

轻工制造月观点

三重逻辑超配家具，造纸有望超预期

核心观点：

● 月观点：三重逻辑超配家具板块，造纸有望超预期

9月强调超配家居板块，Q3可期待要素有三：（1）去年Q3-今年Q1（尤其是Q4）行业增速的低基数提供定制家具龙头订单与收入增速环比向上可能性，下半年软体家居外销悲观预期落地，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；（2）上半年竣工虽差但全年预计交付无虞，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，定制与软体行业估值空间更大；（3）定制龙头公司逐渐挖掘到整装与精装等高壁垒新渠道，竞争格局逐步清晰龙头溢价日益明显。核心标的：欧派家居，尚品宅配，顾家家居、敏华控股，索菲亚，志邦家居等。在板块龙头获得一定涨幅后，可加强关注低估值高弹性具备市场认可度的公司。预计造纸全产业链库存水平较低叠加9-10月旺季背景下，港口纸浆库存从高位回落带动价格反弹，太阳纸业相关业务利润触底回升，维持推荐。

● 行业数据跟踪

家居：上游原材料中，板材周度环比有升有降，刨花板、细木工板、指接板分别环比上升0.31%、0.24%、0.95%，中纤板环比下降0.32%。五金材料价格环比下降0.12%，五金零部件价格环比下降0.06%。周度新房成交环比上升13.6%，其中一线城市环比上升23.4%，二线城市环比上升7.5%，三线城市环比上升17.8%；12城二手房成交量环比上升7.0%，其中一线城市环比上升1.4%，二三线城市环比上升9.8%。

造纸：文化用纸价格维持稳定，部分纸厂陆续发出涨价函，9-11月份文化纸下半年需求旺季有望带动纸价走高，原材料木浆港口库存有望回落。箱板瓦楞纸价格小幅回升，纸厂去库存节奏加快，市场看涨情绪有所升温。生活用纸市场价格稳定，关于国庆期间限产传闻不断，下游加工厂少量备货，原材料价格低位运行限制纸价上涨空间。

包装及文娱：社会零售总额7月同比增速回落（+7.6%），烟草复苏趋势企稳，白酒、啤酒、软饮料1-7月累计总产量同比上升（+2.79%），家用电器产量7月增速放缓，文具办公用品零售额7月同比明显上升（+14.5%），包装上游原材料金属、塑料价格同比明显下降。

● 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

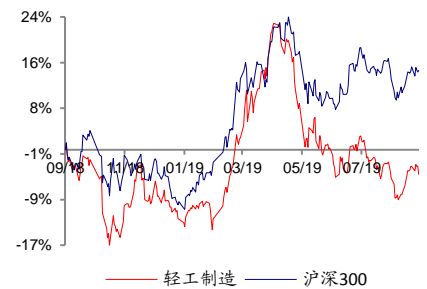
前次评级

买入

报告日期

2019-09-02

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

分析师：

陆逸



SAC 执证号：S0260519070005



021-60750604



gluyi@gf.com.cn

请注意，汪达、陆逸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：

“新烟时代”系列报告之二： 2019-08-28

全球泛烟草格局重塑，深度解

析电子烟产业链

家具裂变系列（三）：从价值链 2019-08-20

拆分，见集中度提升路径

联系人：

徐成

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
603833.SH	欧派家居	RMB	120.26	2019/8/29	买入	121.00	4.50	5.42	26.7	22.2	20.70	16.80	20.0	19.4
002078.SZ	太阳纸业	RMB	7.66	2019/8/28	买入	10.01	0.75	0.88	10.2	8.7	6.71	6.02	13.5	13.6
300616.SZ	尚品宅配	RMB	84.88	2019/8/25	买入	109.50	3.00	3.65	28.3	23.3	26.06	22.13	16.8	17.4
002572.SZ	索菲亚	RMB	18.36	2019/4/26	买入	24.00	1.20	1.40	15.3	13.1	12.95	10.97	18.6	17.8
603801.SH	志邦家居	RMB	19.66	2019/8/28	买入	24.65	1.45	1.70	13.6	11.6	10.17	8.52	15.3	16.9

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、月观点：三重逻辑超配家具板块，造纸有望超预期	6
二、行业数据跟踪	10
2.1 家居板块：板材价格有升有降，周度新房、二手房销售上升	10
2.1.1 上游原材料价格跟踪	10
2.1.2 下游需求跟踪:周度新房、二手房	11
2.1.3 家具月度数据	12
2.1.4 海内外家具公司估值对比	13
2.2 造纸板块：文化用纸价格维持稳定，箱板瓦楞纸价格小幅回升	14
2.2.1 上游价格跟踪	14
2.2.2 主要纸品价格跟踪	15
2.3 包装文娱板块：下游消费增速有所放缓	17
2.3.1 下游需求跟踪	17
2.3.2 上游原材料价格跟踪	20
2.3.3 文娱板块	21
风险提示	22

图表索引

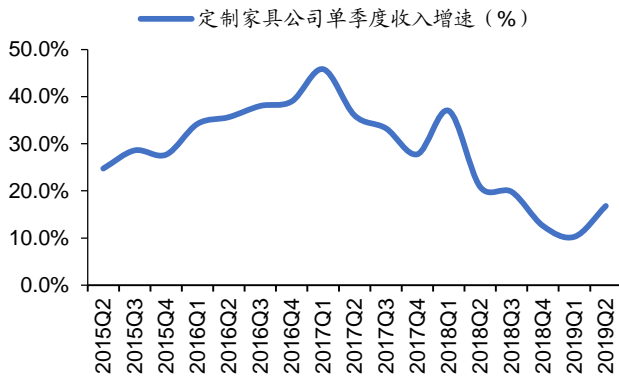
图 1: 定制家具公司 (8 家) 单季度收入增速	6
图 2: 定制家具龙头公司整装与精装同比增速	6
图 3: 模拟 2019-2020 年房地产竣工同比增速图, 未来 2 年稳定下半年加速	6
图 4: 软体原材料 TDI, MDI 的价格走势图	6
图 5: 太阳纸业的历史 PBttm 走势图	8
图 6: 中国港口木浆库存持续处于高位	8
图 7: 文化纸价格领先下游库存变动	9
图 8: 中纤板价格指数	10
图 9: 刨花板价格指数	10
图 10: 细木工板价格指数	10
图 11: 指接板价格指数	10
图 12: 五金材料价格指数	11
图 13: 五金零部件价格指数	11
图 14: 4 大一线城市新房周成交	11
图 15: 11 个二线城市新房周成交	11
图 16: 20 个三线城市新房周成交	11
图 17: 2 大一线城市二手房周成交	11
图 18: 10 个二三线城市二手房周成交	12
图 19: 12 城市二手房周成交	12
图 20: 家具行业零售额及同比	12
图 21: 家具行业出口额及同比	12
图 22: 商品房销售面积及同比	12
图 23: 商品房销售额及增速	12
图 24: 购置土地面积及同比	13
图 25: 商品房新开工面积及同比	13
图 26: 商品房施工面积及同比	13
图 27: 商品房竣工面积及同比	13
图 28: 国外家具公司 PE (TTM) (单位: 倍)	13
图 29: 国内家具公司 PE (TTM) (单位: 倍)	13
图 30: 国外家具公司 PS (TTM) (单位: 倍)	14
图 31: 国内家具公司 PS (TTM) (单位: 倍)	14
图 32: 国废本周价格环比持平	14
图 33: 木浆国内现货市场价格小幅回升	15
图 34: 8 月末木浆港口库存量仍维持高位	15
图 35: 溶解浆价格持续走低	15
图 36: 主要包装纸价格维持相对低位 (元/吨)	15
图 37: 箱板、瓦楞纸企业库存快速增加	16
图 38: 双胶纸和铜版纸价格相对稳定 (元/吨)	16
图 39: 生活用纸原纸市场价格持续下行	17

图 40: 社会零售总额: 当月值	18
图 41: 社会零售总额: 累计值	18
图 42: 白酒产量	18
图 43: 啤酒产量	18
图 44: 软饮料产量	18
图 45: 食品饮料总产量 (白酒+啤酒+软饮料)	18
图 46: 烟草产量	19
图 47: 烟草销量结构占比	19
图 48: 卷烟工商库存	19
图 49: 卷烟商业库存	19
图 50: 消费电子—智能手机	19
图 51: 消费电子—平板电脑	19
图 52: 消费电子—PC	20
图 53: 消费电子总出货量—3C	20
图 54: 家电—空调产量	20
图 55: 家电—家用冰箱产量	20
图 56: 包装原材料价格——纸类 (元/吨)	20
图 57: 包装原材料价格——塑料 (元/吨)	20
图 58: 包装原材料价格——金属 (元/吨)	21
图 59: 包装原材料价格——玻璃 (元/吨)	21
图 60: 文具办公用品零售额累计值	21
图 61: 文具办公用品零售额单月值	21
表 1: 文化纸需求淡旺季分布明确	7
表 2: 6 月份以来部分海外浆厂停产情况	7

