

轻工制造

行业中期策略

拥抱确定性，关注文具、文化纸细分子行业

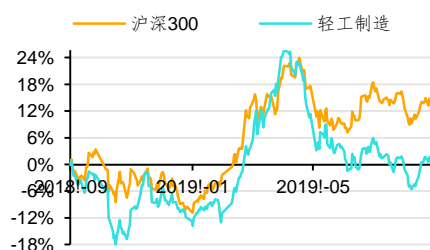
 投资评级 **同步大市-A 维持**

投资要点

◆ **文具行业：（1）行业空间广阔，办公直销迎来快速发展。**据中国产业信息网，2016年我国办公用品市场规模约1.6万亿，预计到2020年市场规模预计可达2.26万亿。近几年来受益于阳光采购政策驱动，集中采购逐渐被大中型企业采纳，办公直销迎来快速发展。我国办公用品直销市场客户主要由省及地市级政府机构、央企、大型金融机构、军区及军工企业、区域内大企业以及中小微企业构成，其中，政府机构、央企和金融企业等头部近千家客户约占一半市场份额。

首选股票	评级
603899	晨光文具 增持-A
002301	齐心集团 增持-A
002078	太阳纸业 增持-A

一年行业表现



资料来源：贝格数据

升幅%	1M	3M	12M
升幅%	1M	3M	12M
相对收益	-0.08	-8.47	-14.03
绝对收益	2.61	-2.45	1.37

分析师

叶中正
 SAC 执业证书编号：S0910516080001
 yezhongzheng@huajinsc.cn
 0755-83224377

分析师

杨维维
 SAC 执业证书编号：S0910519080004
 yangweiwei@huajinsc.cn
 0755-83231652

相关报告

轻工制造：龙头再次提价，文化纸旺季逐渐来临 2019-08-25

轻工制造：鹦鹉金鱼漂阔浆下调报价，教材印刷招标陆续展开 2019-08-18

轻工制造：木浆价格持续弱势，白卡纸价格有所下调 2019-08-12

轻工制造：涨价函再发，白卡纸价格或迎来攀升 2019-08-05

轻工制造：电子烟监管大势所趋，行业或迎来健康发展 2019-07-28

（2）龙头企业规模较低，行业分散。从市场参与者来看，随着外资龙头如史泰博、欧迪、Askul等逐步退出中国市场，国内大B办公直销市场参与者主要有晨光科力普、齐心集团、得力文具等垂直类公司以及京东企业购、阿里企业采购、苏宁等平台类公司，垂直类公司主要客户为大B客户，通过多年的办公直销业务运营，商品品类、客户资源、物流仓储等方面较小企业及平台类公司在中标及服务大客户方面具有明显优势。**（3）龙头企业办公直销业务快速发展。**晨光科力普、齐心B2B业务收入2016-2018年三年复合增速分别为124%、21%，但是从规模来看，仍处于较低水平，2018年晨光科力普、齐心B2B业务收入规模分别为25.86、38.89亿元，对应行业规模，发展空间巨大，未来增长可期。建议关注晨光文具、齐心集团。

◆ **文化纸行业：（1）短期：库存处于合理水平，下游进入传统旺季，文化纸龙头提价函逐渐落地。**截至2019年7月底，双胶纸、铜版纸企业库存分别达60.18、38.30万吨，企业库存处于合理水平。9月进入文化纸传统旺季，或对文化纸市场形成利好，文化纸纸厂或存在有抬高纸价的可能。近期龙头纸企也多次发涨价函，在行业集中度高背景下，价格向下游传导更为顺畅，后续涨价函预计落地情况较好。**（2）长期：文化纸需求刚性较强，近两年新增产能有限，行业供需平衡。**文化纸主要下游消费市场主要为教辅教材、党政期刊、儿童图书、商品说明书以及办公复印纸等，需求刚性较强。从供给端来看，2019年晨鸣纸业本部新闻纸改文化纸项目转固投产，2020年目前尚无新增产能投产，未来两年文化纸新增产能有限，文化纸行业基本保持供需平衡状态。**（3）原材料：短期阔叶浆价格保持低位，长期木浆价格或维持高位。**截至2019年7月，青岛港、保定港、常熟港等国内三大港口木浆库存达210多万吨，同比大幅增加，短期阔叶浆价格或保持低位。长期全球市场对纸浆需求持续上升，但由于森林面积或持续降低，木片资源逐渐匮乏，长期木浆价格或维持高位。**（4）龙头纸企木浆自给能力领先，成本优势显著。**我国木浆资源对外依赖度较高，在木片资源逐渐匮乏的情况下，拥有自制浆对造纸企业来说具有重大的战略意义。并且由于自制浆同外购木浆相比，成本优势显著，根据在建项目及盈利能力来看，我们认为随着新型纤维原料各项目的顺利陆续达产、投产，太阳纸业木浆自给率有较大的提升空间，成本优势逐渐凸显，建议积极关注太阳纸业。

◆ **风险提示：**宏观经济增长不及预期风险；行业竞争加剧风险；办公直销市场推广不及预期风险；原材料价格波动较大风险。

内容目录

一、轻工板块表现落后大盘，Q1 利润增速环比改善	4
(一) 上半年轻工板块表现落后大盘，文娱用品板块优于市场表现	4
(二) 估值高于年初水平，低于历史均值水平	5
(三) 2019Q1 利润端环比增速改善，文娱用品、包装印刷持续高增长	6
二、文具：受益于阳光采购政策，办公直销迎来快速发展	7
(一) 受益于阳光采购政策驱动，办公直销迎来快速发展	7
(二) 市场集中度低，龙头企业规模仍较小	9
(三) 龙头企业持续中标大客户，B2B 办公业务收入高增长	10
三、文化纸：行业供需平衡，龙头纸企成本优势领先	12
(一) 文化纸价格企稳，库存合理	12
(二) 供需平衡，行业集中度高	14
(三) 短期阔叶浆价格走低，长期木浆价格或维持高位	15
(四) 龙头纸企木浆自给能力领先，成本优势显著	17
四、投资建议	19
五、风险提示	20

图表目录

图 1：2019 年上半年 SW 轻工制造走势落后大盘	4
图 2：上半年 SW 轻工制造表现行业排名 22/28	4
图 3：2019 年上半年文娱用品表现强于大盘	4
图 4：2019 年上半年轻工制造行业不同市值公司涨跌幅	4
图 5：轻工制造 PE 处于历史低位	6
图 6：分季度营业收入同比增长	7
图 7：分季度归母净利润同比增长	7
图 8：分季度毛利率	7
图 9：分季度 ROE	7
图 10：我国办公用品行业市场规模（单位：万亿元）	8
图 11：我国大办公行业各类产品市场规模占比	8
图 12：晨光科力普销售收入（单位：万元）	9
图 13：齐心集团 B2B 业务销售收入（单位：万元）	9
图 14：晨光科力普产品内容	11
图 15：齐心集团产品内容	11
图 16：晨光文具以自主生产为主	11
图 17：齐心集团以外购及 OEM 委外生产为主	11
图 18：晨光文具办公直销业务毛利率	11
图 19：齐心集团 B2B 办公业务毛利率	11
图 20：晨光文具运输及装卸费（单位：万元）	12
图 21：齐心集团运输费（单位：万元）	12
图 22：双胶纸出厂价走势（单位：元/吨）	13
图 23：双胶纸出厂价月度环比涨跌幅	13
图 24：铜版纸出厂价走势（单位：元/吨）	13
图 25：铜版纸出厂价月度环比涨跌幅	13

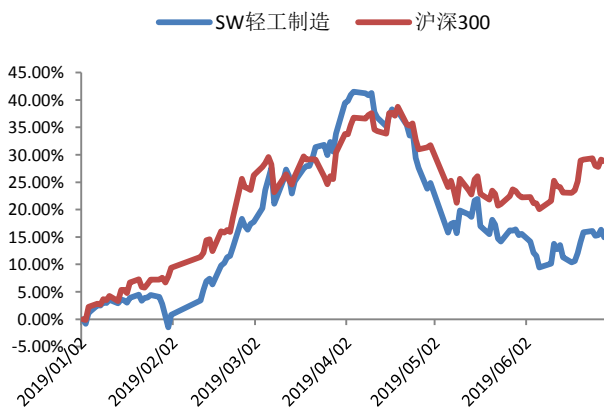
图 26: 双胶纸企业库存 (单位: 万吨)	13
图 27: 铜版纸企业库存 (单位: 万吨)	13
图 28: 书报杂志类零售额 (单位: 亿元)	14
图 29: 双胶纸产量及表观消费量 (单位: 万吨)	14
图 30: 铜版纸产量及表观消费量 (单位: 万吨)	14
图 31: 双胶纸、铜版纸产能及开工率	14
图 32: 双胶纸行业竞争格局	15
图 33: 铜版纸行业竞争格局	15
图 34: 太阳纸业 2018 年浆及纸制品成本结构	15
图 35: 双胶纸、铜版纸吨纸所需木浆原料 (湿法涂布法)	15
图 36: 国内三大港口木浆库存 (单位: 万吨)	16
图 37: 我国木浆进口量 (单位: 万吨)	16
图 38: 全球阔叶浆消费量及市场需求预计 (单位: 百万吨)	17
图 39: 全球针叶浆消费量及市场需求预计 (单位: 百万吨)	17
图 40: 1990-2015 年按国家划分的森林净增加/减少量	17
图 41: 全球木片供应量及预计 (单位: 千绝干吨)	17
图 42: 各公司双胶纸、铜版纸吨毛利 (单位: 元/吨)	18
图 43: 公司木浆、纸产能 (单位: 万吨)	18
表 1: 2019 年上半年 SW 轻工制造涨幅前十的个股	5
表 2: 2019 年上半年 SW 轻工制造跌幅前十的个股	5
表 3: 阳光采购政策	8
表 4: 办公用品直销市场主要客户	9
表 5: 国内办公用品直销市场主要参与者	9
表 6: 中标客户	10
表 7: 太阳纸业浆纸产能 (单位: 万吨)	18
表 8: 太阳纸业在建及待建项目及进展	19
表 9: 轻工制造关注公司股价与估值	20

