

轻工板块中报总结

家具初露曙光，文娱韧性依旧，造纸景气修复，包装回落明显

● 各板块增速回落，减税+竣工+提价支撑后续基本面反转

2019年中报披露完毕，家具行业单 Q2 收入增速虽延续 Q1 弱势，但变革趋势下的新渠道初露曙光打开长期成长空间；必选消费品（生活用纸，文具用品）业绩依旧维持韧性，结构性升级趋势日益明显；造纸受益于纸价底部翻转景气度触底回升；纸包装板块受贸易摩擦影响销量，受上游降价影响终端价格，回落明显。Q3 建议重点关注家具行业：去年同期 3 个季度低基数，竣工触底向上以及龙头新渠道布局放量，并持续关注受益于纸浆价格回升的文化纸龙头太阳纸业。

● 家具：细分行业出现分化，环比向好趋势显现

家具板块上半年营收增速持续回落，2019 年单二季度收入增速为 13.2%，同比回落 1.5 个百分点，成品家具盈利水平回升明显，2019 年二季度成品家具毛利率为 37.6%，同比提升 4.2 个百分点，定制企业方面，依托大宗业务的木门、橱柜企业收入增速优于衣柜企业，收入增速获得较大支撑。虽行业整体压力仍在，但环比向好趋势已现端倪，Q3 可期，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。

● 文娱及其他：文具龙头优势凸显，新兴烟草持续火热

1) 传统文具品牌化、高端化助力打开业绩增长空间。办公集采市场增长空间大，马太效应推动头部企业市占率提升。2) 电子烟行业热度持续高涨，政策落地规范发展。3) 浆价回落业绩超预期，生活用纸拓品类展增长。

● 造纸：文化纸盈利季度环比改善，包装纸依然承压

造纸板块上半年收入增速有所放缓，文化纸企业二季度盈利改善明显。19H1 板块等权重主营业务收入同比增速为-3.05%，同比回落 23.13pct，主要纸种价格均有所下滑，受基数较高及上半年行业去库等因素影响，板块整体主营业务收入增速探底。板块盈利能力改善，毛利率及净利率均企稳回升，19H1 板块内公司净利润率 4.82%。文化纸、白卡纸等木浆系纸种相继发布涨价函，下半年 9-11 月为下游需求旺季有望带动纸价进一步回升，重点关注上市纸企提价函落地、吨纸盈利变化情况以及行业内潜在产能投产情况，核心推荐标的太阳纸业估值处于底部区间，文化纸盈利改善，PB 逻辑看公司估值中枢回归。

● **包装印刷：Q2 需求承压增速收缓，全年期待新领域/新经济贡献增长**
受贸易摩擦等因素影响，包装下游需求景气度较弱，Q2 行业收入增速略有下滑（板块 Q2 增速-1.77%，但龙头公司增长较稳健）。受益于原材料价格同比下滑，包装企业盈利能力有所回升。面对下游需求景气度低的局面，各包装公司纷纷通过扩展新领域（环保包装等）、新经济（云印刷/电子烟等）等方式应对，期待下半年成效显现。

● 风险提示

房地产政策超预期紧缩导致家具行业增速不达预期；经济环境影响家具消费需求；纸品价格下跌、纸浆价格上涨超预期；原材料价格波动、下游客户需求变化。

行业评级

买入

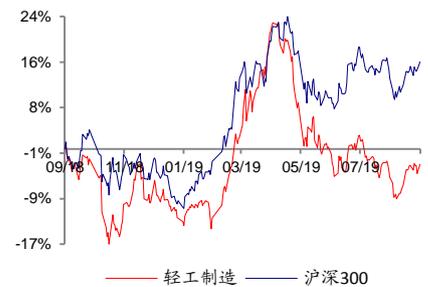
前次评级

买入

报告日期

2019-09-03

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：

轻工制造月观点：三重逻辑超 2019-09-02

配家具，造纸有望超预期

“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 2019-08-20

链拆分，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	119.41	2019/8/29	买入	121	4.50	5.42	26.5	22.0	20.6	16.7	20.0	19.4
002078.SZ	太阳纸业	RMB	7.67	2019/8/28	买入	10.01	0.75	0.88	10.2	8.7	6.7	6.0	13.5	13.6
300616.SZ	尚品宅配	RMB	85.55	2019/8/25	买入	109.5	3.00	3.65	28.5	23.4	26.3	22.3	16.8	17.4
002572.SZ	索菲亚	RMB	19.10	2019/9/1	买入	23.24	1.16	1.32	16.5	14.5	13.9	12.0	18.6	17.8
603801.SH	志邦家居	RMB	20.04	2019/8/28	买入	24.65	1.45	1.70	13.8	11.8	10.4	8.7	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、家具：细分行业出现分化，环比向好趋势显现.....	6
（一）二季度营收增速持续回落，盈利水平回升.....	6
（二）细分品类横向对比，成品家具行业盈利水平回升明显.....	7
（三）行业竞争加剧导致费用率攀升，定制家具周转效率更优.....	9
（四）定制行业经营数据深度解析.....	11
（五）家具企业分化持续，行业初露曙光.....	13
二、文娱及其他：文具龙头优势凸显，新兴烟草持续火热.....	15
（一）晨光文具：传统业务优势明显，办公集采享行业红利.....	15
（二）新型烟草：行业热度持续高涨，政策落地规范发展.....	16
（三）生活用纸：浆价回落业绩超预期，拓品类展增长空间.....	17
三、造纸：文化纸盈利季度环比改善，包装纸依然承压.....	18
（一）下游需求不及预期，上市纸企收入增速回落.....	18
（二）主要纸种产品价格同比回落，板块整体盈利能力下滑.....	20
（三）行业去库接近尾声，渠道补库有望支撑纸价回升.....	23
四、包装印刷：Q2 需求承压增速收缓，全年期待新领域、新经济贡献增长.....	26
（一）2019Q2 的核心关注是盈利能力改善.....	26
（二）原材料价格回落影响包装定价（价），贸易摩擦冲击影响订单需求（量）.....	28
（三）新领域、新经济是包装企业突围不景气的重要手段.....	29
风险提示.....	31

图表索引

图 1: 家具行业上市公司平均收入同比增速	6
图 2: 家具行业上市公司平均收入季度同比增速	6
图 3: 家具公司平均毛利率 (年度)	6
图 4: 家具公司平均毛利率 (季度)	6
图 5: 2019 年上半年定制家具收入增速快于成品家具	7
图 6: 2019 年上半年定制家具毛利率稳定	8
图 7: 2019 年二季度定制家具毛利率同比提升明显	8
图 8: 2019 年上半年成品家具净利润率回升趋势明显	8
图 9: 2019 年 Q2 定制家具净利润率低于去年同期	8
图 10: 2019 年第二季度定制家具公司及成品家具公司应收账款周转天数	9
图 11: 家具公司平均三项费用率 (年度)	9
图 12: 家具公司平均三项费用率 (季度)	9
图 13: 家具公司平均净利润率 (年度)	10
图 14: 家具公司平均净利润率 (季度)	10
图 15: 家具公司平均加权 ROE	10
图 16: 家具公司平均 ROIC	10
图 17: 家具板块存货周转天数	11
图 18: 家具公司平均应付&应收账款周转天数 (半年度)	11
图 19: 定制家具企业 2018 年新增门店数量较 2017 年略有下滑 (家)	11
图 20: 定制样本企业单店整体提货额趋势向下 (单位: 万元)	12
图 21: 2018 年各公司分品类业务占比	12
图 22: 2019 年上半年各公司分品类业务占比	12
图 23: 定制家具龙头公司橱柜业务收入增速对比	13
图 24: 定制家具公司衣柜业务收入增速对比	13
图 25: 2019H1 定制家具龙头公司整装与精装同比增速	13
图 26: 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	14
图 27: 软体原材料 TDI, MDI 的价格走势图	14
图 28: 中国办公物资市场规模 (万亿元)	15
图 29: 企业电商化采购交易规模快速增长 (亿元)	15
图 30: 生活用纸公司 2019H1 营收同比增长 12.86%	17
图 31: 生活用纸公司 2019H1 毛利率及净利率走势	17
图 32: 造纸公司 2019H1 平均收入同比下降 3.05%	18
图 33: 造纸公司平均收入季度同比增速持续下行	18
图 34: 19H1 箱板、瓦楞纸企库存持续上行	19
图 35: 木浆港口库存创历史新高	19
图 36: 瓦楞纸社会库存量持续上升	19
图 37: 白板纸社会库存量	19
图 38: 原材料废纸进口数量大幅下降	20

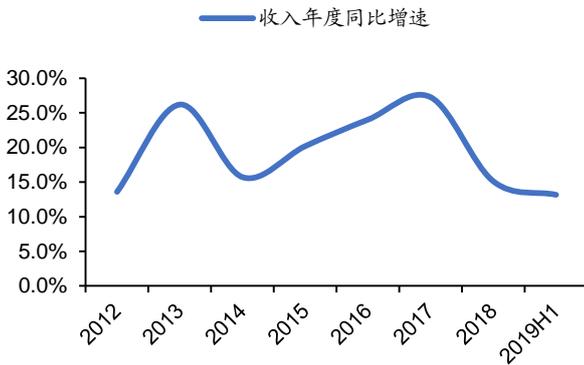
图 39: 废纸及木浆价格持续下行 (元/吨)	21
图 40: 包装纸价格同比有所回落 (元/吨)	21
图 41: 文化纸价格探底回升 (元/吨)	21
图 42: 生活纸价格大幅下降 (元/吨)	21
图 43: 造纸板块公司季度毛利率企稳回升	22
图 44: 造纸板块管理和财务费用率小幅上升	22
图 45: 上半年造纸板块净利润率持续回落	22
图 46: 造纸板块应收账款周转天数 (天)	23
图 47: 造纸板块应付账款周转天数 (天)	23
图 48: 造纸行业 PPI 回落 (%)	23
图 49: 包装上市公司毛利率变化 (截止 19Q2)	26
图 50: 包装上市公司净利率变化 (截止 19Q2)	26
图 51: 合兴包装毛利率、归母净利率	27
图 52: 合兴包装三费情况	27
图 53: 包装印刷板块营业总收入同比增长	27
图 54: 包装印刷板块归母净利润同比增长	27
图 55: 包装公司单季度营业收入增速 (截止 2019Q1)	28
图 56: 合兴包装营收增速	28
图 57: 我国出口金额增速变化 (亿美元)	29
图 58: 运输包装与展示包装投资逻辑	30
表 1: 国家强制性标准及影响预判	16
表 2: 供给侧改革驱动环保从严执行, 推动行业内向龙头聚集	24
表 3: 纸产品需求淡旺季分布明确	24

一、家具：细分行业出现分化，环比向好趋势显现

(一) 二季度营收增速持续回落，盈利水平回升

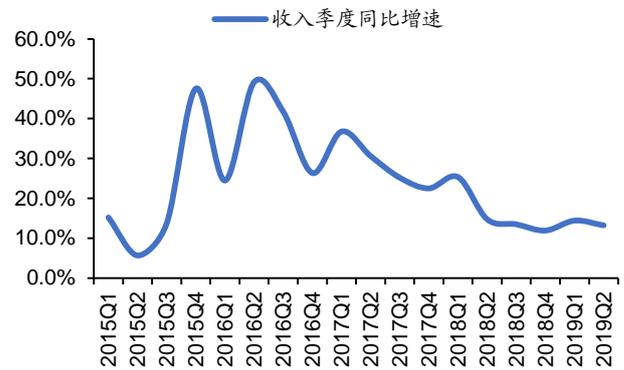
家具板块公司主营业务收入增速大幅放缓。剔除部分板块内多主业经营企业，我们跟踪的22家主流家具制造领域公司2019年H1等权重平均收入增速为13.2%，较2018年同期回落5.7个百分点，受地产行业下滑影响持续。分季度来看，2019年二季度等权重平均收入增速为13.2%，同比小幅回落1.5个百分点，环比下滑1.2个百分点。