一、月观点：三重逻辑超配家具板块，造纸有望超预期

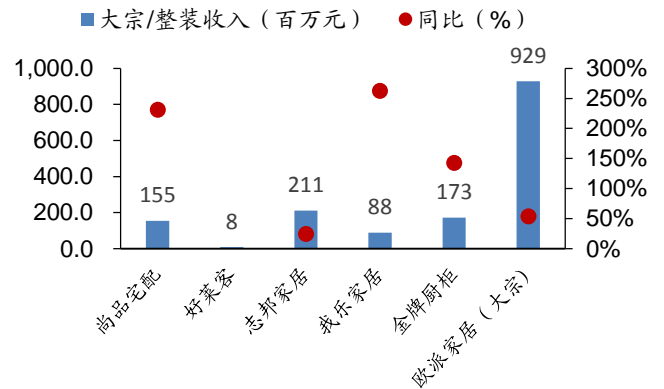
9月强调超配家居板块，Q3可期待要素有三：（1）去年Q3-今年Q1（尤其是Q4）行业增速的低基数提供定制家具龙头订单与收入增速环比向上可能性，7-8月情况来看大部分上市公司订单增速均较上半年有所好转，下半年软体家居外销悲观预期落地，随着人民币贬值叠加原材料成本下降，预计利润影响幅度总体有限；（2）上半年竣工虽差但全年预计交付无虞，全装修类公司受益精装房渗透率提升在竣工拐点出现前率先兑现高增长，定制与软体行业估值空间更大；（3）定制龙头公司逐渐挖掘到整装与精装等高壁垒新渠道，竞争格局逐步清晰龙头溢价日益明显。核心标的：欧派家居，尚品宅配，顾家家居、敏华控股，志邦家居，索菲亚等。在板块龙头获得一定涨幅后，可加强关注低估值高弹性具备市场认可度的公司。

图1：定制家具公司（8家）单季度收入增速



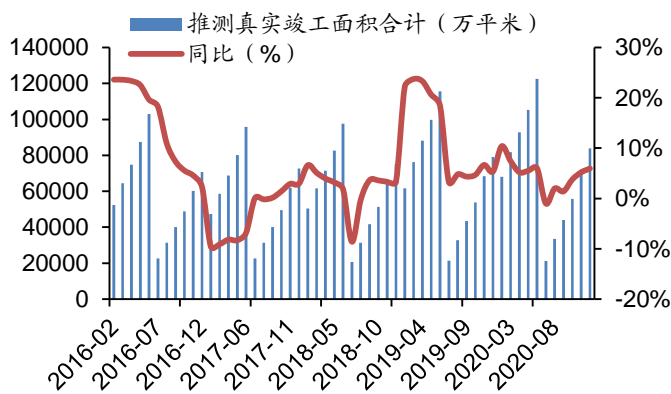
数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

图2：定制家具龙头公司整装与精装同比增速



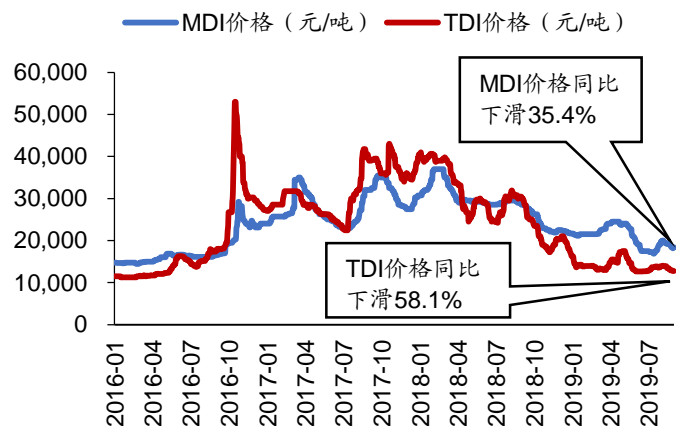
数据来源：奥维云网、广发证券发展研究中心

图3：模拟 2019-2020 年房地产竣工同比增速图，未来 2 年稳定下半年加速



数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

图4：软体原材料TDI，MDI的价格走势图



数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

造纸行情看两点，港口库存下行带动浆价反弹，9-10月份需求有望超预期。8-9月预计在下游用浆企业库存较低，海外浆厂停机限产背景下，港口纸浆库存有望从

高位回落带动纸浆价格反弹,此外9月的传统学汛旺季叠加10月的国庆有望带动终端需求超预期,太阳纸业相关产业链利润触底回升,估值有望向平均均值的1.8XPB进行回归,维持推荐。详细逻辑请见团队在2019年3月11日外发报告《全球视角浆价判断,太阳纸业估值重构》与7月24日外发报告《季度盈利拐点已现,估值重估空间打开》。

表1: 文化纸需求淡旺季分布明确

月份 纸种	1月	2月	3月	4月	5月	6月	7月	8月	9月	10月	11月	12月
单铜纸 (酒标)	平	平	旺季	旺季	旺季	旺季	前旺后平	平	平	趋旺	旺	平
	春节期间印厂放假,年底劳动力成本高		临近5-9月啤酒旺季,经销商提前备货			经销商提前备货导致7-9月酒标需求减少				临近春节,白酒消耗量增加		
单铜纸 (烟包)	平	平	旺季	旺季	趋淡	淡季	淡季	平	平	旺季	旺季	旺季
	春节期间印厂放假,年底劳动力成本高		节日香烟消耗量大,3-5月备货导致需求增长		雨季来临,烟包需求减少		8月下旬烟包需求逐步回归		临近春节,香烟需求量增加			
双铜纸	旺季	淡季	旺季	旺季	平	平趋淡	淡季	平	旺季	旺季	旺季	旺季
	节日宣传画、促销单、价格单用量较大		年后为保证印厂正常运作,大量进货,春季展销会较多,宣传单用量增加。		因初夏农忙,大部分印厂工人放假			商品销售和年前促销大量印制广告及传单,春季教材封面备货及印刷				
双胶纸	平	淡季	旺季	旺季	旺季	平	平	淡季	旺季	旺季	旺季	前旺后平
	节日期间双胶用量减少		3-5月为学生秋季教材备货及开印期,双胶纸需求加大			秋季教辅材料扫尾期		9-12月为学生春季教材备货及开印期			春季教辅材料扫尾期	

数据来源: 中纸联、广发证券发展研究中心

表2: 6月份以来部分海外浆厂停产情况

时间	浆厂	减产品种	规模(万吨)
6月9-19日	Três Lagoas 浆厂 (Suzano) 1号机	BHKP	2条浆线合计 325
6月20日-7月5日	Três Lagoas 浆厂 (Suzano) 2号机	BHKP	
6月底至8月	Canfor Pulp	NBSK 和 BCTMP	10
7月1日	Puma 浆厂 (Klabin)	BHKP	8
6月9-10月	Bratsk 及 Ust-Ilimsk	NBSK	16.5