一、轻工板块表现落后大盘，Q1 利润增速环比改善

(一) 上半年轻工板块表现落后大盘，文娱用品板块优于市场表现

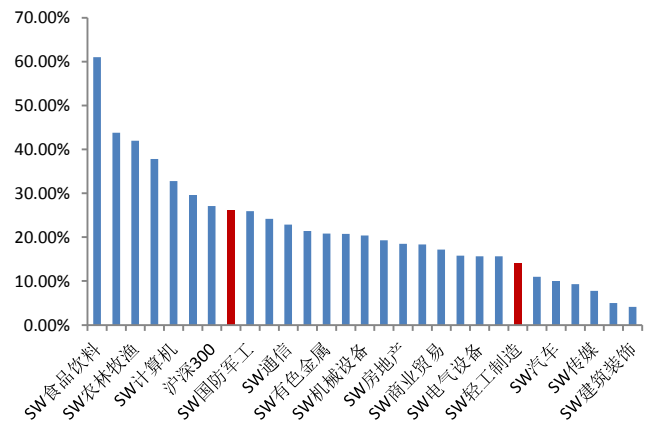
轻工制造板块 2019 年上半年整体表现落后大盘，截至 2019 年 6 月 30 日，SW 轻工制造板块上涨 14.13%，沪深 300 上涨 27.07%，落后大盘 12.94 个百分点。SW 轻工制造板块在所有板块中排名为第 22/28 位，整体表现相对靠后。

图 1：2019 年上半年 SW 轻工制造走势落后大盘



资料来源：Wind，华金证券研究所

图 2：上半年 SW 轻工制造表现行业排名 22/28

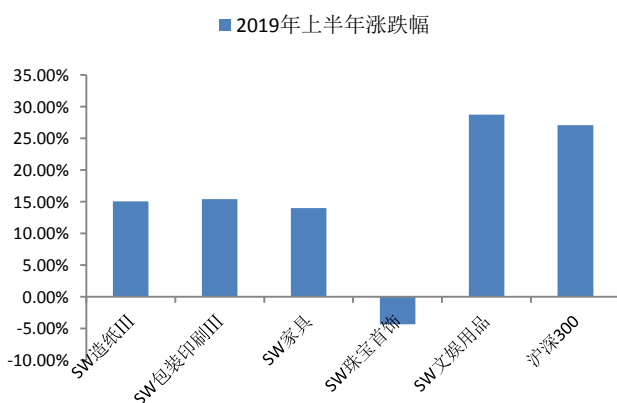


资料来源：Wind，华金证券研究所

从细分子板块来看，上半年细分子板块均表现上涨，其中文娱用品板块表现强于大盘。上半年造纸上涨 15.05%，包装印刷上涨 15.39%，家具上涨 14.00%，珠宝首饰下跌 4.33%，文娱用品上涨 28.75%。

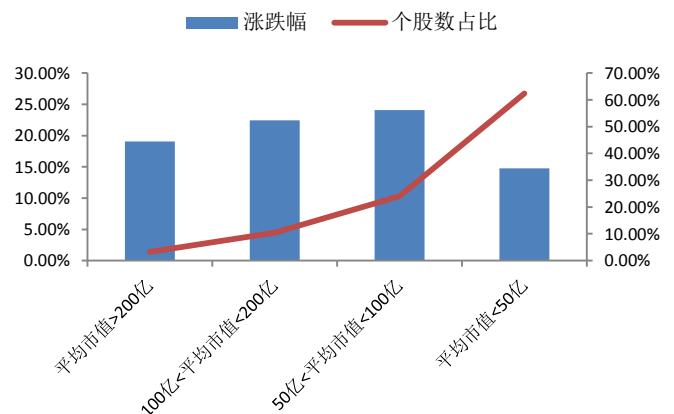
从平均市值来看，上半年平均市值大于 200 亿以及平均市值处于 50 亿到 100 亿的个股数占比下降，平均市值处于 100 亿到 200 亿以及小于 50 亿个股数占比上升。市值规模大于 200 亿个股平均上涨 19.03%，市值规模在 100-200 亿之间个股平均上涨 22.44%，市值规模在 50-100 亿之间个股平均上涨 24.09%，市值规模小于 50 亿个股平均上涨 14.76%。

图 3：2019 年上半年文娱用品表现强于大盘



资料来源：Wind，华金证券研究所

图 4：2019 年上半年轻工制造行业不同市值公司涨跌幅



资料来源：Wind，华金证券研究所

从个股 2019 年上半年全年涨跌幅来看，排名靠前的分别为顺灏股份、菲林格尔、集友股份、姚记扑克、中顺洁柔、欧派家居、劲嘉股份等，涨幅前十的个股相对涨幅高于 2018 年；从跌幅前十的个股来看，上半年轻工制造板块跌幅相对较大，最高年跌幅为 *ST 秋林，跌幅前十的个股相对跌幅小于 2018 年。

表 1：2019 年上半年 SW 轻工制造涨幅前十的个股

证券代码	证券简称	涨跌幅
002565.SZ	顺灏股份	193.42%
603226.SH	菲林格尔	129.38%
603429.SH	集友股份	116.27%
002605.SZ	姚记扑克	65.22%
002511.SZ	中顺洁柔	62.50%
603833.SH	欧派家居	50.90%
002191.SZ	劲嘉股份	48.14%
002235.SZ	安妮股份	47.77%
002951.SZ	金时科技	43.82%
002798.SZ	帝欧家居	41.68%

资料来源：Wind，华金证券研究所

表 2：2019 年上半年 SW 轻工制造跌幅前十的个股

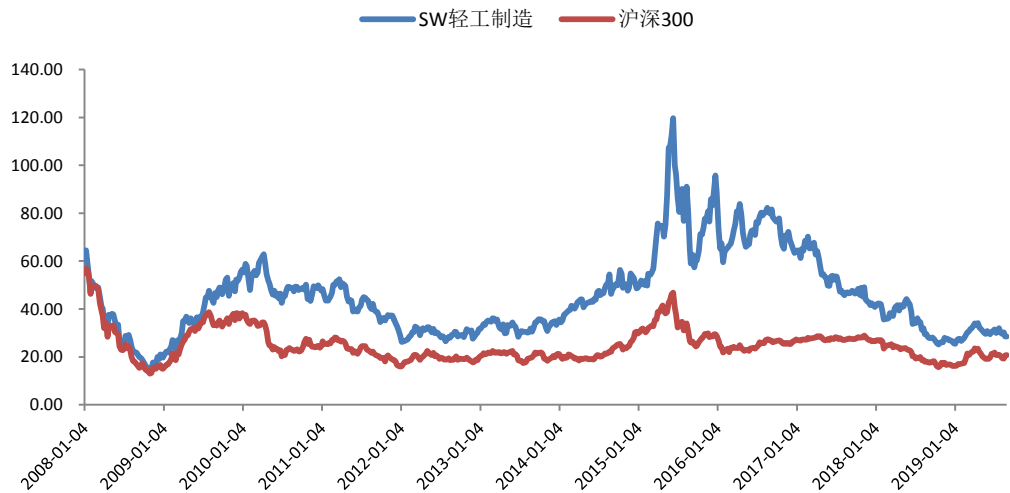
证券代码	证券简称	涨跌幅
600891.SH	*ST 秋林	-78.02%
002356.SZ	*ST 赫美	-69.43%
000659.SZ	珠海中富	-31.71%
300089.SZ	文化长城	-27.68%
600086.SH	东方金钰	-27.11%
600069.SH	银鸽投资	-12.03%
603058.SH	永吉股份	-22.39%
002752.SZ	昇兴股份	-20.86%
600235.SH	民丰特纸	-21.84%
603389.SH	亚振家居	-20.85%

资料来源：Wind，华金证券研究所

（二）估值高于年初水平，低于历史均值水平

估值方面，上半年轻工制造行业估值先扬后抑，年初到 3 月持续走高，4 月以来进入调整期，6 月随着轻工制造行业外部风险的逐渐消耗，估值基本走稳，并有上升的趋势，截至 2019 年 6 月 30 日，SW 轻工制造行业 PE（历史 TTM_中值）为 31 倍，较年初的 25 倍有所提升，但从历史水平来看，从 2008 年以来，轻工制造行业 PE 均值为 45 倍，公司目前 PE 低于历史均值水平，处于历史低位。

图 5: 轻工制造 PE 处于历史低位



资料来源: Wind, 华金证券研究所

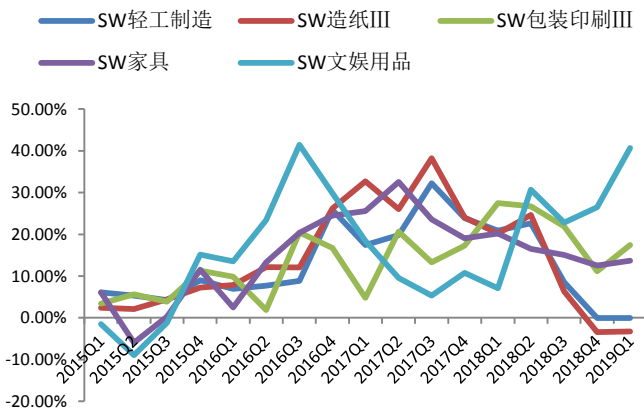
(三) 2019Q1 利润端环比增速改善, 文娱用品、包装印刷持续高速增长

从业绩层面来看, 上半年轻工制造行业营收企稳, 归母净利润修复, 整体面临的外部市场环境压力仍较大。我们建议关注轻工制造行业结构性机会, 关注文娱、新型烟草以及文化纸细分行业。地产延续调控, 造纸行业新增产能陆续释放等对细分子行业家用轻工、造纸等带来一定的影响; 文娱用品受益阳光集采政策驱动, 办公直销行迎来快速发展, 龙头企业有望首先受益; 烟草行业逐渐复苏, 新型烟草在全球领域快速发展也带来了成长潜力, 目前在国内市场加热不燃烧烟草制品禁止销售, 电子烟产品尚处于政府无监管、行业无秩序和产品无标准阶段, 尤其是雾化型电子烟目前处于监管空白, 下半年或将出台相关行业标准以及监管政策, 关注国内政策落地情况。

