

# 轻工制造 2019 年三季报总结

## 文娱业绩依旧稳健，家具承压工程单高涨，造纸包装底部复苏

### 核心观点:

#### ● 文娱业绩依旧稳健，家具承压工程单高涨，造纸包装底部复苏

我们重点分析了文娱（文具/生活用纸）、家具、造纸、包装印刷四个板块主流公司 2019 年三季报。从景气度来看：文娱景气度依然稳健，晨光文具传统业务持续向好，中顺洁柔盈利能力继续走高；家具板块整体收入增速承压，Q3 平均收入增速，相比于上半年，零售端压力较大但工程单普遍快速增长；造纸延续底部复苏态势，包装仍在底部承压但复苏在即。

#### ● 生活文娱：文具龙头优势凸显，生活用纸盈利能力持续提升

传统文具品牌化、高端化助力打开业绩增长空间。政策推动办公用品电商化采购市场规模扩张，国内办公集采龙头企业差异化竞争力强。受益于木浆价格下跌、高端产品占比提升及增值税调整，中顺洁柔 19Q3 毛利率再创历史新高。从大厂远期报价、港口库存来看，短期浆价仍有下调空间，考虑太阳品牌以及卫生巾产品推广，预计 19Q4 毛利率仍有提升空间。

#### ● 家具：竣工 B 端企业景气度高，零售企业依然承压

家具板块单三季度营收增速回落收窄，2019 年单三季度收入增速为 12.7%，同比回落 0.8 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 36.9%，同比提升 3.1 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，软体企业收入提速。核心标的：B 端企业（江山欧派、帝欧家居）景气度维持，低估值企业有望修复，如志邦家居，索菲亚，长期看好欧派家居、尚品宅配，软体企业盈利水平改善如顾家家居、敏华控股。

#### ● 造纸：文化纸盈利季度环比改善，包装纸依然承压

造纸行业景气度季度环比改善，部分文化纸企业已连续两个季度业绩持续改善。2019 年前三季度等权重平均主营业务收入同比增速为-2.6%，较 2018 年 Q3 增速降低 18.14 个百分点，主要纸种价格均有所下滑。文化纸行业 19H2 逐渐进入补库周期，纸品价格回升，季度盈利已明显改善，三季度文化纸需求旺季带动纸价进一步回升，原材料木浆价格受港口库存高位运行等因素影响，浆价短期或维持较低水平，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 增长改善，全年继续期待新领域/新经济贡献增长

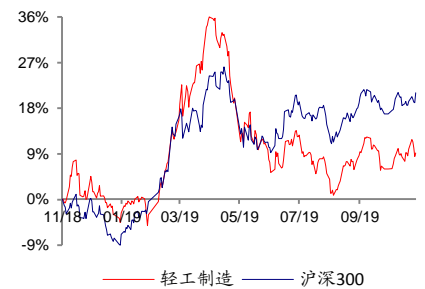
Q3 包装板块营收/净利润增长显著改善。包装印刷板块 Q3 单季度营业收入同比增长 5.10%（Q2 为-1.77%），单季度归母净利润 8.50%（Q2 为-2.6%）。推测主要有两大原因支撑营收改善：1）行业出清加速。2）头部企业新领域经济有所成效。面对下游需求景气度低的局面，期待各包装公司新领域（环保包装等）、新经济（云印刷/电子烟等）等持续贡献。

#### ● 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	2019-11-03

### 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:

轻工制造行业:轻工板块	2019-10-27
2019Q3 公募基金重仓分析	
文具行业:从巨头成长史看晨光九木的未来	2019-10-27
家用轻工行业:住宅竣工同比回正，关注 B 端与低估值企业修复	2019-10-20