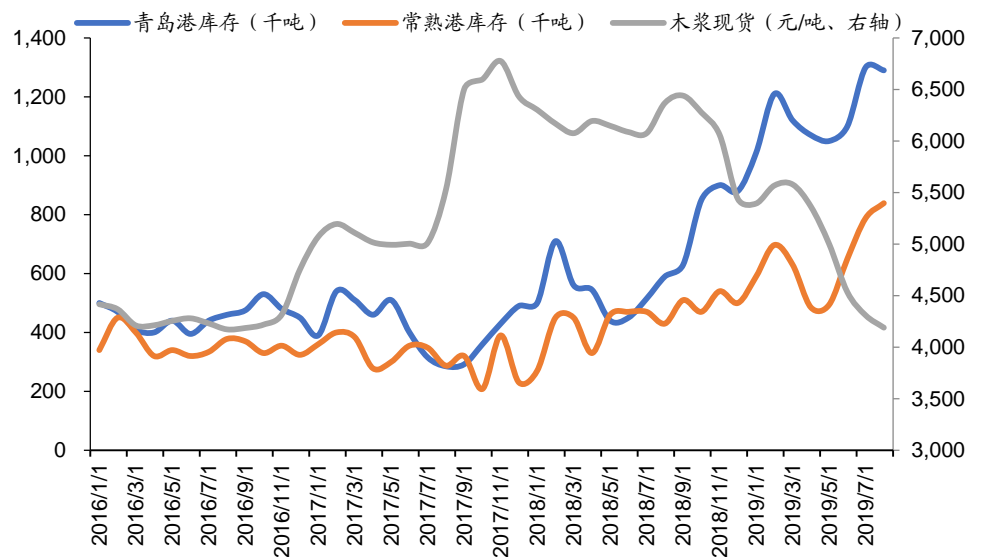
数据来源: 纸业联讯、广发证券发展研究中心

图5: 太阳纸业的历史PBttm走势图



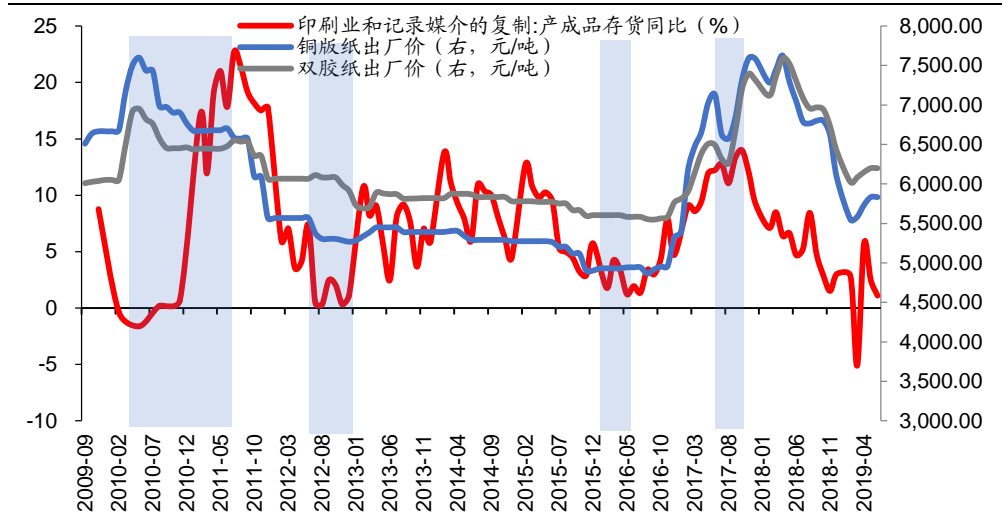
数据来源: wind 资讯、广发证券发展研究中心

图6: 中国港口木浆库存持续处于高位



数据来源: 卓创资讯、广发证券发展研究中心

图7: 文化纸价格领先下游库存变动



数据来源: wind 资讯、广发证券发展研究中心

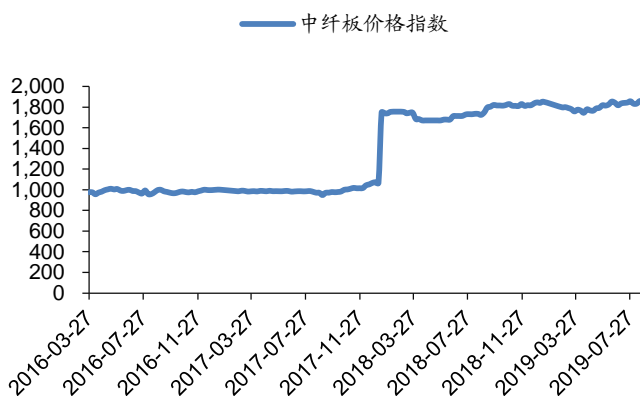
二、行业数据跟踪

2.1 家居板块：板材价格有升有降，周度新房、二手房销售上升

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，刨花板、细木工板、指接板分别环比上升 0.31%、0.24%、0.95%，中纤板环比下降 0.32%。五金材料价格环比下降 0.12%，五金零部件价格环比下降 0.06%。周度新房成交环比上升 13.6%，其中一线城市环比上升 23.4%，二线城市环比上升 7.5%，三线城市环比上升 17.8%；12 城二手房成交量环比上升 7.0%，其中一线城市环比上升 1.4%，二三线城市环比上升 9.8%。7 月统计局数据显示，商品房销售面积累计同比下滑 1.3%，商品房销售额累计同比增长 6.2%，商品房竣工面积累计同比下滑 11.3%

2.1.1 上游原材料价格跟踪

图8：中纤板价格指数



数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

图9：刨花板价格指数



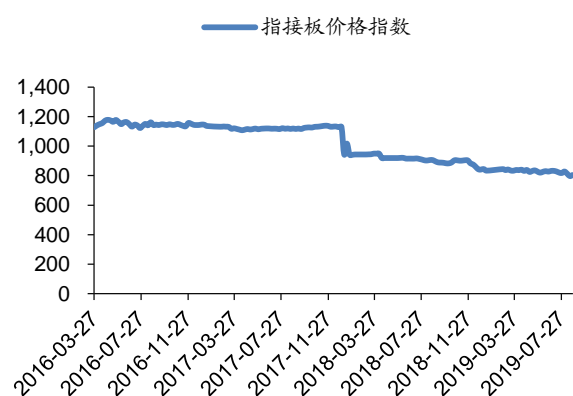
数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

图10：细木工板价格指数



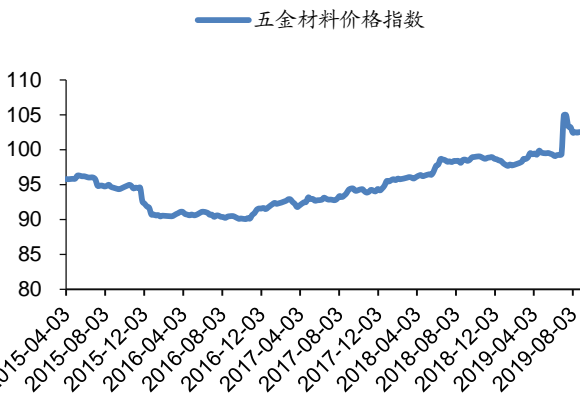
数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

图11：指接板价格指数



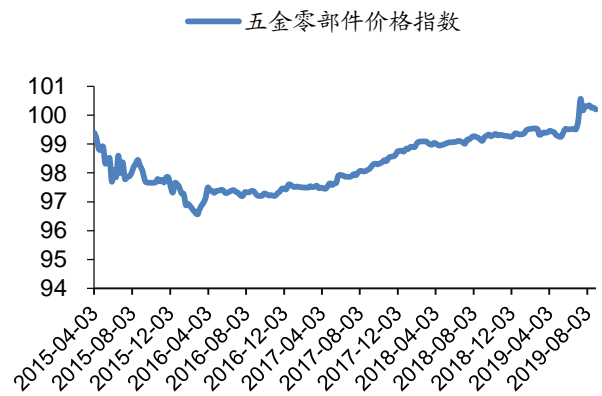
数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

图12: 五金材料价格指数



数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

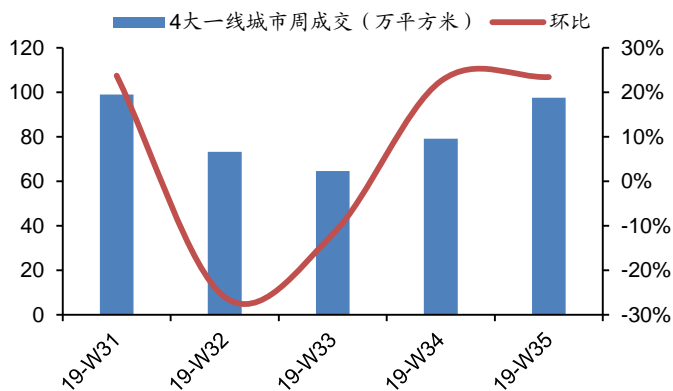
图13: 五金零部件价格指数



数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

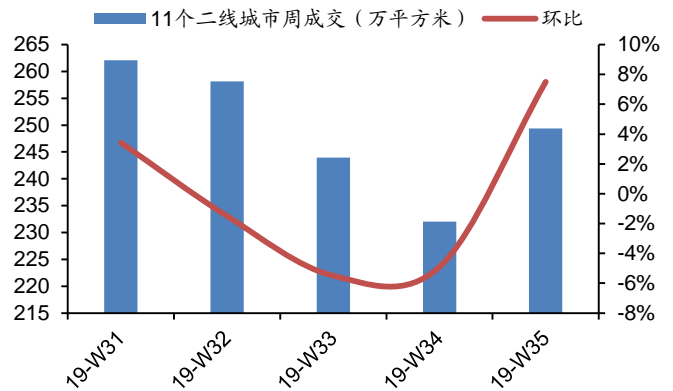
2.1.2 下游需求跟踪: 周度新房、二手房

图14: 4大一线城市新房周成交



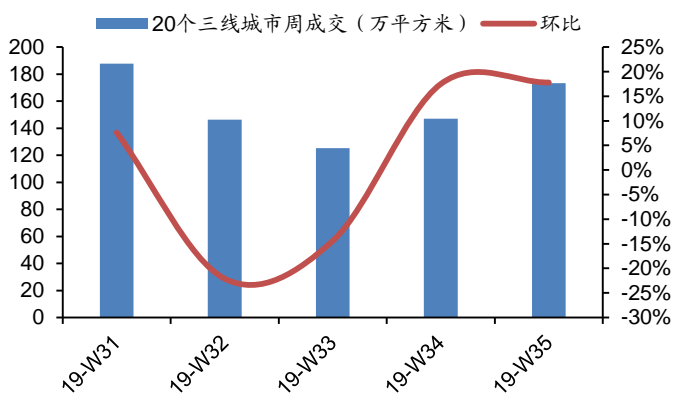
数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

图15: 11个二线城市新房周成交



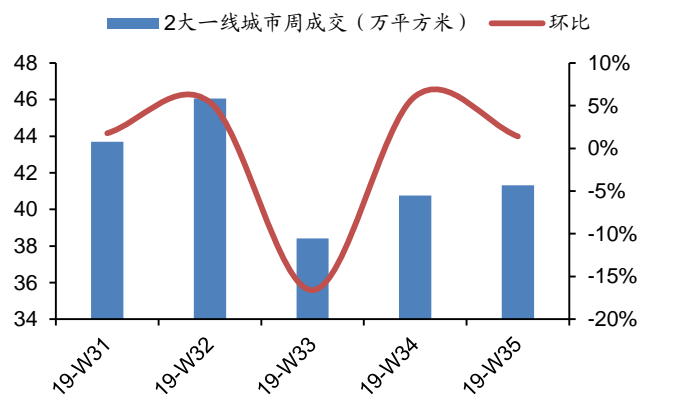
数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