受房地产调控、下游需求不振、原材料价格上涨、行业竞争加剧等多因素的影响, 2018Q3 开始轻工板块营收增速此前的 20% 以上增长逐季下滑至个位数, 归母净利润也从此前 10% 以上的增速下滑至负数。2019 以来营收、归母净利润同比继续下滑, 环比有所改善。2019Q1 轻工板块营收同比下降 0.05%, 增速同比下降 20.91pct, 环比下降 0.05pct; 归母净利润同比下降 26.16%, 增速同比下降 36.53pct, 环比上升 105.08pct。

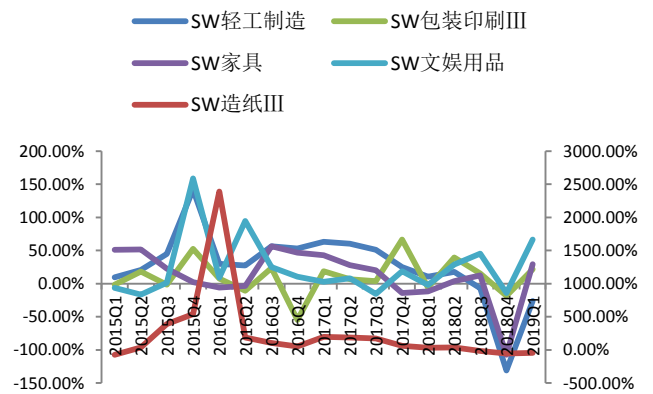
分子行业来看, 文娱用品、包装印刷行业持续表现较好, 家具行业利润端好转, 造纸行业持续弱势。2019Q1 文娱用品、包装印刷行业持续表现较好, 2019Q1 文娱用品行业营收、归母净利润增速分别为 40.66%、66.30%; 包装印刷行业营收、归母净利润增速分别为 12.68%、16.83%; 家具行业利润端持续好转, 营收、归母净利润增速分别为 13.66%、29.13%; 造纸行业持续表现弱势, 营收、归母净利润增速分别为 -3.28%、-47.46%。

图 6: 分季度营业收入同比增长



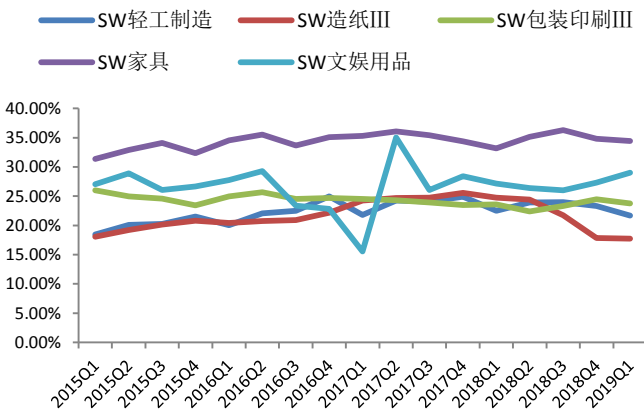
资料来源: Wind, 华金证券研究所

图 7: 分季度归母净利润同比增长



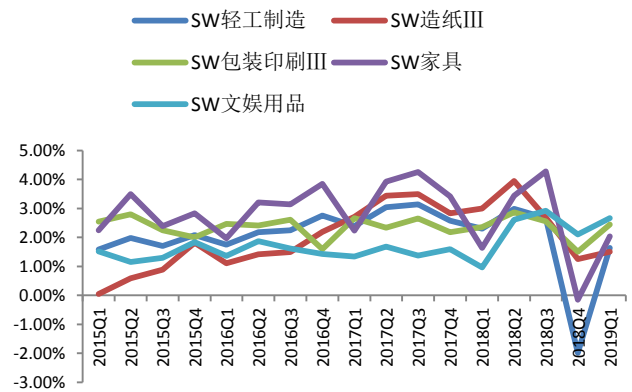
资料来源: Wind, 华金证券研究所 注: 右轴表示造纸归母净利润增速

图 8: 分季度毛利率



资料来源: Wind, 华金证券研究所

图 9: 分季度 ROE



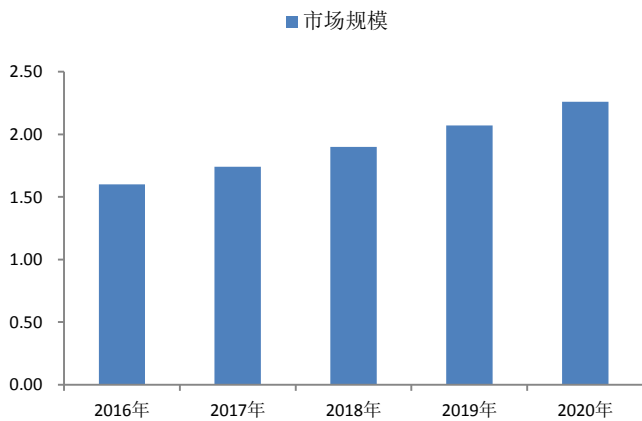
资料来源: Wind, 华金证券研究所

二、文具：受益于阳光采购政策，办公直销迎来快速发展

（一）受益于阳光采购政策驱动，办公直销迎来快速发展

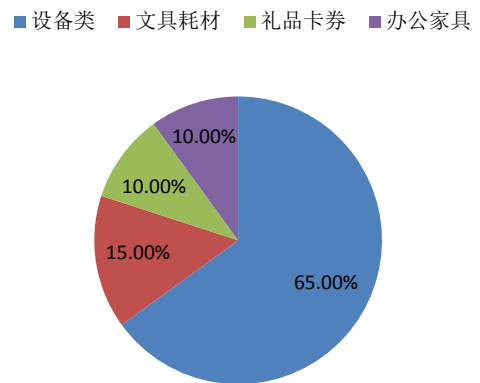
办公用品包括文件档案用品、桌面用品、办公设备、财务用品等一系列与工作相关的用品，据中国产业信息网，2016 年我国办公用品市场规模约 1.6 万亿，预计到 2020 年市场规模预计可达 2.26 万亿。从目前来看，办公用品市场中，设备类、文具耗材、礼品卡券、办公家具市场份额分别为 65%、15%、10%、10%。随着行业的发展，对员工福利、MRO 等高附加值产品等需求加大，国内办公用品或达 3 万亿市场规模，行业空间较为广阔。

图 10: 我国办公用品行业市场规模 (单位: 万亿元)



资料来源: 中国产业信息网, 华金证券研究所

图 11: 我国大办公行业各类产品市场规模占比



资料来源: 中国产业信息网, 华金证券研究所

我国办公用品行业主要通过直销和经销两大模式进行销售, 直销模式主要通过直营店、电商、定向营销等方式销售, 主要面向政府机构、央企等大 B 客户; 经销模式主要通过经销商销售至终端, 主要面向 C 端客户。其中, 过去企业办公用品采购采用零散采购, 采购过程中存在不透明、无序化等多种问题, 造成采购成本提升及办公用品浪费, 因此, 集中透明采购成为政府、大型企业的共同诉求。政府也出台相关政策, 明确要求实行统一的政府采购电子交易平台建设标准, 积极推动电子化政府采购活动。受益于阳光采购政策驱动, 集中采购逐渐被大中型企业采纳, 办公直销迎来快速发展。

表 3: 阳光采购政策

发布时间	政策名称	主要内容
2015/1/30	《中华人民共和国政府采购法实施条例》	实行统一的政府采购电子交易平台建设标准, 推动利用信息网络进行电子化政府采购活动。
2015/8/14	《国务院办公厅关于印发整合建立统一的公共资源交易平台工作方案的通知》	在全国范围内形成规则统一、公开透明、服务高效、监督规范的公共资源交易平台体系, 基本实现公共资源交易全过程电子化。
2016/12/21	《国务院办公厅关于印发中央预算单位 2017—2018 年政府集中采购目录及标准的通知》	列明必须按规定委托集中采购机构代理采购的项目。政府采购货物或服务项目, 单项采购金额达到 200 万元以上的, 必须采用公开招标方式。
2019/7/26	《关于促进政府采购公平竞争优化营商环境的通知》	严格执行公平竞争审查制度, 对妨碍统一市场和公平竞争的, 要及时修改完善或者予以废止。优化采购活动办事程序, 细化采购活动执行要求, 及时支付采购资金, 完善对供应商的利益损害赔偿和补偿机制。加快实施“互联网+政府采购”行动, 加强政府采购透明度建设。
2019/8/1	《关于加快实施“互联网+政府采购”进一步贯彻落实政府采购政策的通知》	加快实施“互联网+政府采购”, 进一步拓展电子卖场功能, 搭建制造(精品)馆、行业馆和农业(扶贫)馆, 提升项目采购电子交易系统功能, 实现法定采购方式全流程的电子化, 精准实施分类管理政府采购政策。

资料来源: 中国政府网, 浙江省财政厅, 华金证券研究所

我国办公用品直销市场客户主要由省及地市级市政府机构、央企、大型金融机构、军区及军工企业、区域内大企业以及中小微企业构成, 其中, 由于中小规模企业办公集采意识不强, 目前市场主要集中在政府机构、央企和金融企业等大客户, 头部近千家客户约占一半市场份额。

表 4: 办公用品直销市场主要客户

客户类型	客户数
省、地级市政府	250+
央企	97
大型银行、保险机构	30+
军区、军工企业	50+
区域大企业	10000+
中小微企业	2800 万+

资料来源: 公司公告, 华金证券研究所

(二) 市场集中度低, 龙头企业规模仍较小

办公直销市场目前主要参与者主要包括外资龙头、国内大型办公用品供应商、电商平台类公司以及办公用品经销商。外资龙头如史泰博、欧迪、Askul 等进入中国市场较早, 业务经营丰富, 但由于管理与机制等原因在国内市场难以盈利, 逐步退出中国市场, 史泰博(中国)、欧迪(中国)分别被得力、晨光收购。办公用品经销商数量众多, 以区域经销为主, 服务能力较为有限, 主要客户为中小企业。因此, 国内大 B 办公直销市场参与者主要有晨光科力普、齐心集团、得力文具等垂直类公司以及京东企业购、阿里企业采购、苏宁等平台类公司。相较于国外发达国家, 我国办公直销市场企业规模、专业化程度及市场集中度相对处于较低水平。