### 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
晨光文具	603899.SH	RMB	50.18	2019/10/27	买入	46.20	1.11	1.41	45.2	35.6	33.0	26.7	24.3	24.7
志邦家居	603801.SH	RMB	19.58	2019/10/30	买入	26.4	1.43	1.65	13.7	11.9	10.5	9.1	15.1	16.4
齐心集团	002301.SZ	RMB	12.90	2019/10/30	增持	12.80	0.36	0.49	35.8	26.3	32.7	24.1	9.2	11.4
裕同科技	002831.SZ	RMB	23.38	2019/11/1	买入	25.40	1.22	1.53	19.2	15.3	15.3	12.4	15.3	16.6
太阳纸业	002078.SZ	RMB	8.19	2019/10/28	买入	10.12	0.81	0.94	10.1	8.7	6.9	6.1	14.5	14.4

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、生活文娱：文具龙头优势凸显，生活用纸盈利提升 .....	6
（一）文具行业：传统业务高端化，办公集采龙头竞争力强 .....	6
（二）生活用纸：浆价回落盈利能力提升，多品牌拓展打开增长空间 .....	7
二、家具：竣工 B 端企业景气度高，零售企业依然承压 .....	8
（一）单三季度营收增速回落放缓，成品家具盈利水平回升 .....	8
（二）定制家具依然承压，成品家具行业盈利水平回升明显 .....	8
（三）行业竞争加剧导致费用率攀升，定制家具周转效率更优 .....	11
（四）定制以及软体行业数据深度解析 .....	13
（五）预计竣工持续向好，B 端企业景气度维持 .....	15
三、造纸：文化纸盈利季度环比改善，包装纸依然承压 .....	17
（一）纸价低位回升缓慢，上市纸企年度收入增速回落，季度环比改善 .....	17
（二）主要纸种产品价格触底回升，板块整体盈利能力改善 .....	19
（三）行业去库接近尾声，渠道补库有望支撑纸价回升 .....	22
四、包装印刷：Q2 板块增长改善，全年继续期待新领域、新经济贡献增长 .....	25
（一）2019Q3 的核心关注是增长改善 .....	25
（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） .....	27
（三）新领域、新经济是包装企业突围不景气的重要手段 .....	28
风险提示 .....	30

## 图表索引

图 1: 中国办公物资市场规模 (万亿元)	6
图 2: 企业电商化采购交易规模快速增长 (亿元)	6
图 3: 中顺洁柔 19 年前三季度销售净利率同比上升 1.43pct	7
图 4: 18Q4 以来木浆价格回落	7
图 5: 家具行业上市公司平均收入同比增速	8
图 6: 家具行业上市公司平均收入季度同比增速	8
图 7: 家具公司平均毛利率 (年度)	8
图 8: 家具公司平均毛利率 (季度)	8
图 9: 2019 年前三季度定制家具收入增速快于成品家具	9
图 10: 2019 年前三季度定制家具毛利率稳定	10
图 11: 2019 年第三季度成品家具毛利率同比提升明显	10
图 12: 2019 年前三季度成品家具净利率回升趋势明显	10
图 13: 2019 年 Q3 定制家具净利率低于去年同期	10
图 14: 2019 年三季度定制家具公司及成品家具公司应收账款周转天数	11
图 15: 家具公司平均三项费用率 (年度)	11
图 16: 家具公司平均三项费用率 (季度)	11
图 17: 家具公司平均净利率 (年度)	12
图 18: 家具公司平均净利率 (季度)	12
图 19: 家具公司平均加权 ROE	12
图 20: 家具公司平均 ROIC	12
图 21: 家具板块存货周转天数	12
图 22: 家具公司平均应付&应收账款周转天数 (三季度)	12
图 23: 主流上市公司前三季度收入增速同比	14
图 24: 主流上市公司前三季度收入增速环比	14
图 25: 主流上市公司单三季度收入增速同比	14
图 26: 主流上市公司单三季度收入增速环比变化	14
图 27: 主流上市公司三季度毛利率同比变化	14
图 28: 主流上市公司三季度毛利率环比变化	14
图 29: 主流上市公司单三季度毛利率同比变化	15
图 30: 主流上市公司单三季度毛利率环比变化	15
图 31: 主流上市公司前三季度归母净利润增速同比变化	15
图 32: 主流上市公司前三季度归母净利润增速环比变化	15
图 33: 主流上市公司单三季度归母净利润增速同比变化	15
图 34: 主流上市公司单三季度归母净利润增速环比变化	15
图 35: 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	16
图 36: 精装房开盘量及渗透率变化情况	16
图 37: 软体原材料 TDI, MDI 的价格走势图	16
图 38: 造纸公司 2019Q1-3 平均收入同比下降 2.60%	17
图 39: 造纸公司平均收入季度同比降幅收窄	17