图16: 20个三线城市新房周成交



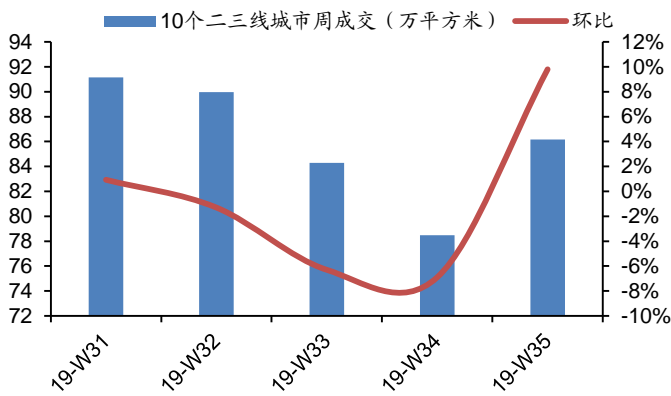
数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

图17: 2大一线城市二手房周成交



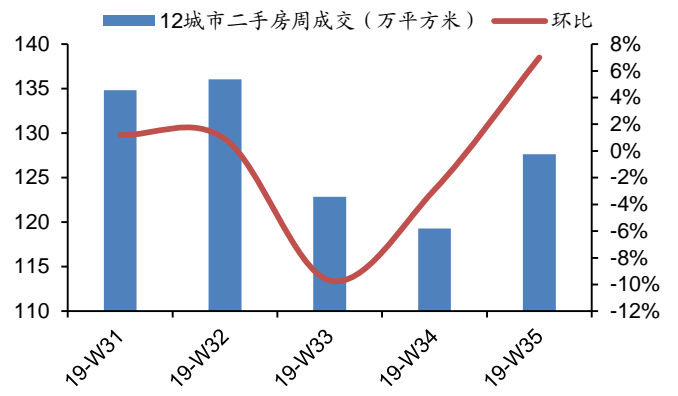
数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

图18: 10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

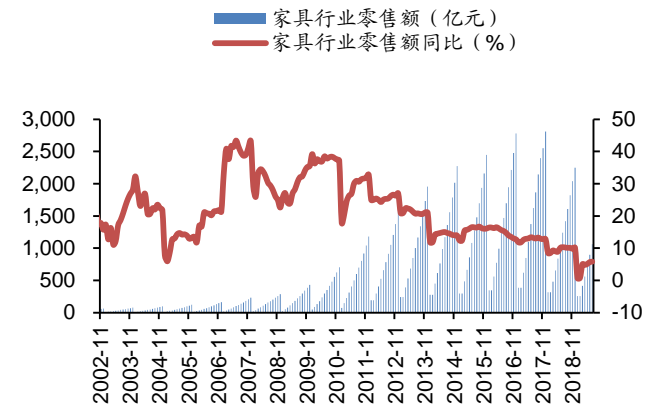
图19: 12城市二手房周成交



数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

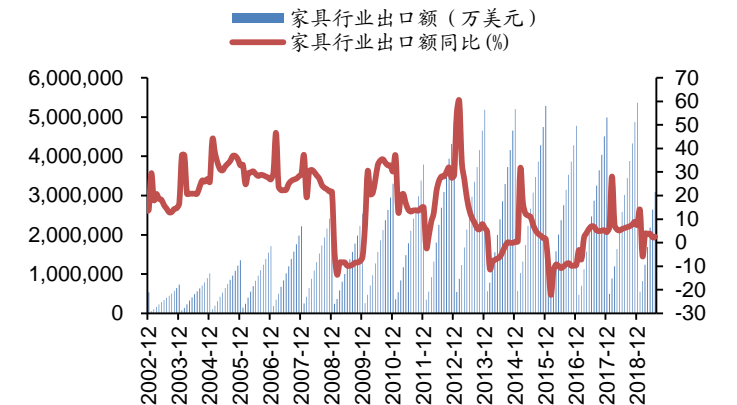
2.1.3家具月度数据

图20: 家具行业零售额及同比



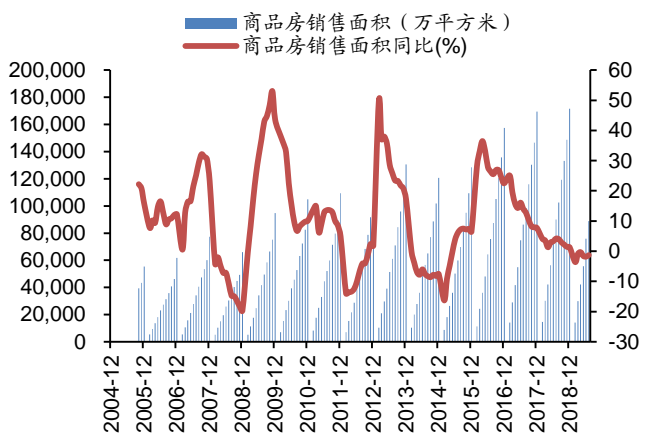
数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

图21: 家具行业出口额及同比



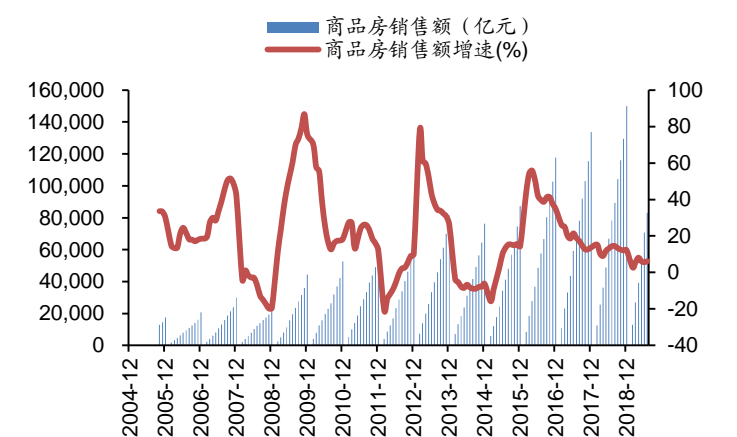
数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

图22: 商品房销售面积及同比



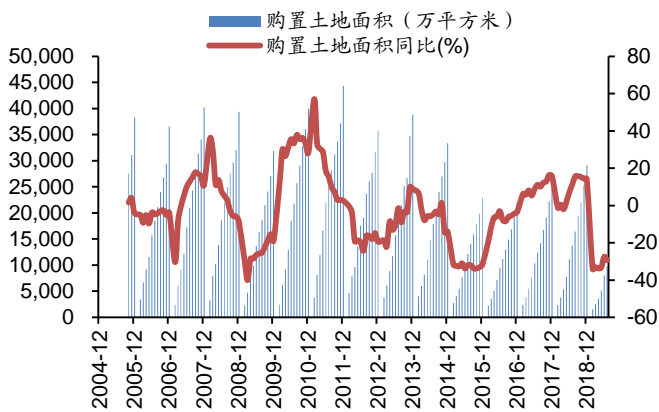
数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

图23: 商品房销售额及增速



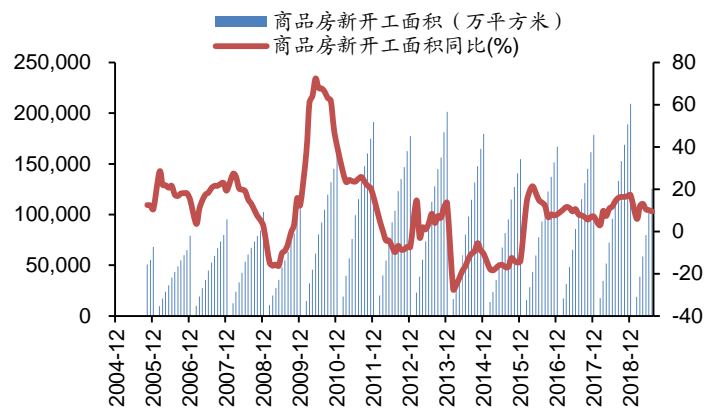
数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

图24: 购置土地面积及同比



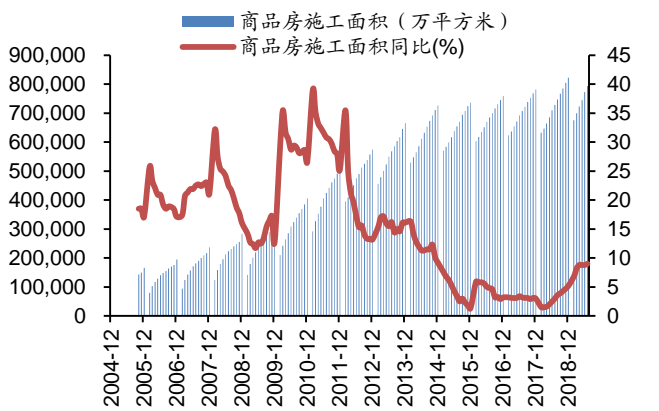
数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

