

轻工制造

造纸包装行业三季报总结

—造纸周期筑底，包装曙光初现

评级：增持（维持）

分析师：徐稚涵

执业证书编号：S0740518060001

电话：021-20315133

Email: xuzh01@r.qlzq.com.cn

研究助理：郭美鑫

Email: guomx@r.qlzq.com.cn

研究助理：徐偲

Email: xucai@r.qlzq.com.cn

基本状况

上市公司数	124
行业总市值(百万元)	774420.660
行业流通市值(百万元)	535642.199

相关报告
重点公司基本状况

简称	股价 (元)	EPS				PE				PEG	评级
		2017	2018	2019E	2020E	2017	2018	2019E	2020E		
中顺洁柔	12.61	0.5	0.3	0.5	0.6	27.6	40.6	22.7	19.2	0.6	买入
太阳纸业	8.19	0.8	0.9	0.8	1.0	10.2	9.5	10.0	8.2	-1.7	增持

备注

投资要点
■ 造纸：周期底部，布局龙头

造纸：2019Q3 在行业周期红利下行背景下，造纸板块收入和利润依然承压。分纸种看，我们认为文化纸行业格局优于包装纸：1) 供给端，文化纸新增产能投放速度远低于包装纸，导致终端价格竞争不及包装纸激烈。2) 需求端，文化纸下游需求偏刚性，在宏观经济走弱和出口承压的背景下，2018 年需求增速仅有小幅下滑。展望后市，我们认为文化纸行业基本面有望呈现逐步改善趋势。1) 由于行业集中度较高，企业议价权提升带动成品纸价格先于包装纸止跌企稳。2) 上游木浆价格超预期下跌，导致二三季度吨盈水平持续改善。3) 文化纸目前处于库存探底阶段，后市造纸传统旺季来临带动下库存需求，有望实现纸价反弹。**推荐文化纸行业龙头太阳纸业。**包装纸方面，行业格局不如文化纸，但建议关注限制外废进口落地情况，若政策最终如期执行，原材料缺口可能导致行业重新洗牌，供需格局改变将助力行业逐步回暖。

■ 生活用纸：必选消费，长线布局

生活用纸：中顺洁柔收入增速与毛利率水平远优于同行，成长性和盈利能力均在头部品牌中领先对手。行业端，生活用纸行业是快速消费品行业中竞争格局较好的领域。国际快消巨头涉足不深，为国产品牌崛起提供了机遇。从行业长期成长性，集中度格局演变，盈利能力和估值水平四个维度，我们判断生活用纸行业中长期有望诞生千亿市值标的。当下时点，我们认为浆价后市走势以低位震荡或继续小幅下探为主，为 19-20 年生活用纸企业业绩释放提供了更高的确定性。

■ 包装：下游变迁，行业转型

包装：包装印刷板块 2019Q3 收入利润同比略有提升。宏观经济增速下行和上游纸价下跌导致企业短期盈利能力承压。中长期看，建议关注龙头企业扩张带来的业绩成长性。高端包装方面，下游需求呈现多元化趋势，龙头企业如裕同科技、劲嘉股份均逐步拓展新业务，收入结构呈现逐步改善迹象。伴随新业务放量，企业盈利能力有望逐步提升，带来新的业绩增长点。箱板瓦楞包装方面，受上游纸价下跌和需求下行影响，上半年行业龙头合兴包装收入增速放缓。但中长期我们依然看好行业集中度提升趋势下龙头企业的轻资产扩张之路，建议择机布局。

■ 建议关注标的：中顺洁柔、太阳纸业

风险提示：原材料价格大幅上涨风险、宏观经济波动风险、行业政策变动风险

内容目录

三季报业绩回顾：业绩依然承压，估值探底回升.....	- 6 -
轻工行业三季报业绩回顾.....	- 6 -
市场表现：估值探底回升.....	- 7 -
造纸板块：周期逐步探底，首选文化纸龙头.....	- 9 -
三季度业绩回顾：周期下行，业绩承压.....	- 9 -
供需格局：文化纸格局更优，包装纸格局尚待调整.....	- 11 -
库存周期：主动去库存或已接近尾声.....	- 14 -
盈利展望：文化纸龙头业绩四季度有望继续好转.....	- 15 -
中长期研判：浆价下行文化纸持续受益，长线关注包装纸资源禀赋优势..	- 17 -
投资建议.....	- 18 -
生活用纸：千亿标的的孵化温床，浆价下跌提升安全边际.....	- 19 -
业绩回顾：中顺洁柔显著优于大市，金红叶业绩明显承压.....	- 19 -
行业竞争格局：快速消费品优质赛道，白马标的孵化温床.....	- 20 -
成本视角：浆价下行，利好短期成本压力释放.....	- 24 -
包装印刷：关注纸包装龙头扩张带来的成长性.....	- 25 -
三季报业绩回顾：收入利润齐增长.....	- 25 -
行业格局：格局变迁，龙头集中度提升.....	- 26 -
企业成长性：两种模式，助力龙头企业抢占先机.....	- 29 -
重点覆盖公司业绩一览.....	- 31 -
风险提示.....	- 31 -
原材料价格上涨风险.....	- 31 -
宏观经济波动风险.....	- 31 -
行业政策变动风险.....	- 31 -

图表目录

图表 1：轻工及二级子板块主营业务收入增速.....	- 6 -
图表 2：轻工及二级子板块归母净利润增速.....	- 6 -
图表 3：轻工及二级子板块分季度收入增速.....	- 6 -
图表 4：轻工及二级子板块分季度归母净利润增速.....	- 6 -
图表 5：轻工制造（SW 分类）年初至今涨跌幅（%）.....	- 7 -
图表 6：轻工及二级子板块 PE（ttm）变动趋势.....	- 7 -
图表 7：造纸板块（SW 分类）指数表现.....	- 8 -
图表 8：造纸板块（SW 分类）2018 年初至今涨跌幅.....	- 8 -
图表 9：23 家造纸企业股价 2019 年初至今涨跌幅（截止 11 月 1 日）.....	- 8 -
图表 10：包装印刷板块（SW 分类）指数表现.....	- 9 -
图表 11：包装印刷板块（SW 分类）2018 年初至今涨跌幅.....	- 9 -

图表 12: 37 家包装印刷企业股价 2019 年初至今涨跌幅 (截止 11 月 1 日)	- 9 -
图表 13: 造纸板块营收规模.....	- 10 -
图表 14: 造纸板块归母净利润情况.....	- 10 -
图表 15: 单季度造纸板块营收规模.....	- 10 -
图表 16: 单季度造纸板块归母净利润情况.....	- 10 -
图表 17: 造纸板块整体毛利率和净利率.....	- 11 -
图表 18: 造纸板块费用率情况.....	- 11 -
图表 19: 造纸行业固定资产投资完成额与净利率.....	- 11 -
图表 20: 造纸行业固定资产投资完成额与产量.....	- 11 -
图表 21: 造纸行业固定资产投资完成额及增速.....	- 12 -
图表 22: 我国成品纸产量增速逐步恢复.....	- 12 -
图表 23: 2018 年各纸种需求增速.....	- 12 -
图表 24: 箱板纸需求与第二产业 GDP 显著相关.....	- 13 -
图表 25: 包装纸新增产能加速投放 (万吨).....	- 13 -
图表 26: 铜版纸产能、产量、开工率走势.....	- 13 -
图表 27: 白卡纸产能、产量、开工率走势.....	- 13 -
图表 28: 箱板纸产能、产量、开工率走势.....	- 13 -
图表 29: 瓦楞纸产能、产量、开工率走势.....	- 13 -
图表 30: 造纸行业原材料及产成品同比增速情况.....	- 14 -
图表 31: 铜版纸价格与库存变动.....	- 14 -
图表 32: 白卡纸价格与库存变动.....	- 14 -
图表 33: 箱板纸价格与库存变动.....	- 15 -
图表 34: 瓦楞纸价格与库存变动.....	- 15 -
图表 35: 各纸种价格走势.....	- 15 -
图表 36: 铜版纸吨盈变动趋势 (元/吨).....	- 15 -
图表 37: 白卡纸吨盈变动趋势 (元/吨).....	- 16 -
图表 38: 双胶纸吨盈变动趋势 (元/吨).....	- 16 -
图表 39: 箱板纸吨盈变动趋势 (元/吨).....	- 16 -
图表 40: 瓦楞纸吨盈变动趋势 (元/吨).....	- 16 -
图表 41: 文化纸行业 CR4 显著高于包装纸 (2018 年).....	- 16 -
图表 42: 针叶浆价格走势 (元/吨).....	- 17 -
图表 43: 阔叶浆价格走势 (元/吨).....	- 17 -
图表 44: Suzano 库存天数 (天).....	- 17 -
图表 45: 欧洲港口库存水平.....	- 17 -
图表 46: 国内港口库存水平.....	- 18 -

图表 47: 国废黄板纸价格走势 (元/吨)	- 18 -
图表 48: 美废价格走势 (元/吨)	- 18 -
图表 49: 内外废价差依然处于相对高位 (元/吨)	- 18 -
图表 50: 中顺洁柔收入及变动趋势	- 19 -
图表 51: 维达国际收入及变动趋势	- 19 -
图表 52: 恒安国际收入及变动趋势	- 19 -
图表 53: 金红叶收入及变动趋势	- 19 -
图表 54: 前四家生活用纸企业毛利率对比	- 20 -
图表 55: 前四家生活用纸企业销售费用率对比	- 20 -
图表 56: 我国化妆品行业市占率	- 20 -
图表 57: 我国卫生巾市场行业市占率	- 20 -
图表 58: 我国纸尿裤行业市占率	- 21 -
图表 59: 我国生活用纸行业市占率	- 21 -
图表 60: 快速消费品各子行业毛利率 (2017 年)	- 21 -
图表 61: 我国卫生巾、纸尿裤与生活用纸行业增速	- 21 -
图表 62: 我国生活用纸行业规模测算	- 22 -
图表 63: 全球生活用纸行业规模 (亿美元)	- 22 -
图表 64: 我国生活用纸占全球比重	- 22 -
图表 65: 美国厕纸 CR3 达到 59%	- 22 -
图表 66: 美国纸巾 CR3=61.2%	- 22 -
图表 67: 维达与洁柔净利率对比	- 23 -
图表 68: 中美快消品龙头营业支出/营业收入对比	- 23 -
图表 69: 恒安、维达近 10 年 PE (TTM) 趋势	- 23 -
图表 70: 中顺洁柔毛利率与浆价存在反向关系	- 24 -
图表 71: 中顺洁柔生活用纸毛利率敏感性	- 24 -
图表 72: 中顺洁柔卷纸和非卷纸毛利率弹性测算 (以 18 年毛利率为基数)	- 24 -
图表 73: 包装印刷板块营收规模	- 25 -
图表 74: 包装印刷板块归母净利润情况	- 25 -
图表 75: 单季度包装印刷板块营收规模	- 25 -
图表 76: 单季度包装印刷板块归母净利润情况	- 25 -
图表 77: 包装印刷板块整体毛利率和净利率	- 26 -
图表 78: 包装印刷板块费用率情况	- 26 -
图表 79: 包装印刷行业龙头企业收入与归母净利润单季度增长趋势	- 26 -
图表 80: 纸包装细分下游需求测算 (亿元)	- 27 -
图表 81: 包装子行业龙头市占率测算	- 27 -

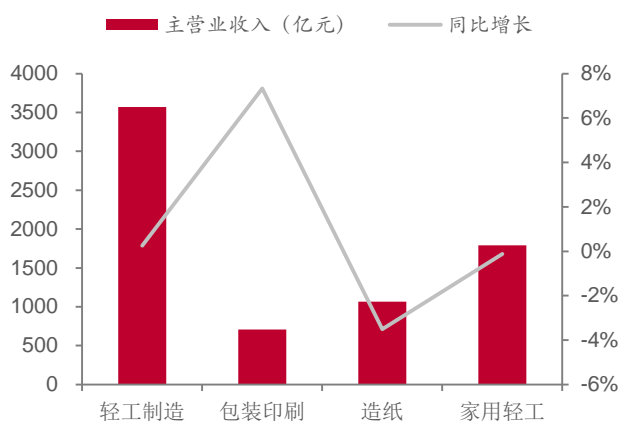
图表 82: 包装龙头集中度-中国 CR3 vs.美国/澳洲 CR4.....	- 27 -
图表 83: 高端包装下游需求测算.....	- 28 -
图表 84: 劲嘉股份彩盒占营收比重持续提升.....	- 29 -
图表 85: 劲嘉股份彩盒毛利率 2019H1 上行.....	- 29 -
图表 86: 裕同科技、劲嘉股份近年导入或深入拓展的新客户汇总.....	- 29 -
图表 87: 裕同科技固定资产和在建工程变动.....	- 29 -
图表 88: 劲嘉股份固定资产和在建工程变动.....	- 29 -
图表 89: 箱板瓦楞包装净利率远低于高端包装.....	- 30 -
图表 90: 合兴包装近年资产周转率大幅提升.....	- 30 -
图表 91: 合兴包装现金流数据	- 30 -
图表 92: 公司应收账款周转天数同比下降.....	- 30 -
图表 93: 重点覆盖公司三季报业绩一览表	- 31 -

三季度业绩回顾：业绩依然承压，估值探底回升

轻工行业三季度业绩回顾

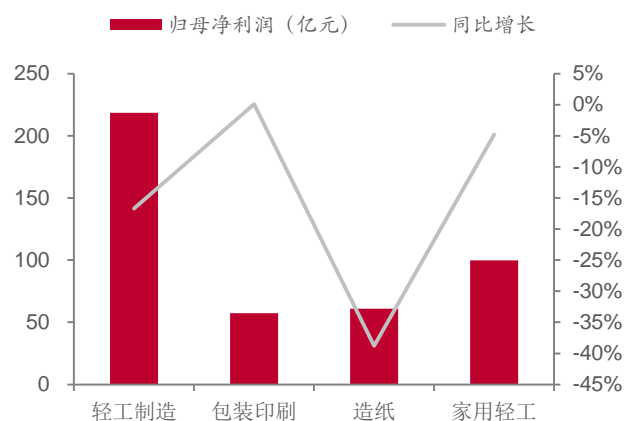
- **业绩总览：收入有所下滑，利润分化明显。**2019 年前三季度轻工制造行业上市公司实现主营业务收入 3572 亿元，同比减少 0.26%。其中家用轻工、造纸和包装印刷板块占比分别为 50.13%、29.87%和 19.78%。**从子版块表现看**，家用轻工板块 2019 前三季度营收同比下滑 0.12%，造纸板块营收下滑 3.51%，包装印刷板块营收增长 7.34%。
- 同期轻工制造行业上市公司合计实现归母净利润 218 亿元，同比下降 16.7%，其中包装印刷归母净利润增长 0.11%，家用轻工板块和造纸板块归母净利润同比下降 4.78%和 38.8%。