图1：家具行业上市公司平均收入同比增速



数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

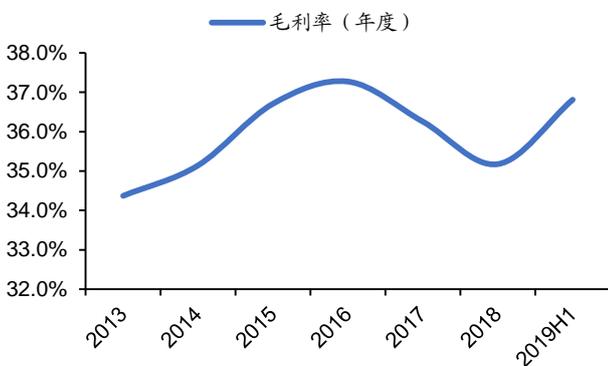
图2：家具行业上市公司平均收入季度同比增速



数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

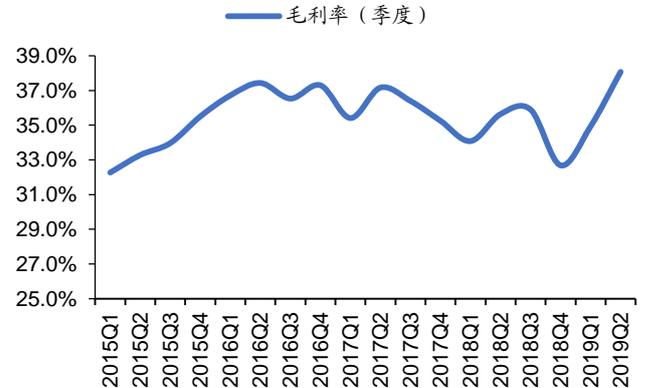
家具板块公司年度毛利率回升，单季度环比表现超预期。2018年由于受到上游、中游大宗产品价格上涨以及部分企业受汇率波动影响，对家具盈利水平形成压力，而2019年上半年盈利压制因素均出现大幅好转，我们跟踪的22家主流家具制造领域公司2019年上半年等权重平均毛利率为36.8%，较2018年上半年小幅回升1.5个百分点。分季度看，2019年家具公司第二季度毛利为38.1%，同比增长2.4个百分点，环比增长3.2个百分点。

图3：家具公司平均毛利率（年度）



数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

图4：家具公司平均毛利率（季度）



数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

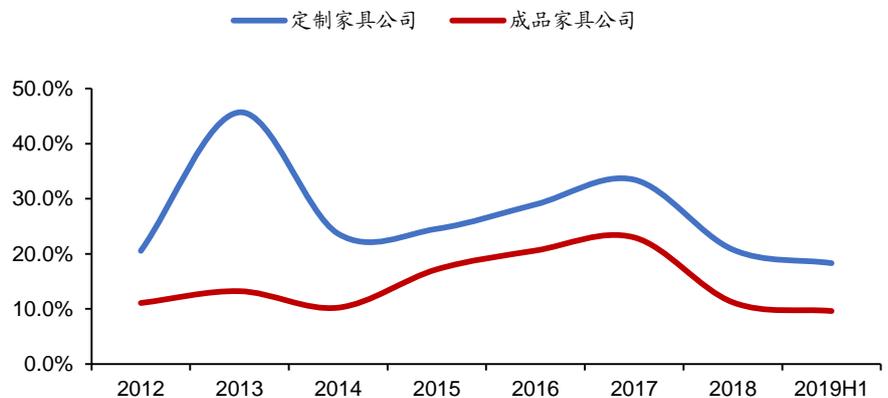
（二）细分品类横向对比，成品家具行业盈利水平回升明显

定制家具Q2增速环比向好，成品家具收入增速受国际贸易环境恶化拖累。我们跟踪的9家主流定制家具企业（索菲亚、好莱客、欧派家居、尚品宅配、志邦家具、我乐家居、金牌厨柜、江山欧派等）2019年上半年等权重平均收入增速为18.3%，同比回落6.8个百分点，若剔除江山欧派，8家定制公司上半年等权重平均收入增速为11.3%，同比回落7.8个百分点。2019年第二季定制企业平均收入增速为23.1%，同比增长2.7个百分点。若剔除江山欧派，8家定制公司上半年等权重平均收入增速为16.8%，同比回落4.1个百分点，但环比增长6.5个百分点，环比向好趋势逐步显现。2019年上半年13家成品家具公司收入增速为9.6%，同比回落4.9个百分点，2019年二季度收入增速为6.4%，同比下滑4.5个百分点，收入增速低于定制家具公司。

细分公司来看，江山欧派、曲美家居二季度收入表现不俗，江山欧派依托于大宗业务增长，单二季度实现营业收入4.88亿元（YoY+73.61%）。曲美家居由于并购因素影响，单二季度实现营业收入10.1亿元（YoY+73.8%）。

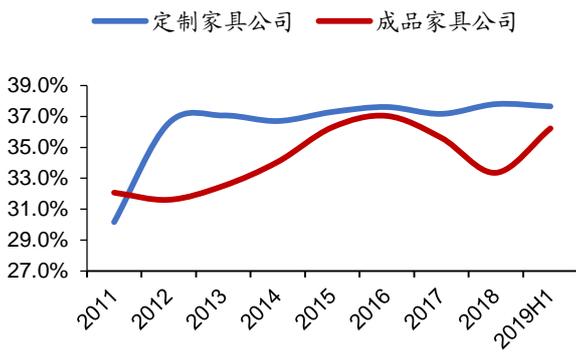
定制家具盈利能力稳定，成品家具盈利能力环比提升明显。定制家具企业2019年上半年盈利能力仍有所提升，9家定制家居企业2019年上半年毛利率为37.7%，同比提升0.2个百分点，超过同期成品家具企业毛利率1.5个百分点，2019年二季度定制家居企业毛利率为38.7%，同比下降0.2个百分点，超过同期成品家具企业毛利率1.1个百分点。2019年二季度成品家具毛利率为37.6%，同比提升4.2个百分点，环比大幅提升3.3个百分点。

图5：2019年上半年定制家具收入增速快于成品家具



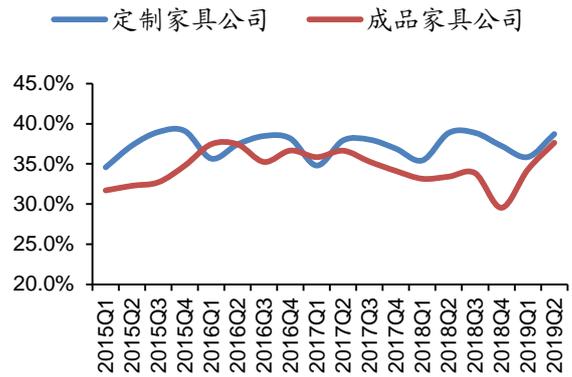
数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

图6: 2019年上半年定制家具毛利率稳定



数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

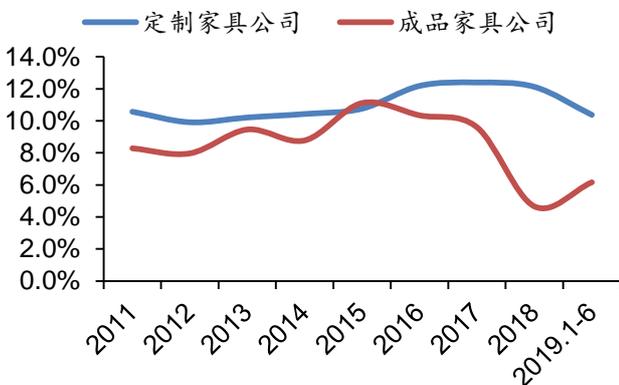
图7: 2019年二季度定制家具毛利率同比提升明显



数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

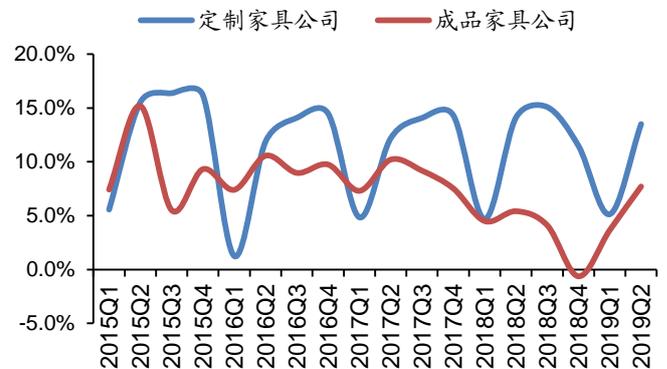
2019年第二季度家具企业净利润率小幅提升。2019年上半年定制家具公司净利润率10.4%，比同时期11家成品家具公司净利率高出4.2个百分点；其中，2019年第二季度定制家具公司净利润率为13.5%，环比大幅提升8.4个百分点，比同时期11家成品家具公司高出7.7个百分点；纵向对比来看，2019年上半年定制家具净利润率同比去年同期持平，11家成品家具制造企业净利润率则较去年同期提升0.6个百分点；2019年单二季度定制家具净利润率低于去年同期0.6个百分点，13家成品家具制造企业净利润率则较去年同期提升2.3个百分点，是由于家居出口企业去年上半年原材料与汇率双重承压导致基数较低所致。

图8: 2019年上半年成品家具净利润率回升趋势明显



数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

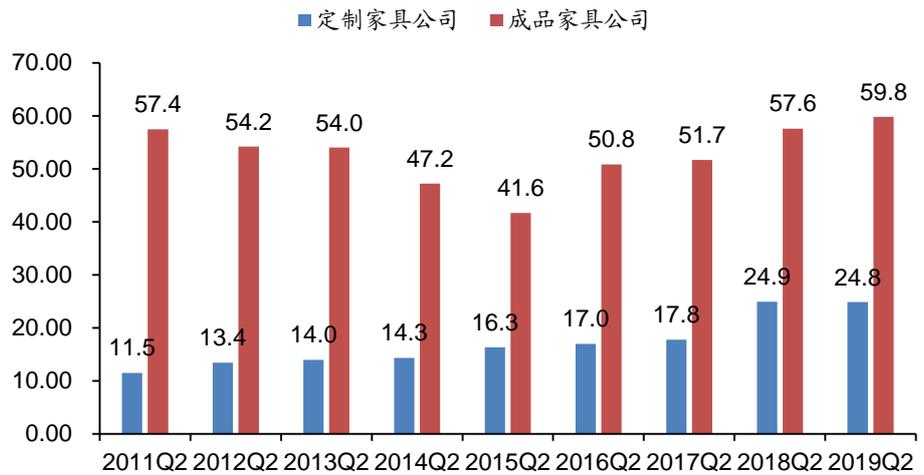
图9: 2019年Q2定制家具净利润率低于去年同期



数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

定制家具公司和成品家具公司2019年上半年应收账款周转天数分别为24.84天、59.77天，同比稳定。对比9家定制家具公司和13家成品家具公司数据，定制家居形式账款天数维持稳定，成品家具企业应收账款周转天数略有提升。

图10: 2019年第二季度定制家具公司及成品家具公司应收账款周转天数

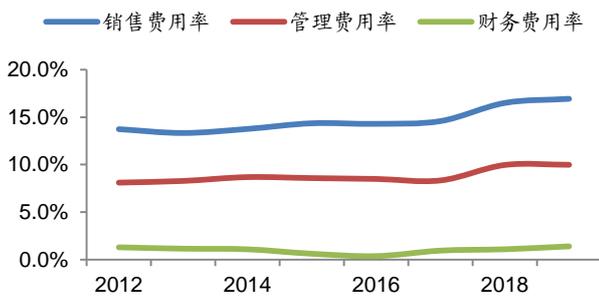


数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

(三) 行业竞争加剧导致费用率攀升, 定制家具周转效率更优

2019年H1家具板块三项费用率小幅上升。我们跟踪的22家主流家具公司2019年上半年销售费用率、管理费用率(含研发费用率)、财务费用率均值分别为16.9%、10%和1.4%，同比提升0.6个百分点、0.1个百分点、0.7个百分点。2019年单二季度销售费用率、管理费用率(含研发费用率)、财务费用率均值分别为16.1%、9.3%和1.6%，销售费用率与财务费用率均有所提升。

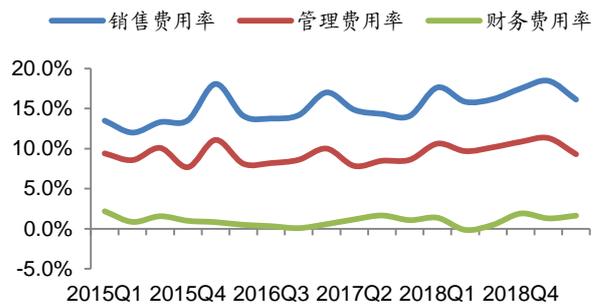
图11: 家具公司平均三项费用率(年度)