图25: 商品房新开工面积及同比



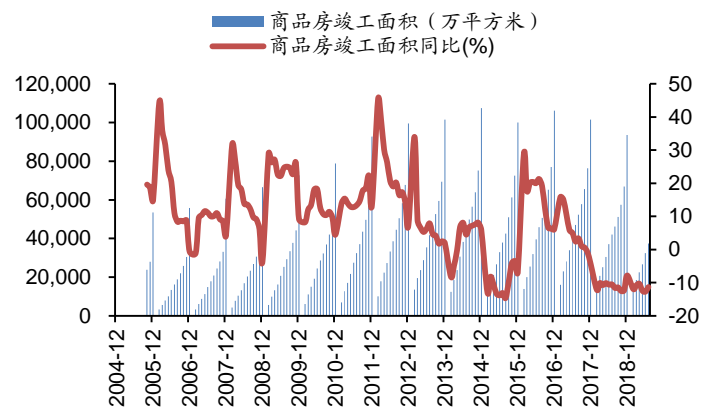
数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

图26: 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

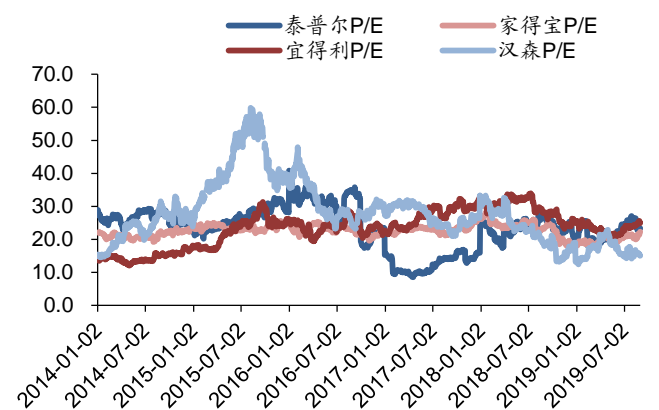
图27: 商品房竣工面积及同比



数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

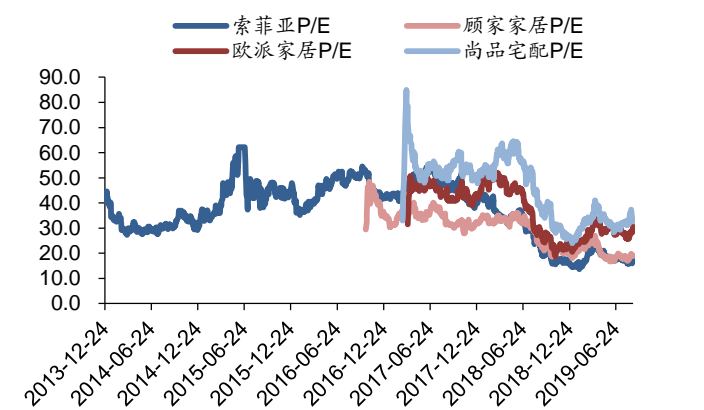
2.1.4 海内外家具公司估值对比

图28: 国外家具公司PE (TTM) (单位: 倍)



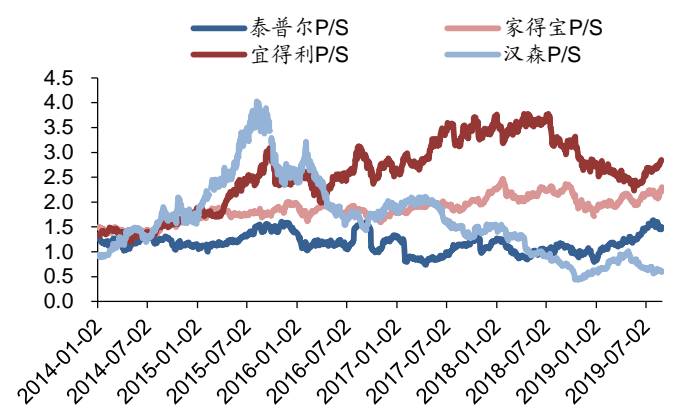
数据来源: Bloomberg、广发证券发展研究中心

图29: 国内家具公司PE (TTM) (单位: 倍)



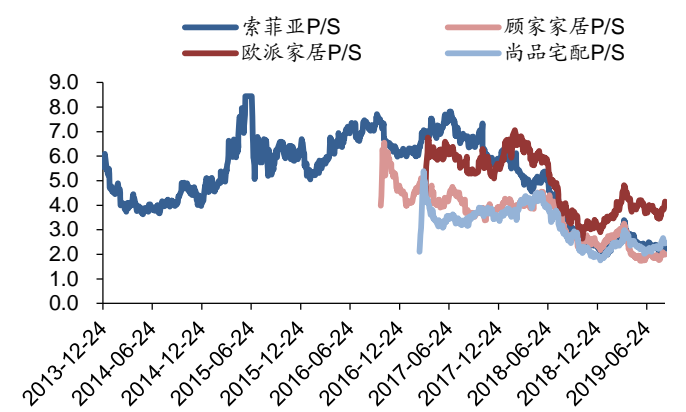
数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

图30: 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31: 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: 文化用纸价格维持稳定, 箱板瓦楞纸价格小幅回升

总体情况: 本周(8月24日至8月30日)木浆系纸种价格较为稳定, 废纸系纸种价格小幅回升。木浆系纸种方面, 文化印刷纸市场相对平稳, 行情盘整为主, 部分纸厂陆续发出涨价函, 多数厂家价格维持稳定, 库存压力不大。白卡纸价格指数平稳, 本周报价暂无调整。废纸系纸种方面, 白板纸价格稳定, 大部分纸厂报价不变, 个别纸厂小幅上调, 湖北地区纸厂恢复生产, 需求增量微弱, 供需压力仍然较大。瓦楞及箱板纸价格小幅回升, 规模纸企报盘平稳, 根据卓创资讯数据, 个别中小纸企上调50元/吨, 纸厂去库存节奏加快, 市场看涨情绪有所升温。生活用纸市场价格稳定, 关于国庆期间限产传闻不断, 下游加工厂少量备货, 原材料价格低位运行限制纸价上涨空间。

原材料方面, 国庆本周价格环比持平, 木浆现货价格小幅上涨, 受人民币贬值影响, 进口针叶浆、阔叶浆现货价格上扬50元/吨, 下游文化纸、白卡纸涨价函发布, 短期木浆系纸种需求旺季到来有望支撑木浆价格。