图表 1：轻工及二级子板块主营业务收入增速



来源：wind、中泰证券研究所

图表 2：轻工及二级子板块归母净利润增速

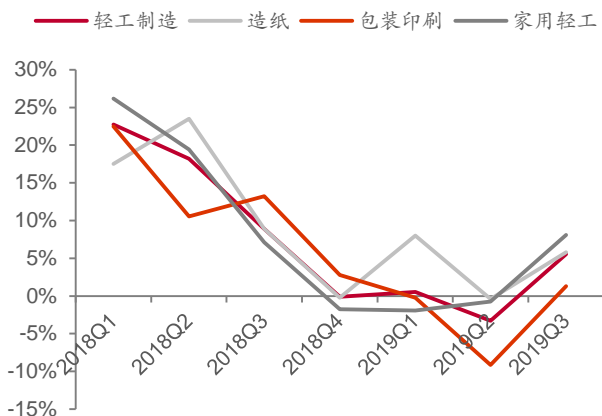


来源：wind、中泰证券研究所

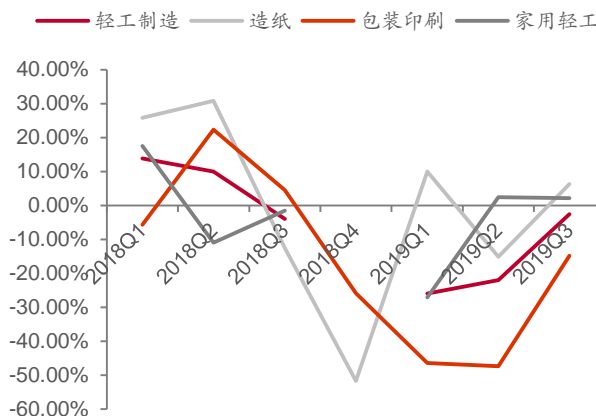
- **季度趋势分析：收入增速回升，包装印刷利润增速好转。**分季度看，19Q1-Q3 轻工制造行业营收增速分别为 0.5%/-3.3%/5.5%，收入端 Q3 较前两季度有所增长。从子版块表现看，家用轻工板块 19Q1-Q3 营收增速分别为-1.9%/-0.7%/8.1%，2019 前二季度收入承压，三季度回归正增长；造纸板块 19Q1-Q3 增速分别为-0.2%/-9.1%/1.3%，受需求端下行导致纸价下跌的影响，造纸板块收入总体呈现同比下降趋势，但三季度略有好转；包装印刷板块 19Q1-Q3 营收增速分别为 8%/-0.4%/5.8%。
- **利润端，19Q1-Q3 轻工制造行业归母净利润增速分别为 -25.9%/-22%/-2.6%**。其中家用轻工板块 19Q1-Q3 归母净利润增速则分别为 -27.1%/2.5%/2.2%；造纸 19Q1-Q3 归母净利润增速分别为 -46.4%/-47.4%/-14.8%；包装印刷板块 19Q1-Q3 归母净利润增速分别为 9.9%/-15.1%/6.3%；

图表 3：轻工及二级子板块分季度收入增速

图表 4：轻工及二级子板块分季度归母净利润增速



来源: wind、中泰证券研究所



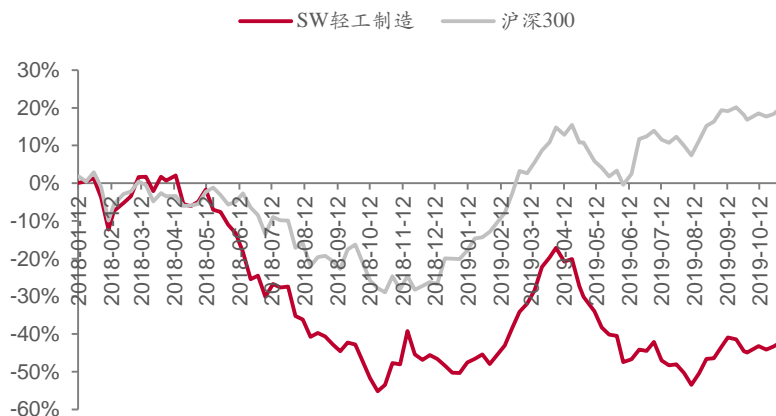
来源: wind、中泰证券研究所

*2018Q4 轻工制造和家用轻工归母净利润扭亏

市场表现: 估值探底回升

- **轻工相对于沪深 300:** 2018 年年初至 2019 年 11 月 1 日, 申万一级行业轻工制造累计下跌 42.17% (其中 2019 年年初至 11 月 1 日累计上涨 8.08%), 同期沪深 300 指数累计上涨 20.07% (其中 2019 年年初至 11 月 1 日累计上涨 40.05%), 轻工制造整体表现弱于沪深 300。

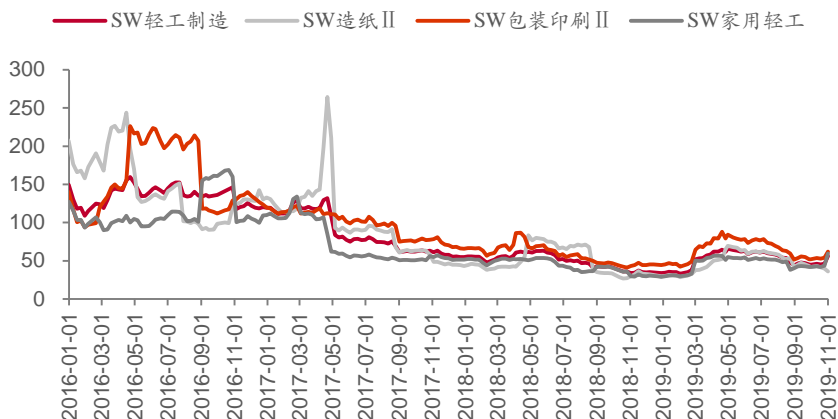
图表 5: 轻工制造 (SW 分类) 年初至今涨跌幅 (%)



来源: wind、中泰证券研究所

- **板块估值探底回升。**轻工各板块整体呈现出估值中枢下移的情况, 自 2015 年牛市结束后板块市盈率持续走低, 2018 年受大盘整体低迷影响板块估值延续下滑态势, 2019 年开始呈现回升状态。当前轻工行业 PE (ttm) 为 56.32 倍, 去年年底为 33.90 倍。从子版块看, 家用轻工板块 PE (ttm) 由去年年底的 29.13 倍升至 59.36 倍, 造纸板块由 30 倍升至 36.15 倍, 包装印刷板块由 44.55 倍升至 62.07 倍。

图表 6: 轻工及二级子板块 PE (ttm) 变动趋势



来源: wind、中泰证券研究所

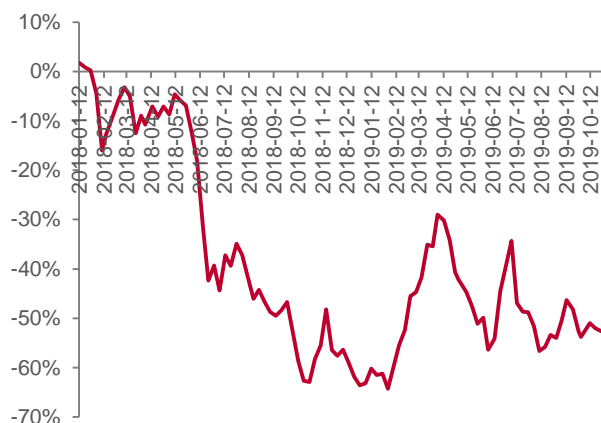
- **造纸板块:** 2018 年年初至 2019 年 11 月 1 日, 申万二级子版块造纸板块累计下跌 52.95% (其中 2019 年至今累计上涨 10.61%), 大盘低迷及造纸业周期红利边际下行是造纸板块市场表现承压的核心原因。对比 23 家造纸公司 2019 年年初至今涨跌幅来看, 中顺洁柔、太阳纸业等核心资产表现优于大市。

图表 7: 造纸板块 (SW 分类) 指数表现



来源: wind、中泰证券研究所

图表 8: 造纸板块 (SW 分类) 2018 年年初至今涨跌幅



来源: wind、中泰证券研究所

图表 9: 23 家造纸企业股份 2019 年年初至今涨跌幅 (截止 11 月 1 日)

排名	简称	年初至今涨跌幅 (%)	排名	简称	年初至今涨跌幅 (%)	排名	简称	年初至今涨跌幅 (%)
1	安妮股份	98.25	10	岳阳林纸	7.35	19	冠豪高新	-9.28
2	博汇纸业	50.45	11	齐峰新材	7.15	20	晨鸣纸业	-9.92
3	中顺洁柔	48.28	12	美利云	5.78	21	景兴纸业	-12.60
4	恒丰纸业	47.14	13	青山纸业	4.54	22	晨鸣B	-18.81
5	太阳纸业	45.86	14	粤华包B	3.86	23	民丰特纸	-23.62
6	凯恩股份	32.91	15	华泰股份	3.07			
7	宜宾纸业	25.08	16	山鹰纸业	-0.64			
8	荣晟环保	14.86	17	仙鹤股份	-5.15			
9	松炆资源	9.56	18	银鸽投资	-7.90			

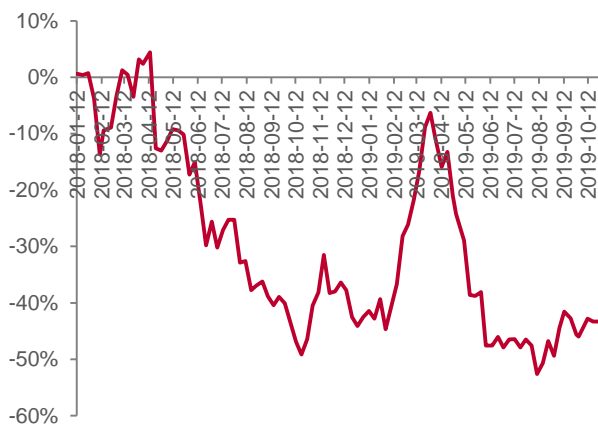
来源:wind、中泰证券研究所

- **包装印刷板块:** 2018 年年初至 11 月 1 日, 申万二级子版块包装印刷板块累计下跌 44.05% (其中 2019 年年初至今累计上涨 0.1%), 2018 年

7月-2019年1月低位盘整，板块指数在2019年2月-4月迎来了一波回升后又大幅回落，目前维持在历史低位水平。对比37家包装印刷公司2019年初至今涨跌幅来看，集友股份、劲嘉股份、裕同科技等综合表现优于大市。

图表 10: 包装印刷板块 (SW 分类) 指数表现


来源: wind、中泰证券研究所

图表 11: 包装印刷板块 (SW 分类) 2018 年初至今涨跌幅


来源: wind、中泰证券研究所

图表 12: 37 家包装印刷企业股价 2019 年初至今涨跌幅 (截止 11 月 1 日)

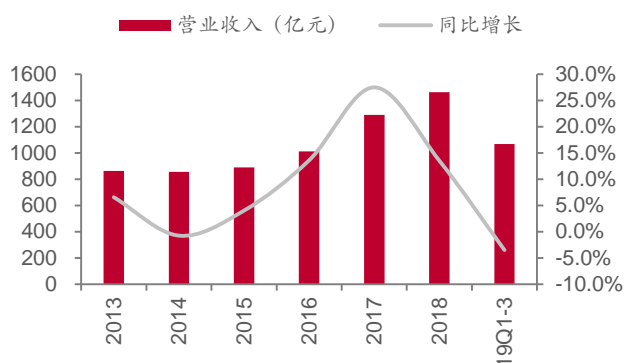
排名	简称	年初至今涨跌幅 (%)	排名	简称	年初至今涨跌幅 (%)	排名	简称	年初至今涨跌幅 (%)
1	顺灏股份	183.11	14	金时科技	24.42	27	华源控股	0.52
2	新通联	107.14	15	浙江众成	22.10	28	合兴包装	-2.33
3	集友股份	91.78	16	东风股份	20.74	29	陕西金叶	-5.49
4	吉宏股份	56.29	17	英联股份	18.58	30	双星新材	-6.44
5	环球印务	48.29	18	新宏泽	14.11	31	鸿博股份	-12.04
6	东港股份	43.89	19	万顺新材	14.10	32	奥瑞金	-12.68
7	王子新材	42.71	20	海顺新材	12.07	33	滨海能源	-14.00
8	劲嘉股份	40.40	21	翔港科技	9.59	34	永吉股份	-22.60
9	美盈森	39.07	22	通产丽星	8.38	35	昇兴股份	-24.87
10	大胜达	38.85	23	界龙实业	7.69	36	盛通股份	-27.89
11	宝钢包装	30.16	24	京华激光	7.25	37	珠海中富	-31.22
12	裕同科技	29.47	25	紫江企业	6.42			
13	永新股份	24.93	26	康欣新材	4.64			

来源:wind、中泰证券研究所

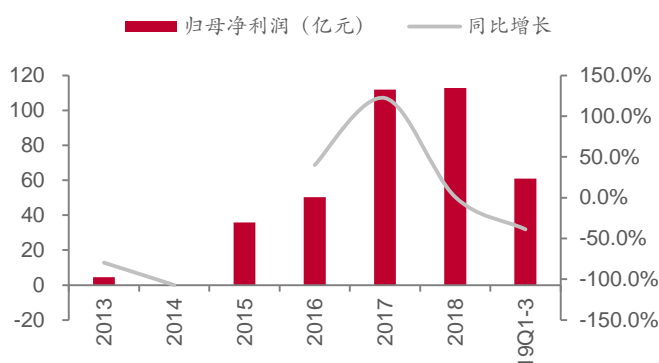
造纸板块: 周期逐步探底, 首选文化纸龙头

三季度业绩回顾: 周期下行, 业绩承压

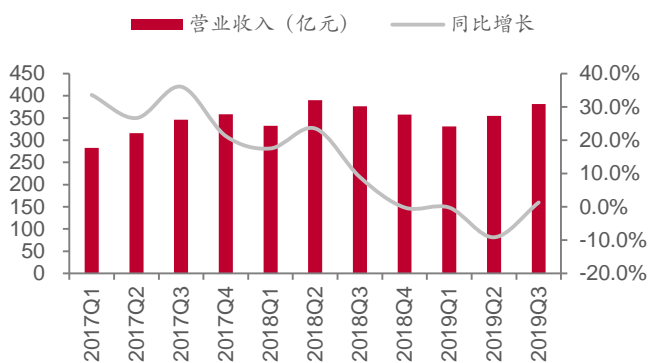
- 收入增速下行, 利润逐步探底。**2019 年前三季度造纸板块合计实现主营业务收入 1067 亿元, 同比下滑 3.5%; 实现归母净利润 61 亿元, 同比下滑 38.8%。分季度看, 造纸板块自 2018Q2 开始的业绩下滑趋势在 Q3 略有好转。2019Q1/Q2/Q3 板块收入分别同比变动 -0.2%/-9.1%/+1.30%, 归母净利润分别同比下滑 46.4%/47.4%/14.84%。