数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

注: 销售费用率中含研发费用

图12: 家具公司平均三项费用率(季度)



数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

注: 销售费用率中含研发费用

2019单二季度净利率有所提升。受家居企业毛利率回升以及去年底基数影响, 上半年家具公司平均净利率提升至7.9%，比去年同期净利率水平高0.4个百分点。2019年单二季度平均净利率10.1%，同比提升1个百分点。

图13: 家具公司平均净利润率 (年度)



数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

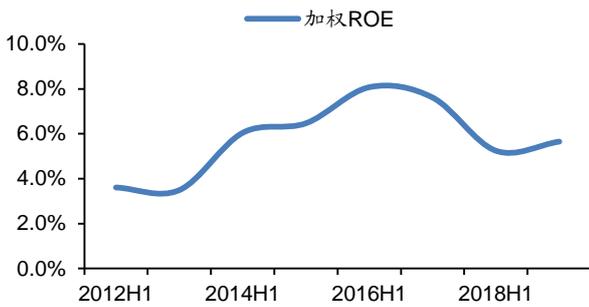
图14: 家具公司平均净利润率 (季度)



数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

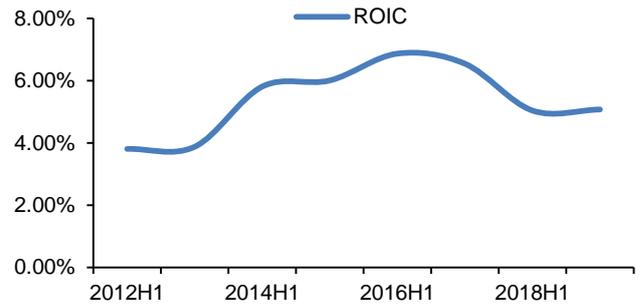
2019年上半年主流家具公司的净资产回报率和投入回报率因净利率回升有所提升。我们跟踪的22家公司2018年上半年加权ROE的均值为5.7%，同比提升0.8个百分点。ROIC均值为6.2%，同比提升0.2个百分点。

图15: 家具公司平均加权ROE



数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

图16: 家具公司平均ROIC



数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

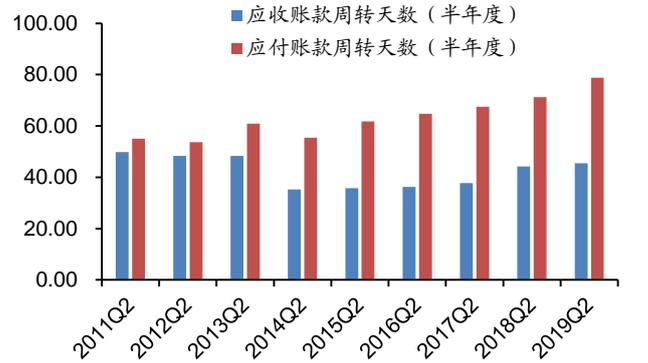
2019年上半年存货周转天数、应收账款的周转天数、应收账款周转天数小幅提升。我们跟踪的22家主流家具制造领域公司2019上半年等权重平均存货周转天数、应付账款周转天数、应收账款周转天数分别为135.4天、78.8天、45.5天，存货周转天数、应付账款的周转天数、应收账款周转天数同比小幅提升。

图17: 家具板块存货周转天数



数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

图18: 家具公司平均应付&应收账款周转天数(半年度)

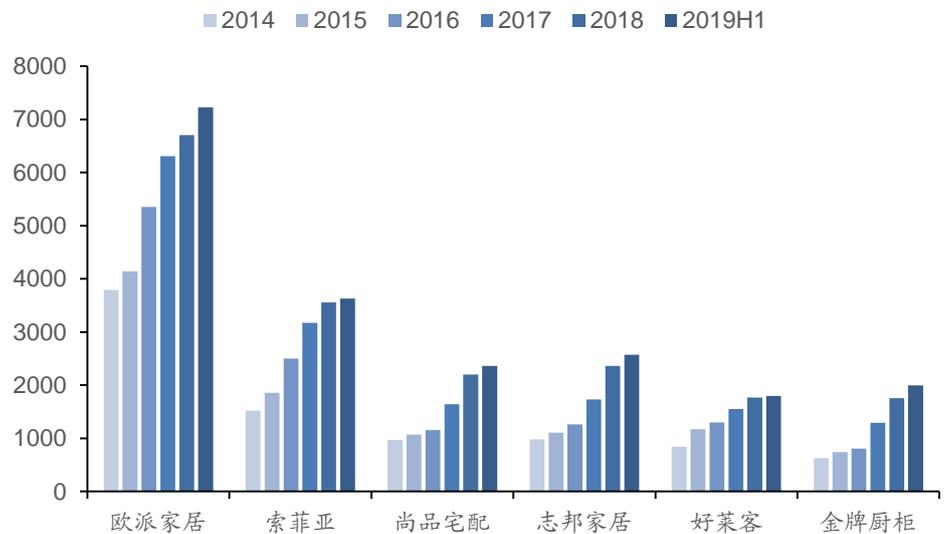


数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

(四) 定制行业经营数据深度解析

定制家具企业门店数量持续增长, 样本企业2019年新增门店数量持续放缓。从2019年上半年新增门店数量来看, 欧派家居(+520家)、金牌厨柜(+238家)、志邦家居(+209家)、尚品宅配(+161家)增量居前, 新品类拓展以及空白渠道填补推动头部定制家具企业门店数量持续增长。

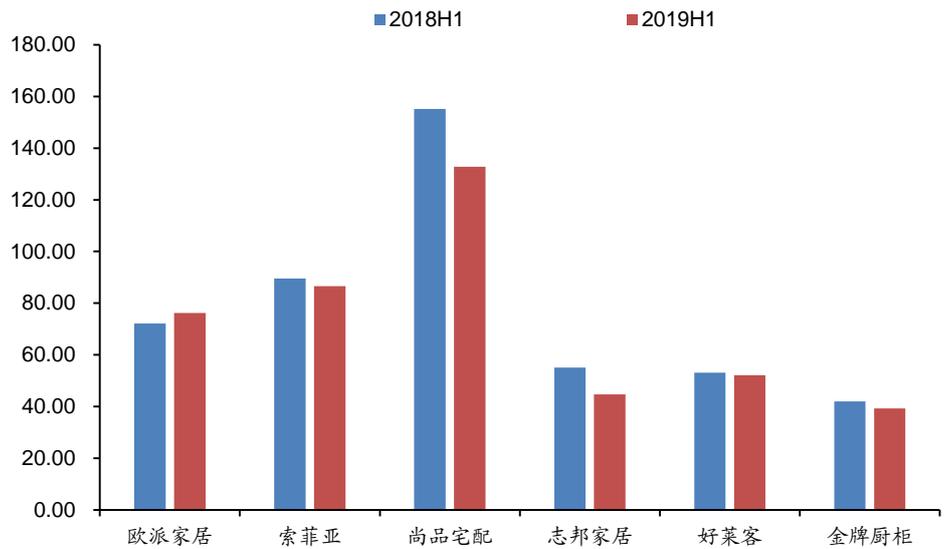
图 19: 定制家具企业 2018 年新增门店数量较 2017 年略有下滑 (家)



数据来源: Wind、各公司 2019 年半年报、广发证券发展研究中心

定制龙头样本公司单店提货额较去年同比逐弱。除欧派家居2019年上半年平均单店提货额仍有提升外, 其他定制样板企业由于近年渠道拓展较快, 以及新品类业务刚起步所影响, 平均单店提货额较去年同期稍有下滑, 整体仍保持平稳。

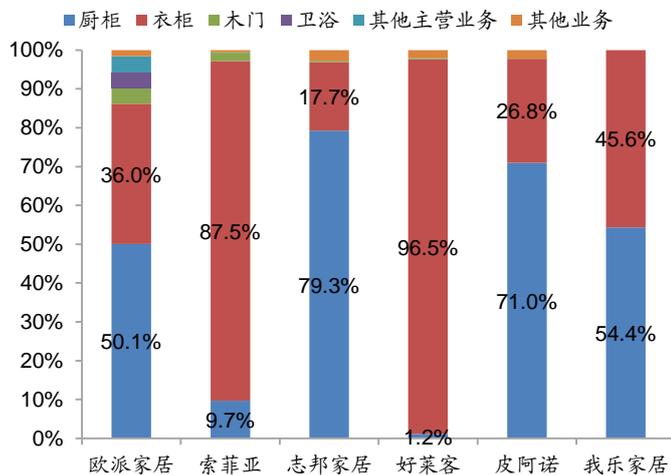
图 20: 定制样本企业单店整体提货额趋势向下 (单位: 万元)



数据来源: Wind、各公司 2019 年半年报、广发证券发展研究中心

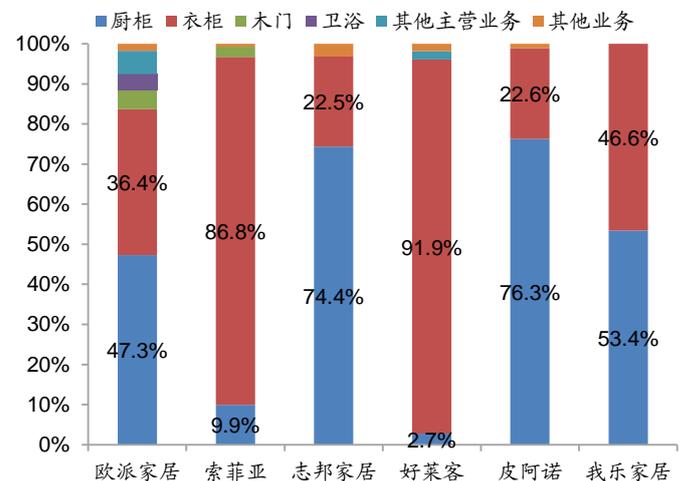
新品类业务占比逐渐提升, 大家居轮廓愈发清晰。相比2018年, 2019年上半年定制龙头样本公司优势业务占比减少, 新品类业务占比持续提升, 欧派家居的衣柜业务、索菲亚的司米橱柜业务、志邦的衣柜业务等均有不同比例的提升。当前行业竞争日益激烈, 多品类布局视为刚需, 各公司大家居轮廓愈发清晰。

图 21: 2018 年各公司分品类业务占比



数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

图 22: 2019 年上半年各公司分品类业务占比

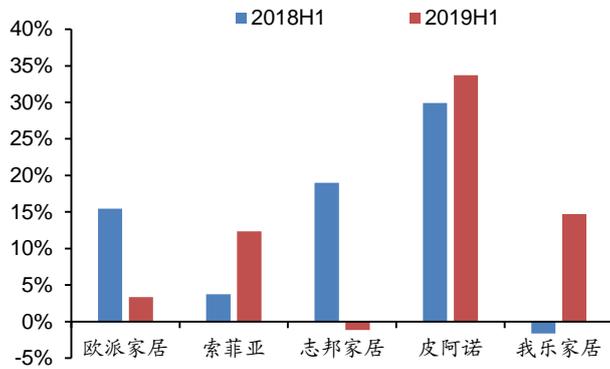


数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

零售业务整体承压, 大宗/整装渠道收入快速崛起。2019年上半年样本定制公司自身优势业务均承压, 欧派、志邦橱柜业务增速放缓明显, 索菲亚和好莱客全屋衣柜业务收入增速下滑, 依靠单品类增长已较难对收入起到大幅支撑作用。而上半年定制家具企业整装/大宗渠道布局收入增长靓丽, 其中, 尚品宅配 (yoy+230.9%)、我乐家居 (yoy+262.8%)、金牌橱柜 (yoy+143%)、欧派家居 (yoy