表 5: 国内办公用品直销市场主要参与者

企业类型	代表企业	备注
外资龙头	史泰博(中国)	2017 年被得力收购
	欧迪(中国)	2017 年被科力普零对价收购
国内大型办公用品供应商	得力	先发优势, 线上采购平台建设完备 发展迅速
	齐心	
	科力普	
电商平台类公司	京东	小 B 客户为主
	苏宁	小 B 客户为主
办公用品经销商		区域经销为主, 服务能力有限, 主要客户为中小企业

资料来源: 公司公告, 公司官网, 华金证券研究所

图 12: 晨光科力普销售收入(单位: 万元)

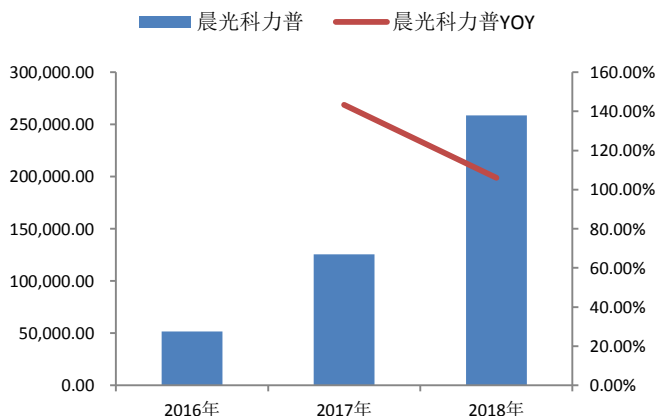
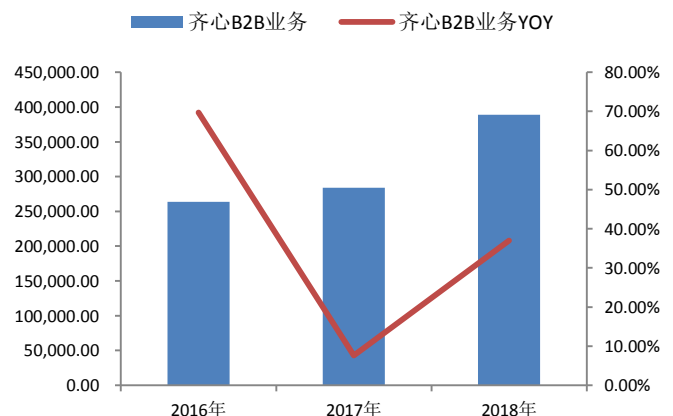


图 13: 齐心集团 B2B 业务销售收入(单位: 万元)



资料来源：公司公告，华金证券研究所

资料来源：公司公告，华金证券研究所

（三）龙头企业持续中标大客户，B2B 办公业务收入高增长

受益于阳光采购政策，龙头企业在产品品类、仓储物流以及客户服务方面具有较为明显优势，持续中标大客户，促进办公直销业务收入快速增长，2018 年晨光科力普、齐心 B2B 业务收入规模分别为 25.86、38.89 亿元，2016-2018 年三年复合增速分别为 124%、21%。但收入规模较办公直销行业空间来看，目前龙头企业收入规模仍处于较低水平。

表 6：中标客户

时间	客户类型	晨光科力普	齐心集团
2018 年	政府客户	中央政府、国税总局、深圳市政府等采购项目	中直机关、国家税务总局、北京市政府、上海市政府、湖北省政府、山东省政府、四川省政府、云南省政府、深圳市政府
	央企客户	南方电网、中国邮政储蓄四川分公司、江西分公司、上海分公司、河南分公司	国家电网、南方电网、中石化、中海油、中国联通、中国能建、中国电建
	金融客户	中国邮储银行、中国建设银行、中邮保险、广州农商银行	中国银联、中国银行、工商银行、建设银行、招商银行、中国邮政储蓄银行
2017 年	政府客户	上海市政府、天津市政府、成都市政府、深圳市政府、福建省政府	中直机关、广东省政府、福建省政府、河北省政府、山西省政府、江西省政府、上海市政府、深圳市政府、天津市政府
	央企客户	国家电网、中国石化、上航公司、南方电网、联通集团、中化股份、中国移动、	国家电网、南方电网、中石化
	金融客户	招商银行、中信银行	工商银行、招商银行、中信银行、中国邮政储蓄银行、广发银行
2016 年	其他客户	海南航空、耐克公司、金科地产、万科物业、特斯拉	航空工业（集团）、苏宁云商、英大商务
	政府客户	河南省政府、海南省政府、湖北省政府、浙江省政府、长沙市政府、武汉市政府	河南省政府、宁夏省政府、合肥省政府、长沙市政府
	央企客户	中国电子科技集团、国家电力投资集团	河南省政府、宁夏省政府、合肥省政府、长沙市政府
	金融客户	工商银行、国投瑞银、交银康联、渣打银行、中国人寿、中欧基金	工商银行
	其他客户	南方航空、强生（中国）、德尔福、新希望集团、天地华宇	西门子

资料来源：公司公告，华金证券研究所

龙头企业产品品类丰富，满足客户一站式采购和服务需求。科力普拥有 10 大核心品类、400 多个小类，20000 多种优质商品，产品覆盖办公用品、办公耗材、办公设备、IT 数码、办公家具、劳保用品、食品饮料等。齐心办公服务平台供应的商品类型涵盖办公文具、办公设备、办公家电、办公耗材等传统办公物资品类以及 MRO 工业品(非生产原料性质的工业用品，如电气设备、仪器仪表、照明设备、安防、消防工具等)、劳保用品、办公租赁、员工福利等高附加值商品，可为客户提供 19 大品类、50 万+商品。

图 14: 晨光科力普产品内容



资料来源: 公司官网, 华金证券研究所

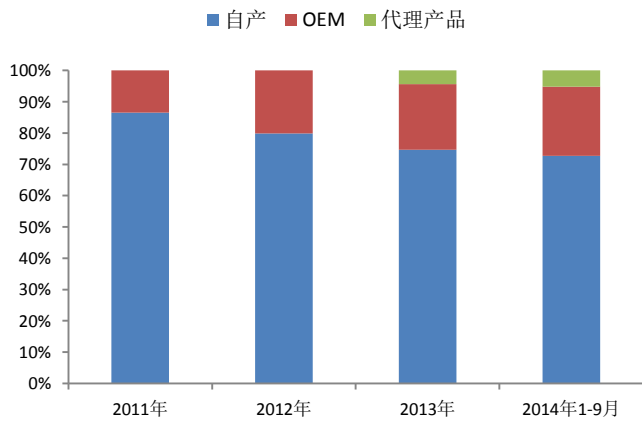
图 15: 齐心集团产品内容



资料来源: 公司公告, 华金证券研究所

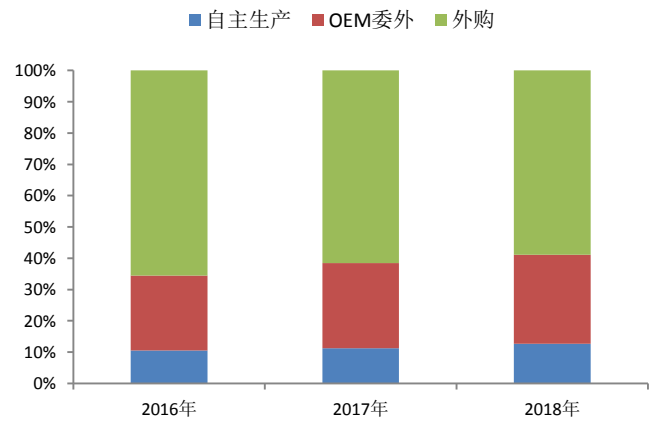
生产模式不同。晨光文具实行自主生产为主，OEM 委外生产为主的生产模式，自主生产产品销售收入占营业收入比重约为 73%。而齐心集团生产模式主要以外购及 OEM 委外生产为主，这两种生产模式产品销售收入占营业收入比重约为 87%。两者生产模式的不同，但由于办公直销业务规模仍处于较低的水平，从盈利水平来看，两者毛利率较为一致，2019H1 晨光文具办公直销业务、齐心集团 B2B 办公业务毛利率分别为 12.77%、12.53%。

图 16: 晨光文具以自主生产为主



资料来源: 公司公告, 华金证券研究所

图 17: 齐心集团以外购及 OEM 委外生产为主



资料来源: 公司公告, 华金证券研究所

图 18: 晨光文具办公直销业务毛利率

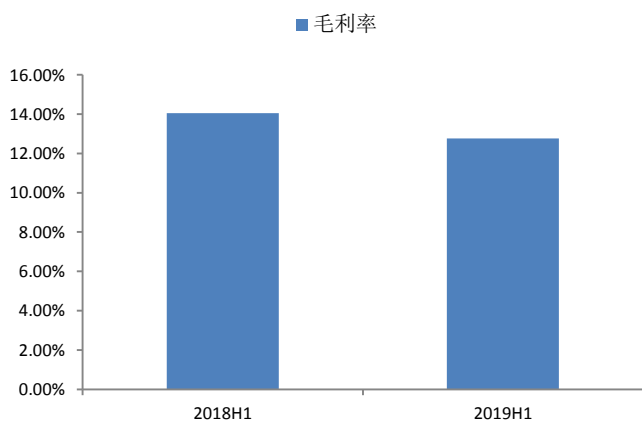
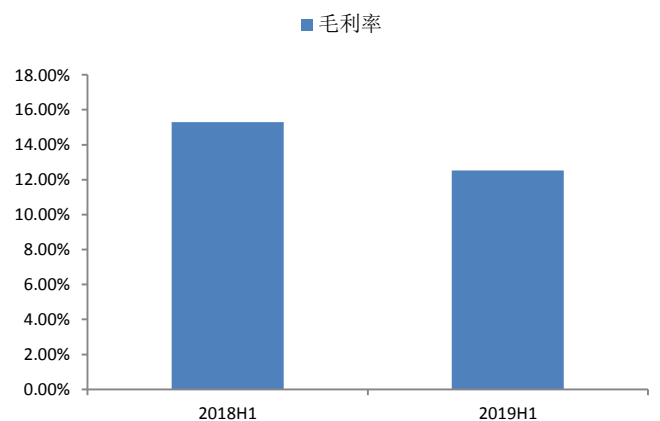