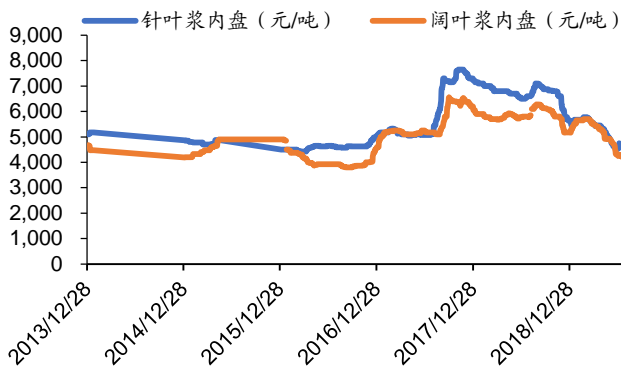
2.2.1 上游价格跟踪

图32: 国庆本周价格环比持平



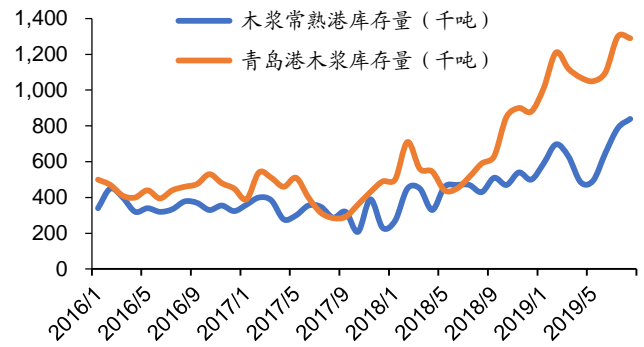
资料来源: 卓创资讯、广发证券发展研究中心

图33: 木浆国内现货市场价格小幅回升



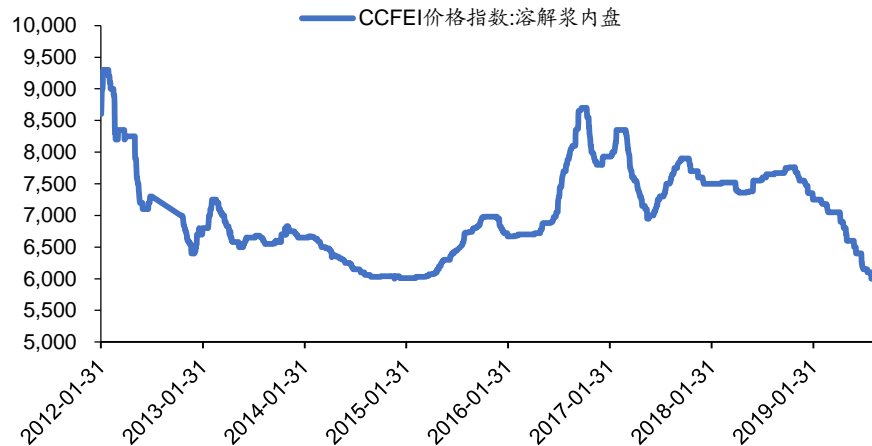
数据来源: 卓创资讯、广发证券发展研究中心

图34: 8月末木浆港口库存量仍维持高位



数据来源: 卓创资讯、广发证券发展研究中心

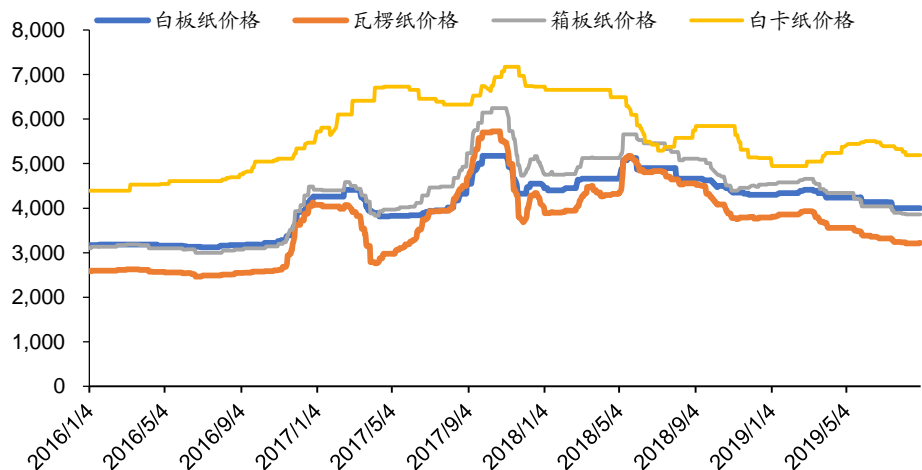
图35: 溶解浆价格持续走低



资料来源: wind 资讯、广发证券发展研究中心

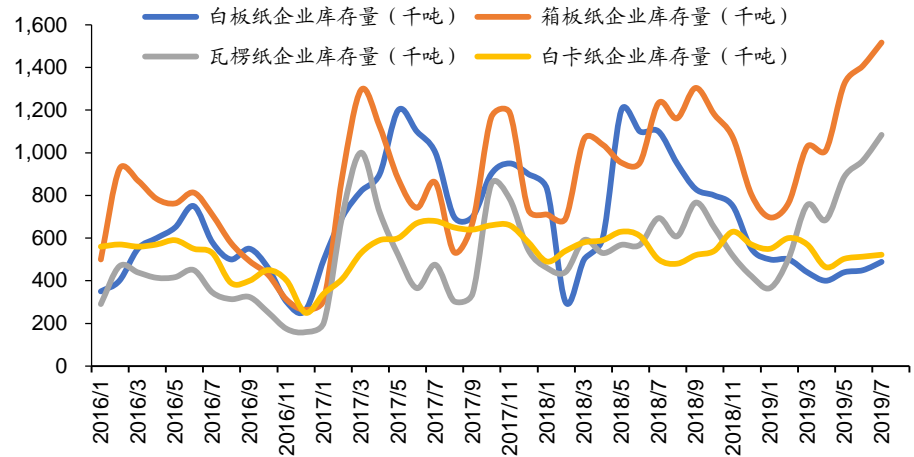
2.2.2 主要纸品价格跟踪

图36: 主要包装纸价格维持相对低位 (元/吨)



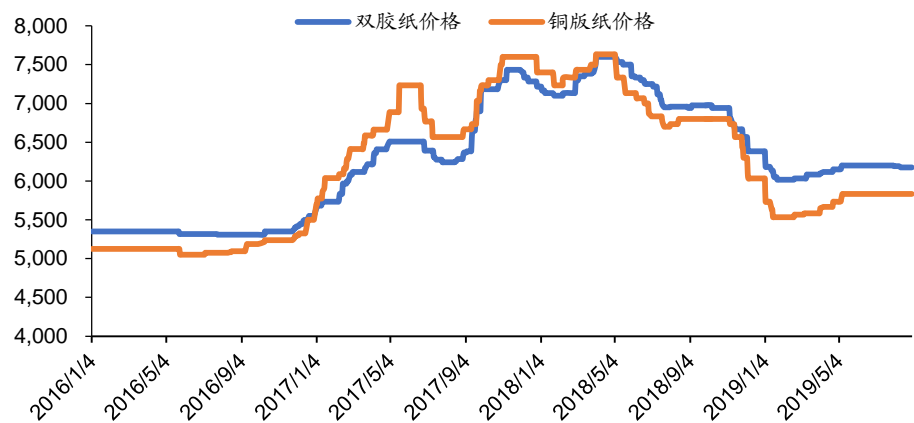
资料来源: 卓创资讯、广发证券发展研究中心

图37: 箱板、瓦楞纸企业库存快速增加



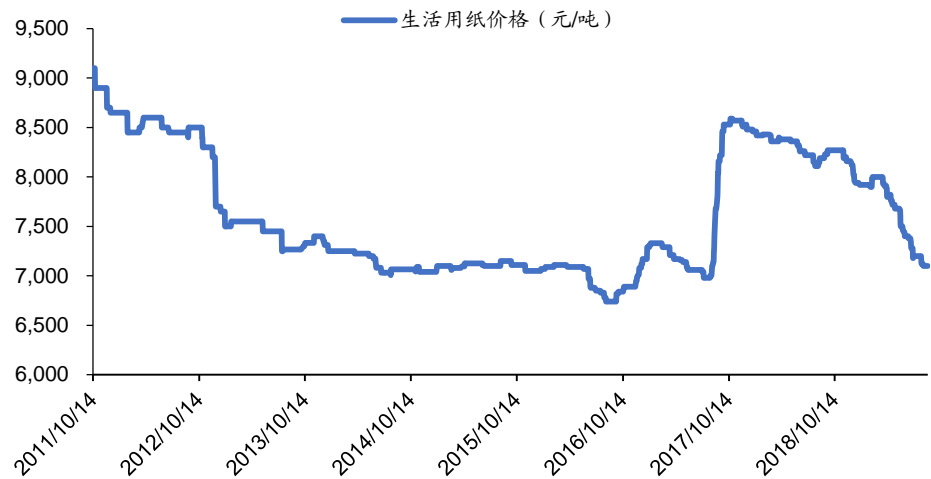
数据来源: 卓创资讯、广发证券发展研究中心

图38: 双胶纸和铜版纸价格相对稳定 (元/吨)



资料来源: 卓创资讯、广发证券发展研究中心

图39: 生活用纸原纸市场价格持续下行



资料来源: 卓创资讯、广发证券发展研究中心

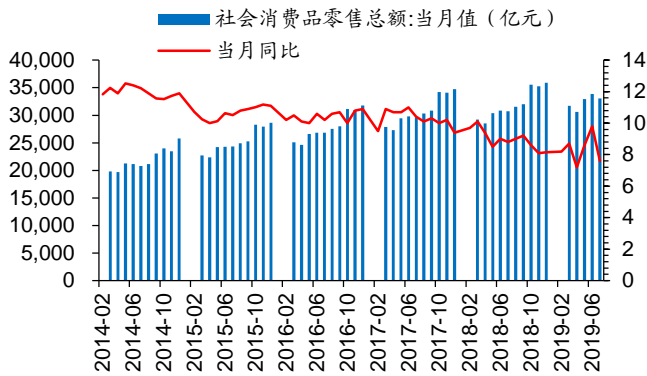
2.3 包装文娱板块: 下游消费增速有所放缓

社会零售总额7月同比增速回落(+7.6%)，烟草复苏趋势企稳，白酒、啤酒、软饮料1-7月累计总产量同比上升(+2.79%)，家用电器产量7月增速放缓，文具办公用品零售额7月同比明显上升(+14.5%)，包装上游原材料金属、塑料价格同比明显下降。

2019年7月份社会零售总额当月值为33073.3亿元，同比增长7.6%；烟草产量1954.6亿支，当月同比上升1.24%，累计同比增长3.5%；文具办公用品7月零售额258.00亿元，同比增长14.5%。2019年1-7月，白酒产量为456.1万千升，同比增长1.10%；啤酒累计产量为2399.5万千升，同比增长0.30%；软饮料累计产量为10439.70万千升，同比增长4.20%；白酒、啤酒、软饮料7月产量同比均上升，白酒(+22.46%)及软饮料(+48.08%)同比涨幅明显。2019年1-7月，空调产量为138.53百万台，同比增长8.70%，家用冰箱累计产量为50.43百万台，同比增长4.20%，增速均放缓。根据8月30日数据，各类金属包装及塑料包装同比价格均下降，金属包装价格同比下降10%左右，部分塑料原材料价格同比下降达20%以上，玻璃现货均价同比小幅下降(-3.42%)。