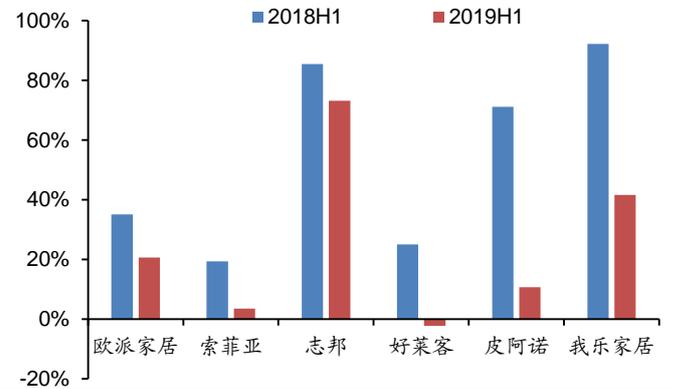
+54%) 收入增速较快, 新渠道增量贡献显著。2019年上半年尚品宅配整装渠道实现收入约1.5亿元, 同比增长230%, 整装云会员较一季度增长约263家至1663家。欧派家居大宗业务表现同样亮眼, 上半年大宗实现收入9.29亿元 (YoY+54%), 为公司业绩增长继续贡献重要动力。

图 23: 定制家具龙头公司橱柜业务收入增速对比



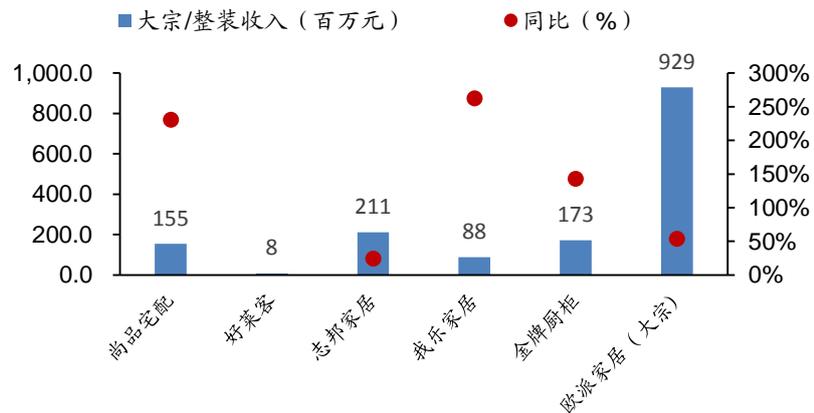
数据来源: 各公司半年报、广发证券发展研究中心

图 24: 定制家具公司衣柜业务收入增速对比



数据来源: 各公司半年报、广发证券发展研究中心

图 25: 2019H1 定制家具龙头公司整装与精装同比增速



数据来源: 各公司 2019 年半年报、广发证券发展研究中心

(五) 家具企业分化持续, 行业初露曙光

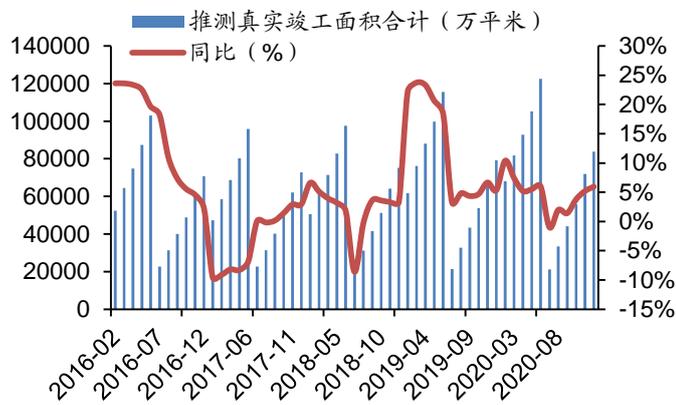
通过以上总结可以看出, 2019年上半年家具行业整体发展依然承压, 收入端持续放缓, 但企业盈利能力尚未下滑。细分企业来看, 二季度家具企业收入分化明显, 定制企业方面, 依托大宗业务的木门、橱柜企业收入增速优于衣柜企业, 收入增速获得较大支撑。同时, 部分定制家具企业传统优势业务增速持续放缓, 再次印证多品类扩展路线才能支撑收入持续增长, 此外, 新大宗/整装渠道表现亮眼, 有助于缓解行业需求的悲观预期。成品软体家具企业整体收入以及利润水平受去年基数影响, 二季度环比向好趋势明显, 其他成品家具则受国内行业地产以及贸易摩擦影响, 整体延续下滑趋势。

虽行业整体压力仍在, 但环比向好趋势已现端倪, 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

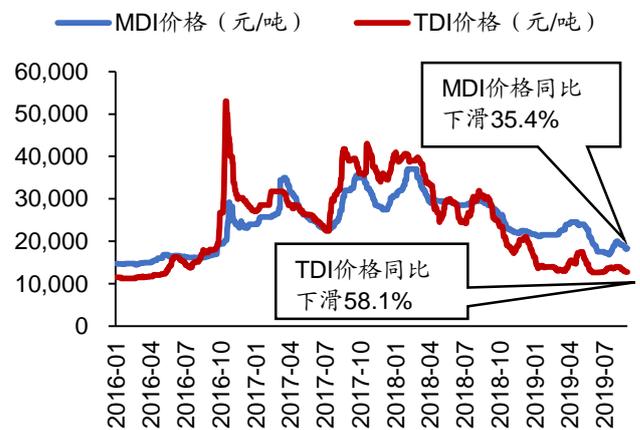
入增速环比向上可能性，7-8月情况来看大部分上市公司订单增速均较上半年有所好转，下半年软体家居外销悲观预期落地，随着人民币贬值叠加原材料成本下降，预计利润影响幅度总体有限；（2）上半年竣工虽差但全年预计交付无虞，全装修类公司受益精装房渗透率提升在竣工拐点出现前率先兑现高增长。根据我们3月31日外发报告《家具定制倒春寒后迎盛夏，全装修链条确定性更高》中的测算，预计2019-2020年真实竣工好于2018年，预计增速均为5-10%，与广发地产组观点吻合，具备阶段性某几个月增速超过20%的可能性，真实竣工数据回暖有望带动龙头定制家具在2020-2021年收入增速向上修复至20-25%，定制与软体行业估值空间更大；（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 26: 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 27: 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

二、文娱及其他：文具龙头优势凸显，新兴烟草持续火热

（一）晨光文具：传统业务优势明显，办公集采享行业红利

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。

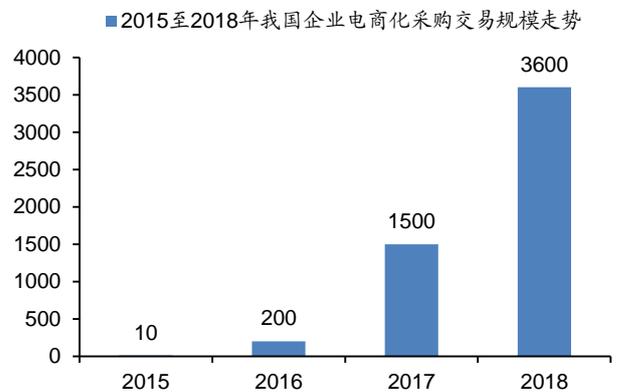
办公集采市场增长空间大，马太效应推动头部企业市占率提升。 根据国家统计局数据，我国办公物资行业规模超过 2 万亿，根据 2017 年科力普供应商大会数据，预计行业规模 2018 年开始的未来 5 年将以 9% 的涨幅高速增长，2022 年将达 2.7 万亿。而年销售额过亿的企业仅齐心集团、得力集团、晨光文具、办公伙伴等，行业集中度较低，CR5 不到 5%，与发达国家如美国 70% 的 CR5 相比，集中度有着巨大的提升空间，且史泰博、欧迪办公等海外办公文具龙头均已退出中国市场，国内办公文具市场仍为蓝海，国企央企及地方政府部门阳光化采购加速行业集中度提升。

图28：中国办公物资市场规模（万亿元）



数据来源：2017 年科力普供应商大会数据分析、广发证券发展研究中心

图29：企业电商化采购交易规模快速增长（亿元）



数据来源：《2018 中国企业电商化采购发展报告》、广发证券发展研究中心

看好晨光文具“一体两翼”战略长期发展： 1) 传统业务稳健增长。四大产品赛道齐头并进，渠道终端稳健增长以及优化，产品端、渠道端提质落实明显。上海安硕并表增添助力。2) 办公业务保持高速增长。上半年新增政府、央企、大型企业等多个客户，客户拓展顺畅，同时 5 大中心仓扩大区域覆盖面，配送效率提升推动盈利水平持续向好。3) 精品文创业务亮点多多。九木杂物社门店开加盟后拓展提速，生活馆实现提效减亏，晨光科技线上渠道稳健增长，新业务打开公司增长空间。

(二) 新型烟草：行业热度持续高涨，政策落地规范发展

(1) 雾化烟：品牌加速渠道扩张，行业标准即将出台

315晚会预警电子烟对健康危害，矛盾显性化促进政策出台，行业热度依旧。

财经频道315晚会点名批评了目前电子烟行业的不规范问题，包括尼古丁含量超标或标注不规范；烟雾甲醛含量过高；加热气化的丙二醇和甘油所长期积累的微量元素对人体也非常有害等一系列问题，引起社会广泛关注，也直接推动整个行业发展轨迹转变。预计最迟今年年底，我国电子烟国家强制性标准将会出台。2017年10月11日，国家开始制定电子烟国家强制性标准。根据全国标准信息公共服务平台披露，该标准由全国烟草标准化技术委员会归口及执行，并由国家烟草专卖局主管。鉴于该项目于2017年10月启动，项目周期为24个月，预计今年10月左右该标准就将正式出台。

表1：国家强制性标准及影响预判

监管政策预判	影响
烟油添加物规范	卫生条件不符合生产标准的小工厂被取缔，行业发展更加规范化
限制尼古丁添加量	如果以欧盟标准将电子烟烟油尼古丁含量标准限制在 20mg/ml (目前 JUUL 及国内品牌尼古丁浓度为 50mg/ml 或 30mg/ml)，在该低浓度下烟味口感降低，传统烟民转化减少，另外成瘾性减弱。
烟油口味限制	美国市场目前对电子烟 JUUL 的水果口味进行了限制，以减少对青少年的吸引力。国内是否会对口味进行限制受电子烟渗透率影响，若口味推出受到限制，出于猎奇心理的消费相应会减少。

资料来源：中国烟草网、广发证券发展研究中心

本土品牌进入跑马圈地、加速扩张阶段。品类广阔空间所带来的巨大吸引力、以及相对成熟的产业链配套，吸引了大量创业者涌入市场（创业者来源于快消、自媒体、设计等多行业背景）。行业本身在快速扩容、跑马圈地的阶段，头部企业纷纷采取让利渠道的方式、积极扩张终端覆盖范围。目前，行业梯队初步形成，其中 RELX 悦刻处于行业第一梯队，其销量遥遥领先其他品牌。FLOW 福禄、YOOZ 柚子等品牌创立时间较短，但是凭借原有的成功创业经验及资源，迅速打开局面，目前月销量已经跻身行业第二梯队。品牌端的加速扩张，也带动了国内制造端企业的飞速发展。

(2) 加热不燃烧：FDA 审批通过 IQOS 在美销售，中烟积极跟进研发试销

FDA 批准 IQOS 在美销售，产品放量带动上下游产业链受益。根据4月30日 FDA 官网消息，IQOS 已经通过 PMTA（烟草产品销售许可）认证，FDA 已认可 IQOS 在保护公共健康方面起到合理作用。美国市场销售的放开，对菲莫国际整体业绩构成重要利好，打开颇具潜力的美国市场。一方面，IQOS 产品实力在日本、欧洲市场已获验证，另一方面母公司奥驰亚集团在美国拥有强大的渠道能力。品牌、产品、渠道三大要素齐聚，预计 IQOS 将抢占美国加热不燃烧市场先机，成为重要领导者。PMI 财报显示，2019H1 减害产品出货量 265.54 亿支，同比上升 29.2%，IQOS 出货量的提升将有利于产业链上下游企业的成长。

预期 FDA 审批具备示范效应，将有效推动国内加热不燃烧政策、产业的发展。

目前我国加热不燃烧产品归属于《烟草专卖法》监管范畴，国内中烟公司尚未在国内批准销售HNB产品，因此目前国内的HNB市场基本是空白。2018年7月，《国家烟草专卖局关于印发2018年全面深化改革工作要点的通知》提出进一步研究制订市场监管、鉴别检验等方面的相关政策规定。2) 国内中烟公司纷纷推出产品试销海外，云南中烟推出MC、Webacco系列产品，广东中烟推出MU+、ING系列产品等，目前已具备产品技术基础；渠道方面，国内产品目前主要销往日韩地区。四川中烟、云南中烟、湖北中烟均已实现韩国市场的拓展，除韩国市场外，广东中烟HNB已在老挝上市，安徽中烟首批颗粒型加热不燃烧烟草制品在滁州卷烟厂正式出口，亮相国际市场。

