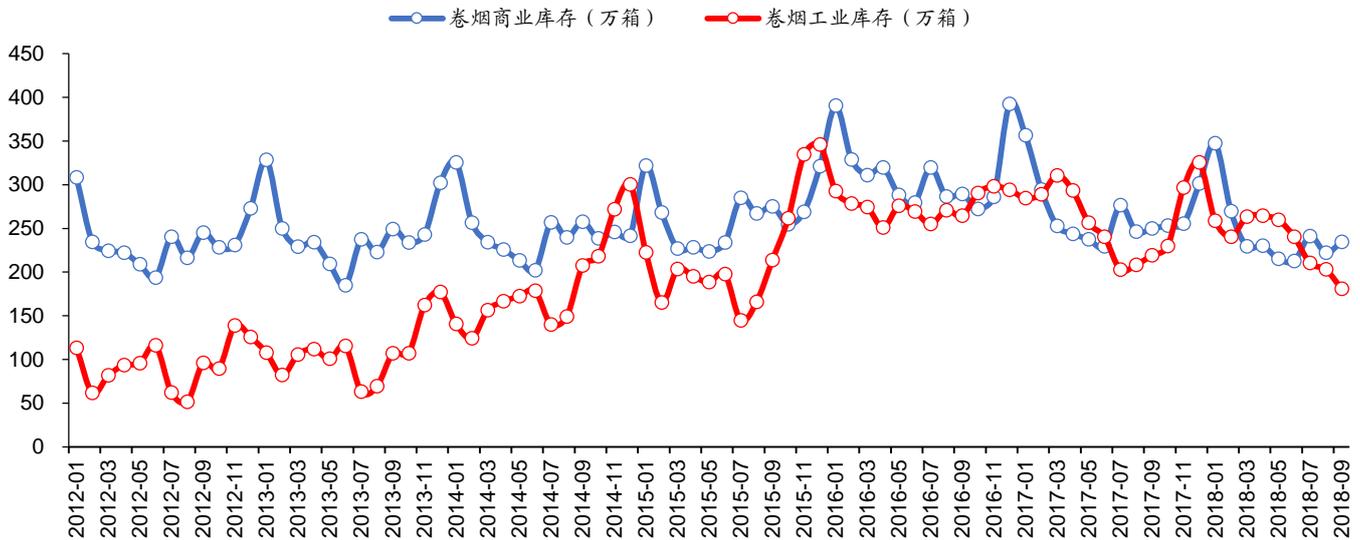
木浆价格回落利好中顺洁柔。生活用纸成本中木浆原料占比50%-60%,浆价下跌扩大毛利空间,且4月增值税降低+4月通胀提升,终端定价能力强、行业格局较好的必选消费品品类有望获得超额利润。行业延展性强、空间大,对比海外消费升级趋势明显,公司产品结构持续升级,估值有望提升。预计2019-2021年主营业务收入68.41、81.78、97.39亿元,归母净利润5.63、6.99、8.55亿元。

3.3 烟标: 景气回升+结构升级, 具备设计能力优势的龙头更受益

烟草去库存初步完成,行业重新进入补库存阶段,包装需求恢复向上。烟草产

量对应烟标需求量。1) 2013-2015年由于卷烟增产等因素导致市场供过于求，烟草工商业库存（尤其是工业库存）一度累积攀升，2016年烟草销量大幅下滑，高库存问题凸显，行业进入去库存阶段，烟标需求受到抑制，烟标企业的业绩增速有所减缓。2) 根据烟草专卖局数据，截止2018年9月，卷烟工商业库存降至415.45万箱，大致回到2014年合理水平。

图37：全国卷烟工商业库存变化（万箱）

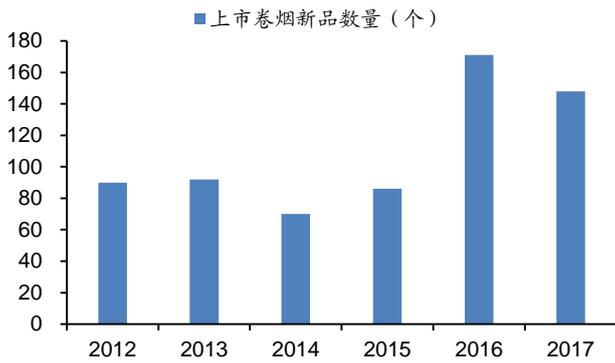


数据来源：烟草专卖局、烟草在线、广发证券发展研究中心

下游烟草产品结构变化，中高端、创新产品占比提升。2016年，烟草销量下滑中，经典款销量增长动力略显不足。以高端卷烟“中华”品牌为例，“中华”香烟2016年销量134.97万箱，同比减少18.46万箱，下滑约12%。主要原因是新品大量发布、提税顺价过程中，经典品牌的配套维护措施不到位。2017年，烟草公司前期发布的新品逐步取得成效，同时创新产品贡献增量。配合去库存的阶段性成果，产品结构优化转变推动了2017-2018年烟草行业销量的回暖。