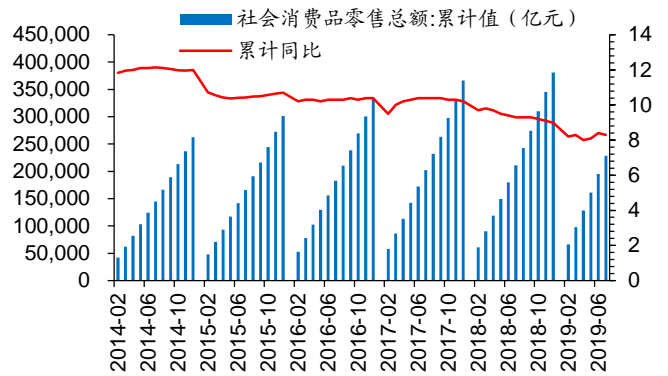
2.3.1 下游需求跟踪

图40: 社会零售总额: 当月值



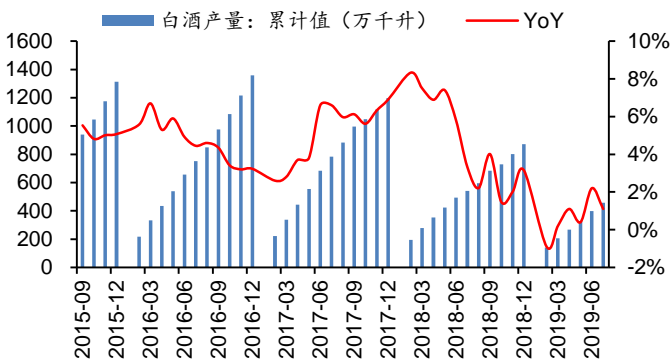
数据来源: Wind、国家统计局、广发证券发展研究中心

图41: 社会零售总额: 累计值



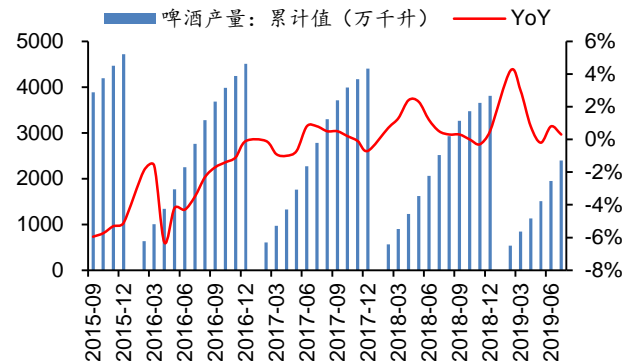
数据来源: Wind、国家统计局、广发证券发展研究中心

图42: 白酒产量



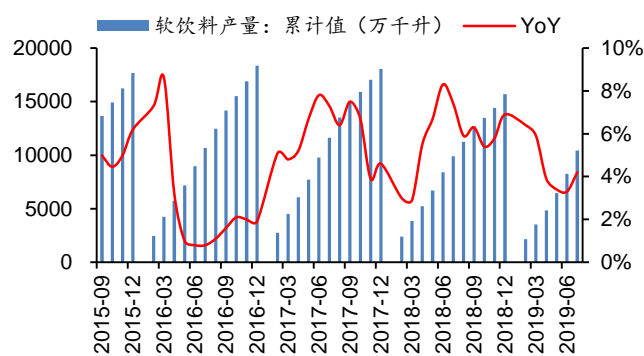
数据来源: Wind、国家统计局、广发证券发展研究中心

图43: 啤酒产量



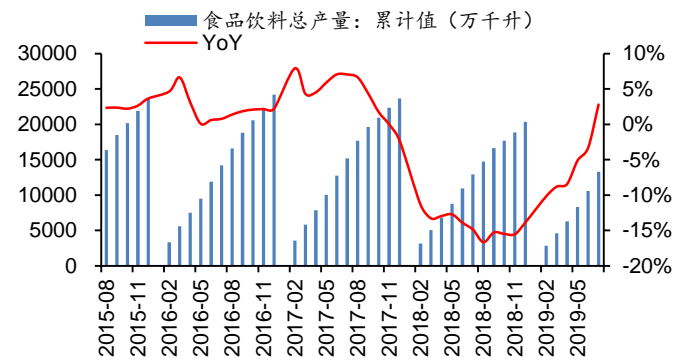
数据来源: Wind、国家统计局、广发证券发展研究中心

图44: 软饮料产量



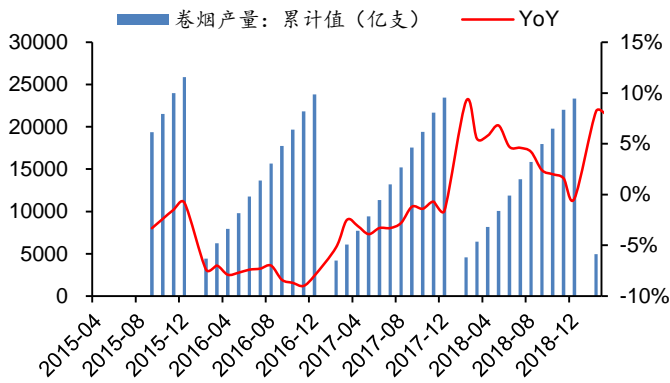
数据来源: Wind、国家统计局、广发证券发展研究中心

图45: 食品饮料总产量 (白酒+啤酒+软饮料)



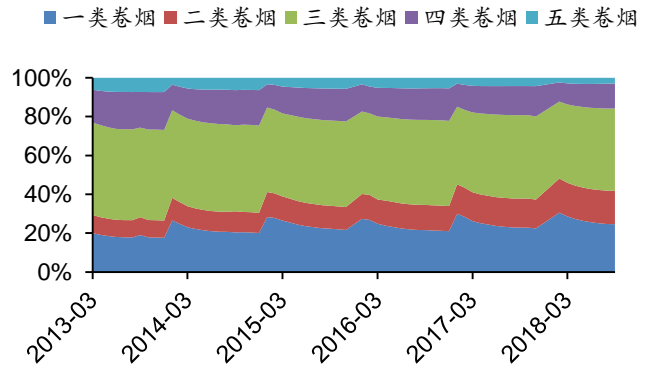
数据来源: Wind、国家统计局、广发证券发展研究中心

图46: 烟草产量



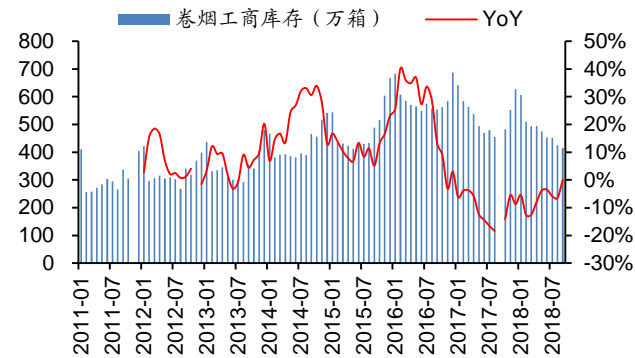
数据来源: Wind、烟草在线、广发证券发展研究中心

图47: 烟草销量结构占比



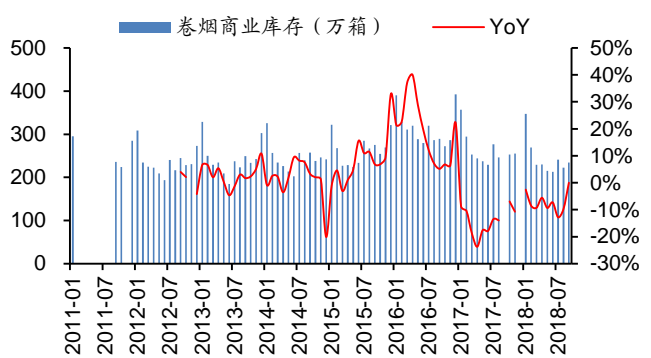
数据来源: Wind、烟草在线、广发证券发展研究中心

图48: 卷烟工商库存



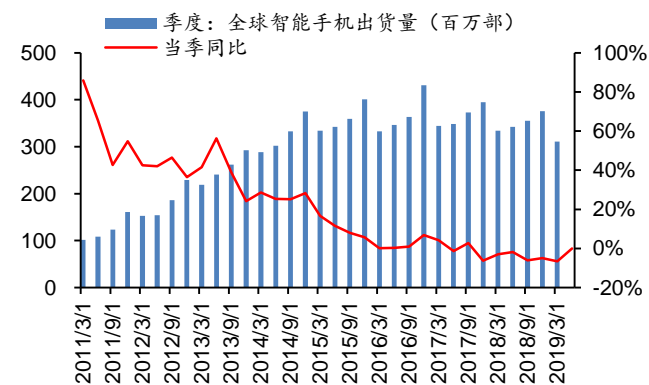
数据来源: Wind、烟草在线、广发证券发展研究中心

图49: 卷烟商业库存



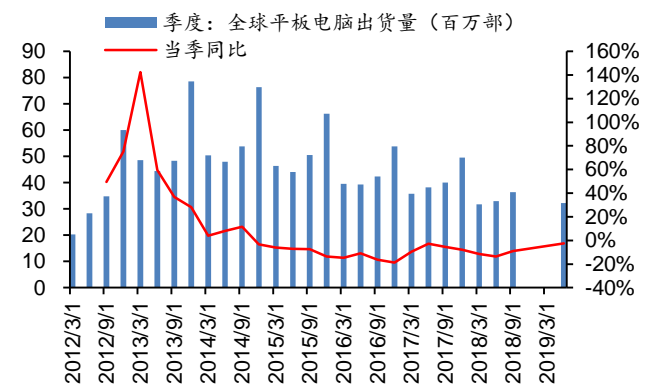
数据来源: Wind、烟草在线、广发证券发展研究中心

图50: 消费电子—智能手机



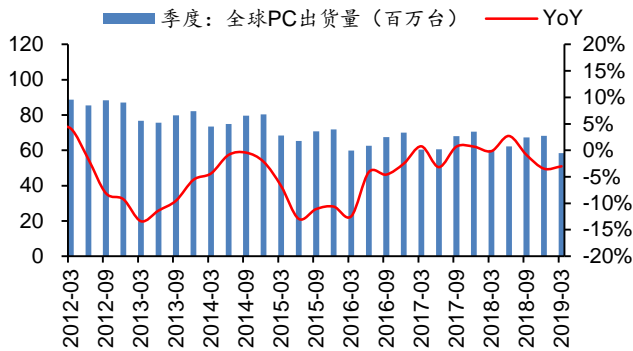
数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