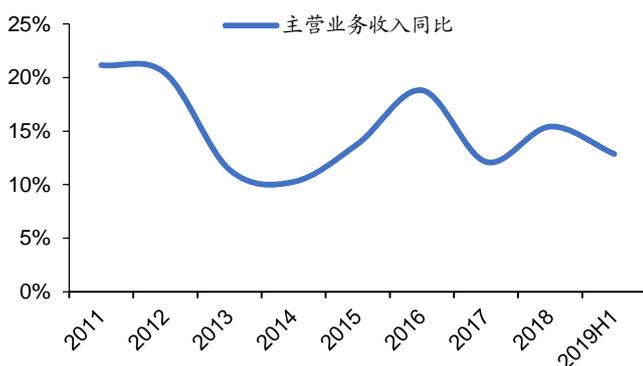
(三) 生活用纸：浆价回落业绩超预期，拓品类展增长空间

2019H1生活用纸板块上市公司主营业务收入增速同比回落4.87pct至

12.86%。生活用纸三家上市企业收入及盈利能力分化明显，中顺洁柔上半年主营业务收入依然保持20%以上高增速，但维达国际、恒安国际仅个位数营收增长，拉低板块整体收入增速。从各渠道增速来看，电商、商销渠道增速较快，传统经销商渠道增速放缓。

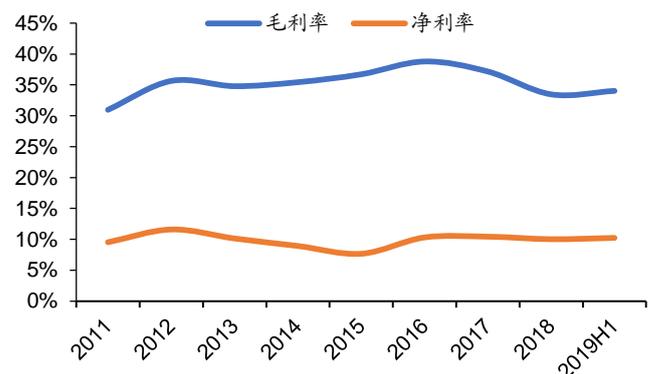
盈利能力环比2018H2改善，板块净利润率2019H1为10.23%。受益于木浆价格下跌、高端产品占比提升及增值税调整，生活用纸板块销售毛利率较2018年提升0.56pct，销售净利率较2018年提升0.21pct。三家上市企业中，中顺洁柔毛利率提升明显，19Q2毛利率39.23%，同比提升4.85pct，高毛利产品收入占比提升，助力业绩持续提升，公司推陈出新，持续创新强化核心竞争力，继“新棉初白”棉花柔巾，面向母婴及女性消费者市场，公司推出卫生巾新品朵蕾蜜，依靠研发巩固竞争壁垒，品牌力带动收入提升。增值税率调整助力上半年生活用纸企业国内业务盈利改善，以中顺洁柔为例，根据我们对增值税调整的测算，若上下游终端售价均不变，公司2019年净利润因增值税率调整增厚6322万元。

图30：生活用纸公司2019H1营收同比增长12.86%



数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

图31：生活用纸公司2019H1毛利率及净利率走势



数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

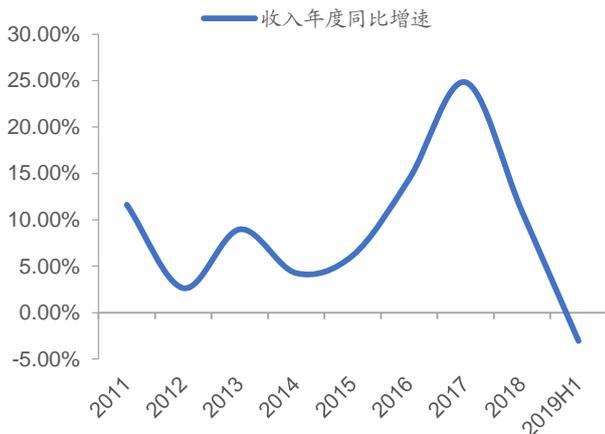
三、造纸：文化纸盈利季度环比改善，包装纸依然承压

造纸行业整体仍处于景气下行周期，部分文化纸企业上半年已出现改善迹象。2018年下半年受新产能投放，下游需求超预期回落、旺季不旺因素冲击，主要纸种价格下跌导致纸企盈利下滑。2018年下半年以来各纸种陆续进入去库存周期，库存处于相对高位，PPI走低反映纸价下行以及行业景气度的下降。随着行业去库存推进，行业景气度有望触底回升，在供给侧改革、环保限产大环境不变情况下，龙头纸企有望进一步提升市场占有率，并通过上下游产业链延伸增强盈利稳定性。建议标配造纸板块，下半年传统行业旺季仍可期待，重点关注产能增量及产业链上下游整合逻辑带来的增长核心驱动力。

（一）下游需求不及预期，上市纸企收入增速回落

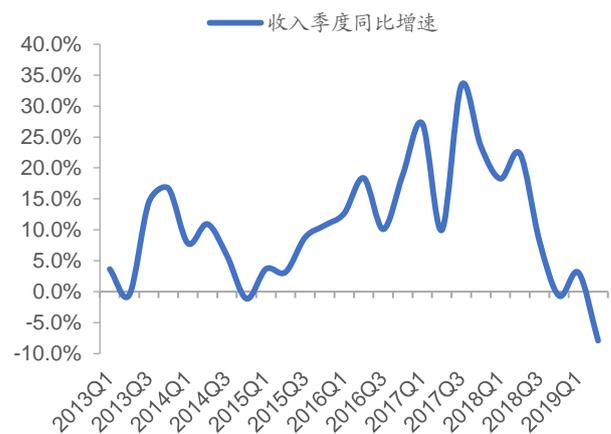
造纸公司收入增速有所放缓。我们跟踪的13家主流造纸制造领域公司2019年上半年等权重平均主营业务收入同比增速为-3.05%，较2018年上半年增速降低23.13个百分点，主要纸种价格均有所下滑。季度同比增速方面，受基数较高及上半年行业去库等因素影响，2019年一季度营收同比增加3.07%，二季度营收同比下降7.91%，板块整体主营业务收入增速探底。

图32：造纸公司2019H1平均收入同比下降3.05%



数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

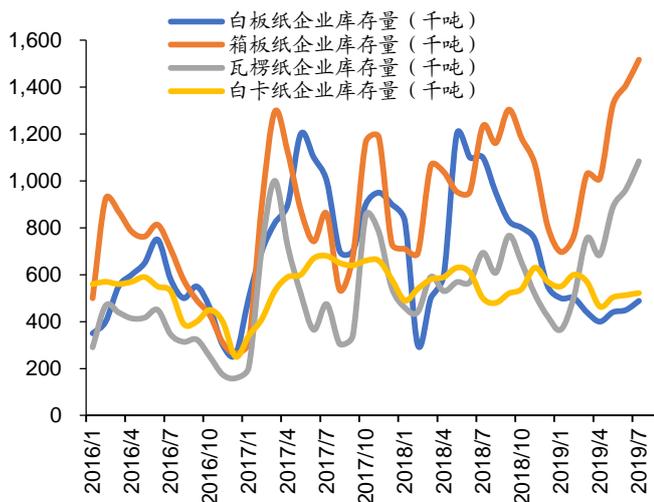
图33：造纸公司平均收入季度同比增速持续下行



数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

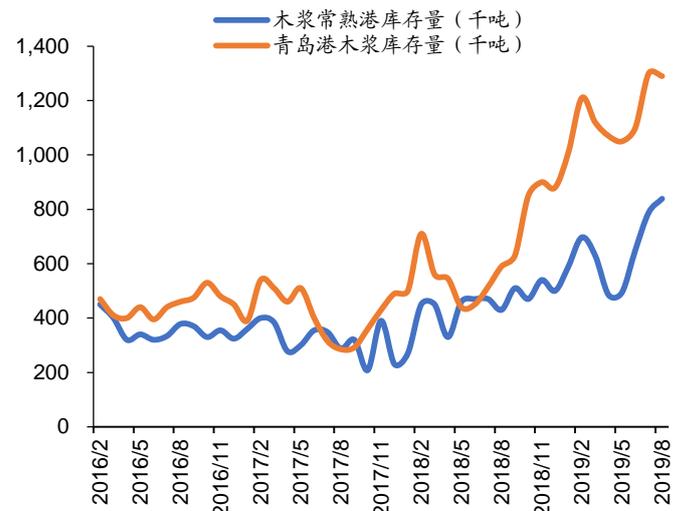
19H1箱板、瓦楞纸企库存持续上行，木浆港口库存创历史新高。受中美贸易以及国内实体需求走弱等因素影响，上半年箱板、瓦楞等包装类纸种库存持续上行，下游需求旺季不旺；双胶、铜版等文化纸种渠道持续去库，木浆港口库存创历史新高，国内现货价格走低，但纸价相对坚挺，文化纸行业盈利改善。

图34: 19H1箱板、瓦楞纸企库存持续上行



数据来源: 卓创资讯、广发证券发展研究中心

图35: 木浆港口库存创历史新高



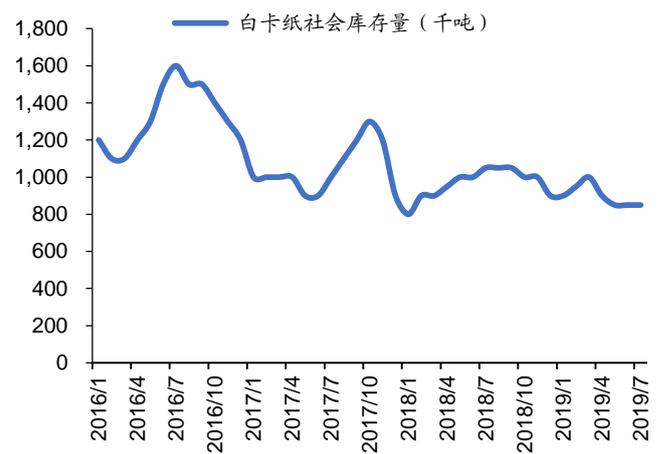
数据来源: 卓创资讯、广发证券发展研究中心

图36: 瓦楞纸社会库存量持续上升



数据来源: 卓创资讯、广发证券发展研究中心

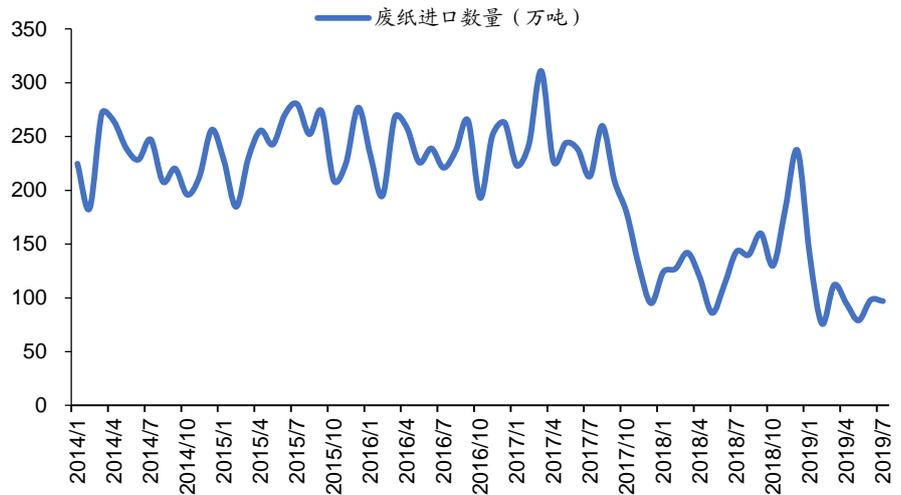
图37: 白板纸社会库存量



数据来源: 卓创资讯、广发证券发展研究中心

政策管控趋严，原材料废纸进口总量下降。2017年年底环保部下发《进口废纸环境保护管理规定》和《限制进口类可用作原料的固体废物环境保护管理规定》，限制外废进口。2018年3月，《进口可用作原料的固体废物环境保护控制标准——废纸或纸板》正式实施。2018年5月，国家海关总署发布特急文件《海关总署关于对进口美国废物原料实施风险预警监管措施的通知》，对美废进口的监管力度进一步加强。废纸进口量自2017年下半年开始大幅下降，2018年下半年略有回升，但进口废纸管控严厉程度未变，2019年前7个月，国内废纸进口总量697万吨，同比下降18.29%。