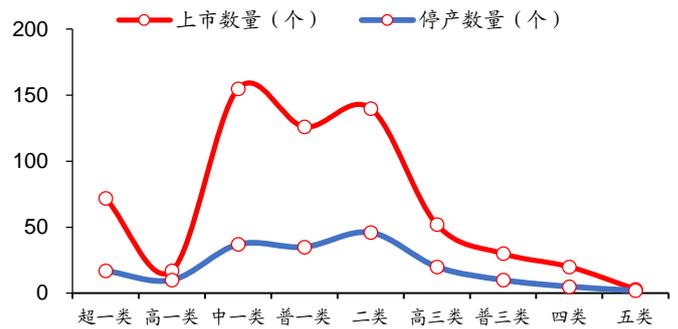
1) 新品推出力度加强：根据中国烟草总公司披露的数据，自2012年至2017年7月，烟草行业供给上市615款新品。其中，2016、2017年分别上市171个、148个新品，相比于2012-2015的年均新品上市数实现翻番。**2) 新品中高端化：**根据中国烟草总公司披露的数据，2012年至2017年7月，上市新品多集中在中一类、普一类、二类等价区，数量分别是155、126、140个。此外，超一类价区新品（每条零售价近千元）数量达到72个。1) 我国烟草销量结构中，一类、二类烟占比不断提升。截止2018年9月，一、二类烟占比25%、17%，而2013年9月一、二类烟占比仅有18%、9%。2) 烟草每箱销售单价也在不断提升，2013年箱均2.5万元左右逐年提升至3万元以上。

图38: 2012-2017年上市卷烟新品数量



数据来源: 中国烟草总公司、广发证券发展研究中心

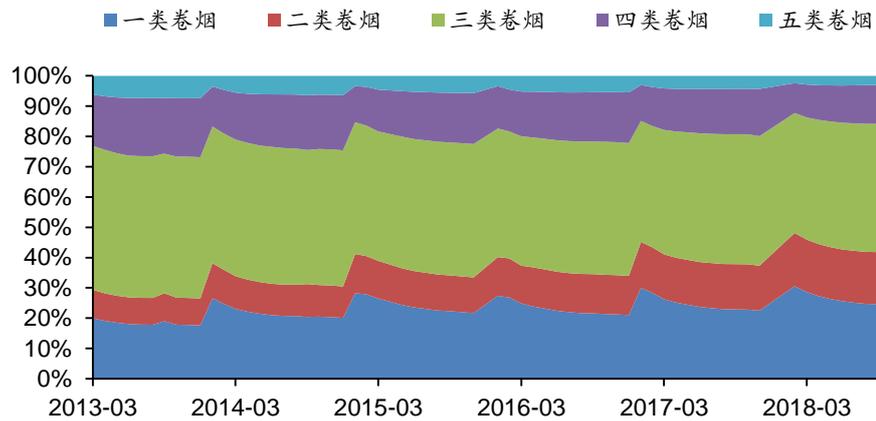
图39: 2012-2017年行业上市新品价区分布



数据来源: 中国烟草总公司、广发证券发展研究中心

注: 数据截至2017年7月

图40: 我国烟草销量结构



数据来源: 烟草专卖局、烟草在线、广发证券发展研究中心

劲嘉股份作为具备设计优势、研发优势的企业,有望从同行中脱颖而出,既享受行业景气度整体回升的红利,又充分抓住下游行业结构变化的趋势。公司自2016年开始加大成型环节自动化投入,实现了烟草礼盒的制造能力;旗下全资子公司蓝莓文化,致力于品牌设计,帮助下游客户实现品牌升级,为烟标包装提供更加丰满的附加值。

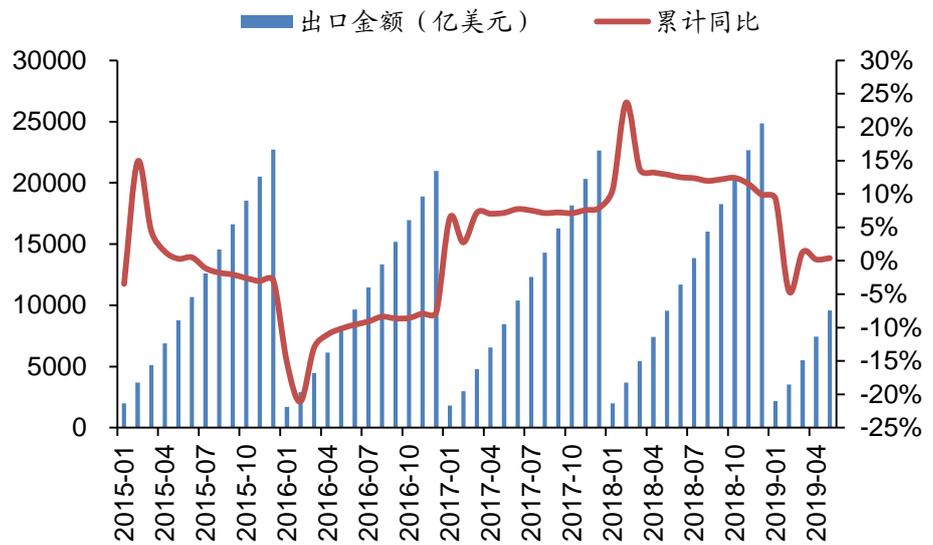
劲嘉股份: 公司烟标主营业务受益下游景气度提升及产品结构升级,有望保持高个位数增长,大包装业务维持高速增长,新型烟草业务提上日程未来可期。预计公司2019-2021年EPS 0.60、0.74、0.91元,公司2019-2021年复合增速约23%。公司携手贵州茅台、五粮液开展酒包业务,携手云南中烟发展新型烟草,我们认为公司估值具备提升空间,维持公司“买入”评级。