图 19: 齐心集团 B2B 办公业务毛利率



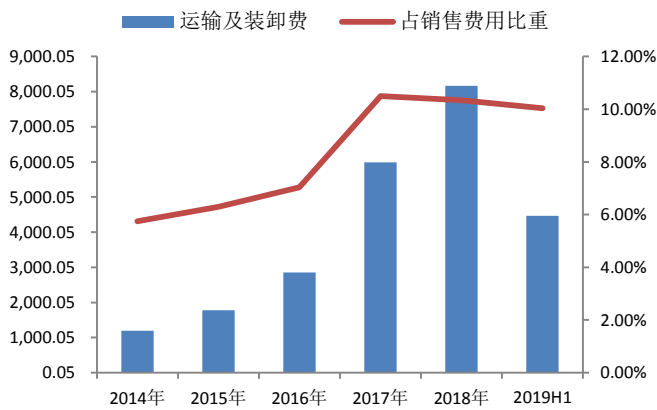
资料来源：公司公告，华金证券研究所

资料来源：公司公告，华金证券研究所

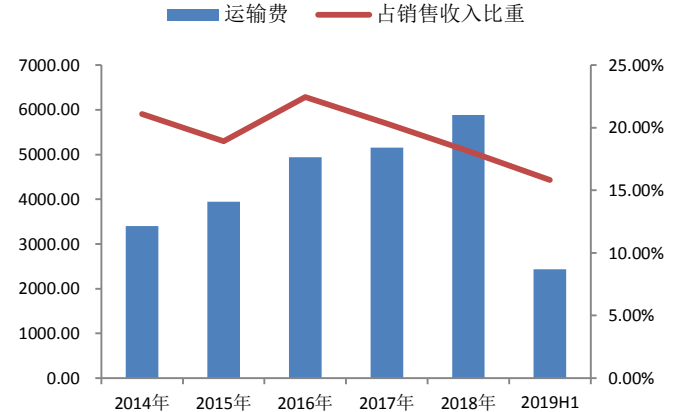
全国仓储布局，提高配送效率。由于 B 端客户分布全国，为提高配送效率，晨光、齐心仓储全国布局。晨光科力普全国已投入运营 5 个中心仓，覆盖华北、华南、华东、华西、华中五大区域，并且在上海、北京、广州、深圳、天津等九个城市自建配送队伍，提高了配送效率，提升了客户体验，从运输费用来看，随着晨光科力普业务规模的快速发展，晨光运输及装卸费逐渐增加，占销售费用比重也逐渐提升。齐心集团采用直营及第三方配送模式，在全国也拥有 30 个仓储物流，运输车辆也达到 100 多部，构建了从省级到县级市场的渗透和服务能力，公司运输费占销售费用比重维持在 15%-20% 区间。

图 20：晨光文具运输及装卸费（单位：万元）

图 21：齐心集团运输费（单位：万元）



资料来源：公司公告，华金证券研究所



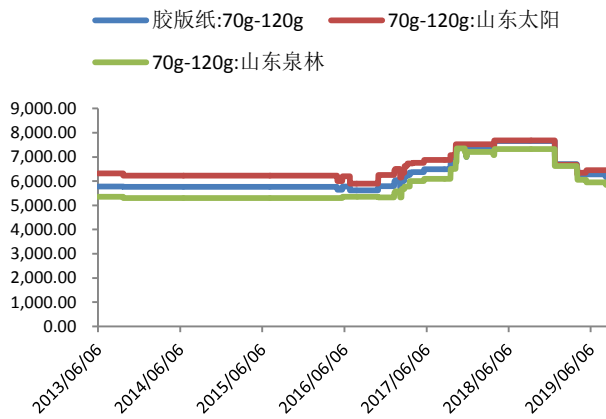
资料来源：公司公告，华金证券研究所

三、文化纸：行业供需平衡，龙头纸企成本优势领先

（一）文化纸价格企稳，库存合理

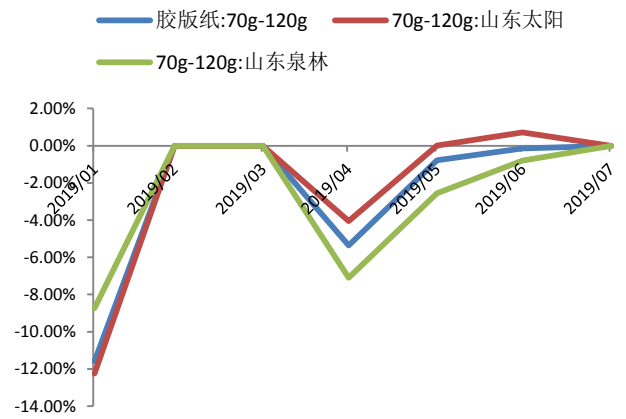
文化纸经过 2016 年至 2018 年高景气周期后，2019 年以来价格逐月回落，目前价格企稳，截至目前，双胶纸、铜版纸出厂价分别为 6233、5800 元/吨，较年初分别下降 5.50%、6.97%。分月度来看，2019 年春节前后文化纸市场交投相对清淡，文化纸出厂价以整理为主。3 月份业者陆续回归，加上出版社秋季教材招标旺季来临，文化纸下行幅度缩窄。5 月至 7 月份淡季价格维稳，表现出“淡季不淡”行情。

图 22: 双胶纸出厂价走势 (单位: 元/吨)



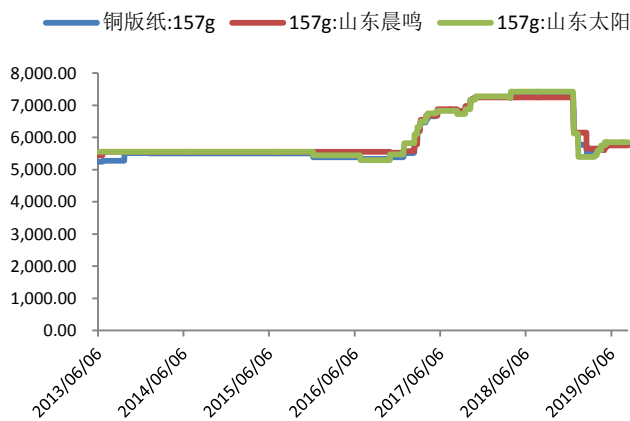
资料来源: 同花顺, 华金证券研究所

图 23: 双胶纸出厂价月度环比涨跌幅



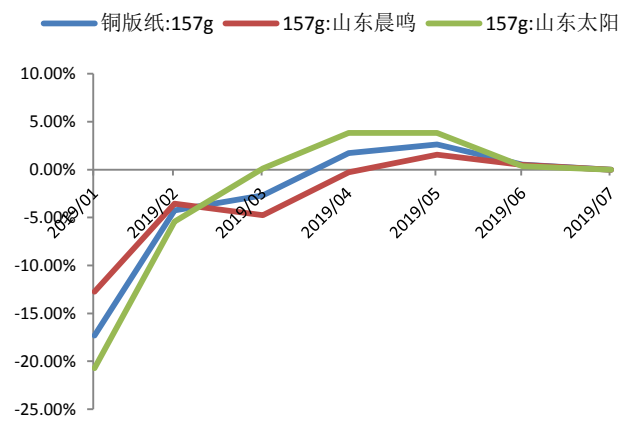
资料来源: 同花顺, 华金证券研究所

图 24: 铜版纸出厂价走势 (单位: 元/吨)



资料来源: 同花顺, 华金证券研究所

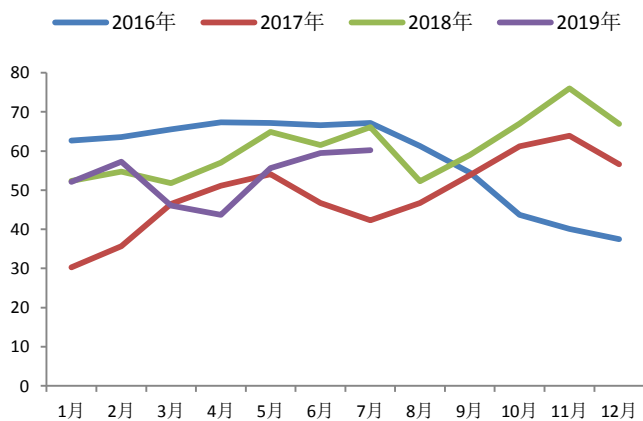
图 25: 铜版纸出厂价月度环比涨跌幅



资料来源: 同花顺, 华金证券研究所

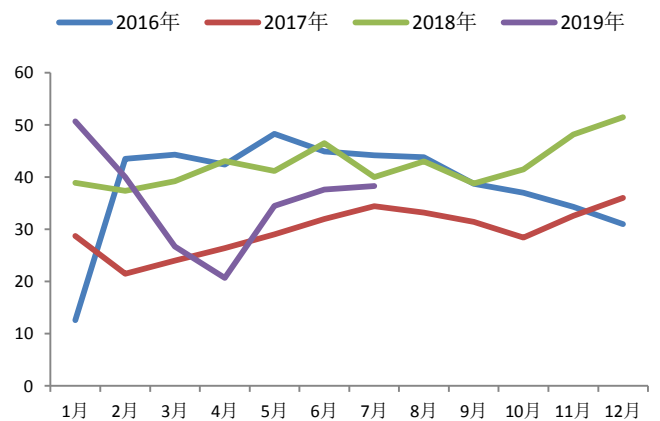
文化纸纸厂库存压力不大, 库存处于合理水平。2019 年 1 月至 4 月, 文化纸企业库存持续降低, 5 月以来随着价格逐渐企稳, 文化纸企业库存有所上升, 但从目前来看, 文化纸企业库存处于合理水平, 截至 2019 年 7 月底, 双胶纸、铜版纸企业库存分别达 60.18、38.30 万吨。

图 26: 双胶纸企业库存 (单位: 万吨)



资料来源: 卓创资讯, 华金证券研究所

图 27: 铜版纸企业库存 (单位: 万吨)