图表 13: 造纸板块营收规模


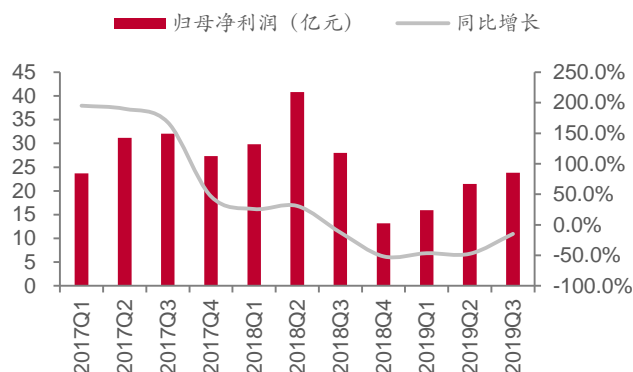
来源: wind、中泰证券研究所

图表 14: 造纸板块归母净利润情况


来源: wind、中泰证券研究所

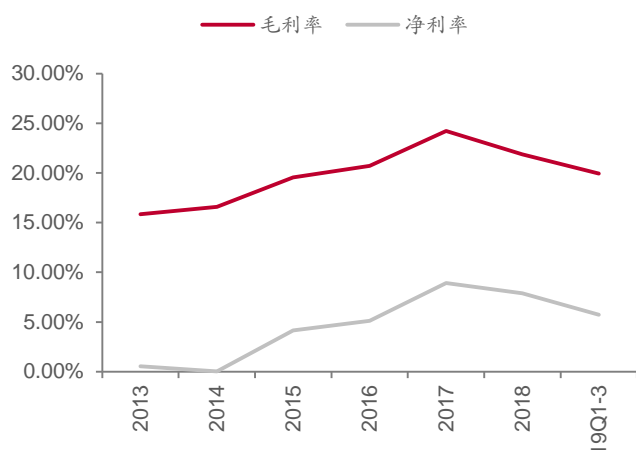
图表 15: 单季度造纸板块营收规模


来源: wind、中泰证券研究所

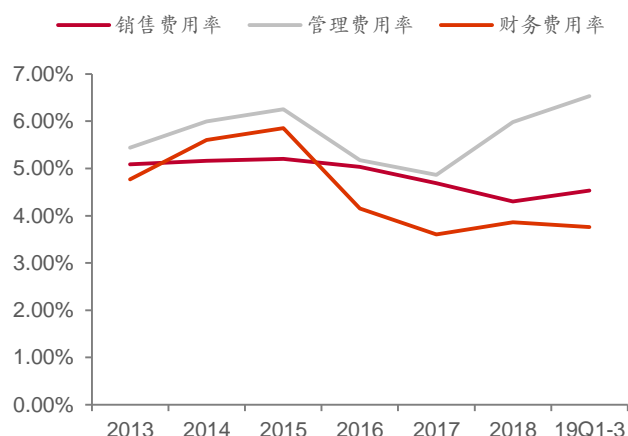
图表 16: 单季度造纸板块归母净利润情况


来源: wind、中泰证券研究所

- 毛利率与净利率下行，管理费用率同比提升。**2019 年前三季度，造纸板块综合毛利率 19.95%，同比下降 3.3pct；净利率 5.74%，同比下降 3.3pct。费用方面，板块三项费用率较 2018Q3 有所提升。其中销售费用率 4.53%，较 2018Q3 提升 0.4pct；管理费用（含研发费用）率 6.53%，较 2018Q3 提升 1.0pct；财务费用率 3.76%，较 2018Q3 下降 0.4pct。

图表 17: 造纸板块整体毛利率和净利率


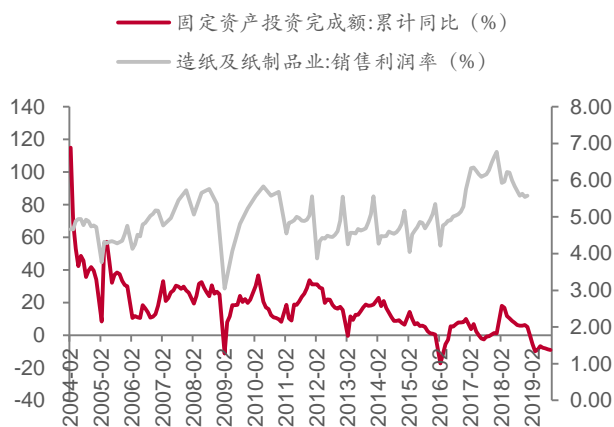
来源: wind、中泰证券研究所

图表 18: 造纸板块费用率情况


来源: wind、中泰证券研究所

供需格局: 文化纸格局更优, 包装纸格局尚待调整

- **投资边际减弱, 产能周期有望逐步触底。**造纸行业周期下行过程中, 目前处于产能收缩阶段, 造纸及纸制品行业固定资产投资完成额今年前三季度累下降 9.1%。近 15 年来首次出现同比负增长。

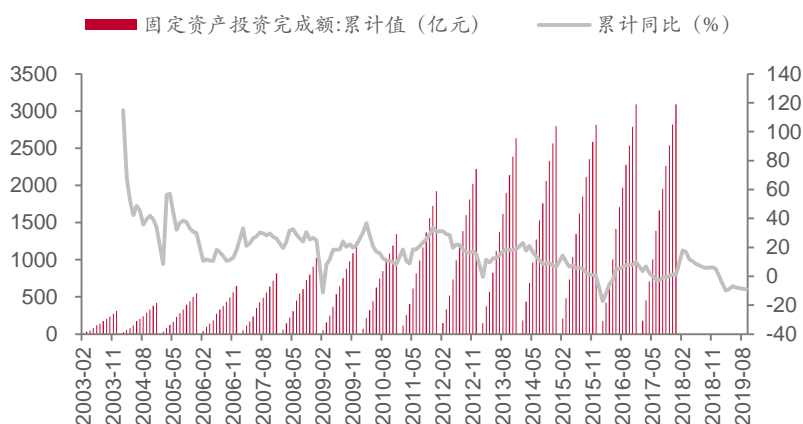
图表 19: 造纸行业固定资产投资完成额与净利率


来源: wind、中泰证券研究所

图表 20: 造纸行业固定资产投资完成额与产量


来源: wind、中泰证券研究所

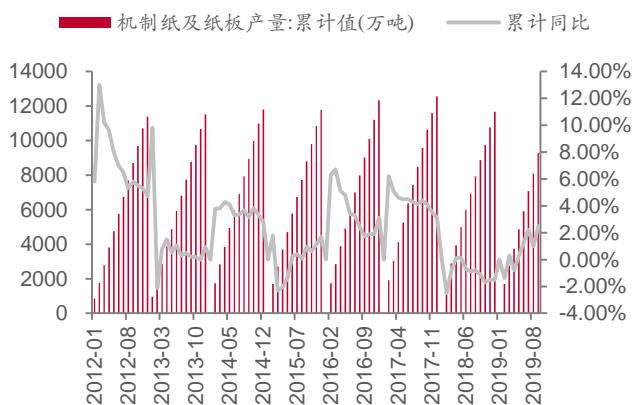
图表 21: 造纸行业固定资产投资完成额及增速



来源: wind、中泰证券研究所

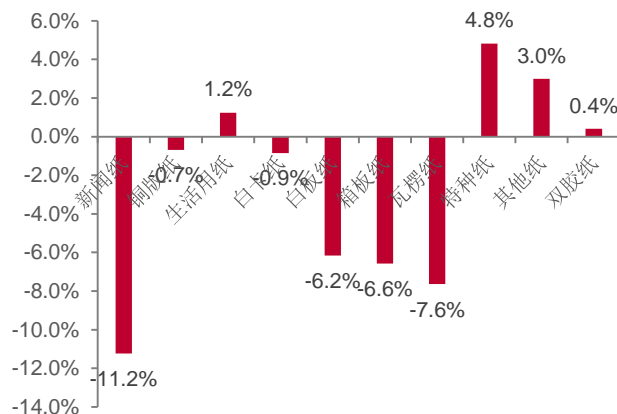
- **行业红利边际减弱, 但有触底企稳迹象。**2018 年下半年开始, 造纸周期下行导致行业产量在 2018 年出现负增长, 趋势持续至 2019 年 4 月。当前时点, 机制纸及纸板产量逐步企稳回暖, 2019 年 1-9 月, 我国机制纸及纸板产量累计同比增长 2.5%。
- **文化纸格局更优, 包装纸供需格局尚待调整。**
- **需求端:** 文化纸由于下游行业需求偏刚性且主要以内销为主, 消费量相对较为稳健。2018 年在行业景气下行背景下, 铜版纸、白卡纸需求仅有小幅下滑, 双胶纸需求甚至略有提升; 包装纸行业需求则与宏观经济关联较为紧密, 且下游行业受出口影响较为明显, 因此在 2018 年包装纸行业下滑趋势较为显著。
- **供给端: 文化纸格局显著优于包装纸。**近年文化纸行业新增产能投放较少, 铜版纸产能呈历年下滑趋势, 白卡纸仅有小幅增长; 包装纸行业产能增长较文化纸更快, 由于产能增速高于产量增速, 包装纸行业开工率逐年下滑, 其中 2018 年尤其明显。2018 年行业新增产能投放是过往三年均值的三倍, 且未来包装纸行业新增产能未见放缓迹象, 因此从供需格局来看, 当下时点我们认为文化纸优于包装纸。

图表 22: 我国成品纸产量增速逐步恢复

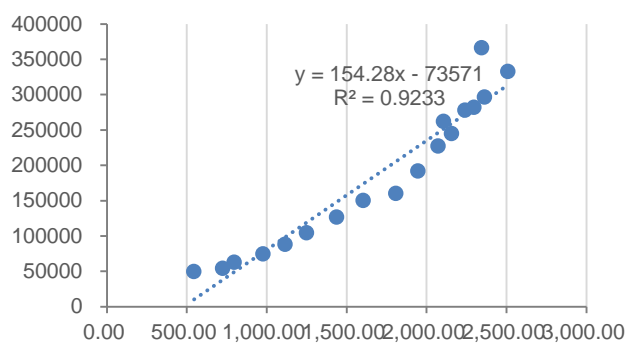


来源: wind、中泰证券研究所

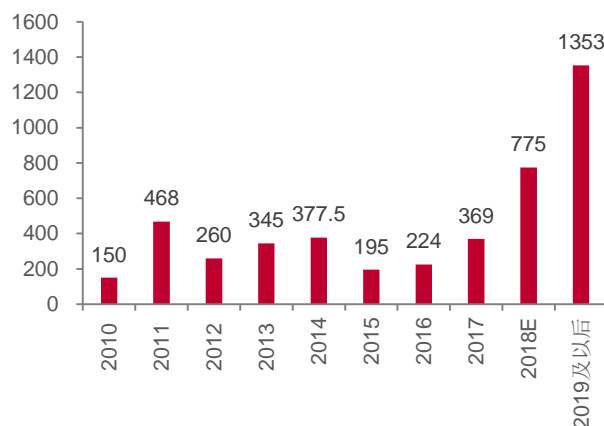
图表 23: 2018 年各纸种需求增速



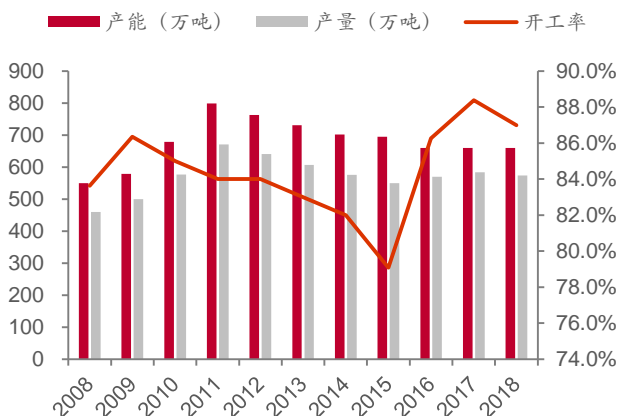
来源: 卓创资讯、中泰证券研究所

图表 24: 箱板纸需求与第二产业 GDP 显著相关


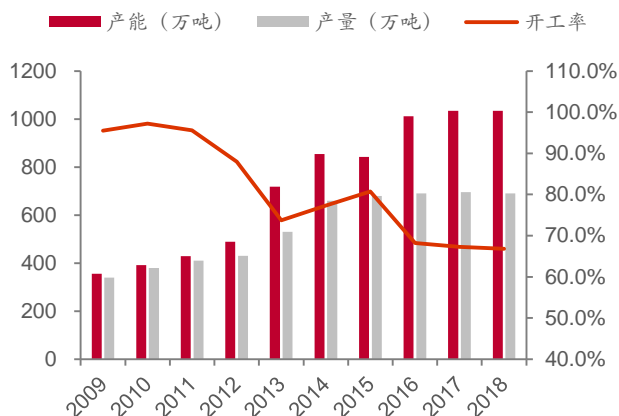
来源: wind、中泰证券研究所

图表 25: 包装纸新增产能加速投放 (万吨)


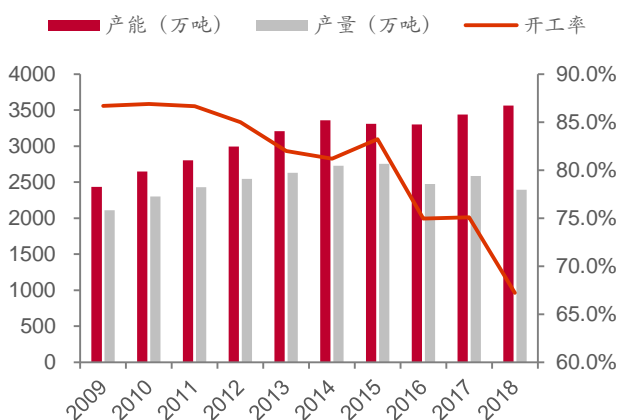
来源: RISI、中泰证券研究所

图表 26: 铜版纸产能、产量、开工率走势


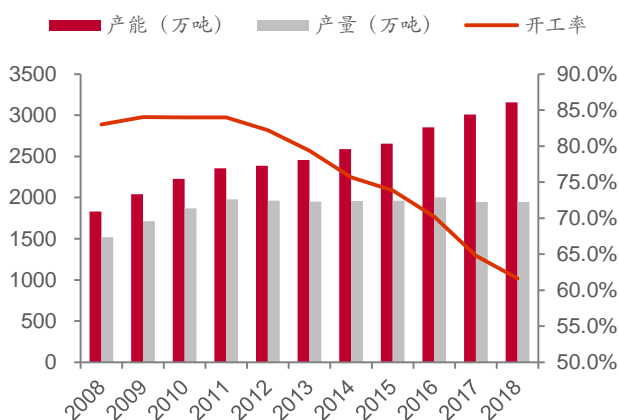
来源: RISI、中泰证券研究所

图表 27: 白卡纸产能、产量、开工率走势


来源: wind、中泰证券研究所

图表 28: 箱板纸产能、产量、开工率走势


来源: RISI、中泰证券研究所

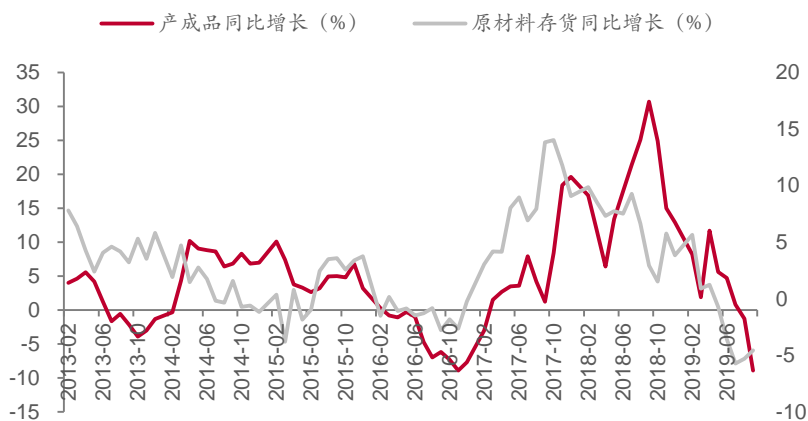
图表 29: 瓦楞纸产能、产量、开工率走势


来源: 卓创资讯、中泰证券研究所

库存周期：主动去库存或已临近尾声

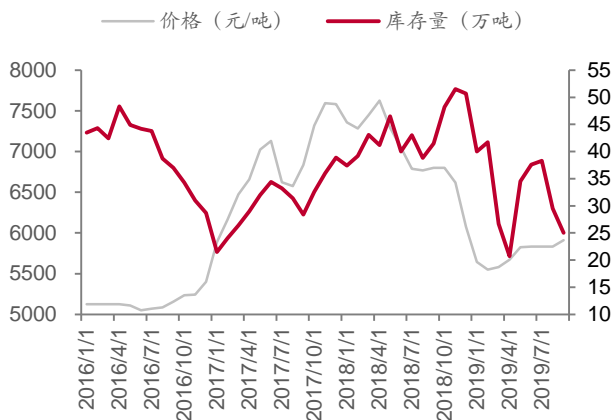
- 产成品原材料库存齐跌，价格先于库存企稳。库存周期视角上，我们更加倾向于目前处于主动去库存尾声（产成品库存下降，原材料库存逐步企稳，价格企稳）。叠加开工率小幅复苏，外部需求逐步显现支撑，补库存周期有望逐步开启。