3.4 纸包装: 贸易格局影响需求, 成本利润弹性仍具确定性, 新商业模式可期

贸易格局变化背景下,包装下游需求受到一定负面影响。1) 运输包装: 以瓦楞

纸箱、木板箱为代表的运输包装，主要承载运输途中的保护作用。出口下滑，直接会导致国内运输包装需求的下滑。从行业竞争格局的角度看，瓦楞纸箱的集中度仍有巨大的提升空间，龙头企业存在大幅机会，但是，在近期国际摩擦升级后，需求总量的受损预计将在Q3、Q4有体现。**2) 展示包装：**裕同科技的消费电子类订单不少来自于全球大客户，尽管公司大部分出口为保税区转口业务，不直接受加征关税的影响。但是下游客户销售低迷、成本上行等问题，推动上游供应商订单及利润收到一定影响。而劲嘉股份等面向国内需求的公司，在贸易格局背景下未收到直接冲击。

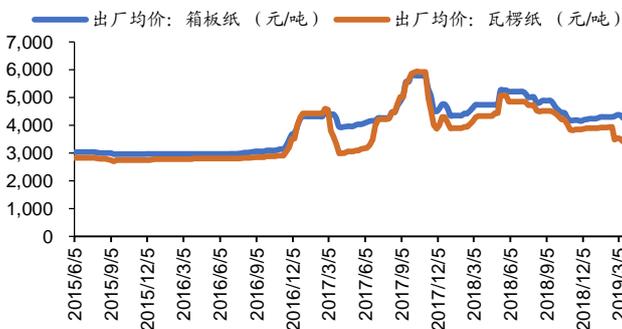
图41：中国贸易出口金额（累计值）



数据来源：海关贸易总署、广发证券发展研究中心

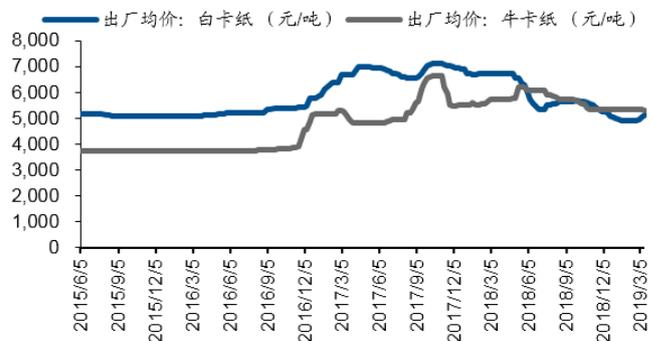
成本处于低位利润弹性的逻辑依然成立，预计各纸包装公司盈利能力会有同比提升。各类纸品纸价有所下滑，其中白卡纸下滑幅度较为显著。目前国内白卡纸出厂均价5100元/吨左右，远低于去年年初6700元/吨的高价，上游成本下降不会快速全部传导到下游定价，包装类公司有望享受到其中一部分的利润价值。

图42：箱板纸、瓦楞纸价格变化



数据来源：纸业联讯、广发证券发展研究中心

图43：白卡纸、牛卡纸价格变化



数据来源：纸业联讯、广发证券发展研究中心

合兴包装推动合伙人模式，空间广阔但实际落地仍待观察。公司将原有的“四通一宝”模式进行升级，通过合伙人模式真正绑定合作伙伴，并且通过创新架构实现超额收益分成。如果该模式推动成功，预计能够加速行业整体，为合兴包装带来非常巨大的增长潜力和可观的收益。当然，需要等待解决的问题包括：1) 由于上游造纸集中度较高，包装企业议价权相对较弱，集采价差可能仍需要平台规模进一步扩大；2) 合伙人资产的评估无法标准化，因此合作谈判成本较高；3) 利润分配依然是较大的问题，合作人对于平台运营后的效果依然存在疑惑。

裕同科技：立足公司在消费电子领域积累的生产技术和经验，公司加大智能硬件、烟酒、大健康、化妆品和奢侈品等市场的开发力度；公司在越南购厂、重庆合作打造裕同科技智慧工厂示范区，多点布局扩张业务版图。原材料纸价走低，其中白卡纸下滑幅度较为显著，预计贡献公司利润弹性。预计公司2018-2020年营业收入103.01、123.96、148.87亿元，归母净利润11.76、14.42、17.94亿元，EPS分别为2.94、3.61、4.49元/股。未来几年公司盈利能力有望持续改善，参考公司成长性，维持公司2019年22倍合理估值，对应合理价值64.7元/股，维持公司“买入”评级。

合兴包装：公司主业维持稳健增长，目前由于受贸易格局变化影响运输包装需求受到冲击，但后续若贸易格局缓和或将带来需求回升。此外，公司所处的瓦楞纸箱领域，正处于行业整合阶段，PSCP加速行业整合，行业集中度的提升足以支撑起一定的增长速度，后续期待平台模式迭代优化之后规模效应逐步显现。维持公司“买入”评级。

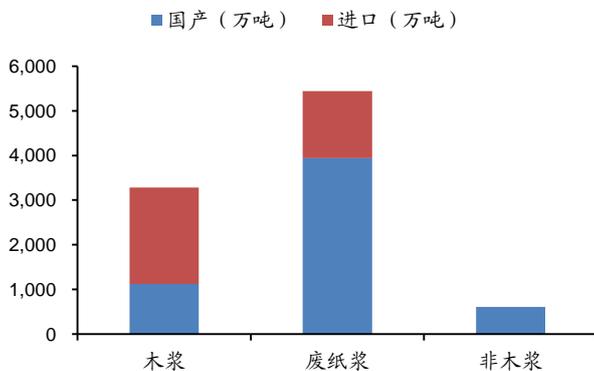
四、造纸板块：文化纸筑底回升，包装纸仍承压

4.1 包装纸：外废政策趋严叠加供需失衡，19H2 或持续低迷

宏观政策环境方面，我国外废依赖程度高，外废政策不断趋严。从最近两年数据来看，木浆消耗对外依赖度超过 65%，废纸浆对外依赖度超过 30%。外废政策不断趋严，自 2017 年 5 月 23 日第 11 批废纸进口申请公示表发布后，外废进口额度审批进入停滞状态；近期受中美贸易摩擦影响，2018 年 8 月 23 日中国对《对美加征关税商品清单二》的商品起实施加征 25% 关税，其中包含未漂白牛皮纸及瓦楞纸或纸板的废碎品、漂白化学木浆制的未经本体染色的纸和纸板的废碎品、机械木浆制的纸或纸板的废碎品、包括未分选的其他回收纸或纸板；2019 年 6 月 1 日对原产于美国的部分进口商品提高加征关税税率，其中对箱板瓦楞纸加征 25% 关税。