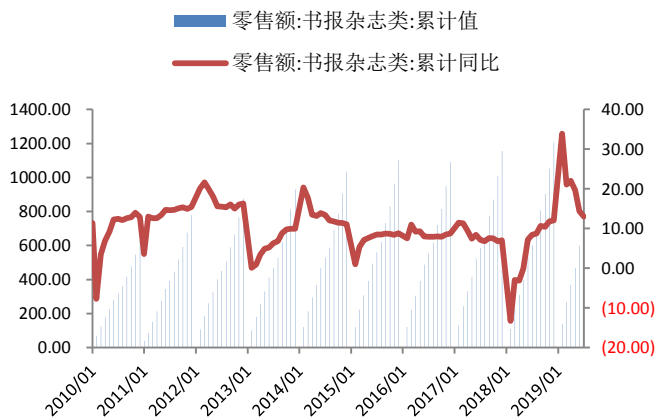
资料来源: 卓创资讯, 华金证券研究所

（二）供需平衡，行业集中度高

从下游需求来看，文化纸主要下游消费市场主要为教辅教材、党政期刊、儿童图书、商品说明书以及办公复印纸等，需求刚性较强，对外部经济环境变化敏感度较低。2010-2014年书报杂志类零售额累计同比基本维持在10%以上的增长，由于电子媒体的冲击，2015-2017年增速下降至个位数增长。随着文化纸用途逐渐从传统的教辅教材印刷拓展至工业用途、宣传单页等，2018年文化纸市场需求超预期，增速提升至10%以上的增速。从双胶纸、铜版纸表观消费量来看，2018年表观消费量分别为850、500万吨水平，同比分别保持2.6%、1.2%的增长，增长平稳。

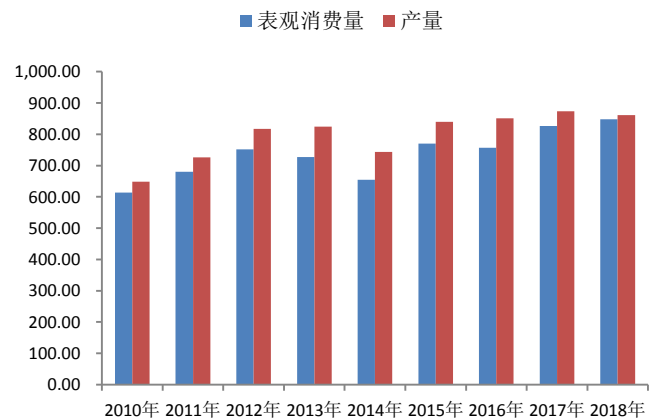
供给端，由于双胶纸经过2016年的收缩产能降至1000万吨以下，2017年、2018年新增产能相对较低，截至2018年底，双胶纸产能达1031万吨；铜版纸产能从2012年开始便持续下降，截至2018年底，铜版纸产能为660万吨。根据文化纸龙头公司公告，2019年晨鸣纸业本部新闻纸改文化纸项目转固投产，2020年目前尚无新增产能投产，未来两年文化纸新增产能有限。下游需求稳定，产能新增较少，行业开工率保持在相对高位，2018年双胶纸、铜版纸开工率分别为83.50%、87.00%，为2010年以来的中上水平，文化纸基本保持供需平衡状态。

图 28：书报杂志类零售额（单位：亿元）



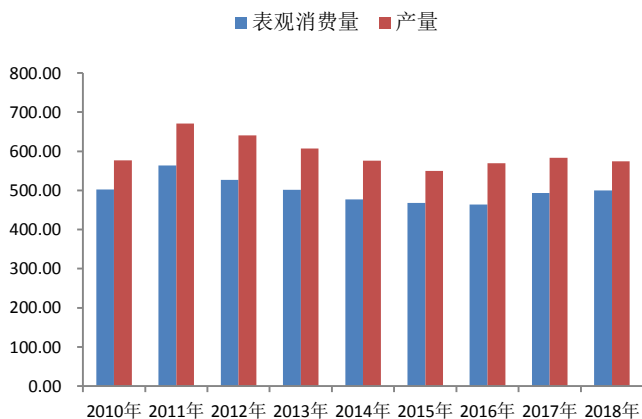
资料来源：Wind，华金证券研究所

图 29：双胶纸产量及表观消费量（单位：万吨）



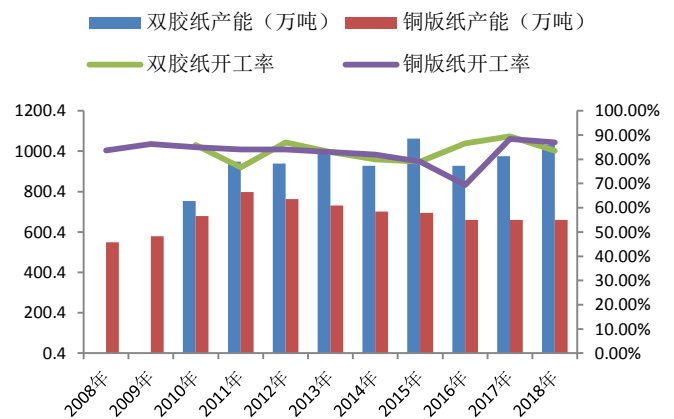
资料来源：卓创资讯，华金证券研究所

图 30：铜版纸产量及表观消费量（单位：万吨）



资料来源：卓创资讯，华金证券研究所

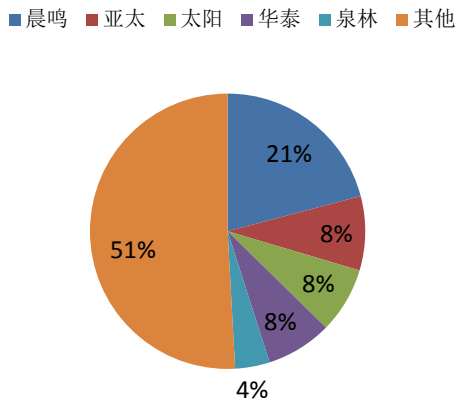
图 31：双胶纸、铜版纸产能及开工率



资料来源：卓创资讯，华金证券研究所

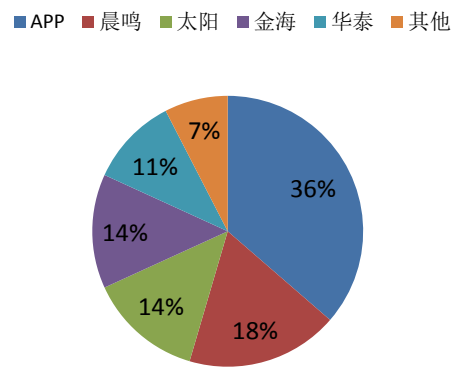
文化纸行业集中度高，龙头纸企市占率高，对文化纸具有一定的定价权。2018 年双胶纸行业总产能为 1031 万吨，其中晨鸣、亚太、太阳、华泰、泉林产能分别为 216、90、80、80、42 万吨，合计占总产能的比重达 49%；铜版纸行业总产能为 660 万吨，其中 APP、晨鸣、太阳、金海、华泰产能分别为 240、120、90、90、70 万吨，合计占总产能的比重达 92%。行业集中度高，龙头纸企价格协同性相对较高，价格向下游传导也更为顺利。8 月份春节教材招标印刷工作陆续开始，9 月进入文化纸传统旺季，印厂方面在出版社订单加持下，增加文化纸采购量，或对文化纸市场形成利好，文化纸纸厂或存在有抬高纸价的可能。

图 32: 双胶纸行业竞争格局



资料来源: 卓创资讯, 华金证券研究所

图 33: 铜版纸行业竞争格局

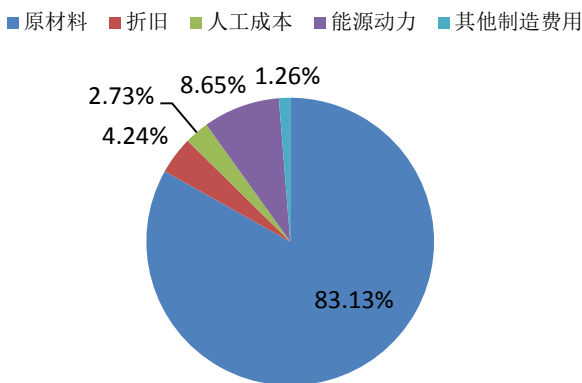


资料来源: 卓创资讯, 华金证券研究所

(三) 短期阔叶浆价格走低，长期木浆价格或维持高位

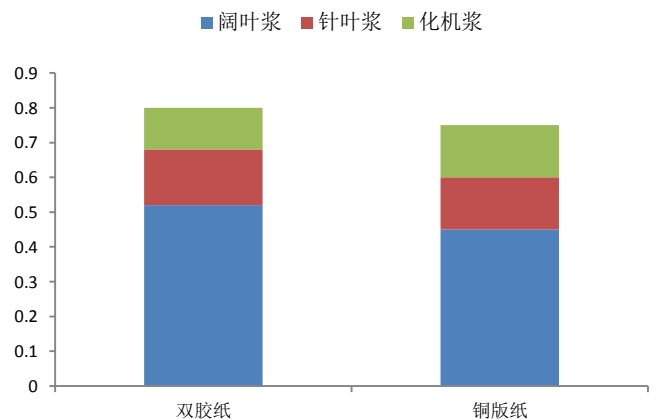
双胶纸、铜版纸成本主要为原材料、人工、折旧及能源动力，其中，原材料占比文化纸成本比例约 8 成。原材料主要为阔叶浆、针叶浆以及化机浆，据卓创资讯，在湿法涂布法下，1 吨双胶纸、铜版纸需要 0.75-0.80 吨木浆原料，因此，原材料价格变动对文化纸行业的成品纸价格及毛利率具有较大影响。