图表 30：造纸行业原材料及产成品同比增速情况



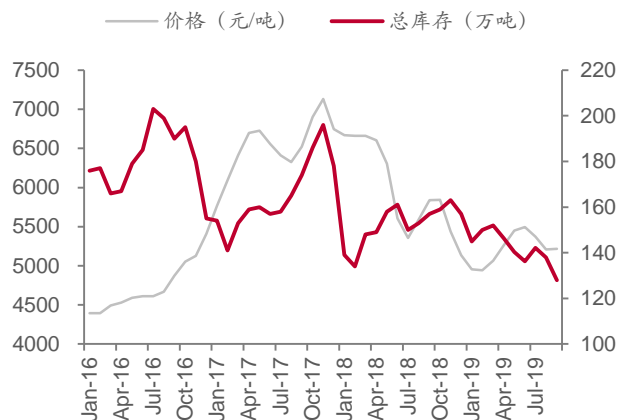
来源：wind、中泰证券研究所

图表 31：铜版纸价格与库存变动

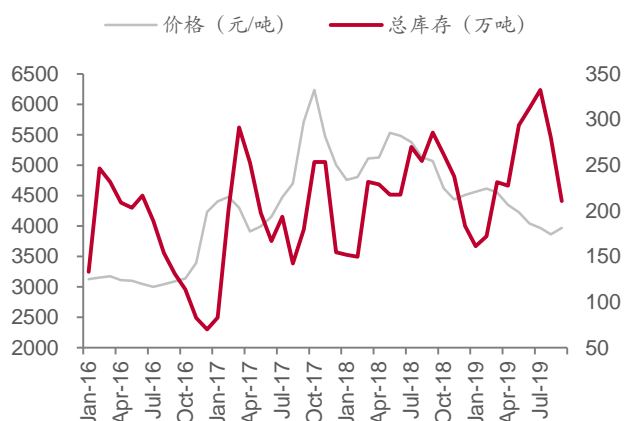


来源：卓创资讯、中泰证券研究所

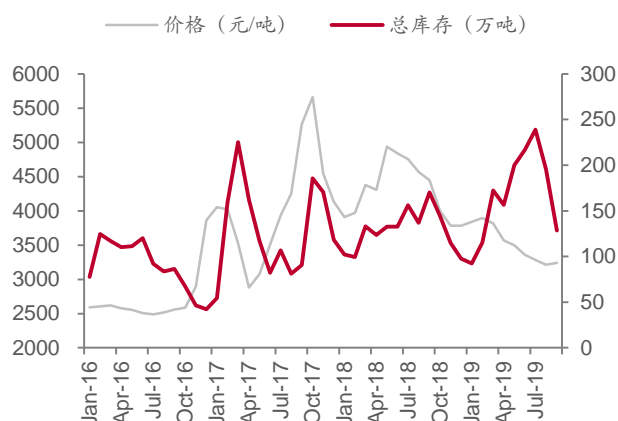
图表 32：白卡纸价格与库存变动



来源：卓创资讯、中泰证券研究所

图表 33: 箱板纸价格与库存变动


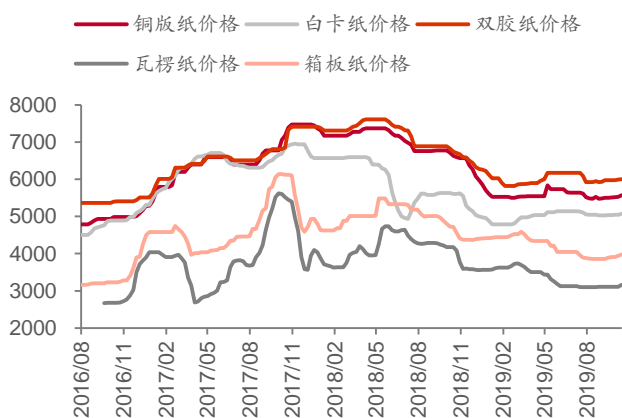
来源: 卓创资讯、中泰证券研究所

图表 34: 瓦楞纸价格与库存变动


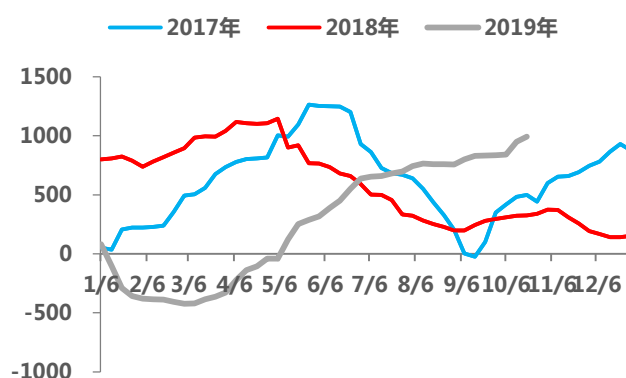
来源: 卓创资讯、中泰证券研究所

盈利展望: 文化纸龙头业绩四季度有望继续好转

- 竞争格局: 高集中度助力企业吨盈先于价格反弹。**从成品纸价格来看,当前文化纸各主要纸种价格已逐步止跌企稳,四季度传统造纸旺季即将来临,各大纸厂陆续发出提价函,有望进一步助力纸价反弹。但包装纸价格尚处于下跌区间。我们认为,文化纸价格走势强于包装纸的原因在于其行业竞争格局更优。铜版纸、白卡纸、双胶纸 CR4 显著高于包装纸,又因下游需求偏刚性,故而龙头企业协同效应有助于形成价格支撑。反映到盈利能力上,当前文化纸吨盈显著修复,白卡纸、双胶纸吨盈水平甚至高于 2017 年造纸上行周期时的水平,故而四季度文化纸行业业绩也有望逐步兑现。

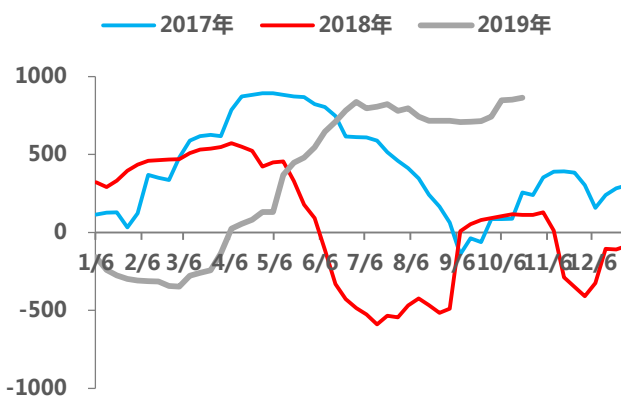
图表 35: 各纸种价格走势


来源: 卓创资讯、中泰证券研究所

图表 36: 铜版纸吨盈变动趋势 (元/吨)


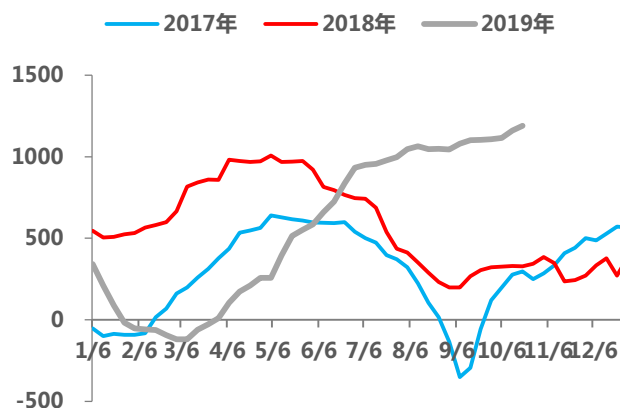
来源: 卓创资讯、中泰证券研究所

图表 37: 白卡纸吨盈变动趋势 (元/吨)



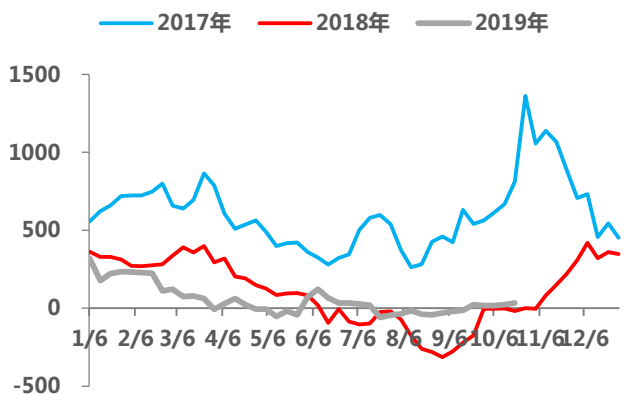
来源: 卓创资讯、中泰证券研究所

图表 38: 双胶纸吨盈变动趋势 (元/吨)



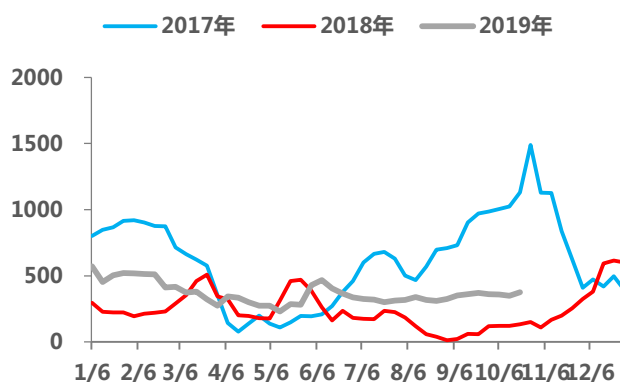
来源: 卓创资讯、中泰证券研究所

图表 39: 箱板纸吨盈变动趋势 (元/吨)



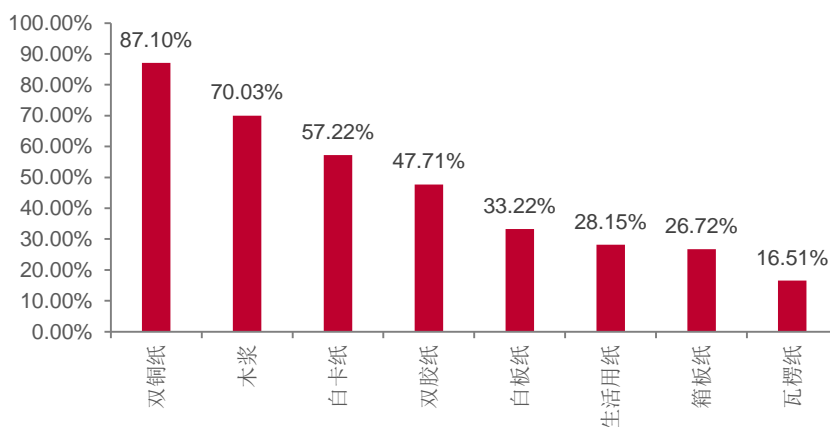
来源: 卓创资讯、中泰证券研究所

图表 40: 瓦楞纸吨盈变动趋势 (元/吨)



来源: 卓创资讯、中泰证券研究所

图表 41: 文化纸行业 CR4 显著高于包装纸 (2018 年)

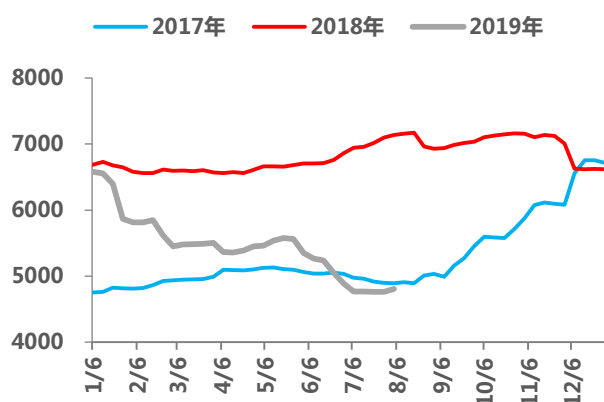


来源: 卓创资讯、中泰证券研究所

中长期研判：浆价下行文化纸持续受益，长线关注包装纸资源禀赋优势

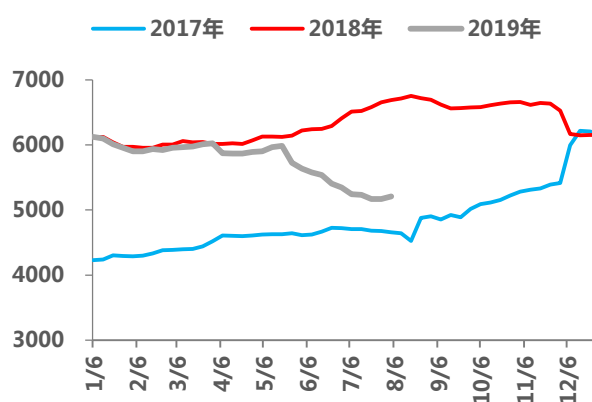
- **浆价继续承压，废纸关注政策。**原材料方面，2019 年木浆价格超预期下跌。基本上我们认为浆价后市依然承压：1) 上游核心企业如阔叶浆龙头 Suzano 下半年并无减产计划，且企业高位库存需要消化，可能以降价继续刺激销售；2) 港口库存水平依然高位，在供需并无显著反转的情况下不足以支持价格反转。废纸方面，国废黄板纸价格持续走低，但外废价格同步显著下降，内外废价差依然处于相对高位。废纸价格低位可能使得包装纸价格难以获得支撑。我们认为后市最核心的变量在于 2020 年完全禁止外废进口的政策能否有效落地。若政策成功落地，则原材料资源稀缺性将愈发显著，可能引发行业格局的大幅变革和改善。