伴随政策趋严及进出口数据波动影响，外废进口量快速下降。2018 年外废进口量下降 33.78%，2019 年 4 月废纸进口量为 95 万吨，同比下降 20.17%。中国是全球最大的纸及纸板生产国，也是全球最大纸及纸板消耗国，以废纸为主要原材料的包装类用纸约占国内纸及纸板消费量的 70%，2017 年包装纸产量约为全球包装纸总产量三分之一，周边国家造纸产能相对较小，外废管控导致的原材料进口减少难以依靠成品纸进口完全补充。

图44：国内纸浆消耗严重依赖进口（2018年）



数据来源：中国造纸协会、广发证券发展研究中心

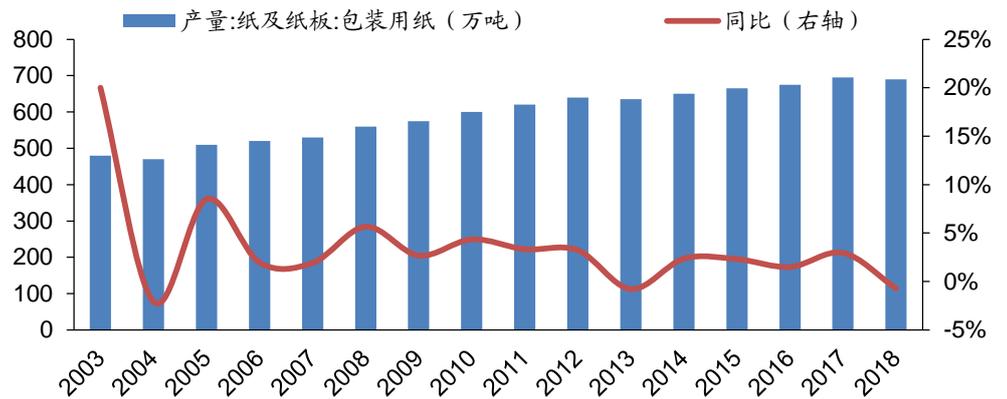
图45：2019年4月外废进口量同比下降20.17%



数据来源：wind 资讯、广发证券发展研究中心

行业供需方面，包装用纸需求方面总量相对平稳。根据国家统计局数据，2018 年箱纸板产量同比增长 6.7%，2014 年以来基本维持 0-5% 同比增速；瓦楞纸箱受终端需求不佳及去库存等因素影响，2018 年产量同比下滑 4%。整体来看，包装纸需求结构调整，总量相对平稳。

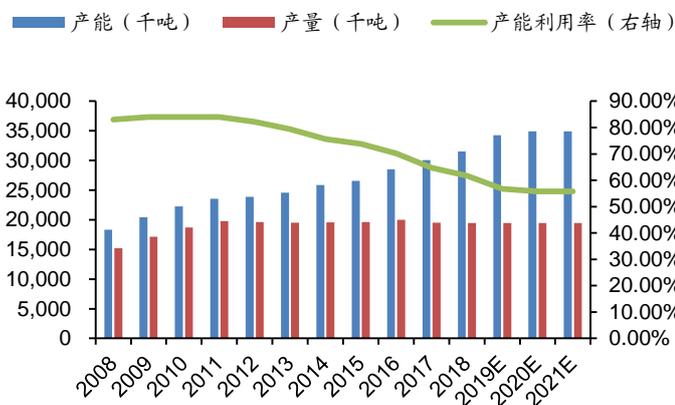
图46: 包装纸总需求维持相对稳定



数据来源: wind 资讯、广发证券发展研究中心

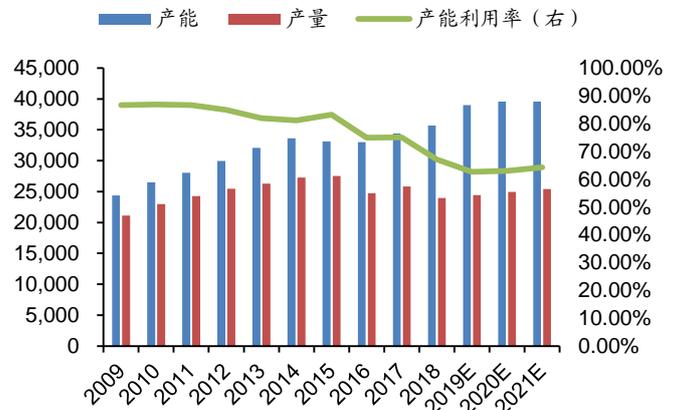
供给方面, 规划新增产能投放量大, 实际年投放量预计在 300-400 万吨, 增速在 5% 左右, 供给增量大于需求增长。根据各类型包装纸企业披露信息, 2018-2020 年全行业包装纸新产能计划投放量分别为 630 万吨、1051 万吨、515 万吨, 根据卓创资讯数据, 考虑产能关停淘汰量及延期投产, 2018 年实际投放产能 271.3 万吨, 产能增速 4.21%, 高于需求端增速。考虑包装纸投产计划及产业调研信息, 预计 2019 年包装纸投产 605 万吨, 2020 年包装纸投产 120 万吨。其中玖龙纸业 19Q2-Q3 投产箱板纸 205 万吨。