图51: 消费电子—平板电脑



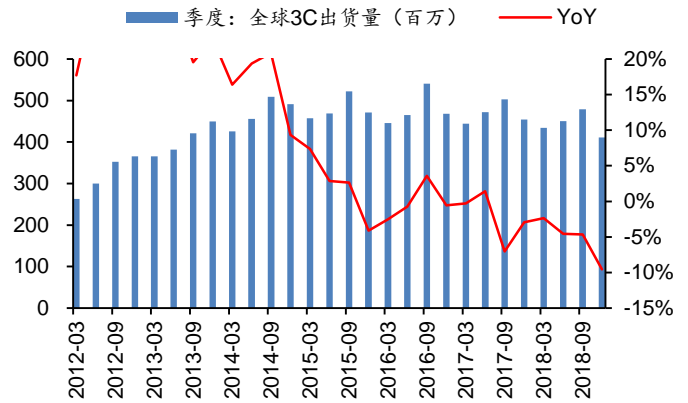
数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

图52: 消费电子—PC



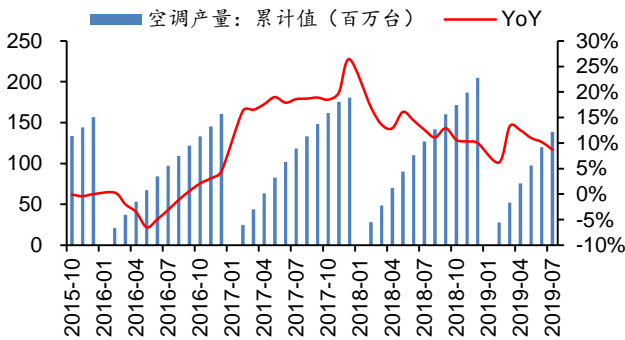
数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

图53: 消费电子总出货量—3C



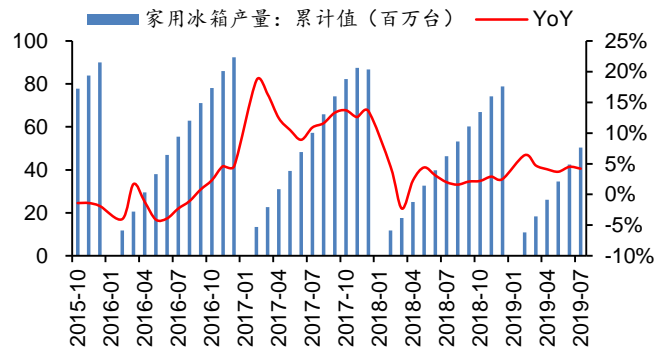
数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

图54: 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

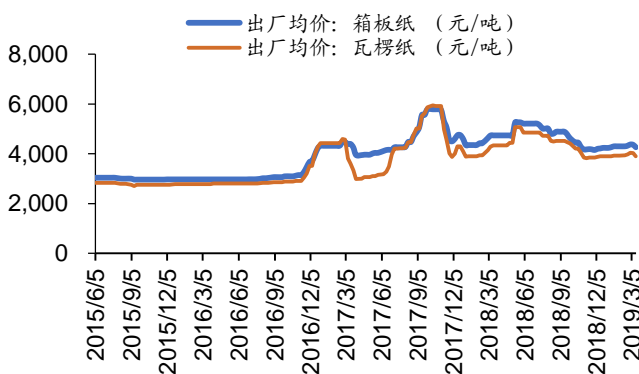
图55: 家电—家用冰箱产量



数据来源: Wind、国家统计局、广发证券发展研究中心

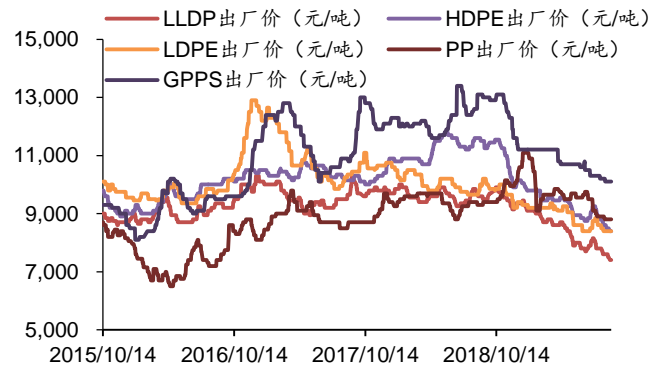
2.3.2 上游原材料价格跟踪

图56: 包装原材料价格——纸类 (元/吨)



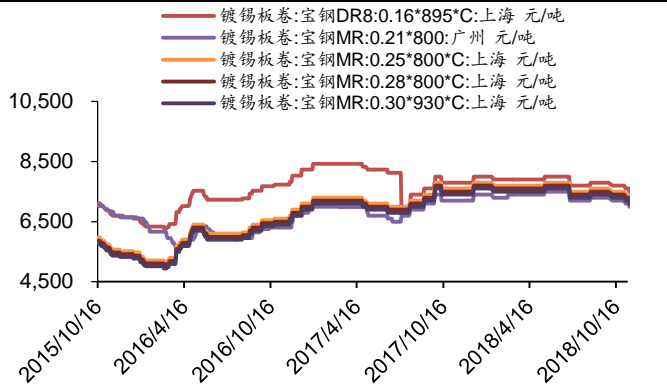
数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

图57: 包装原材料价格——塑料 (元/吨)



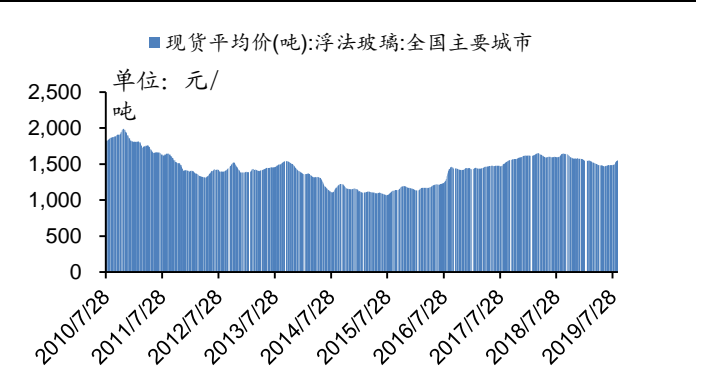
数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

图58: 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

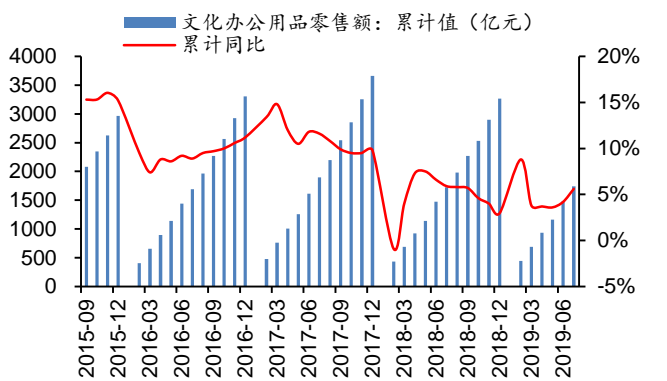
图59: 包装原材料价格——玻璃 (元/吨)



数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

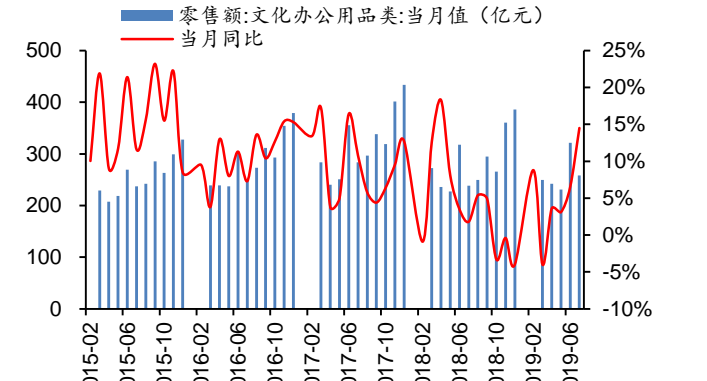
2.3.3 文娱板块

图60: 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61: 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：资深分析师，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：资深分析师，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。