图表 42：针叶浆价格走势（元/吨）



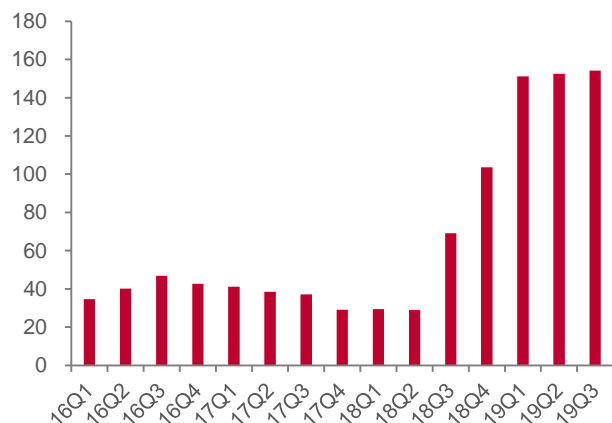
来源：卓创资讯、中泰证券研究所

图表 43：阔叶浆价格走势（元/吨）



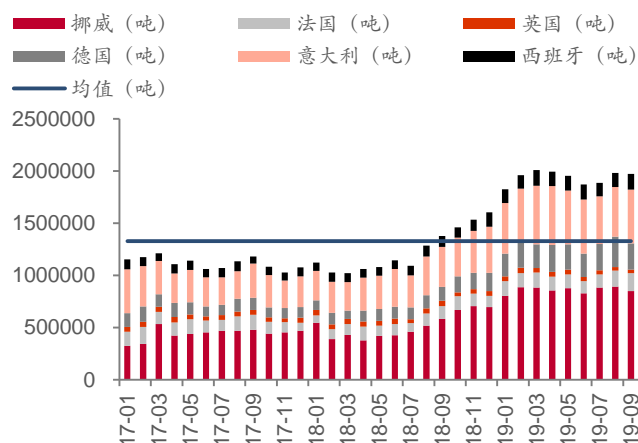
来源：卓创资讯、中泰证券研究所

图表 44：Suzano 库存天数（天）

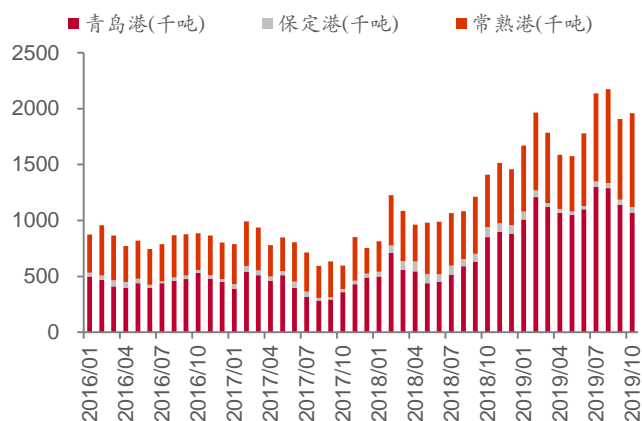


来源：公司公告、中泰证券研究所

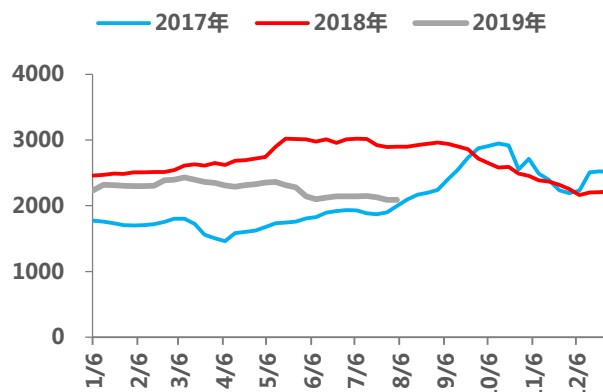
图表 45：欧洲港口库存水平



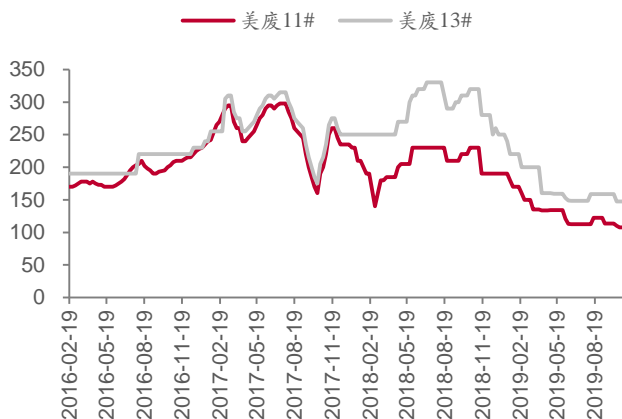
来源：Europulp、中泰证券研究所

图表 46: 国内港口库存水平


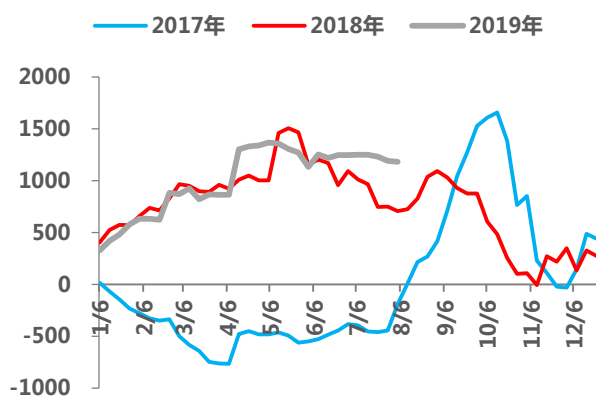
来源: 卓创资讯、中泰证券研究所

图表 47: 国废黄板纸价格走势 (元/吨)


来源: 卓创资讯、中泰证券研究所

图表 48: 美废价格走势 (元/吨)


来源: 卓创资讯、中泰证券研究所

图表 49: 内外废价差依然处于相对高位 (元/吨)


来源: 卓创资讯、中泰证券研究所

投资建议

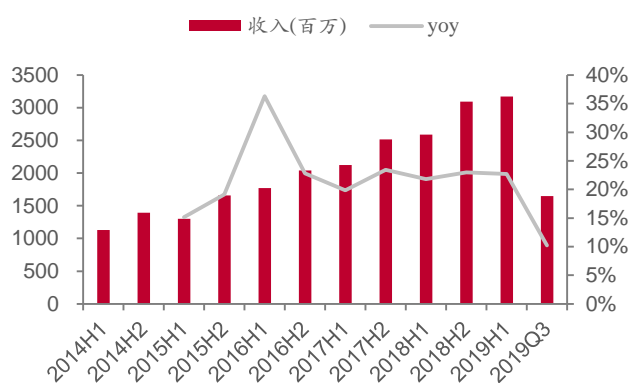
- **投资建议 1: 木浆价格持续下行, 关注生活用纸行业投资机会。**我们认为, 木浆价格 2019-2020 年上半年走势以低位震荡或小幅下探为主, 对于生活用纸板块而言, 浆价下跌利好成本压力释放。推荐 A 股生活用纸龙头中顺洁柔, 港股生活用纸龙头恒安国际, 维达国际。
- **投资建议 2: 文化纸格局趋稳, 中长期建议配置龙头。**木浆价格下跌而成品纸价格趋稳, 文化纸行业盈利水平有望逐步修复。且当下时点, 造纸旺季窗口即将开启, 低位库存下的补库需求有望带动成品纸价格反弹。产能周期上, 因投资增速同比下滑, 1-2 年后产能释放预计逐步收紧, 带动供需格局边际向好。推荐文化纸行业龙头太阳纸业。

生活用纸：千亿标的的孵化温床，浆价下跌提升安全边际

业绩回顾：中顺洁柔显著优于大市，金红叶业绩明显承压

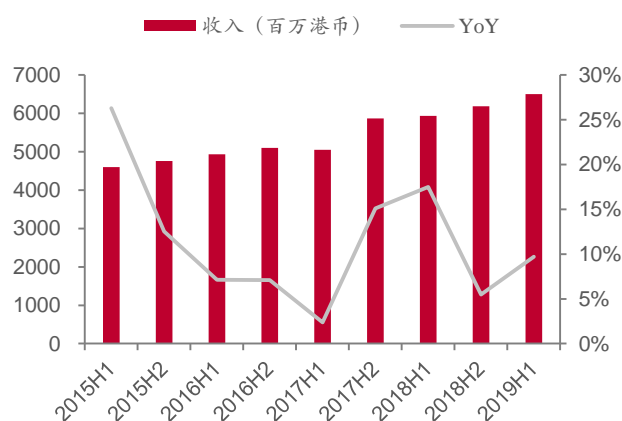
- 收入端：中顺洁柔势头迅猛，竞争对手进入成熟期。**从生活用纸前四家企业业绩对标看（恒安、维达仅取生活用纸业务收入），中顺洁柔营收增长最为迅猛，2019 年前三季度营收同比增长 10.21%，2019H1 营收同比增长 22.67%；而维达、恒安、金红叶 2019H1 收入分别同比增长 9.7%、7.4%和 4.5%。从过往业绩表现看，中顺洁柔收入端增速也显著优于竞争对手。如按生活用纸行业每年 6%的增速进行推算，头部品牌中洁柔、维达、恒安份额均有增长，而金红叶因收入跑输行业份额下滑。

图表 50：中顺洁柔收入及变动趋势



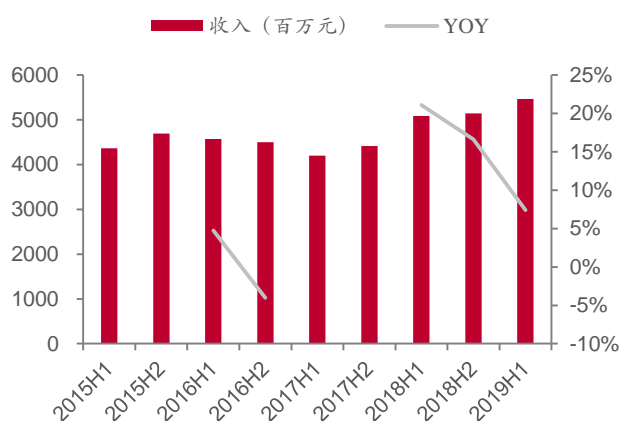
来源：公司公告、中泰证券研究所

图表 51：维达国际收入及变动趋势



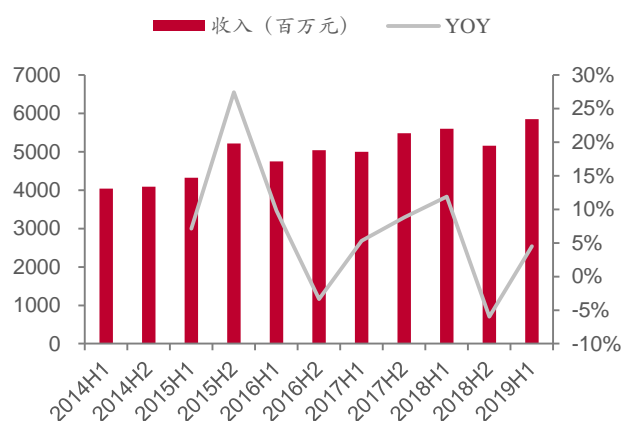
来源：公司公告、中泰证券研究所

图表 52：恒安国际收入及变动趋势



来源：公司公告、中泰证券研究所

图表 53：金红叶收入及变动趋势

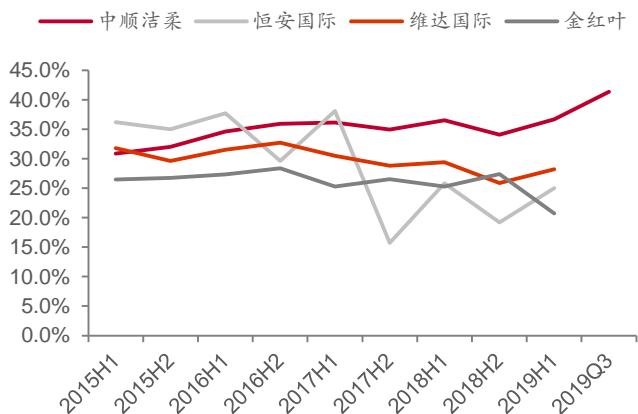


来源：公司公告、中泰证券研究所

- 洁柔毛利率显著领跑，销售投入呈现分化。**从毛利率走势看，今年木浆价格下跌使得前四大品牌普遍受益，2019Q3 中顺洁柔毛利率达到 41.37%，高端产品战略推进成效显著；2019H1 洁柔、维达、恒安毛利率较 2018H2 分别改善 4.7pct、2.3pct、5.8pct，但金红叶毛利率则下滑 8.9pct。销售费用率方面，2019Q3 中顺洁柔销售费用率为 19.60%，同比提升 0.84pct。2019 年上半年洁柔与恒安销售费用投入同比呈现提升

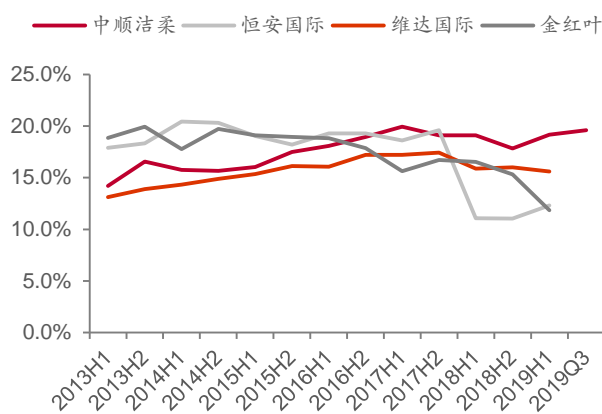
趋势,分别较去年同期增长 0.1pct 和 1.5pct,维达和金红叶则下降 0.3pct 和 4.7pct。从费用率趋势看,近年洁柔和维达终端投入基本稳定,恒安和金红叶呈现开支收紧趋势。

图表 54: 前四家生活用纸企业毛利率对比



来源: 公司公告、中泰证券研究所

图表 55: 前四家生活用纸企业销售费用率对比



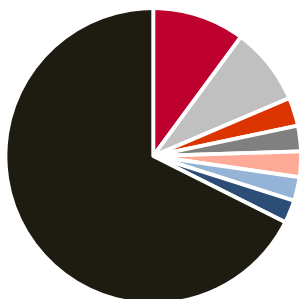
来源: 公司公告、中泰证券研究所

行业竞争格局: 快速消费品优质赛道, 白马标的孵化温床

- **生活用纸是快速消费品中竞争格局相对较好的品种。**上世纪 80 年代开始,宝洁、联合利华等国际快消品巨头逐步开拓中国市场,因产品属性上较为先进,营销能力远远领先于国内企业,这些公司旗下的品牌一度风靡国内市场。因此时至今日国际快消巨头在国内市场依然拥有很高的市占率。例如我国化妆品市场前五大企业均为欧美企业。纸品方面,卫生巾和纸尿裤市场也主要由国际品牌领跑。但生活用纸在快消行业属于例外,前四家企业中,恒安、维达、洁柔均来自国内,国际巨头涉足较少使得国内生活用纸龙头拥有更好的市场扩张机遇。

图表 56: 我国化妆品行业市占率

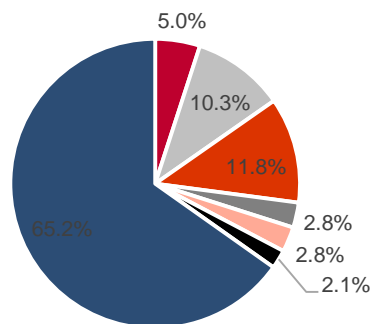
■ 宝洁 ■ 欧莱雅 ■ 资生堂 ■ 高露洁
■ 联合利华 ■ 上海上美 ■ 雅诗兰黛 ■ 其他