图47: 2019年箱板纸预计投产275万吨



数据来源: 卓创资讯、广发证券发展研究中心

图48: 2019年瓦楞纸预计投产330万吨



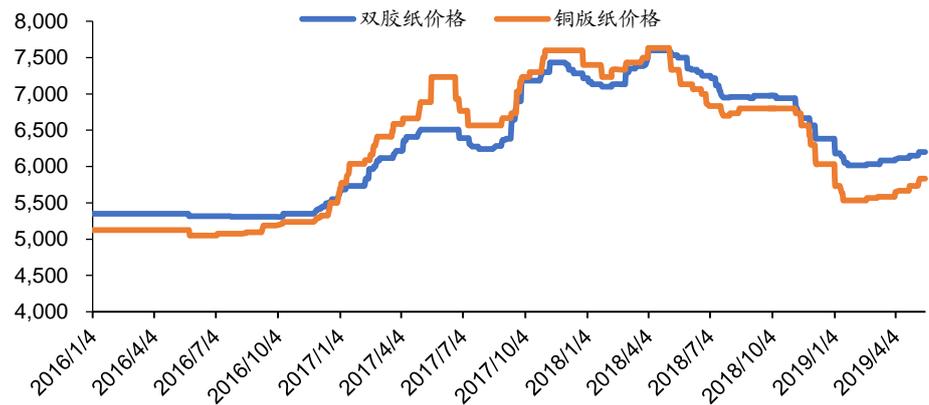
数据来源: 卓创资讯、广发证券发展研究中心

4.2 文化纸: 纸价筑底回升, 下半年有望进入补库周期

4.2.1 库存周期角度看下半年有望进入补库周期

文化纸价格领先库存周期筑底回升。本轮印刷行业去库启动于2018年初, 去库存已接近底部区域, 3月份开始涨价预期逐步落实。从主要文化纸价格来看, 根据卓创资讯数据, 春节后文化纸下游需求进入上半年旺季, 龙头纸企涨价函频发且均有落实, 双胶纸、铜版纸价格筑底回升。

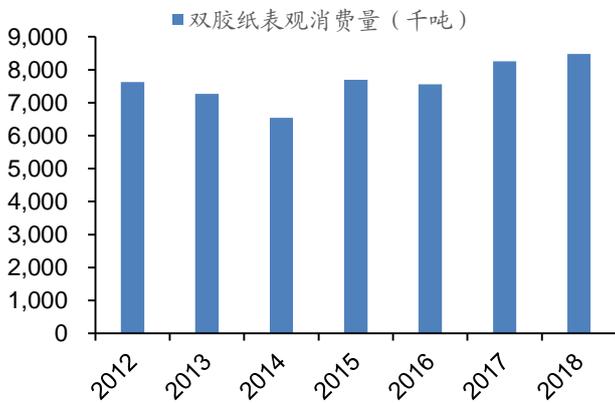
图49: 双胶纸和铜版纸价格筑底回升 (元/吨)



资料来源: 卓创资讯、广发证券发展研究中心

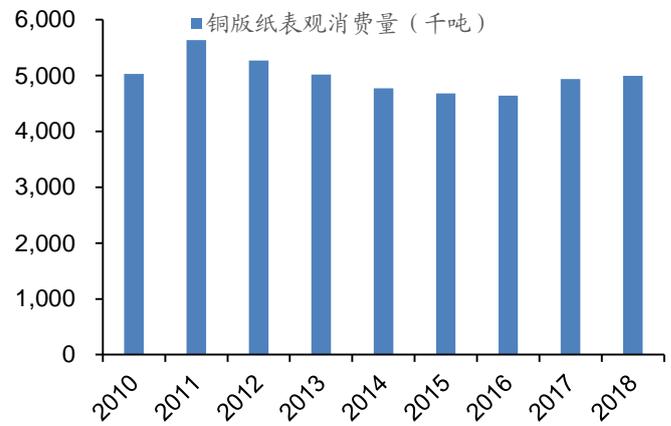
以文化纸下游行业产成品存货变化表征文化纸库存周期。主要文化纸种近几年表观消费量保持相对稳定,以当期铜版纸产量+进口量-出口量核算纸种表观消费量,我们发现双胶纸及铜版纸近几年表观消费量波动幅度较小,2012年以来双胶纸表观消费量年化增长1.77%,2010年以来铜版纸表观消费量年化增长-0.07%。考虑数据可得性及下游行业产品结构升级等因素对产品附加值/行业社零数据影响,用下游行业产成品存货数据替代“库存量变化/消费量变化”分析文化纸行业库存周期。