图38: 原材料废纸进口数量大幅下降



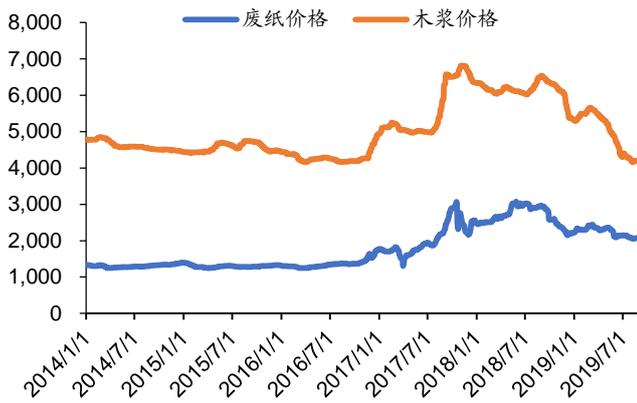
数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

(二) 主要纸种产品价格同比回落, 板块整体盈利能力下滑

废纸及木浆价格小幅下行。2018年二季度行业淡季渠道消化库存, 废纸及木浆价格均有所调整, 尤其是废纸价格迅速回落, 各主要纸厂在高价时期囤积的废纸相对饱和, 同时出现了高价废纸的抵触情绪。三季度末受益于环保监管加码, 进口废纸供应收紧, 废纸价格持续反弹。2018年四季度后经济增速放缓以及中美贸易导致下游需求持续减弱, 废纸价格下行探底, 在进口废纸管控政策下, 外废实际进口量下降并未造成废纸供给缺口, 木浆价格亦持续回落。基于国务院发布的《中共中央国务院关于全面加强生态环境保护坚决打好污染防治攻坚战的意见》到2020年基本实现固废零进口目标, 我们认为包装纸去库阶段性结束, 下游需求改善后, 国内废纸价格中枢或将持续向上。

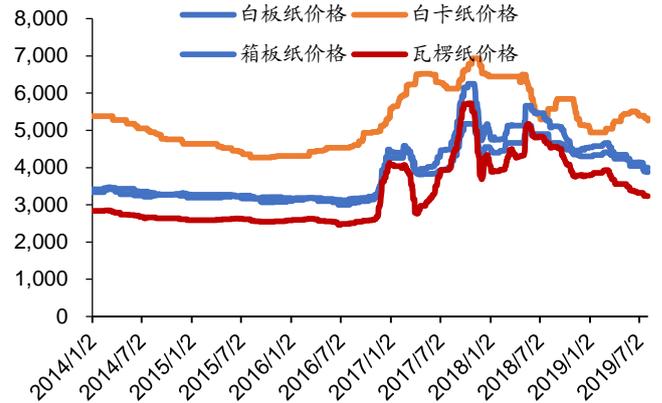
包装纸中白卡纸价格企稳回升, 其他纸种价格下行。以木浆为主要原料的白卡纸行业集中度在各类包装纸中处于相对较高水平, 但2018年下半年后白卡纸行业龙头间竞争导致价格超预期下跌, 白卡纸行业盈利恶化, 2019年上半年价格触底后回升, 同期原材料木浆价格回落, 行业盈利改善。以废纸为主要原料的白板纸、箱板纸、瓦楞纸行业集中度相对较低, 因终端需求不佳及渠道去库等因素影响, 2018年下半年以来价格持续下行。

图39: 废纸及木浆价格持续下行 (元/吨)



数据来源: 卓创资讯、广发证券发展研究中心

图40: 包装纸价格同比有所回落 (元/吨)

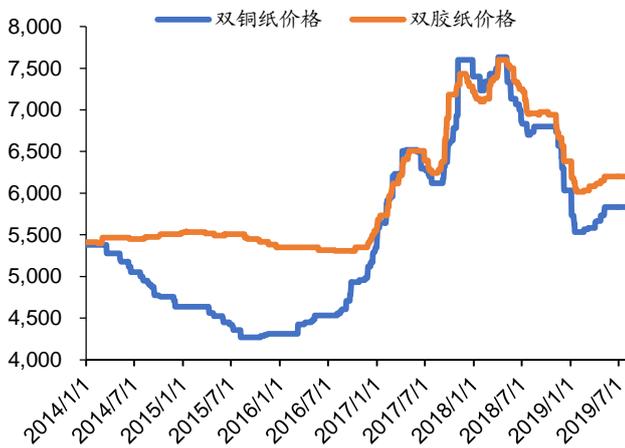


数据来源: 卓创资讯、广发证券发展研究中心

2019年上半年文化纸价格探底回升, 生活用纸价格持续下降。文化纸周期波动相对较小, 行业产能集中度高, 下游需求平稳增长, 上半年文化纸渠道库存处于去库存尾声, 3、4、5月份提价函均有落地, 虽原材料木浆价格持续下跌, 但主要文化纸种价格相对坚挺, 加上年内党刊印刷需求较多, 文化纸价格下半年有望进一步上涨。

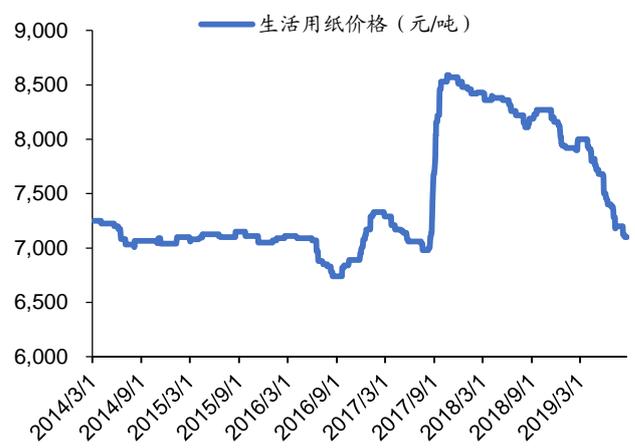
受木浆价格回落、下游需求减少、库存积压等影响, 2018年以来生活用纸价格持续下降。今年上半年生活用纸价格下行趋势并未发生变化, 根据卓创资讯, 国庆期间各地针对“阅兵蓝”或出台相关政策, 生活用纸价格或迎来底部震荡走势。

图41: 文化纸价格探底回升 (元/吨)



数据来源: 卓创资讯、广发证券发展研究中心

图42: 生活用纸价格大幅下降 (元/吨)

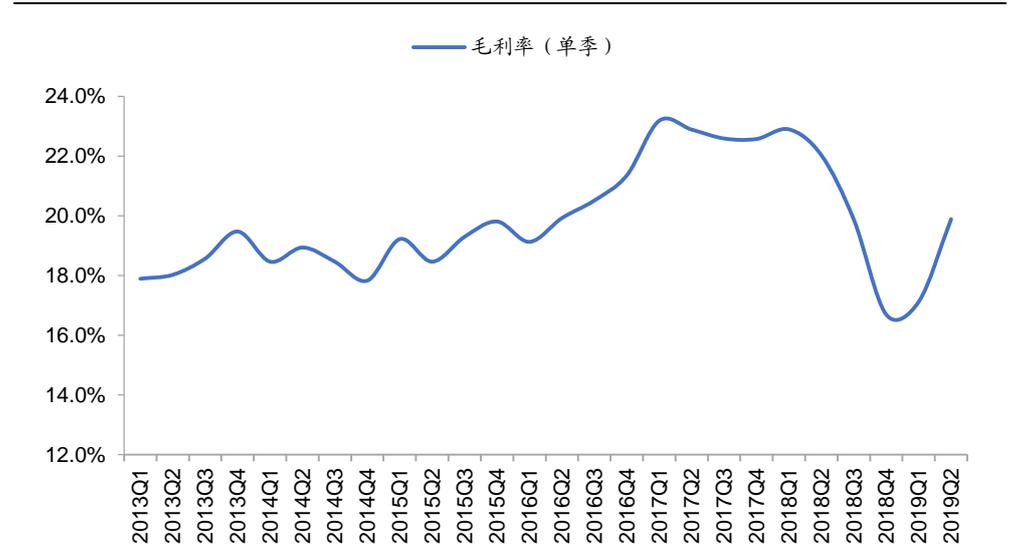


数据来源: 卓创资讯、广发证券发展研究中心

造纸板块公司季度毛利率企稳回升。我们跟踪的13家主流造纸制造领域公司2019年H1等权重平均毛利率为18.59%, 较2018年H1下降3.83个百分点, 板块毛利率水平延续2014-2017年上行趋势, 2018年回落(2011-2018年等权重平均毛利率分别为16.7%、17.2%、18.6%、18.4%、19.2%、20.4%、22.9%、20.4%)。主要原于经济增速放缓、纸价下滑和库存积压, 2019年一季度毛利率为17.12%, 毛利率同比下降5.78pct, 环比回升0.43pct; 二季度毛利率为19.89%, 毛利率同比

下降2.14pct，环比回升2.77pct。

图43: 造纸板块公司季度毛利率企稳回升

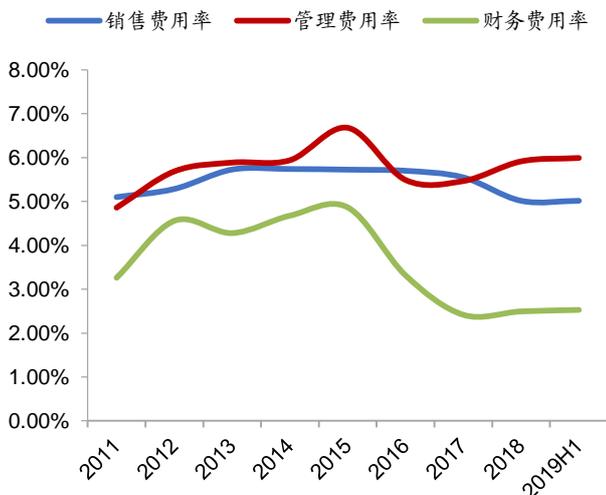


数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

销售费用率保持稳定，管理和财务费用率提升。2019年H1造纸行业公司整体毛利率回升的同时，销售费用率保持稳定，管理、财务费用小幅提升，分别为5.02%、5.99%和2.53%。其中销售费用率同比上升0.06个百分点至5.02%，管理费用率同比提升0.43个百分点到5.99%，财务费用率提升0.01个百分点至2.53%。

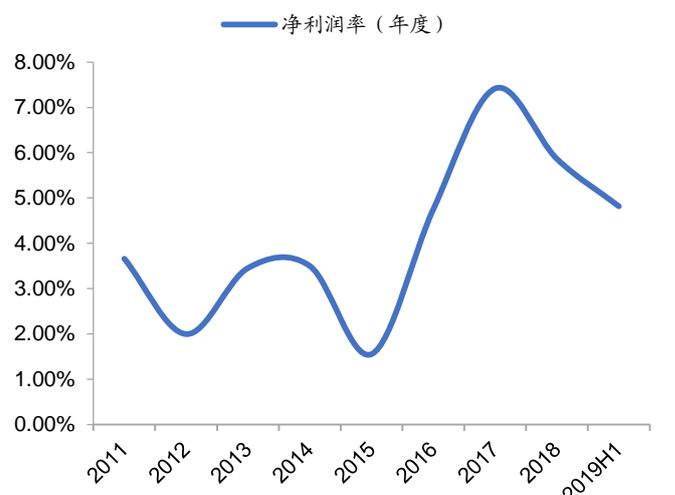
净利润率环比改善，19H1板块内公司净利润率4.82%，较19Q1提升0.72个百分点。我们跟踪的13家主流造纸制造领域公司2019年H1等权重平均净利润率为4.82%，较2017-2018年有所回落仍维持高位（2011-2018年分别为3.7%、2.0%、3.5%、3.5%、1.1%、4.7%、7.4%、7.7%），主要原因是造纸企业收入和盈利下滑。