来源: Euromonitor, 中泰证券研究所

图表 57: 我国卫生巾市场行业市占率

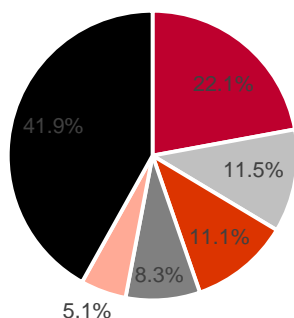
■ 宝洁 ■ 尤妮佳 ■ 恒安 ■ 王国医疗 ■ 金佰利 ■ 花王 ■ 其他



来源: Euromonitor, 中泰证券研究所

图表 58: 我国纸尿裤行业市占率

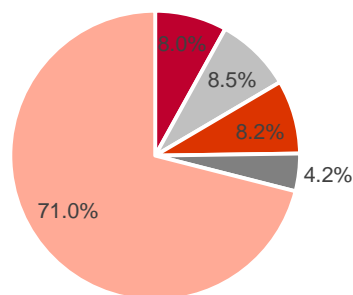
■ 宝洁 ■ 金佰利 ■ 花王 ■ 尤妮佳 ■ 恒安 ■ 其他



来源: Euromonitor,, 中泰证券研究所

图表 59: 我国生活用纸行业市占率

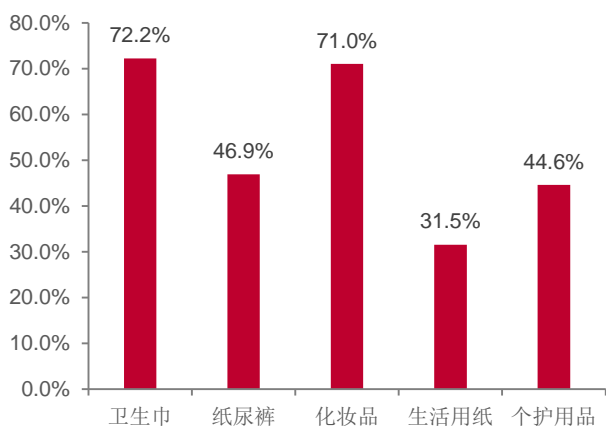
■ APP ■ 恒安 ■ 维达 ■ 洁柔 ■ 其他



来源: Euromonitor,, 中泰证券研究所

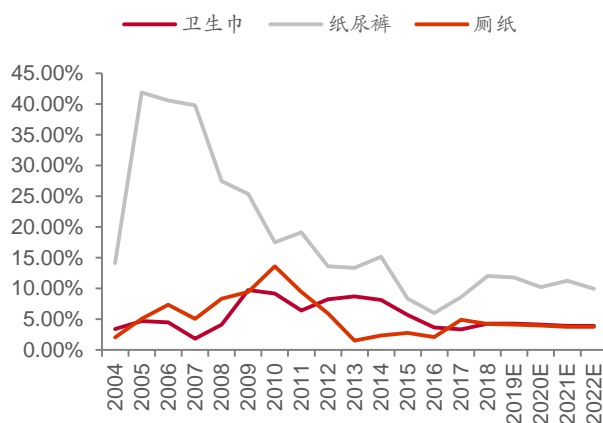
- **国际巨头涉足不深, 催生国内品牌的发展良机。**我们认为, 过去十几年, 国际巨头未深度渗透生活用纸领域的核心原因在于: 1) 相较化妆品、个人防护用品、卫生巾、纸尿裤而言, 生活用纸并不具备高毛利率的特征。2017年国内上市公司毛利率均值为 31.5%, 远落后于其他快速消费品品类。2) 生活用纸不具备类似纸尿裤的高增长潜力。相对而言, 我国生活用纸的市场规模增速与 GDP 节奏相关性较高, 没有纸尿裤在 21 世纪初产品导入期的行业扩容势头。因此, 国际巨头切入中国市场时, 并未将生活用纸作为重点。因此, 生活用纸成为了快速消费品中国内企业成长格局较好的领域。同时我们认为, 假以时日, 生活用纸行业同样有望成为龙头企业的孵化温床。

图表 60: 快速消费品各子行业毛利率 (2017 年)



来源: 公司公告, 中泰证券研究所

图表 61: 我国卫生巾、纸尿裤与生活用纸行业增速



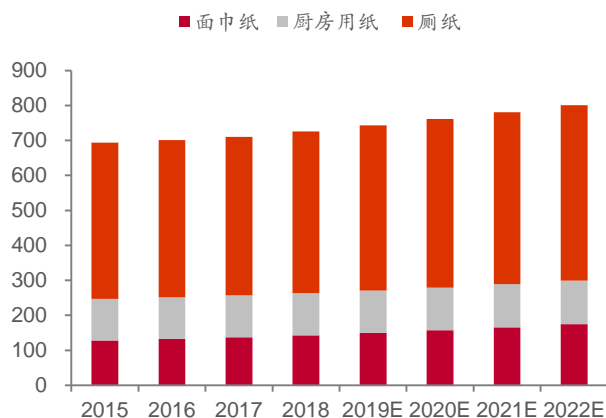
来源: Euromonitor,, 中泰证券研究所

- **行业规模: 2030 年有望接近 3000 亿元。**按照生活用纸市场规模=总人口*人均用量*单价的测算模式, 我们假设 2019-2030 年我国总人口每年增长 0.5%; 人均用量每年增长 6%, 并以 3 年下降 1pct 的节奏计算增速; 单吨价格假设每年增长 2%。测算 2030 年我国生活用纸市场规模约 2712 亿元。

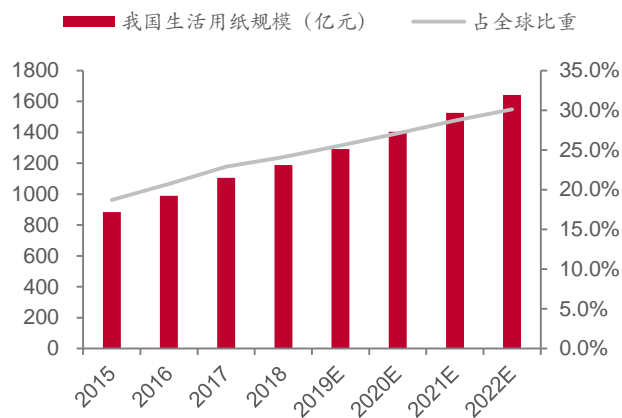
图表 62: 我国生活用纸行业规模测算

项目	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2025	2030
总人口(万人)	136072	136782	137462	138271	139008	139538	140236	140937	144496	148144
人均用量(kg)	4.4	4.7	5.2	5.7	6.1	6.4	6.8	7.2	9.2	10.9
消费量(万吨)	599	643	715	788	851	896	955	1017	1331	1613
单吨价格(元)	12,871	12609	12350	12544	13000	13260	13525	13795	15231	16816
市场规模(亿元)	771	811	883	989	1106	1189	1292	1403	2027	2712

来源: wind、中泰证券研究所

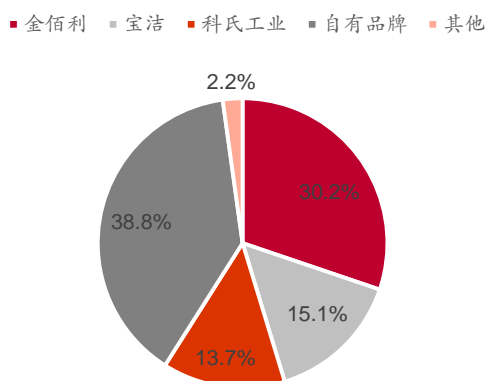
图表 63: 全球生活用纸行业规模(亿美元)


来源: Euromonitor, 中泰证券研究所

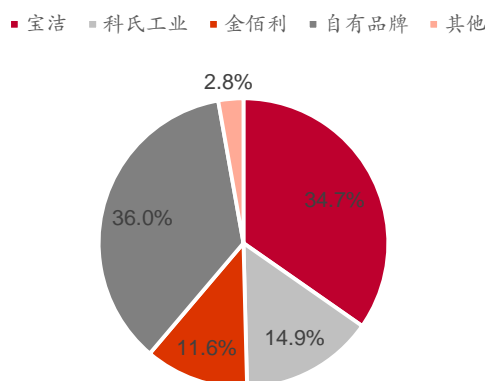
图表 64: 我国生活用纸占全球比重


来源: Euromonitor, 中泰证券研究所

- 行业集中度: 提升在路上。**从行业内格局来看, 美国市场生活用纸集中度远高于国内市场, 金佰利、宝洁、科氏工业三家在厕纸市场瓜分了 59% 的份额, 在纸巾市场占有率则达到 61.2%。我们认为, 随着我国经济的发展, 对生活品质要求的提升将逐步带动消费者的品牌诉求增强, 龙头企业的集中度有较大的提升空间, 若未来我国生活用纸行业能够达到类似美国市场的集中度, 则前四家头部品牌中, 有望实现 20% 以上的市场占有率。

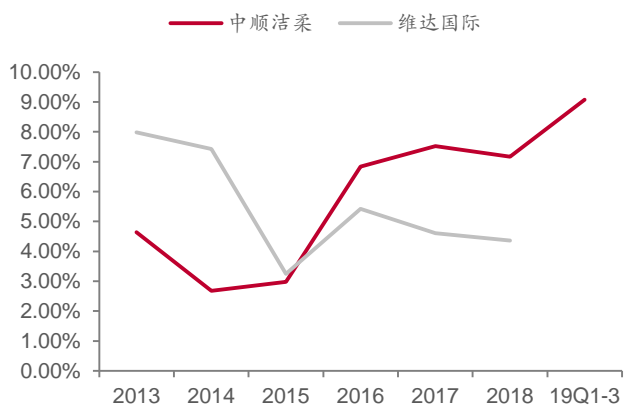
图表 65: 美国厕纸 CR3 达到 59%


来源: 尼尔森、中泰证券研究所

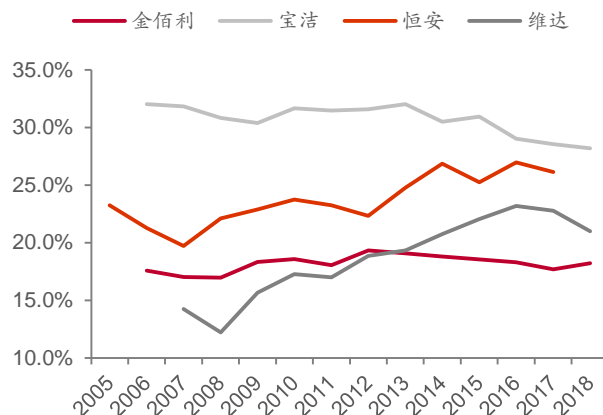
图表 66: 美国纸巾 CR3=61.2%


来源: 尼尔森、中泰证券研究所

- 盈利能力：中长期格局改善有望带动盈利能力回暖。**对标美国消费品龙头企业 and 国内生活用纸企业营业开支情况发现，美国消费品龙头，如宝洁、金佰利等，伴随行业格局逐步企稳和竞争形势好转，企业营业开支/营业收入比重均有企稳回升甚至下行趋势。但近年来，国内生活用纸行业处于竞争较为激烈的市场环境中，企业费用支出均有增加。为争夺营销和渠道资源，企业的费用率提升压缩着盈利能力，但中长期我们认为改善空间较为明显。长期来看，生活用纸行业有望实现 7%-8% 的稳态净利率。

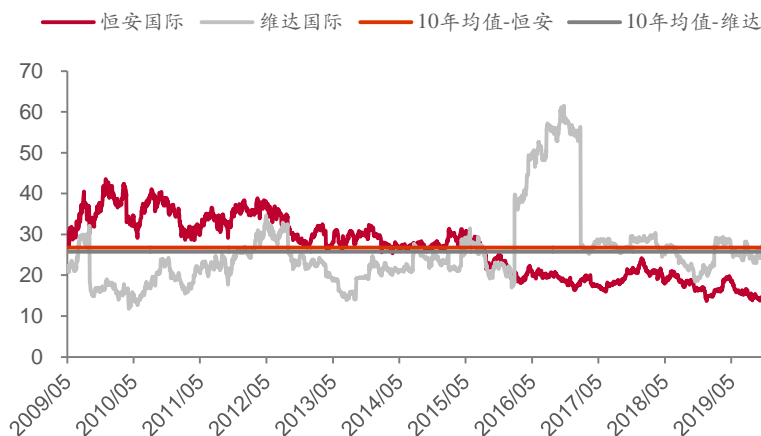
图表 67：维达与洁柔净利率对比


来源：公司公告、中泰证券研究所

图表 68：中美快消品龙头营业支出/营业收入对比


来源：公司公告、中泰证券研究所

- 龙头呼之欲出，长线成长可期。**根据我们对生活用纸行业长期市场空间和市占率的判断，我们认为长线生活用纸行业有望出现数个 500 亿年营业收入的公司，若按 8% 净利率测算，有望实现 40 亿年度净利润。估值方面，恒安、维达近 10 年 PE (TTM) 均在 25X 以上，即使参考恒安在企业成熟后估值中枢下移的水平，长线稳态估值也应在 20X 左右。因此我们判断，生活用纸行业中长期有望诞生 800 亿市值的企业。若考虑新拓展业务，则行业有望孵化千亿市值企业。

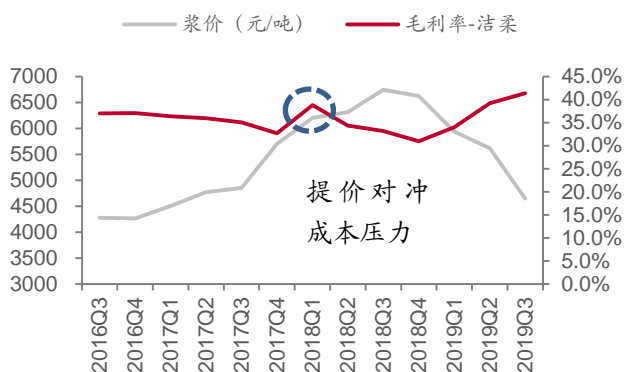
图表 69：恒安、维达近 10 年 PE (TTM) 趋势


来源：wind、中泰证券研究所

成本视角：浆价下行，利好短期成本压力释放

- 浆价超预期下跌，提升投资安全边际。对于生活用纸行业而言，由于行业品牌分散，企业议价权相对有限，因此成本上行通道中企业较难实现向下游的传导，故而企业毛利率与木浆价格呈现反向关系。当前浆价超预期下跌，利好生活用纸成本压力释放，为公司业绩提供了安全边际。

图表 70：中顺洁柔毛利率与浆价存在反向关系



来源：wind、中泰证券研究所

图表 71：中顺洁柔生活用纸毛利率敏感性

产品		卷纸	非卷纸
收入		100%	100%
成本	阔叶浆	33.0%	23.7%
	针叶浆	15.5%	11.1%
	其他	23.2%	23.9%
毛利率		28.2%	41.2%
占营收比重		39.0%	59.4%
浆价对毛利率敏感性		0.396	