图50: 2012年以来双胶纸表观消费量年化增长1.77%



数据来源: 卓创资讯、广发证券发展研究中心

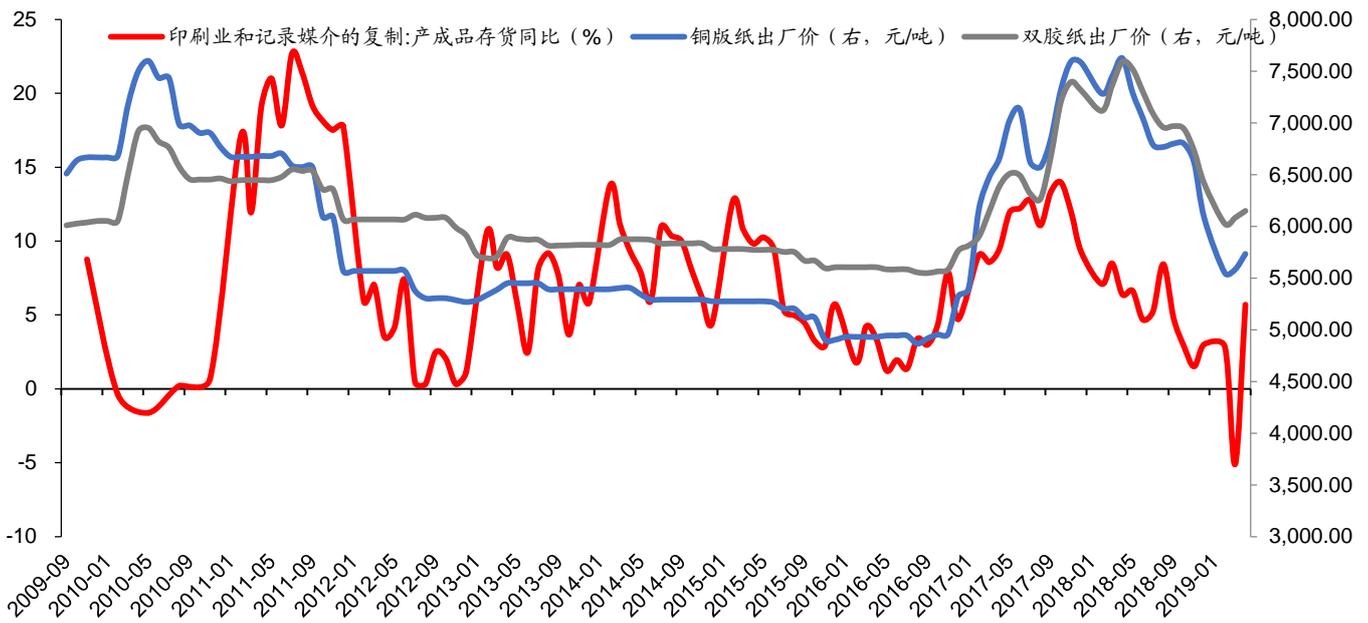
图51: 2010年以来铜版纸表观消费量年化增长-0.07%



数据来源: 卓创资讯、广发证券发展研究中心

2012年后文化纸价格领先下游行业产成品存货4个月左右。受四万亿投资造纸产能集中释放预期影响,2012年之前文化纸价格领先库存周期约一年左右下跌。随着落后行业产能逐步出清,市场预期传导顺畅,文化纸价格领先下游行业产成品存货4个月左右。

图52: 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: wind 资讯、卓创资讯、广发证券发展研究中心

文化纸去库或已接近尾声，中观数据显示下半年有望叠加需求旺季迎来补库周期。从造纸及纸制品业产成品存货数据来看，2018年二、三季度为被动补库存周期，供给侧改革带来的行业景气度提升，盈利改善，部分纸企推出产能扩张方案，新增产能逐步落地。影响需求的不利因素逐步消化并在造纸产业链中反应，行业逐渐进入去库存周期，根据工信部最新数据，2019年4月造纸及纸制品行业产成品库存同比增长11.70%，受低基数影响增速环比上升10.8pct。

图53: 造纸行业正处于去库存周期



数据来源: wind 资讯、广发证券发展研究中心

文化纸行业去库或已接近尾声，2019年3季度前后可能进入补库周期。根据文化纸下游行业产成品库存同比数据，由于去库存启动时间较早，下游行业去库存已接近尾声，考虑产业链传导时滞，侧面印证前述造纸行业有望进入去库存周期判断，根据下游行业库存变化数据线性外推，预计2019年3季度前后文化纸行业有望进入

补库周期，2019年4月产成品存货同比变化数据为低基数影响，全年文化纸整体走势或呈现前低后高格局，我们对下半年文化纸行业并不悲观。

图54：文化纸下游行业有望于2019年三季度前后进入补库存周期



数据来源：wind 资讯、广发证券发展研究中心

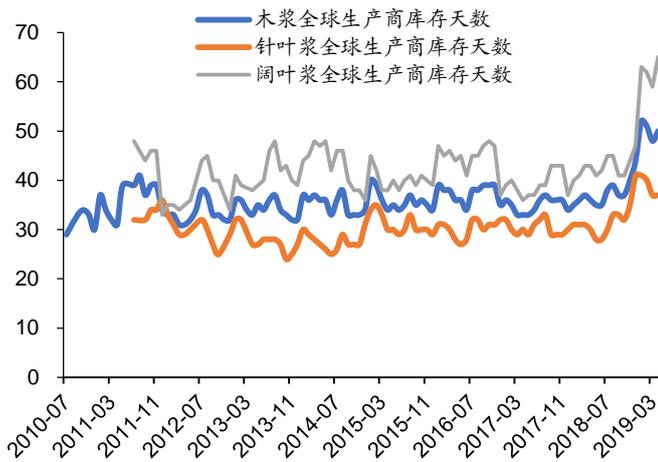
4.2.2 原材料木浆价格维持短空长多判断

木浆价格短期承压，木浆港库去化不及预期及贸易格局变化影响市场情绪。受近期海外大厂木浆报盘下调及港口木浆持续高库存、木浆内盘现货价格持续下跌等因素影响，国内市场中大型贸易商对后市木浆走势偏悲观，根据卓创资讯数据，纸厂库存维持中低位刚需采购，6-8月为木浆系纸种下游需求淡季，预计短期木浆价格仍存下行空间。