图44: 造纸板块管理和财务费用率小幅上升



数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

图45: 上半年造纸板块净利润率持续回落

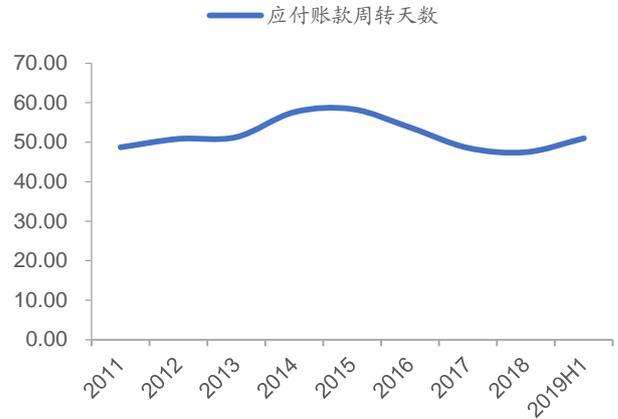


数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

应收账款周转天数持续上升。2019年H1主流造纸公司应收账款周转天数快速回升至50.11天（2011-2018年应收账款周转天数分别为41.2天、43.7天、47.9天、54.0天、58.0天、54.6天、44.3天、42.8天）。

图46: 造纸板块应收账款周转天数(天)

图47: 造纸板块应付账款周转天数(天)



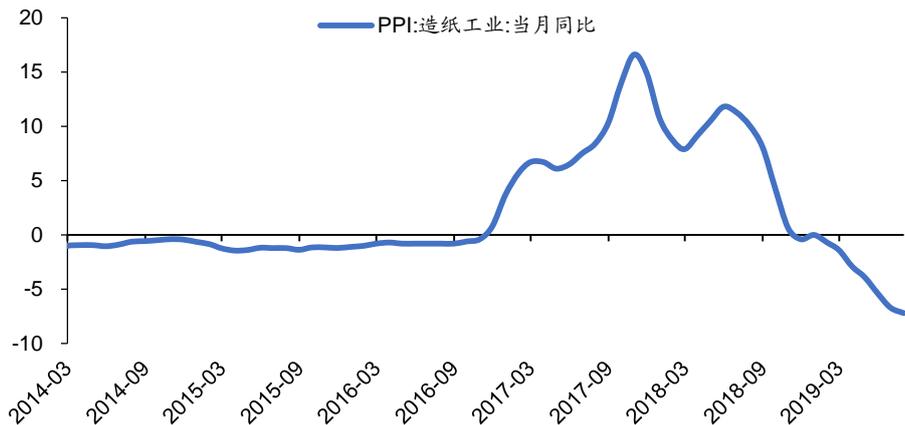
数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

(三) 行业去库接近尾声, 渠道补库有望支撑纸价回升

造纸行业PPI当月同比呈下降趋势, 经济下行削弱下游需求, 纸价随之下降。造纸行业PPI近年来一直较为稳定, 在经历2016年末至2017年的猛烈上涨后, 2018年有所回落, 直至2019年7月PPI同比下降7.2%。PPI走低反映纸价下行以及行业景气度的下降。随着行业去库接近尾声, 原材料价格探底, 下游补库需求有望带动行业景气度触底回升, 纸厂中长期需求增长稳定。

图48: 造纸行业PPI回落(%)



数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

供给侧改革驱动环保从严执行, 推动行业内向龙头聚集, 2019年环保监督检查力度只增不减。2016年下半年以来环保督查全面启动, 至2017年末已完成全国所有省市覆盖, 2018年5月和10月分两批开展中央生态环保督察“回头看”。中央生态环境保护督察办公室常务副主任刘长根表示2019年开始将用三年左右时间完成第二轮中央生态环保例行督察。2016年底发布的《排污许可证管理暂行规定》将是

全面开展的排污许可证制度的重要指导，2018年6月生态环境部下发《排污许可证后管理指导意见(征求意见稿)》，加强排污许可证管理力度。除此之外，2018年1月1日《中华人民共和国环境保护税法》开始施行，小产能压力持续增大。环保税+环保督察双管齐下，环保设施齐全的大型企业有望从中受益，利好行业龙头，促进企业向集团化和规模化方向发展，加速产能集中度提升，行业龙头有望受益。

表 2: 供给侧改革驱动环保从严执行, 推动行业内向龙头聚集

2016年7-8月 第一批中央环保督察	2016年11-12月 第二批中央环保督察	2017年4-5月 第三批中央环保督察	2017年8-9月 第四批中央环保督察	2018年 5月和10月	2019年
内蒙古、黑龙江、江苏、江西、河南、广西、云南、宁夏	北京、上海、湖北、广东、重庆、陕西、甘肃	天津、山西、辽宁、安徽、福建、湖南、贵州	吉林、浙江、山东、海南、四川、西藏、青海、新疆	分两批开展中央生态环保督察“回头看”	未来将用三年左右时间完成第二轮中央生态环保例行督察

数据来源: 国家环保部、广发证券发展研究中心

纸产品下游消费市场季节性波动，9-11月份为下游需求下半年高峰，产品需求促纸企量价齐升。纸产品尤其文化纸需求具有显著周期性，啤酒旺季即将到来，酒标铜版纸需求旺盛；3-4月与10-12月期间为香烟旺季，用于制作烟包的单铜纸需求量增加；双铜纸、双胶纸淡旺季分布基本一致，驱动因素略有不同。3、4月份春季展销会、9-12月年前促销使得宣传单用量较大，双铜纸需求有所增加；3-5月学生秋季教材备货、9-12月学生春季教材备货催生大量双胶纸需求。

表 3: 纸产品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				

	平	淡	旺	旺	旺	平	平	淡	旺	旺	旺	前旺后平
双胶纸	节日期间双胶用量减少		3-5月为学生秋季教辅材备货及开印期，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

造纸行业三季度重点关注上市公司提价函落地、吨纸净利润和库存情况。造纸板块在2018年以来受需求下降，纸价回落等多因素影响，增速有所放慢，但2019年上半年整体呈稳定发展趋势，季度盈利已出现改善迹象，三季度文化纸需求旺季有望带动纸价进一步回升，重点关注上市纸企提价函落地、吨纸盈利变化情况以及行业内潜在产能投产情况。考虑当前终端需求偏弱情况，预计包装纸补库存将推迟到2020年后进行。

核心推荐标的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仍处于估值底部，下半年文化纸行业或将进入补库周期，行业盈利改善提升PB，原材料木浆价格受港口库存高位运行、海外大厂出口中国总量仍处于高位当因素影响，下半年浆价或仍维持较低水平，9月份涨价函落地进一步扩大吨纸盈利空间。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，对应2019年PBttm有望向1.8倍估值中枢回归。

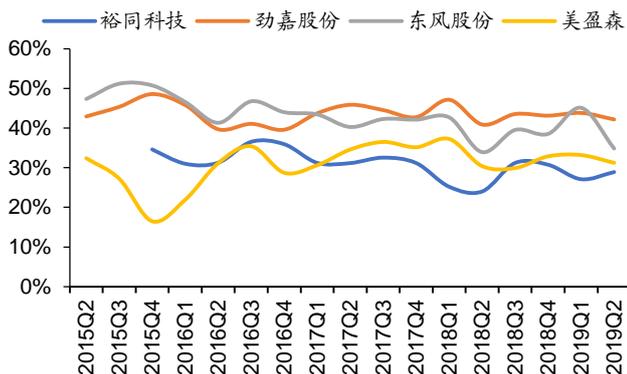
四、包装印刷：Q2 需求承压增速收缓，全年期待新领域、新经济贡献增长

（一）2019Q2 的核心关注是盈利能力改善

受益于原材料价格同比下滑，纸包装上市公司盈利能力持续改善，毛利率均呈现出回升的状态。受益于原材料价格同比处于低位，2019Q2各纸包装公司盈利能力均有所改善。其中，裕同科技Q2毛利率28.90%（同比+4.89pct），劲嘉股份Q2毛利率42.16%（同比+1.28pct），东风股份Q2毛利率34.83%（同比+0.91pct），美盈森Q2毛利率31.23%（同比+0.84pct）。

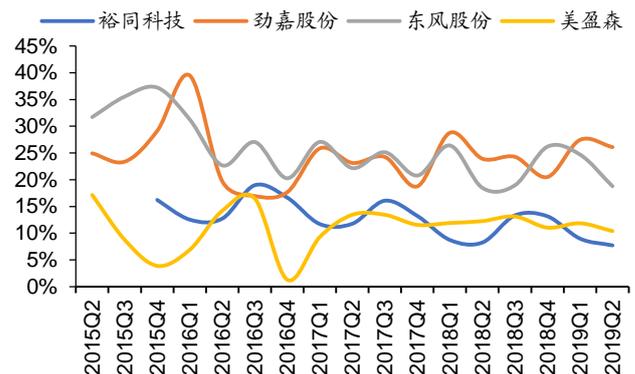
此外，前两年社会化包装领域竞争加剧的状态，因此包装行业利润率有所走低，我们判断目前部分领域盈利能力以及触底，有望企稳回升。例如，消费电子领域由于销售低迷的影响，下游增长压力、成本压力向上游传导，叠加上包装供应商竞争加剧，以裕同科技为代表的龙头公司也受到一定冲击。目前，有些领域包装订单盈利已逐步触底，未来有望企稳回升。

图49：包装上市公司毛利率变化（截止19Q2）



数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

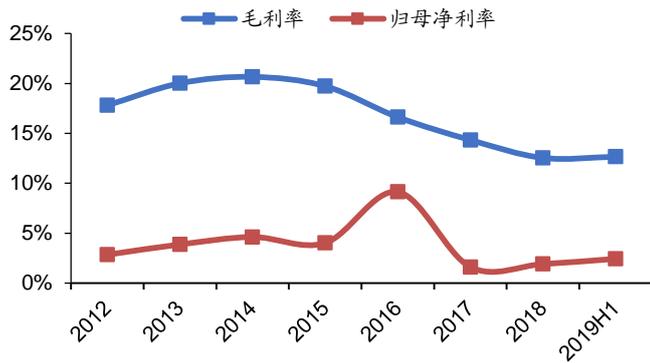
图50：包装上市公司净利率变化（截止19Q2）



数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

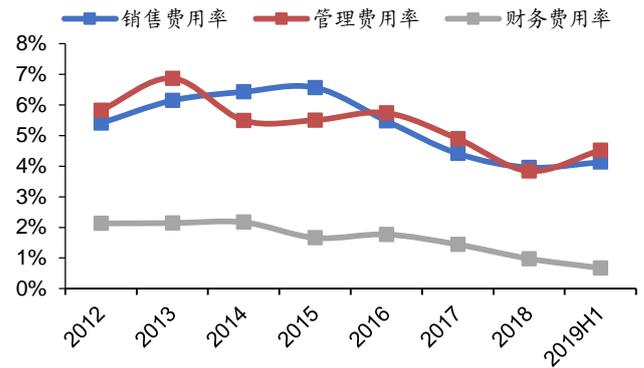
由于瓦楞纸原材料价格同比下滑影响，合兴包装包装制造业务毛利率有所回升，2019H1包装制造业务毛利率15.46%（同比+0.73pct）；此外，PSCP平台模式持续迭代优化，2019H1产业链服务毛利率4.96%（同比+0.36pct）。

图51: 合兴包装毛利率、归母净利润率



数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

图52: 合兴包装三费情况



数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

营收增速方面，需求景气度较弱导致增速承压。公司营收增速方面，裕同科技环比改善，Q2同比增速13.59%，高于Q1的同比增速，主要系裕同科技持续加大新客户拓展、积极拓展新业务领域。我们判断，随着环保餐具、商务云印刷等新领域逐渐深入推进，裕同科技全年有望保持较快增长。劲嘉股份Q2增速有所减弱，推测与订单节奏有关，我们对公司全年的增长预期依然保持不变。