图 34: 太阳纸业 2018 年浆及纸制品成本结构



资料来源: 公司公告, 华金证券研究所

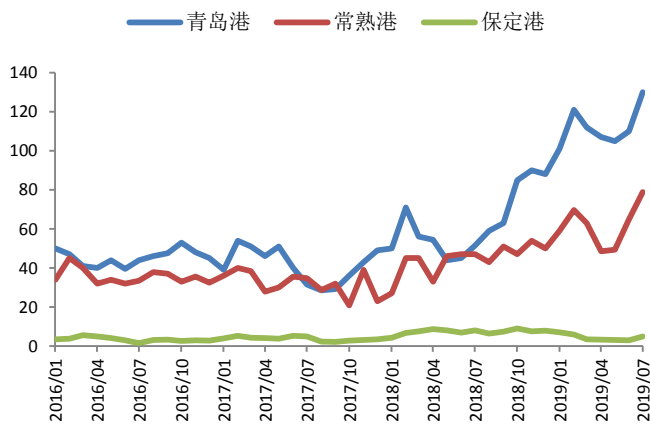
图 35: 双胶纸、铜版纸吨纸所需木浆原料（湿法涂布法）



资料来源: 卓创资讯, 华金证券研究所

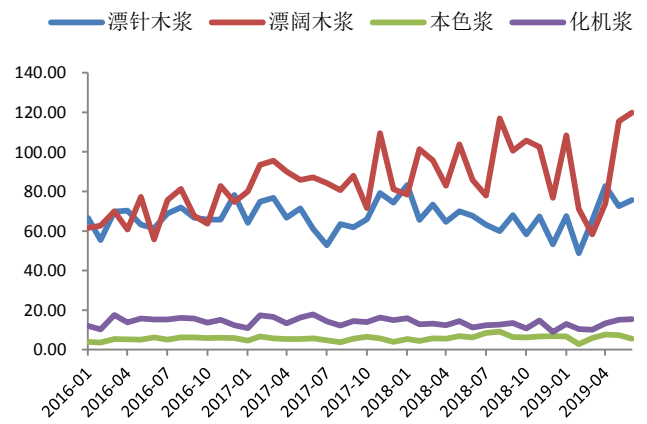
短期阔叶浆库存高企，价格或维持低位。我国木浆资源对外依赖度高，溢价能力相对较弱，成本受制于外盘木浆价格变化。短期来看，2018年底巴西鸚鵡和金鱼合并，合并后漂阔浆产能总计达1100万吨，占全球商品浆超过14%的份额，占全球漂阔浆近30%的份额，合并后曾宣布限产以降低木浆库存，但后期并未停产，导致2019年以来木浆库存处在高位。2019年3月外盘浆价开始松动，俄罗斯、加拿大、印尼、智利等部分小厂开始降价，目前降至470-530美元/吨，但鸚鵡金鱼外盘报价长期维持720美元/吨，8月中旬鸚鵡金鱼阔叶浆报价开始下调至500美元/吨，去库存压力较大。并且从港口木浆库存来看，截至2019年7月青岛港、保定港、常熟港等国内三大港口木浆库存达210多万吨，同比、环比大幅增加，且港口主要为阔叶浆库存。短期阔叶浆价格或持续走低，成本端压力下降。随着木浆价格持续下行，高成本地区浆厂或增加停机检修，减少木浆供应量，此外，三季度进入传统旺季，木浆需求增加，木浆去库存有望加速。

图 36: 国内三大港口木浆库存 (单位: 万吨)



资料来源: 卓创资讯, 华金证券研究所

图 37: 我国木浆进口量 (单位: 万吨)

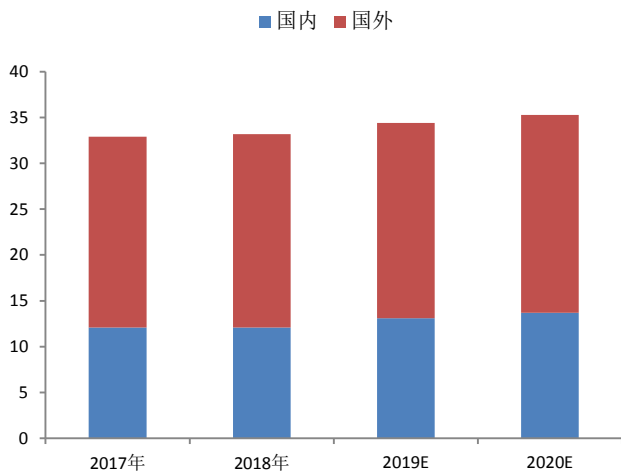


资料来源: Wind, 华金证券研究所

长期木浆价格或仍将维持高位。从需求端来看，下游造纸行业的持续发展，全球禁塑风潮以及我国进口废纸量收缩，以及纸包装逐渐向三成板转移等因素的影响下，全球市场对纸浆需求持续上升，其中我国需求占据大部分，据 PPPC，2018 年全球阔叶浆、针叶浆全球需求分别约为 33、25 百万吨水平，预计到 2020 年全球阔叶浆、针叶浆的需求约达到 35、26 百万吨的水平，其中未来主要市场增量在于国内市场。

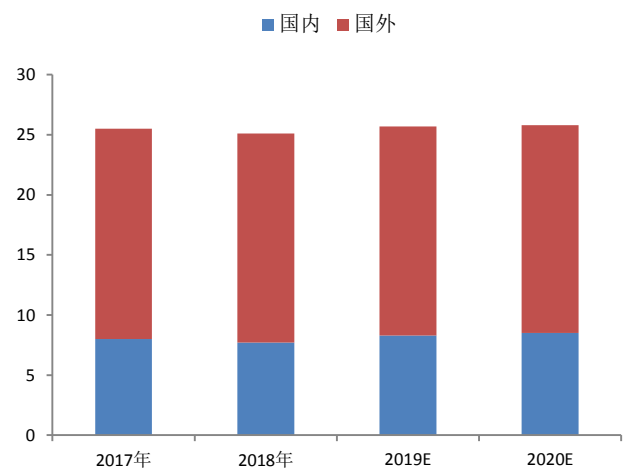
而从供给端来看，森林面积或持续降低，木片资源逐渐匮乏。据联合国粮食和农业组织(FAO)，1990 年全世界共有 41.28 亿公顷的森林，到 2015 年面积已减少到 39.99 亿公顷，森林面积主要减少国家分别为巴西、印度尼西亚、刚果等主要商品木浆产能所在地。未来随着全球人口不断增加，可能会有更多的林地转化为农业用地，尤其是在热带地区，森林面积或持续降低，木片资源逐渐匮乏，据 RISI 统计，2017 年全球木片供应量达 2381.4 万绝干吨，其中越南、澳洲供应量分别为 724、698 万绝干吨，占全球比重分别达 30%、29%，预计到 2021 年随着越南、澳洲供应量减少至 600、620 万绝干吨，全球木片供应量也逐渐降低至 2229.5 万绝干吨。

图 38: 全球阔叶浆消费量及市场需求预计 (单位: 百万吨)



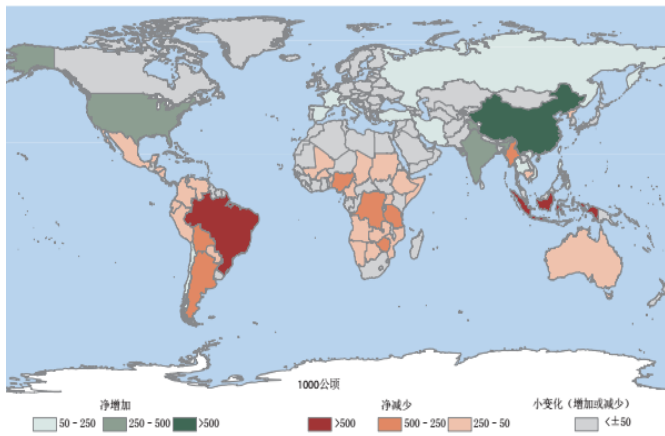
资料来源: PPC, 华金证券研究所

图 39: 全球针叶浆消费量及市场需求预计 (单位: 百万吨)



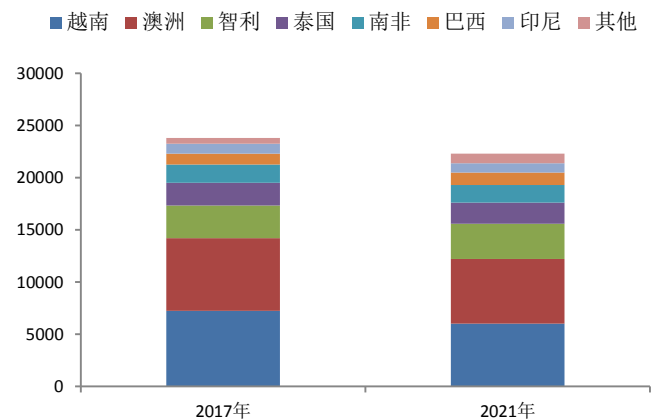
资料来源: PPC, 华金证券研究所

图 40: 1990-2015 年按国家划分的森林净增加/减少量



资料来源: FAO, 华金证券研究所

图 41: 全球木片供应量及预计 (单位: 千绝干吨)

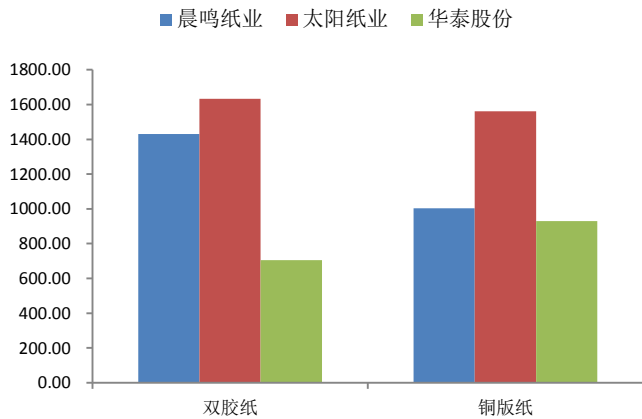


资料来源: RISI, 华金证券研究所

(四) 龙头纸企木浆自给能力领先, 成本优势显著

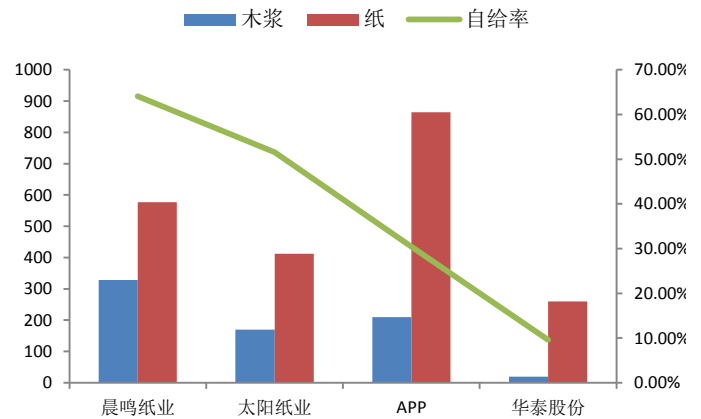
龙头纸企木浆自给率高, 自制木浆成本优势显著。龙头企业较早便开始启动实施林浆纸一体化战略布局, 晨鸣纸业、太阳纸业木浆自给率较高。自制浆同外购木浆相比, 成本优势显著, 因此较高的木浆自给率有助于提升公司成本控制能力, 稳定上游资源的供给, 纸制品毛利率水平也领先于同行, 成本优势明显, 从吨毛利来看, 木浆自给率较高的晨鸣纸业、太阳纸业吨毛利相应的会更高。长期来看, 在森林面积或持续降低, 木片资源逐渐匮乏, 木浆价格长期或维持高位的背景下, 拥有自制浆对造纸企业来说具有重大的战略意义。