图 40: 19Q3 主要包装纸种企库均有所回落 (千吨) .....	18
图 41: 木浆港口库存持续高位震荡 .....	18
图 42: 瓦楞纸社会库存量回落 .....	18
图 43: 白卡纸社会库存量相对稳定 .....	18
图 44: 原材料废纸进口数量大幅下降 .....	19
图 45: 废纸及木浆价格持续下行 (元/吨) .....	20
图 46: 包装纸价格触底回升 (元/吨) .....	20
图 47: 文化纸价格探底回升 (元/吨) .....	20
图 48: 生活用纸原纸价格下降 (元/吨) .....	20
图 49: 造纸板块公司季度毛利率企稳回升 .....	21
图 50: 造纸板块管理和财务费用率小幅上升 .....	21
图 51: 造纸板块季度净利润率持续回落 .....	21
图 52: 造纸板块应收账款周转天数 (天) .....	22
图 53: 造纸板块应付账款周转天数 (天) .....	22
图 54: 造纸行业 PPI 回落 (%) .....	22
图 55: 包装印刷板块营业总收入同比增长 .....	26
图 56: 包装印刷板块归母净利润同比增长 .....	26
图 57: 板块各公司单季度营收同比增速 .....	26
图 58: 板块各公司单季度归母净利润同比增速 .....	26
图 59: 包装印刷板块单季度销售毛利率 .....	27
图 60: 包装印刷板块单季度销售净利率 .....	27
图 61: 包装上市公司毛利率变化 (截止 19Q3) .....	27
图 62: 包装上市公司净利率变化 (截止 19Q3) .....	27
图 63: 我国出口金额累计增速变化 .....	28
表 1: 供给侧改革驱动环保从严执行, 推动行业内向龙头聚集 .....	23
表 2: 纸产品需求淡旺季分布明确 .....	23