全球木浆生产商及主要港口木浆库存普遍处于高位压制大厂提价及减量供应效果。全球木浆主要生产商库存天数由1月份52天高位下降至4月份的50天，但仍处于2010年以来高位，阔叶浆生产商库存升幅较大。

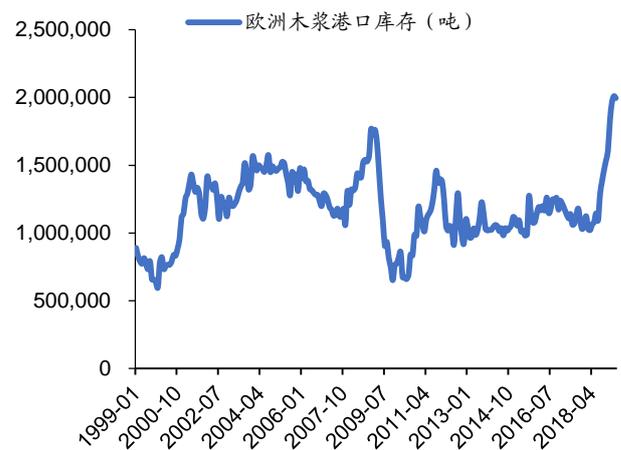
欧洲与中国是全球商品木浆主要净流入地区。欧洲木浆主要港口库存4月份仍处于历史新高，欧盟委员会将2019年欧元区GDP增速预期下调至1.2%，下游去化不畅导致供给侧产品港口积压。

图55: 木浆全球生产商库存天数4月依然维持高位



数据来源: wind 资讯、广发证券发展研究中心

图56: 欧洲木浆主要港口库存4月依然处于历史高位

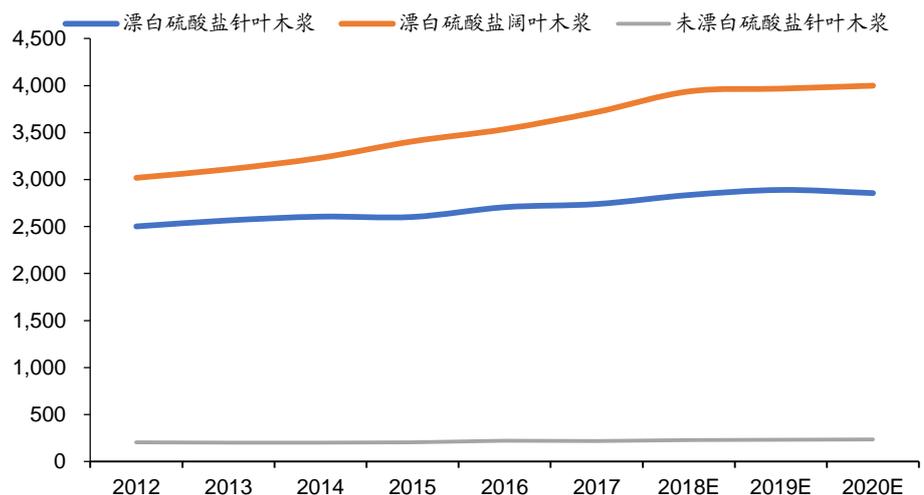


数据来源: wind 资讯、广发证券发展研究中心

维持中长期浆价中枢上移判断。供给侧全球木浆新产能投放有限,作为资源型原料,国内木浆需求对外依赖度高,可替代性较低,海外大厂集中度提升增强浆价话语权。需求侧受外废管控、限塑令等政策影响仍有望保持增长,且文化纸去库存或已接近尾声。成本端全球木浆生产企业各项成本相对稳定。

海外大厂中长期新增产能有限。根据RISI、Hswkins Wright数据,继印尼OKI浆厂2017年、巴西金鱼旗下Horizonte 2项目2018年投产外,2019-2020年全球主要浆厂几乎无新增产能投放,智利林业公司阿劳科的新纸浆工厂3号线预计将在2021年之前投产,3号浆线纸浆生产能力为156万吨。国内市场无新增商品浆规划产能,行业龙头集中度提升叠加新增产能有限,中长期木浆价格中枢或将持续上移。

图57: 2019-2020年全球主要浆厂均无新增产能投放(万吨)



数据来源: RISI、Hswkins Wright、广发证券发展研究中心

限塑令席卷全球,纸包装替代塑料制品使用带来增量木浆需求。2018年10月欧盟议会压倒性优势通过禁塑法提案,该提案计划在2021年前禁止欧盟范围内国家使用一次性餐具、饮管、搅拌棒、棉棒和气球棒等十种拥有替代物的一次性塑料产品,

希望成员国能遵守塑胶品使用规范，同时世界其他国家和地区（如中国、美国、澳大利亚、印度、肯尼亚等）虽未必像欧盟禁塑令般严格，但也在颁布或调整限塑、禁塑法令。

表2: 全球部分国家和地区限塑令相关政策

国家或地区	限塑令、禁塑令内容
中国	2007 年底发布限塑令，要求从 2008 年 6 月 1 日起在全国范围内禁止生产、销售、使用厚度小于 0.025 毫米的塑料购物袋，商场零售场所实行塑料购物袋有偿使用的制度
欧盟	2018 年 10 月审议通过禁塑法提案，计划在 2021 年前禁止欧盟范围内国家使用一次性餐具、饮管、搅拌棒、棉棒和气球棒等十种拥有替代物的一次性塑料产品
印度	2018 年 3 月宣布在马哈拉施特拉邦实行禁塑令，禁止生产、使用、销售、分发和存储塑料产品，包括一次性袋子、汤匙、盘子、聚酯塑料瓶子等，违者将面临罚款甚至三个月徒刑。计划 2022 年将这项法令扩散至印度全境
澳大利亚	除新南威尔士州外，其他各州已颁布禁塑政策，全面禁止大型零售商使用一次性塑料袋
美国	美国加利福尼亚州、马萨诸塞州等部分州早已有限塑法令，纽约州州长办公室 2018 年 4 月宣布，未来不排除在纽约州实施禁用塑料袋的法令
肯尼亚	2017 年颁布了极为严苛的禁塑令，全面禁止使用、生产及进口塑料袋，违者将处以最高 4 年监禁，或处以 4 万美元的罚款