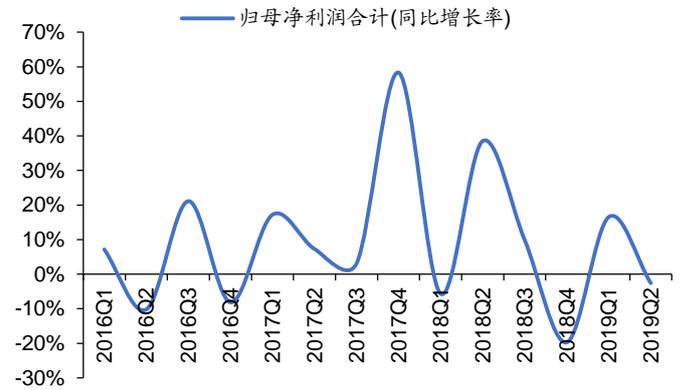
图53: 包装印刷板块营业总收入同比增长



数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

注: 包装印刷板块采用申万行业分类

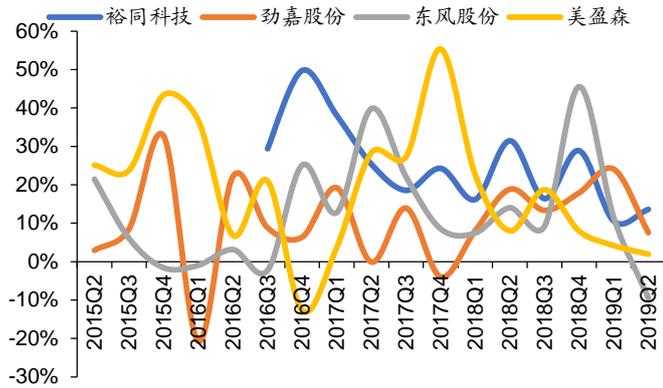
图54: 包装印刷板块归母净利润同比增长



数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

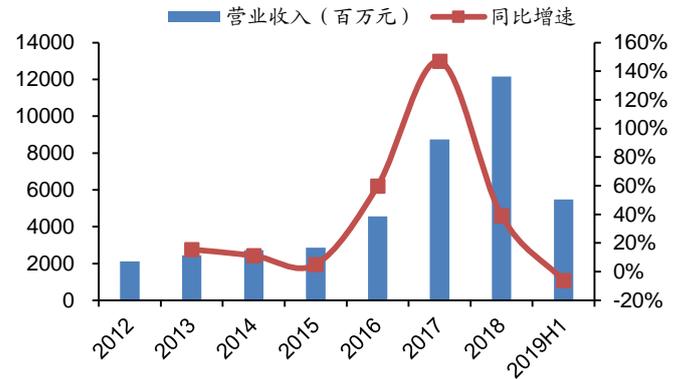
注: 包装印刷板块采用申万行业分类

图 55: 包装公司单季度营业收入增速 (截止 2019Q1)



数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

图 56: 合兴包装营收增速



数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

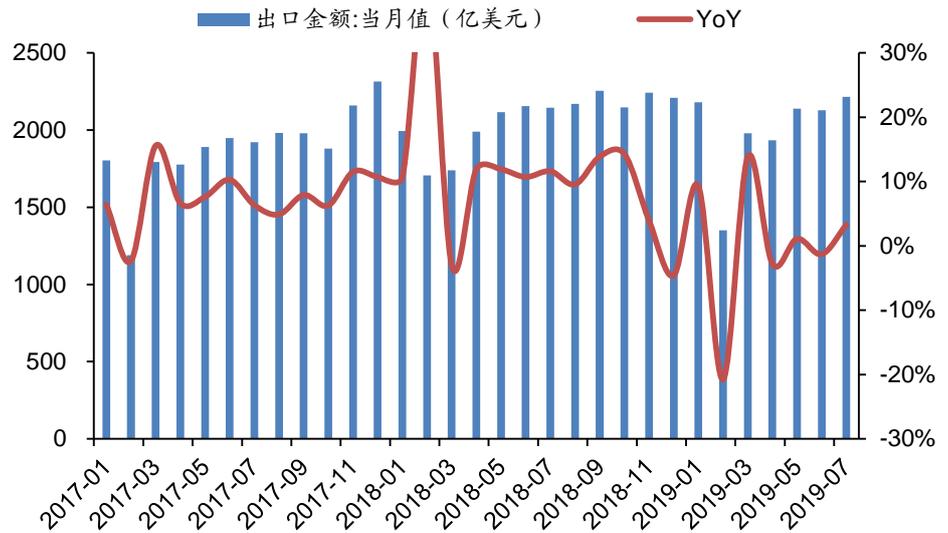
注: 合兴包装由于重述报表, 因此无法列示过往单季度数据

(二) 原材料价格回落影响包装定价(价), 贸易摩擦冲击影响订单需求(量)

由于包装价格传导过程, 对于瓦楞纸箱包装, 应当关注利润增长情况, 而非表观收入增长情况。1) 对于盈利能力相对较为丰厚的展示包装领域, 原材料价格变化到包装定价的传导相对有限, 因此原材料价格下跌(上升)往往对应毛利率上升(下降)。裕同科技等公司的盈利变化, 也印证了这一点。2) 而对于利润率较为薄弱的运输包装行业, 原材料价格变化将会传导为订单价格变化, 当原材料价格下降将会导致包装订单价格下降, 最终反映为表观收入的下降。而实际上, 由于量的增长, 公司的利润是可能是上升的。

贸易摩擦, 实际上对于包装行业的需求量也有一定的冲击。包装并不作为直接出口物, 但是依然经由一定的途径受到波及。1) 进出口货物的减少, 造成运输包装的需求不足; 2) 此外, 往长期看, 制造业回流也会致使来自代工厂的包装需求减弱。

图57: 我国出口金额增速变化 (亿美元)



数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

(三) 新领域、新经济是包装企业突围不景气的重要手段

面对下游需求景气度低的局面,各包装公司纷纷采取措施积极应对。主要方式可归纳为两类:新领域、新经济。

裕同科技:传统包装+新包装

1) 传统包装新客户开发:公司加大力度拓展智能硬件、烟酒、化妆品、奢侈品等领域客户,并取得成效。其中,宝洁、联合利华、欧莱雅等客户度过磨合期,订单逐步开始放量。并且,前期拓展的小米集团、哈曼、水井坊等优质客户,自身产品销售量的增长带动了包装订单需求的增长。

2) 智慧工场:此外,公司与重庆共享工业投资有限公司签署《裕同科技智慧工厂暨高端智能包装项目合作协议书》,以自筹资金16亿元在重庆大学城科技产业园打造裕同科技智慧工厂示范区,提前布局现有核心客户的扩张需求,同时瞄准重庆市超200亿的市场空间。

2) 环保餐具:根据公司公告披露,截止2019年7月,全球实施禁塑令的国家达到127个,并且国内部分省市也在践行禁塑。原先部分塑料包装退出后,市场将需要新的材料弥补空缺,公司瞄准机遇,积极布局环保材料(尤其是植物纤维环保餐具方向)。目前,公司东莞植物纤维制品生产基地已投产环保餐具。后续,公司宜宾植物纤维生产基地将建成投产。宜宾生产基地产能较大,预期产能释放后将推动公司环保餐具业务蓬勃发展。

3) 云包装:以云创科技为载体整合行业资源,积极探索云包装商业模式,切入小批量包装、个性化方案、商业印刷等多领域。

劲嘉股份：酒包领域+电子烟

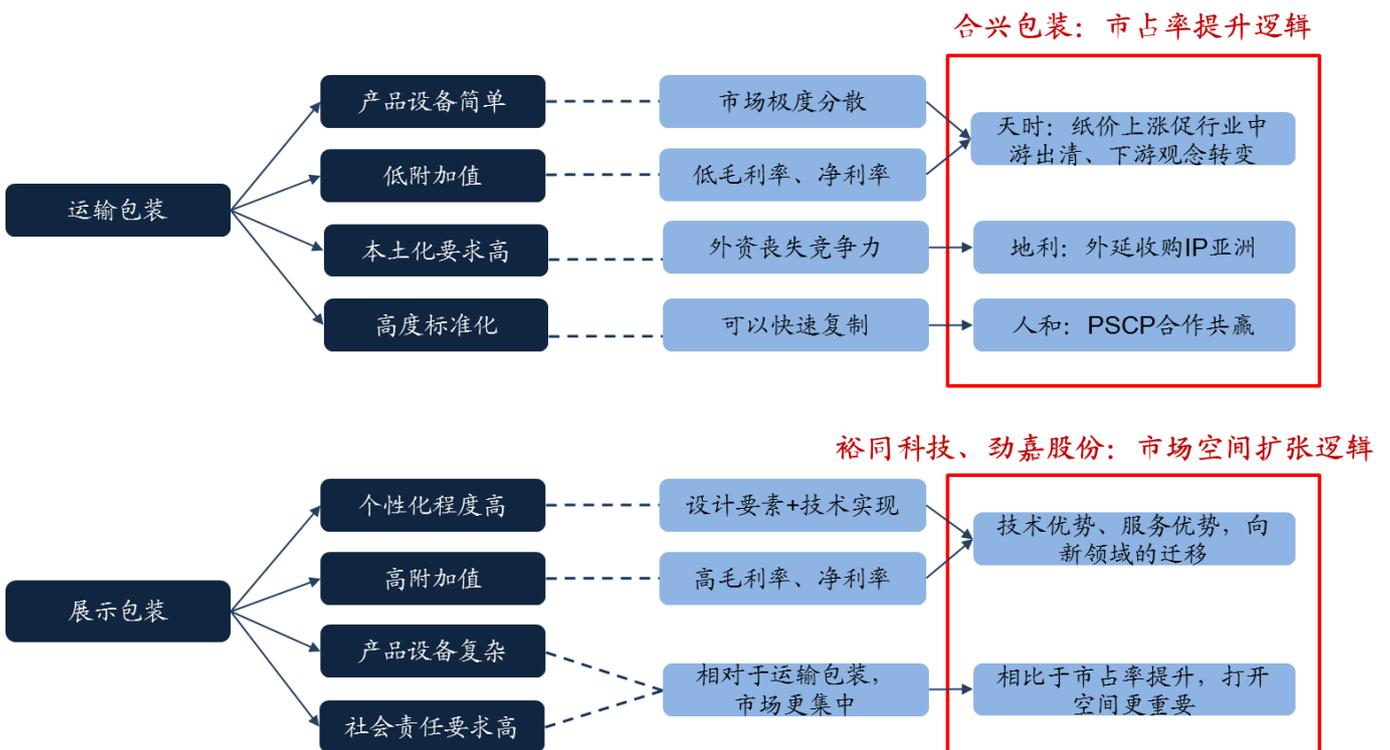
劲嘉股份携手五粮液、茅台，酒包业务有望在2019年全面发力。2019年4月10日，公司发布公告与五粮液包装公司签署合作。合作签署后，公司已经成功入局贵州茅台（见2017年12月25日《关于签订股权收购协议的公告》）、五粮液两大龙头酒企，公司在酒包装行业中的品牌效应有望凸显，预期公司今年酒包业务加速发力。

借助客户优势，立足研发成果，以劲嘉股份为代表的包装公司切入新型烟草领域，并有望在2019年逐步兑现利润。公司在新型烟草领域的布局包括与云南中烟的合资公司嘉玉科技，与米物科技的合资公司因味科技。云南中烟推出MC、Webacco加热不燃烧烟具，因味科技也开始推出电子烟品牌foogo参加展会，并逐步启动招商，预计公司2019年新型烟草开始逐步兑现出业绩。

合兴包装：PSCP平台模式

2019H1公司PSCP平台拥有客户约1600家，实现销售收入近15亿，增速相比于去年同期大幅放缓。主要系公司立足现有平台合作伙伴，于年初推动“联合包装网”2.0版本上线，业务模式从原先的“四通一宝”逐步向“合伙人”模式转型，平台合作质量有望进一步提升。模式厘清后，PSCP有望迎来新的快速成长期。

图58：运输包装与展示包装投资逻辑



数据来源：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；重点城市供给改善不及预期；三四线成交热度快速下行；库存累积快于预期；房企融资持续收紧；地产历史经验与实际情况出现背离；家具行业竞争压力加大；多元渠道拓展低于预期；公司投资并购事项受阻；收购承诺利润可能不达预期；原材料价格上涨影响盈利水平；产能投放不及预期；同业竞争风险加剧。

造纸板块：经济波动影响导致下游需求增速不及预期，社会库存增加。造纸行业供给端新增产能超预期释放，中小产能淘汰过程受到经济增速下行影响力度下降，小产能复产导致供需面恶化，产能出清受阻。原材料木浆及废纸价格持续高位导致行业盈利能力回落。原材料废纸政策加速海外进口废纸下降，固废供需失衡。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 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

营业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。