图 42: 各公司双胶纸、铜版纸吨毛利 (单位: 元/吨)



资料来源: 华金证券研究所

图 43: 公司木浆、纸产能 (单位: 万吨)



资料来源: 公司公告, 公司官网, 卓创资讯, 华金证券研究所

从木浆自给率来看, 太阳纸业木浆自给率具有较大的提升空间。截至 2018 年底, 公司制浆产能合计约 170 万吨/年, 其中化机浆 80 万吨/年、化学浆 10 万吨/年及溶解浆 80 万吨/年; 造纸产能为 412 万吨, 其中双胶纸、铜版纸、生活用纸、淋膜原纸、牛皮箱板纸产能分别为 120、100、12、20、160 万吨。从公司目前的木浆自给率来看, 由于公司所产溶解浆全部对外销售, 化机浆约 50%自用, 化学浆基本自用。

表 7: 太阳纸业浆纸产能 (单位: 万吨)

	2013 年	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年	2019Q1
双胶纸	95	90	90	120	120	120	30
铜版纸	80	80	80	80	80	100	25
生活用纸		6	12	12	12	12	3
淋膜原纸		20	20	20	20	20	5
牛皮箱板纸				80	80	160	40
纸产能	175	196	202	312	312	412	103
化机浆	60	60	70	70	70	80	20
化学浆					10	10	2.5
溶解浆	30	30	30	50	50	80	20
浆产能	90	90	100	120	130	170	42.5
合计产能	265	286	302	432	442	582	145.5

资料来源: 公司公告, 华金证券研究所

从在建项目及待建项目来看, 公司老挝 120 万吨造纸项目、北海制浆造纸项目、本部 45 万吨特色文化用纸项目三大项目将让太阳纸业的生产基地实现“一带一路”经济带、祖国沿海和内陆地区的全覆盖, 补齐了工厂布局战略位置上的短板。

老挝 40 万吨再生纤维浆板生产线已于 2019 年 5 月下旬进入试生产阶段, 6 月下旬将陆续有产品供应公司国内箱板纸生产线, 预计在 7 月份开始批量供应公司国内相关纸机的生产; 公司年产 20 万吨本色高得率生物质纤维项目预计 2019Q4 投产, 解决牛皮箱板纸原材料短缺问题。新型纤维原料各项目的顺利陆续达产、投产将有效保障公司国内四条包装纸机的稳定运行, 大幅度降低废纸的采购量, 并对丰富公司包装纸产品系列、提升产品品质有很大的促进作用。

其次，公司 2019 年 6 月设立全资子公司广西太阳纸业，利用广西丰富的木材资源建设北海纸浆造纸项目；2019 年 7 月拟在公司本部实施年产 45 万吨特色文化用纸项目，总投资 20.16 亿元，投产后将丰富和优化公司产品结构，提升公司在文化纸领域竞争力。

表 8：太阳纸业在建及待建项目及进展

	主要项目	产能(万吨/年)	进展	备注
在 建	高得率本色纤维项目	20	预计 2019Q4 投产	牛皮箱板纸原材料
	老挝 40 万吨再生纤维浆板生产线	40	2019 年 6 月试产	箱板纸原材料
	年产 80 万吨高档包装纸生产线	80	预计 2021 上半年 试产	包装纸
待 建	北海纸浆造纸项目			设立全资子公司广西太 阳，注册资本 5 亿元
	本部 45 万吨特色文化用纸项目	45		文化纸

资料来源：公司公告，华金证券研究所

四、投资建议

2019 年上半年轻工制造面临的外部不确定性较大，业绩增速放缓，估值也随之下移，下半年轻工行业在地产调控、宏观经济下行的情况下，外部环境或仍面临较大压力，建议关注确定性相对较强的文具以及文化纸细分行业。

（1）文具行业：

据中国产业信息网，2016 年我国办公用品市场规模约 1.6 万亿，预计到 2020 年市场规模预计可达 2.26 万亿。近几年来受益于阳光采购政策驱动，集中采购逐渐被大中型企业采纳，办公直销迎来快速发展。我国办公用品直销市场客户主要由省及地市级市政府机构、央企、大型金融机构、军区及军工企业、区域内大企业以及中小微企业构成，其中，政府机构、央企和金融企业等头部近千家客户约占一半市场份额。

从市场参与者来看，随着外资龙头如史泰博、欧迪、Askul 等逐步退出中国市场，国内大 B 办公直销市场参与者主要有晨光科力普、齐心集团、得力文具等垂直类公司以及京东企业购、阿里企业采购、苏宁等平台类公司，垂直类公司主要客户为大 B 客户，通过多年的办公直销业务运营，商品品类、客户资源、物流仓储等方面较小企业及平台类公司在中标及服务大客户方面具有明显优势。目前龙头企业办公直销业务快速发展，晨光科力普、齐心 B2B 业务收入 2016-2018 年三年复合增速分别为 124%、21%，但是从规模来看，仍处于较低水平，2018 年晨光科力普、齐心 B2B 业务收入规模分别为 25.86、38.89 亿元，对应行业规模，发展空间巨大，未来增长可期。建议关注晨光文具、齐心集团。

（2）文化纸行业：

短期：库存处于合理水平，下游进入传统旺季，文化纸龙头提价函逐渐落地。截至 2019 年 7 月底，双胶纸、铜版纸企业库存分别达 60.18、38.30 万吨，企业库存处于合理水平。9 月进入文化纸传统旺季，印厂方面在出版社订单加持下，增加文化纸采购量，或对文化纸市场形成利好，文化纸纸厂或存在有抬高纸价的可能。近期龙头纸企也多次发涨价函，在行业集中度高的背景下，价格向下游传导也更为顺畅，后续涨价函预计落地情况较好。

长期：文化纸需求刚性较强，近两年新增产能有限，行业供需平衡。文化纸主要下游消费市场主要为教辅教材、党政期刊、儿童图书、商品说明书以及办公复印纸等，需求刚性较强，对外部经济环境变化敏感度较低。从供给端来看，根据文化纸龙头公司公告，2019年晨鸣纸业本部新闻纸改文化纸项目转固投产，2020年目前尚无新增产能投产，未来两年文化纸新增产能有限，文化纸基本保持供需平衡状态。

原材料：短期阔叶浆价格走低，长期木浆价格或维持高位。截至2019年7月青岛港、保定港、常熟港等国内三大港口木浆库存达210多万吨，同比、环比大幅增加，短期阔叶浆价格或保持低位。长期在下游造纸行业的持续发展，全球禁塑风潮以及我国进口废纸量收缩，以及纸包装逐渐向三成板转移等影响下，全球市场对纸浆需求持续上升，但由于森林面积或持续降低，木片资源逐渐匮乏，长期木浆价格或维持高位。

龙头纸企木浆自给能力领先，成本优势显著。我国木浆资源对外依赖度较高，在木片资源逐渐匮乏情况下，拥有自制浆对造纸企业来说具有重大的战略意义。并且由于自制浆同外购木浆相比，成本优势显著，木浆自给率较高的晨鸣纸业、太阳纸业吨毛利相应的更高，根据在建项目及盈利能力来看，我们认为随着新型纤维原料各项目的顺利陆续达产、投产，太阳纸业木浆自给率有较大的提升空间，成本优势逐渐凸显，建议关注**太阳纸业**。

表 9：轻工制造关注公司股价与估值

证券代码	证券简称	PE			EPS			投资评级
		18A	19E	20E	18A	19E	20E	
603899.SH	晨光文具	48.14	37.82	30.92	0.88	1.12	1.37	增持-A
002301.SZ	齐心集团	37.67	28.25	20.93	0.30	0.40	0.54	增持-A
002078.SZ	太阳纸业	9.02	11.25	8.72	0.86	0.69	0.89	增持-A

资料来源：Wind，华金证券研究所 注：数据更新日期为2019年9月2日

五、风险提示

(1) 宏观经济增长不及预期风险。文具及文化纸行业刚需较强，受宏观经济的影响相对较小，若宏观经济出现较大波动，或对下游产生较大影响，从而对文具及文化纸行业带来影响。

(2) 原纸价格下降风险。11-12月份出版社需求转淡，在下游需求较弱的情况下，文化纸价格或存在下行风险。

(4) 办公直销市场推广不及预期风险。目前国内办公直销市场处于拓展期，行业预计仍将保持快速的增长，龙头办公直销业务收入预计持续高增长，但若办公直销市场推广不及预期或其他因素影响，可能会造成办公直销业绩不及预期。

(5) 原材料价格波动较大风险。文化纸上游主要为木浆资源，由于我国造纸行业主要向国外采购木浆资源，对外依赖度较大，未来若国外木浆生产国对森林资源开采政策发生改变或其他影响，可能会造成木浆价格的较大波动，从而文化纸价格及企业盈利带来影响。

行业评级体系

收益评级：

领先大市—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 10%以上；

同步大市—未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-10%至 10%；

落后大市—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 10%以上；

风险评级：

A —正常风险，未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；

B —较高风险，未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

分析师声明

叶中正、杨维维声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

免责声明：

本报告仅供华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发、篡改或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华金证券股份有限公司研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华金证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

风险提示：

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。投资者对其投资行为负完全责任，我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

华金证券股份有限公司

地址：上海市浦东新区锦康路 258 号（陆家嘴世纪金融广场）13 层

电话：021-20655588

网址：www.huajinsec.com