资料来源：wind 资讯、广发证券发展研究中心

4.3 核心推荐：太阳纸业

估值处于底部区间，PB 逻辑看公司估值中枢回归。从 PB 历史数据来看公司目前处于估值底部，文化纸行业有望于 2019H2 进入补库周期，行业盈利改善提升 PB。公司资产盈利稳定性强，依靠公司造纸行业内多元化产业发展，净利润依然逐年提升，新业务方向纸浆及箱板纸行业注重上游原材料资源整合，向上游延伸有望从产业一体化角度增强资产盈利能力。

根据 $ROE = \text{销售净利率} * \text{总资产周转率} * \text{杠杆比率}$ 。其中净资产利润率源自太阳纸业公司成本优势、技术优势、环保优势；较好的总资产周转率是公司优秀管理能力的体现，同时也反映在同类纸种当中更高的产能利用率；权益乘数体现公司利用资金杠杆的情况。

1、销售净利率方面，2017-2018 年公司净利润率超过 10%（2017 年 10.71%，2018 年 10.28%）。文化纸净利润率维持在 10% 左右稳态水平，溶解浆、化学浆等浆产能随老挝基地投产维持在 15% 左右，综合其他生活用纸、淋膜原纸等产品，长期而言净利润率可保持在 10% 以上。

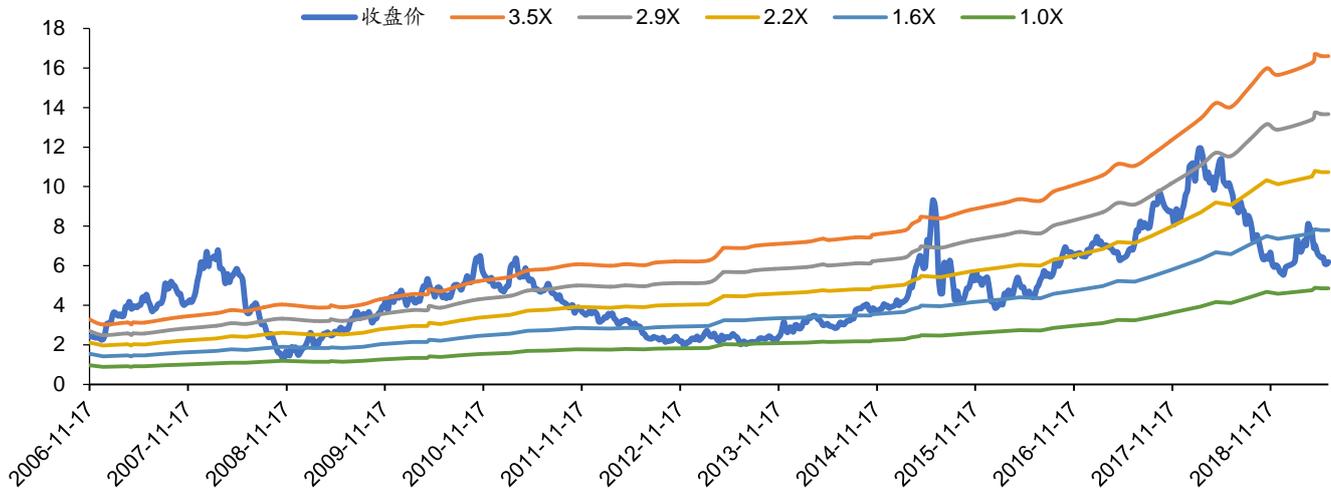
2、总资产周转率方面，造纸行业为重资产投资行业，参照公司上市以来总资产周转率变化，总资产周转率长期稳定在 0.7 附近，2017-2018 年维持在 0.8 左右，生产效率不断提升。

3、杠杆比率方面，公司持续通过提高生产效率、多元化主业增强竞争壁垒等方式降低负债率，根据公司未来资产负债率 50% 目标，长期杠杆比率预计在 2 左右。

计算可得 ROE 约为 14%，若未来行业集中度进一步提升，净利率稳步上行，ROE 应该可以相对稳定在 14-20% 区间，保守预测为 14%；根据 $PB = (ROE - g) / (r - g)$ ，假设 $r = 10\%$ ，19-21 年公司利润增速年化复合增速约为 6%，考虑海外基地扩展空间，一定时期内 6% 增速具有延续性，计算得对应 PB 约为 2，基本符合公司历史估值中枢。

原材料成本优势有望不断增强抗风险能力，补库存周期实现盈利修复与纸浆资源重估两波行情，维持公司买入评级。

图58: 2006年以来太阳纸业PB-band



数据来源: wind 资讯、广发证券发展研究中心

风险提示

家居板块：房地产行业政策调控力度加大，逆周期政策放缓或未出现；重点城市供给改善不及预期；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；贸易格局变化继续冲击包装需求；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。