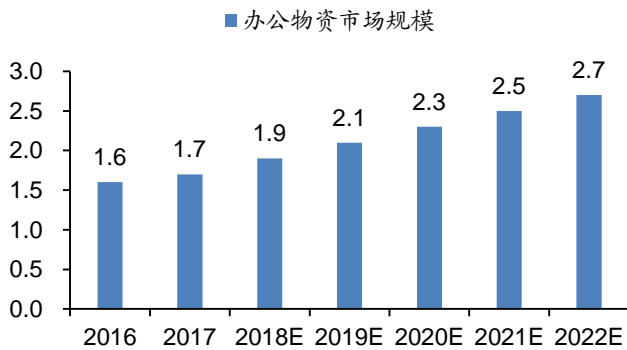
## 一、生活文娱：文具龙头优势凸显，生活用纸盈利提升

### （一）文具行业：传统业务高端化，办公集采龙头竞争力强

**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。

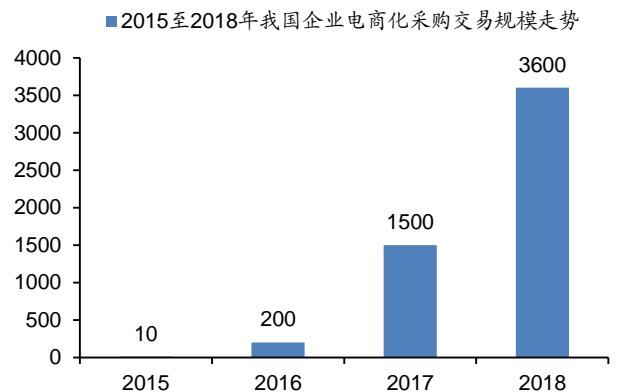
**政策推动办公用品电商化采购市场规模扩张，国内办公集采龙头企业差异化竞争力强。** 2018 年广义办公用品市场规模约为 1.9 万亿，预计行业规模 2018 年开始的未来 5 年将以 9% 的涨幅高速增长，2018 年办公用品类电商化采购交易额超过 1500 亿元，同比增长 62%，电商集采模式推广、企业内部办公用品电商模式集采下单占比逐步提升以及电商集采品类多元化加速办公用品电商化集采市场发展。2018 年各级政府采购中心、央企、大型金融机构、及其他 500 强企业等头部客户采购额达 0.93 万亿元，头部采购额占比为 49%。集成供应商持续构建差异化壁垒，龙头企业在采购、技术、供应链等各方面综合实力表现更强。综合性电商技术接口能力强，零售端优势延伸办公服务可触达性高，但线下服务能力弱，不能满足客户个性化需求，削弱其在办公集采头部客户市场竞争力。

图1：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2：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) 传统业务收入稳健，盈利水平持续提升。上海安硕并表增添助力，渠道优化推动精品文创产品占比提升，依托于晨光强产品，强渠道的双重推力，传统业务盈利能力有望持续提升。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，客户拓展未受宏观经济影响，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) 精品文创业务提速增长。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。

**齐心集团定增顺利实施，** 主要用于大办公和云视频业务产品开发及技术升级，

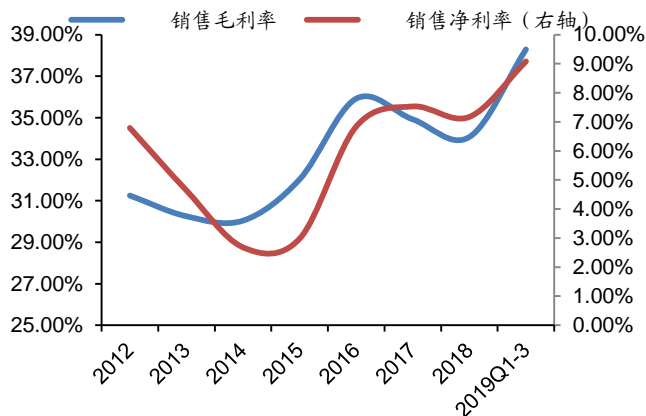
提升产品质量及服务水平，满足客户持续升级的办公采购及服务需求，同时建立数字化平台提升公司运营效率。公司在云视频、B2B 服务平台、自有品牌产品领域持续加大研发投入，进军智慧办公市场，培育新的利润增长点。看好公司由办公用品集成供应商转型搭建“硬件+软件+服务”产品体系所带来的增长空间。

## （二）生活用纸：浆价回落盈利能力提升，多品牌拓展打开增长空间

**纸浆原料成本占比高，价格波动影响纸企毛利率。**因木纤维资源禀赋不足，国内大部分生活用纸企业均需要外部采购纸浆，纸浆成本在公司生产成本中占比约 50%-60%，进口纸浆价格波动直接影响生活用纸企业毛利率，根据海关总署数据进口纸浆平均单价波动与纸企毛利率间存在反向波动。2018 年四季度以来木浆价格持续回落，生活用纸企业盈利持续改善。

**受益于木浆价格下跌、高端产品占比提升及增值税调整，**头部企业中顺洁柔 19Q3 毛利率 41.37% (yoy+8.19pct)，再创历史新高。从大厂远期报价、港口库存来看，短期浆价仍有下调空间，考虑太阳品牌以及卫生巾产品推广，2019 年三季度末中顺洁柔原料库存处于相对偏低水平，预计 19Q4 毛利率仍有提升空间。