来源：公司公告、中泰证券研究所

图表 72：中顺洁柔卷纸和非卷纸毛利率弹性测算（以 18 年毛利率为基数）

卷纸：

浆价/汇率	-6%	-4%	-2%	0	2%	4%	6%
-15%	36.6%	35.7%	34.8%	34.0%	33.1%	32.2%	31.3%
-10%	34.2%	33.2%	32.3%	31.3%	30.4%	29.4%	28.5%
-5%	31.7%	30.7%	29.7%	28.7%	27.7%	26.7%	25.7%
0%	29.2%	28.1%	27.1%	26.0%	25.0%	23.9%	22.9%
5%	26.7%	25.6%	24.5%	23.4%	22.3%	21.2%	20.1%
10%	24.2%	23.1%	21.9%	20.8%	19.6%	18.4%	17.3%
15%	21.8%	20.5%	19.3%	18.1%	16.9%	15.7%	14.5%

非卷纸：

浆价/汇率	-6%	-4%	-2%	0	2%	4%	6%
-15%	47.6%	46.9%	46.3%	45.6%	45.0%	44.3%	43.7%
-10%	45.8%	45.1%	44.4%	43.7%	43.0%	42.4%	41.7%
-5%	44.0%	43.3%	42.6%	41.8%	41.1%	40.4%	39.7%
0%	42.2%	41.5%	40.7%	39.9%	39.2%	38.4%	37.7%
5%	40.4%	39.6%	38.8%	38.0%	37.2%	36.4%	35.6%
10%	38.6%	37.8%	37.0%	36.1%	35.3%	34.5%	33.6%
25%	33.3%	32.3%	31.4%	30.4%	29.5%	28.5%	27.6%

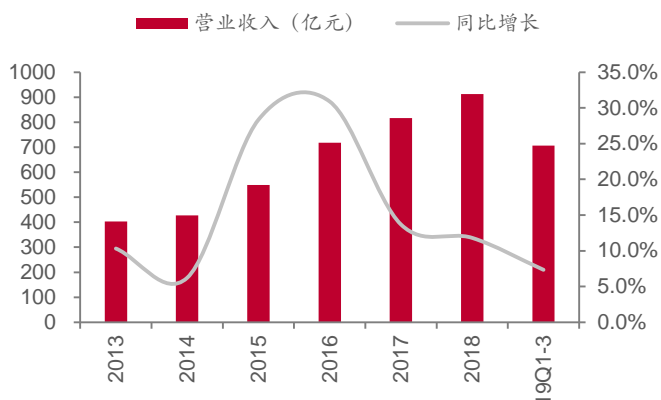
来源：公司公告、中泰证券研究所

包装印刷：关注纸包装龙头扩张带来的成长性

三季度业绩回顾：收入利润齐增长

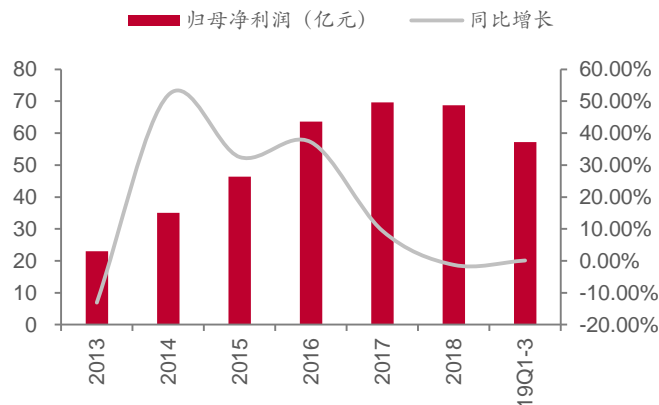
- 业绩总体稳健，三季度同比略上升。2019年前三季度包装板块实现主营业务收入 707 亿元，同比增长 7.3%；实现归母净利润 57 亿元，同比上升 0.1%。分季度看，板块营收 Q1/Q2/Q3 分别同比增长 8%/下滑 0.4%/增长 5.78%，归母净利润分别同比增长 9.9%/下滑 15.1%/增长 6.3%。

图表 73：包装印刷板块营收规模



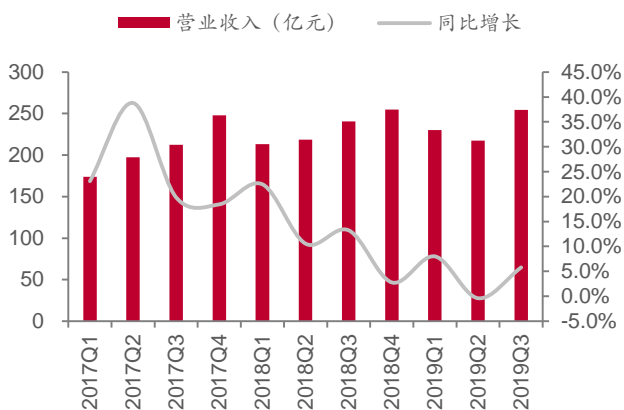
来源：wind、中泰证券研究所

图表 74：包装印刷板块归母净利润情况



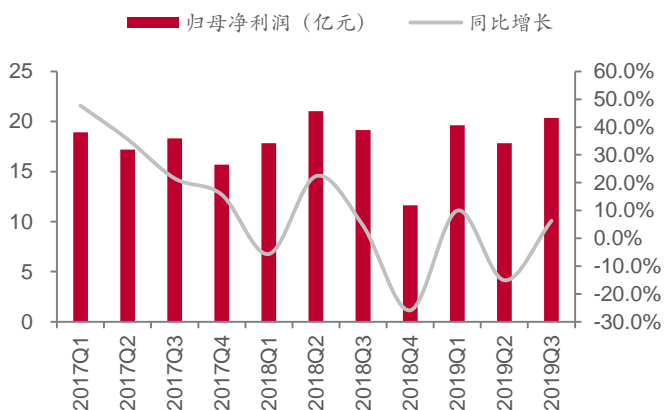
来源：wind、中泰证券研究所

图表 75：单季度包装印刷板块营收规模



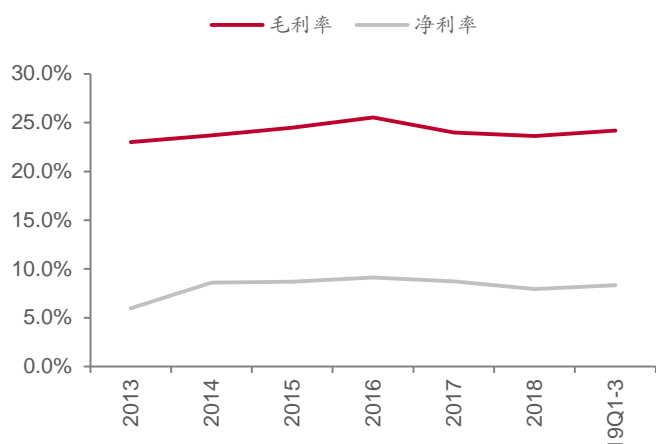
来源：wind、中泰证券研究所

图表 76：单季度包装印刷板块归母净利润情况

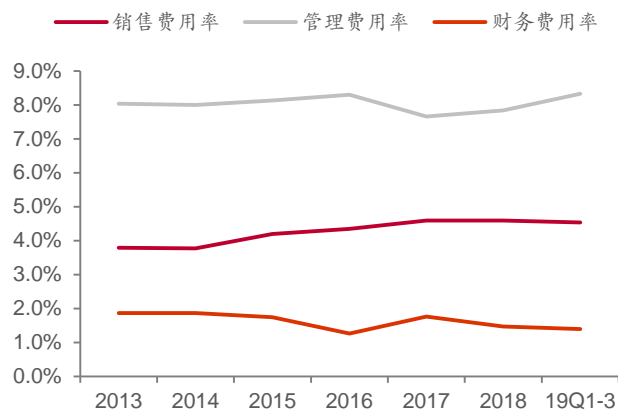


来源：wind、中泰证券研究所

- 毛利率同比回升，费用支出加大。2019 前三季度包装板块毛利率 24.2%，同比提升 0.9pct；净利率 8.3%，同比下降 0.9pct。费用率方面，销售费用率 4.53%，同比提升 0.3pct；管理费用（含研发费用）率 8.3%，同比提升 1pct；财务费用率 1.5%，同比提升 0.1pct。

图表 77: 包装印刷板块整体毛利率和净利率


来源: wind、中泰证券研究所

图表 78: 包装印刷板块费用率情况


来源: wind、中泰证券研究所

- 劲嘉裕同业绩超预期, 合兴包装业绩承压。**从板块龙头标的业绩表现看, 高端纸包装龙头裕同科技、劲嘉股份收入/利润均跑赢行业水平。箱板瓦楞包装龙头合兴包装单三季度收入业绩同比下滑, 我们认为主要原因系: 1) 纸价下跌下游客户重新议价, 导致出货单价下行。2) 纸价下行周期中小企业生存压力减小, 导致竞争加剧对出货量造成了一定影响。

图表 79: 包装印刷行业龙头企业收入与归母净利润单季度增长趋势

营收	2017Q1	2017Q2	2017Q3	2017Q4	2018Q1	2018Q2	2018Q3	2018Q4	2019Q1	2019Q2	2019Q3
裕同科技	38.1%	25.4%	18.6%	24.3%	16.2%	31.5%	16.4%	28.9%	10.5%	13.6%	22.8%
劲嘉股份	19.2%	-0.1%	13.9%	-4.0%	8.1%	18.8%	13.3%	17.9%	24.1%	7.5%	32.8%
合兴包装	49.9%	65.2%	99.8%	320.5%	76.1%	100.6%	89.6%	-9.3%	8.2%	-18.2%	-16.0%
包装印刷	23.1%	38.8%	19.8%	18.4%	22.5%	10.6%	13.2%	2.8%	8.0%	-0.4%	7.3%

净利润	2017Q1	2017Q2	2017Q3	2017Q4	2018Q1	2018Q2	2018Q3	2018Q4	2019Q1	2019Q2	2019Q3
裕同科技	29.5%	16.1%	0.8%	-0.9%	-14.1%	-14.9%	-7.8%	25.6%	10.7%	11.8%	10.7%
劲嘉股份	-26.1%	11.5%	49.0%	7.1%	21.1%	30.5%	25.8%	29.4%	21.8%	23.7%	27.3%
合兴包装	37.5%	41.0%	67.9%	17.2%	60.6%	791.4%	127.2%	-745.7%	17.5%	5.0%	-8.4%
包装印刷	47.7%	35.6%	21.5%	15.7%	-5.7%	22.3%	4.5%	-25.9%	9.9%	-15.1%	0.1%

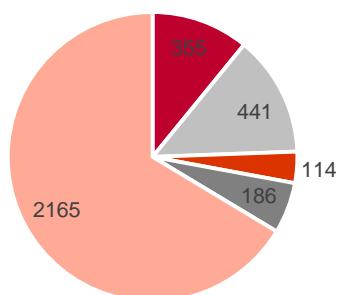
来源: wind、中泰证券研究所

行业格局: 格局变迁, 龙头集中度提升

- “大行业、小企业”的市场格局正在改善。**包装行业是万亿级市场, 其中容量最大的纸包装细分行业市场规模近 3300 亿元, 我们测算了相关下游子行业对纸包装的需求, 并据此测算各龙头企业在相应子版块中市占率的情况。结果表明, 过去五年龙头企业在其细分行业中的占比呈现逐年提升趋势。但对标发达国家, 我国包装行业集中度尚有提升空间。

图表 80: 纸包装细分下游需求测算 (亿元)

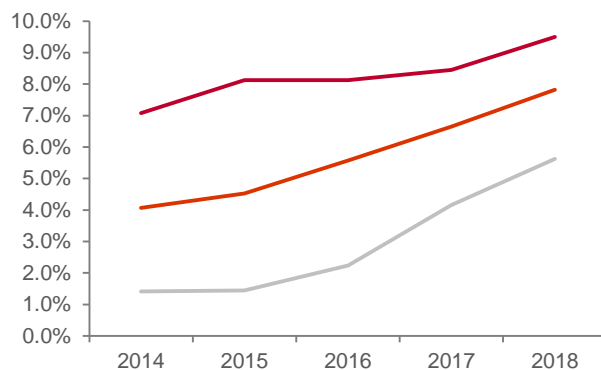
■ 烟标 ■ 酒包 ■ 化妆品包装 ■ 消费电子 ■ 箱板瓦楞等其他包装



来源: 产业信息网、中泰证券研究所测算

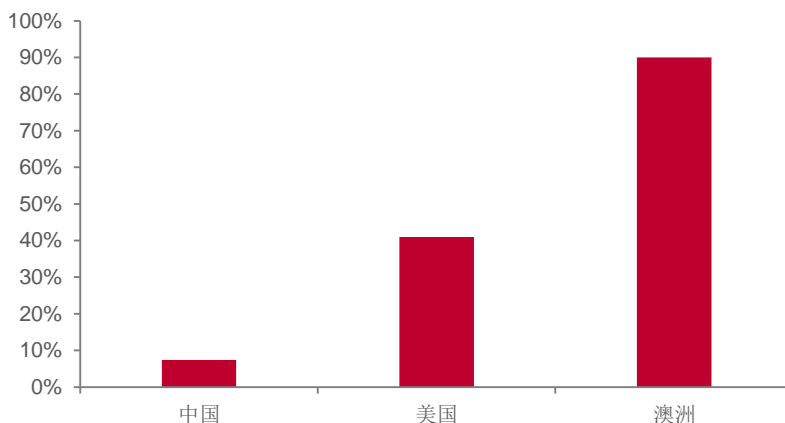
图表 81: 包装子行业龙头市占率测算

— 劲嘉股份 — 合兴包装 — 裕同科技



来源: wind、中泰证券研究所

图表 82: 包装龙头集中度-中国 CR3 vs. 美国/澳洲 CR4



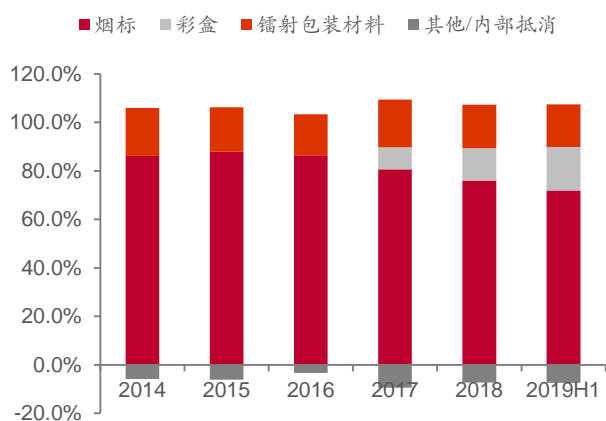
来源: 产业信息网、中泰证券研究所

- 行业格局: 下游需求多元化, 关注企业新业务增长动能。** 根据我们测算, 消费电子, 烟, 酒, 化妆品, 食品/药品等领域的高端包装潜在市场规模已达千亿元。交叉发展的下游需求结构带动企业持续推进业务多元化进程, 传统消费电子包装龙头裕同科技, 劲嘉股份均持续推进包装多元化发展进程。而伴随业务放量和优质客户的逐步导入, 新业务毛利率也有望持续提升。