图3：中顺洁柔19年前三季度销售净利率同比上升 1.43pct



数据来源：WIND、广发证券发展研究中心

图4：18Q4以来木浆价格回落



数据来源：卓创资讯、广发证券发展研究中心

**生活用纸行业的逐渐成熟为龙头企业提供发展空间，同时推动产品多元化研发进程。**生活用纸行业由 1980s 卫生纸占比 95% 以上逐步成长为卫生纸、餐巾纸、手帕纸、面巾纸并存格局，生活用纸企业产品研发需跟随产业变化，中顺洁柔行业内最早推出差异化功能性产品，把创新独特列为企业文化的重要部分。以消费者需求为主要出发点推动产品研发和技术优化升级。

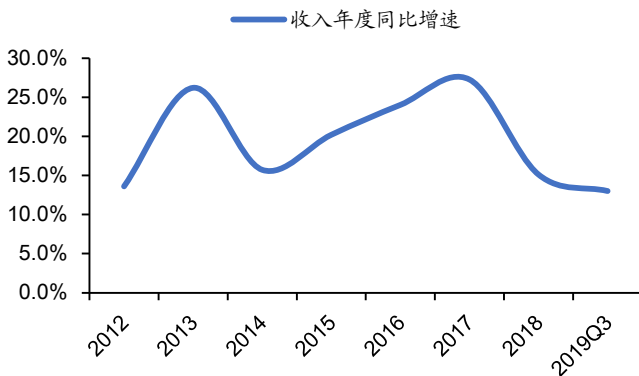
**“太阳”品牌及卫生巾等新品研发推出奠定成长基础。**报告期内公司“太阳”品牌新品推动产品差异化发展，四川基地建设竹浆纸一体化项目向产业链上游延伸可减少浆价波动对盈利稳定性影响。2018 年底公司增加新零售渠道和母婴渠道，并于京东 618 期间独家全球首发公司旗下卫生巾新品朵蕾蜜，公司新品有望借助原有渠道快速推向市场。

## 二、家具：竣工 B 端企业景气度高，零售企业依然承压

### （一）单三季度营收增速回落放缓，成品家具盈利水平回升

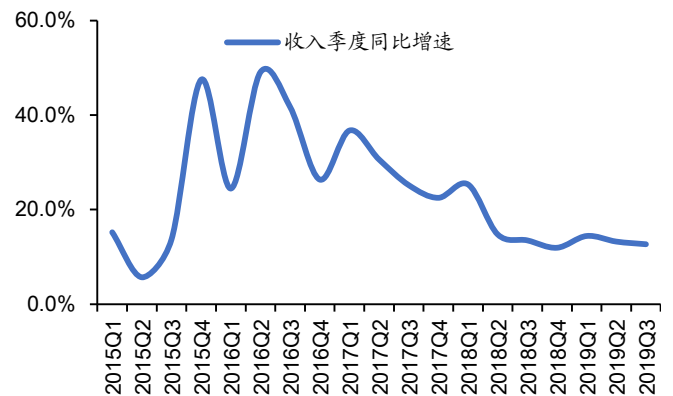
家具板块公司主营业务收入增速放缓幅度环比收窄。剔除部分板块内多主业经营企业，我们跟踪的22家主流家具制造领域公司2019年Q3等权重平均收入增速为13.0%，较2018年同期回落3.7个百分点，行业景气度回落影响持续。分季度来看，2019年第三季度等权重平均收入增速为12.7%，同比小幅回落0.8个百分点，环比下滑0.6个百分点，放缓幅度环比收窄。