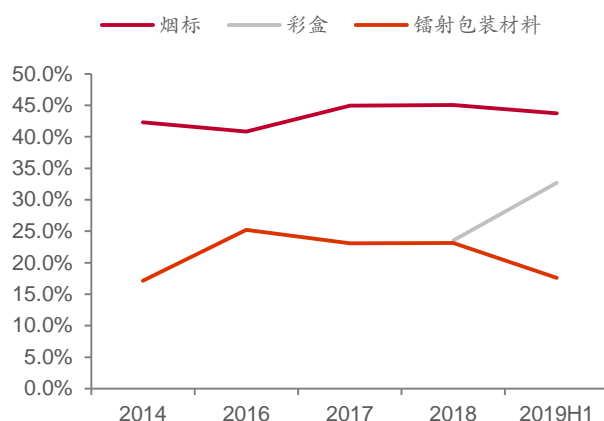
图表 83: 高端包装下游需求测算

行业	细分行业/ 品牌	总需求 (亿个)	行业渗透率/ 中国企业渗透率	均价(元)	行业规模 (亿元)
智能手机	三星	3.2	70%	15	33
	苹果	2.2	70%	18	27
	华为	1.5	100%	10	15
	OPPO	1.1	70%	10	8
	小米	0.9	100%	8	7
	其他	5.8	50%	8	23
	小计	14.7			114
PC	惠普	0.6	70%	20	8
	联想	0.5	100%	20	11
	戴尔	0.4	70%	20	6
	苹果	0.2	70%	25	3
	鸿基	0.2	80%	15	2
	华硕	0.2	80%	15	2
	其他	0.5	50%	12	3
	小计	2.6			36
其他 3C	智能耳机	5.1	50%	8	20
	平板电脑	0.6	70%	15	7
	智能音箱	0.9	70%	12	8
	Iwatch	0.3	50%	10	1
	小计	6.9			36
白酒	高端	0.8	100%	20	16
	次高端	3	100%	15	45
	中端	20	70%	10	140
	低端	120	40%	5	240
	小计	143.8			441
卷烟	一类烟	26.5	100%	6	159
	二类烟	17.6	100%	5	88
	其他烟	74.4	30%	2	45
	小计	118.4			291
消费品	护肤品	8.5	100%	5	42
	彩妆	0.5	100%	12	6
	创新包装	13	100%	5	65
	小计	22			114
合计		308.4			1032

来源: wind、产业信息网、中泰证券研究所

图表 84: 劲嘉股份彩盒占营收比重持续提升


来源: 公司公告、中泰证券研究所

图表 85: 劲嘉股份彩盒毛利率 2019H1 上行


来源: 公司公告、中泰证券研究所

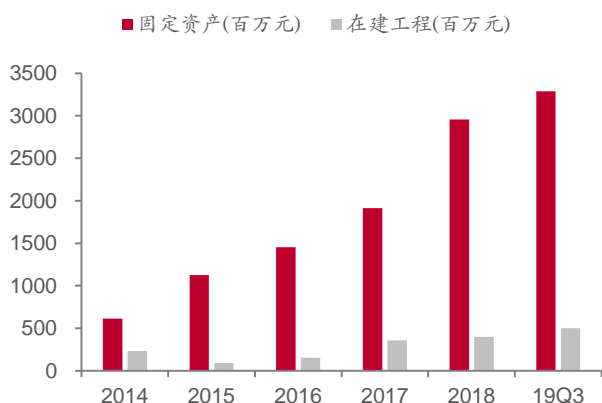
企业成长性: 两种模式, 助力龙头企业抢占先机

- 高端包装: 产能扩张+新客户导入, 持续打造新增长极。** 高端纸包装龙头裕同科技、劲嘉股份等近年持续拓展新领域客户。为支持客户资源拓展, 企业持续通过新增项目提升产能, 近年公司在建产能呈现逐年提升趋势。我们认为, 伴随新客户逐步放量, 规模效应有望带动盈利能力提升。而产能利用率上行则将助力企业资产周转率向好, 利于 ROE 稳步健康上行。

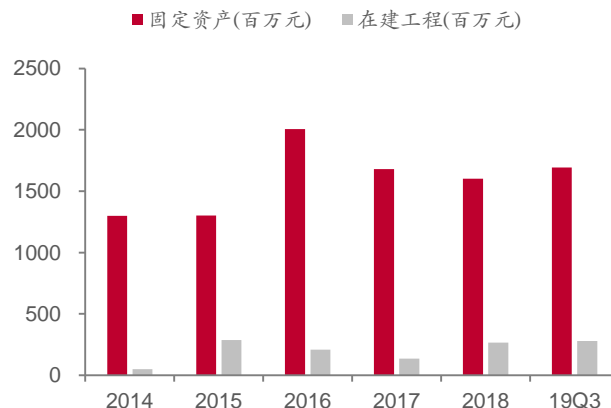
图表 86: 裕同科技、劲嘉股份近年导入或深入拓展的新客户汇总

公司名称	2017	2018	2019H1
裕同科技	洋河、东阿阿胶、施华洛世奇	小米、哈曼、谷歌、亚马逊、戴森、DHL、茅台、五粮液、四川中烟	宝洁、联合利华、欧莱雅
劲嘉股份	步步高-VIVO、飞毛腿、茅台、“中华(金中支)”、“南京(九五之尊)”、“黄山(徽商)”、“云烟(大重九)”	英美烟草、雷诺烟草、菲莫国际、悦刻、“劲酒”、“红星二锅头”、“江小白”	灵犀、氮墨、特维普、魔笛、五粮液、中诺、海派

来源: 公司公告、中泰证券研究所

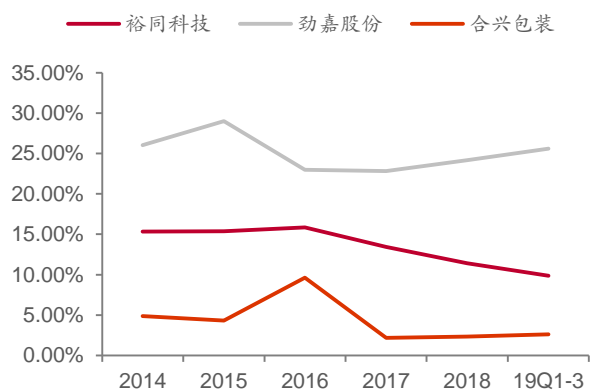
图表 87: 裕同科技固定资产和在建工程变动


来源: 公司公告、中泰证券研究所

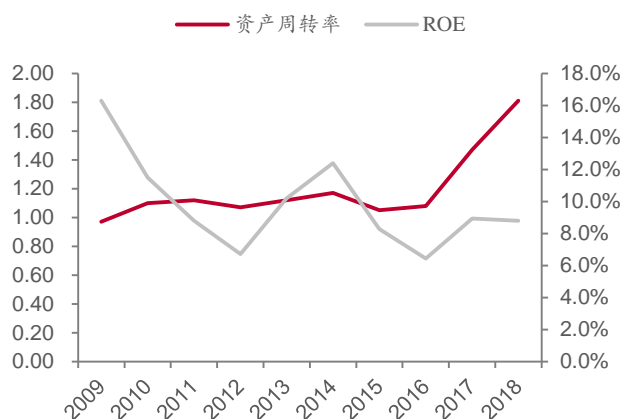
图表 88: 劲嘉股份固定资产和在建工程变动


来源: 公司公告、中泰证券研究所

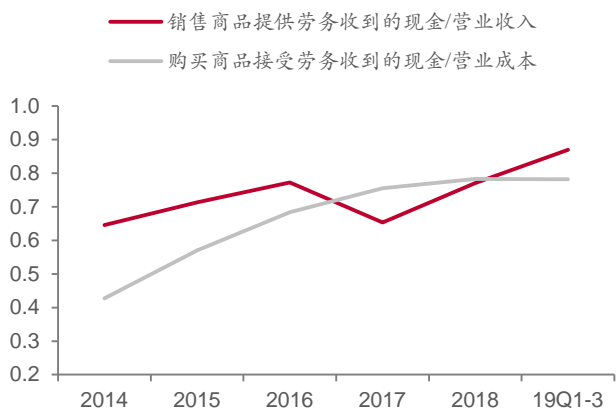
- 箱板瓦楞包装：轻资产模式下的龙头扩张之路。**包装行业龙头的另一种业务扩张模式是以合兴包装为代表的轻资产扩张之路。合兴包装的PSCP平台通过线上集采通、创客通、优财通、创业通等平台整合行业订单与资源并为中小企业提供增值服务，线下合伙人模式则可以最大化包装企业间的资源分配和效率。与传统的通过新增产能实现行业扩张的模式相比较，轻资产扩张模式更加适合盈利能力较低，竞争充分的箱板瓦楞包装行业：1)由于企业净利率较低，轻资产扩张可以有效降低成本，优化现金流。2)通过资产周转率的提高，可以提升企业资产收益率，增强经营的质量和可持续性。

图表 89：箱板瓦楞包装净利率远低于高端包装


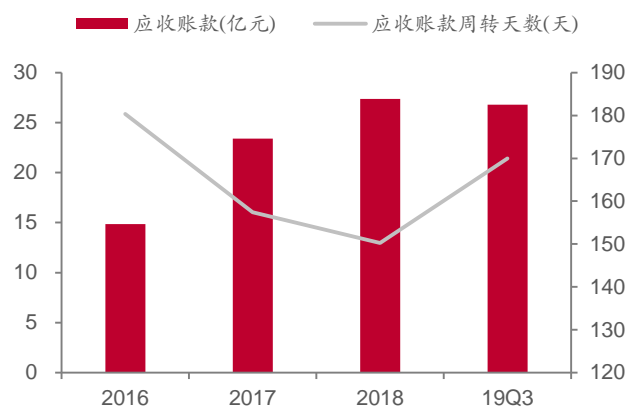
来源：公司公告、中泰证券研究所

图表 90：合兴包装近年资产周转率大幅提升


来源：公司公告、中泰证券研究所

图表 91：合兴包装现金流数据


来源：公司公告、中泰证券研究所

图表 92：公司应收账款周转天数同比下降


来源：公司公告、中泰证券研究所

重点覆盖公司业绩一览

图表 93: 重点覆盖公司三季报业绩一览表

	代码	简称	营业收入 (亿元)				归母净利润 (亿元)				毛利率		净利率	
			2019Q1	2019Q2	2019Q3	YOY	2019Q1	2019Q2	2019Q3	YOY	18Q1-3	19Q1-3	18Q1-3	19Q1-3
定制	603833	欧派家居	22.03	33.07	40.25	16.3%	0.92	5.41	7.45	15%	37.9%	37.6%	14.6%	14.5%
	002572	索菲亚	11.85	19.57	21.69	4.0%	1.07	2.84	3.29	4%	37.9%	37.2%	13.4%	13.7%
	603801	志邦家居	4.14	7.35	8.09	12.9%	0.32	0.79	1.23	14%	37.3%	38.5%	11.7%	11.9%
	300616	尚品宅配	12.74	18.64	19.20	9.0%	-0.23	1.86	1.72	14%	43.6%	42.3%	6.3%	6.6%
软体	603816	顾家家居	24.60	25.50	27.65	21.6%	2.95	2.63	3.58	17%	35.7%	35.1%	12.8%	12.5%
	603008	喜临门	8.39	12.03	13.10	13.1%	0.23	1.30	1.34	80%	31.4%	35.1%	5.9%	9.2%
	603313	梦百合	7.87	7.93	10.59	25.4%	0.75	0.75	1.10	136%	30.1%	37.0%	5.6%	10.4%
成品	603818	曲美家居	10.05	10.06	9.98	78.1%	0.12	0.60	0.08	-16%	40.2%	45.0%	5.9%	3.3%
	000910	大亚圣象	14.13	16.70	20.30	0.1%	0.63	1.34	2.71	6%	35.9%	36.3%	9.3%	9.4%
工装	002798	帝欧家居	10.41	14.57	16.04	29.5%	0.66	1.68	1.93	57%	34.5%	35.9%	8.5%	10.3%
	603208	江山欧派	2.42	4.88	6.05	55.1%	0.10	0.71	0.98	67%	34.2%	33.0%	12.4%	13.7%
其他轻工	300729	乐歌股份	2.27	2.32	2.46	3.3%	0.10	0.13	0.15	-11%	42.6%	45.9%	6.3%	5.4%
	603848	好太太	2.64	3.13	2.82	-4.8%	0.51	0.62	0.63	-6%	41.5%	48.1%	20.6%	20.5%
	603661	恒林股份	5.84	6.00	7.69	16.1%	0.47	0.79	0.92	70%	18.1%	25.8%	7.8%	11.3%
	601828	美凯龙	35.35	42.22	40.67	18.3%	13.14	13.92	10.78	-9%	68.0%	67.1%	44.0%	34.3%
	002925	盈趣科技	6.93	9.37	9.72	29.0%	1.54	2.63	2.32	7%	42.0%	38.7%	29.9%	25.1%
	603899	晨光文具	23.56	24.83	31.09	29.8%	2.59	2.13	3.31	28%	25.5%	26.8%	10.3%	10.2%
包装	002191	劲嘉股份	10.10	8.55	10.20	21.3%	2.59	2.06	2.08	23%	43.9%	42.9%	25.7%	25.6%
	603429	集友股份	1.53	1.38	1.21	42.9%	0.42	0.34	0.24	33%	48.3%	43.5%	26.8%	24.8%
	002228	合兴包装	28.76	26.09	27.66	-9.7%	0.68	0.65	0.61	7%	12.0%	13.0%	6.5%	2.6%
	002831	裕同科技	17.85	18.99	26.62	16.3%	1.54	1.42	3.12	12%	27.2%	30.4%	10.4%	9.9%
造纸	002078	太阳纸业	54.51	53.25	56.25	1.8%	3.80	5.06	5.98	-18%	25.6%	21.1%	11.2%	9.1%
	002511	中顺洁柔	15.41	16.32	16.47	18.1%	1.23	1.51	1.63	40%	35.3%	38.3%	7.7%	9.1%
	600567	山鹰纸业	52.16	59.53	59.64	-4.5%	4.58	4.67	3.99	-43%	22.2%	19.3%	12.9%	7.6%
日化	300740	御家汇	3.86	5.87	6.04	-1.9%	0.00	0.06	0.02	-93%	53.0%	50.9%	6.8%	0.4%

来源:wind、中泰证券研究所

风险提示

原材料价格上涨风险

- 上游纸浆、纸品等主要原材料价格大幅上涨可能给造纸和包装印刷板块的盈利水平带来不利影响。

宏观经济波动风险

- 造纸与纸包装行业与宏观经济关联紧密，如经济出现下行，可能对行业造成负面影响。

行业政策变动风险

- 轻工制造子行业如造纸等对政策敏感性较高。如未来政策形势发生变化，可能影响行业格局和企业业绩。

投资评级说明:

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上
备注: 评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价 (或行业指数) 相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准; 新三板市场以三板成指 (针对协议转让标的) 或三板做市指数 (针对做市转让标的) 为基准; 香港市场以摩根士丹利中国指数为基准, 美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准 (另有说明的除外)。		

重要声明:

中泰证券股份有限公司 (以下简称“本公司”) 具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料, 反映了作者的研究观点, 力求独立、客观和公正, 结论不受任何第三方的授意或影响。但本公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断, 可能会随时调整。本公司对本报告所含信息可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。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用, 不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议, 本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户, 不构成客户私人咨询建议。

市场有风险, 投资需谨慎。在任何情况下, 本公司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。

投资者应注意, 在法律允许的情况下, 本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易, 并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权, 任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发, 需注明出处为“中泰证券研究所”, 且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。