图5：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

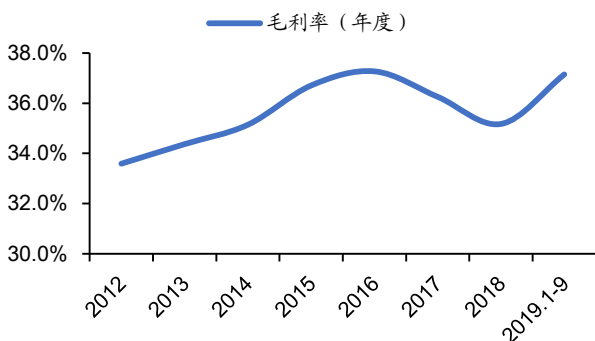
图6：家具行业上市公司平均收入季度同比增速



数据来源：WIND、广发证券发展研究中心

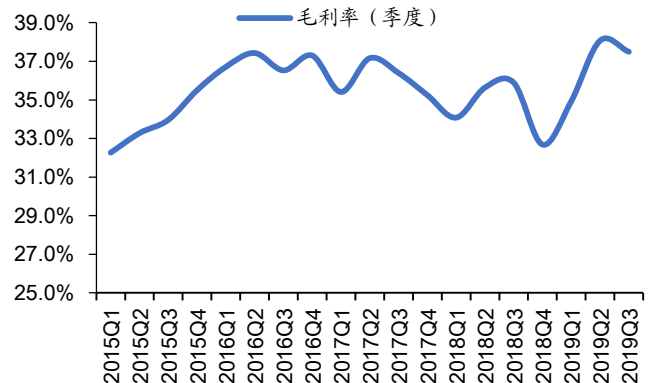
家具板块毛利率回升，单季度环比有所下降。2019年前三季度我们跟踪的22家主流家具制造领域公司等权重平均毛利率为37.1%，较2018年同期回升1.4个百分点，主要是由于成品家具毛利率回升明显，去年同期原材料与汇率等压制因素在2019年形成大幅好转。分季度看，2019年家具公司第三度毛利率为37.5%，同比增长1.6个百分点，环比下降0.6个百分点。

图7：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8：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）定制家具依然承压，成品家具行业盈利水平回升明显

定制家具Q3增速环比下降，成品家具收入增速企稳。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、志邦家居、我乐家居、金牌厨

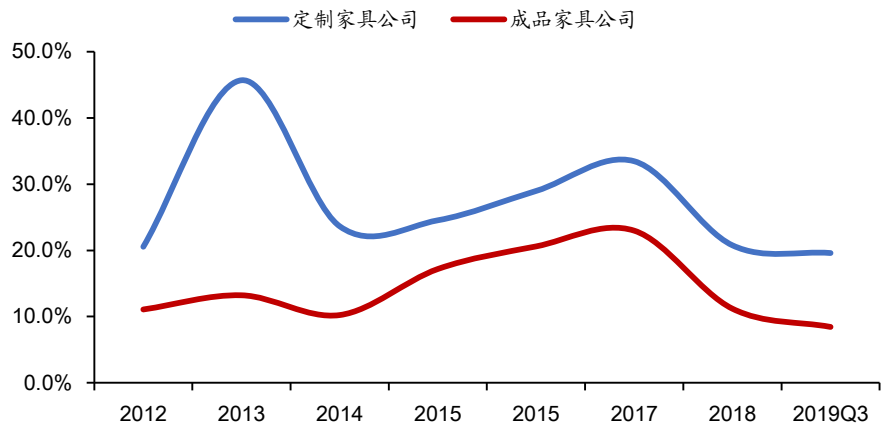


柜、江山欧派、皮阿诺) 2019年前三季度等权重平均收入增速为19.6%，同比回落4.3个百分点，若剔除江山欧派，8家定制公司前三季度等权重平均收入增速为15.2%，同比回落8.5个百分点，环比二季度跌幅略有扩大。2019年第三季度定制企业平均收入增速为21.3%，同比下降1.3个百分点。若剔除江山欧派，8家定制公司前三季度等权重平均收入增速为16.6%，同比回落3.2个百分点，环比回落0.2个百分点。2019年前三季度13家成品家具公司收入增速为8.4%，同比回落3.4个百分点，2019年第三季度收入增速为6.7%，同比下滑0.5个百分点，相较于定制家具板块，成品家具板块表现稳健。

细分公司来看，江山欧派、曲美家居、皮阿诺，三季度收入表现不俗，江山欧派与皮阿诺依托于工程渠道销售收入增加，单三季度分别实现营业收入6.05亿元 (YoY+58.90%)、4.53亿元 (YoY+35.58%)。曲美家居由于并购因素影响，单三季度实现营业收入9.98亿元 (YoY+39.37%)。

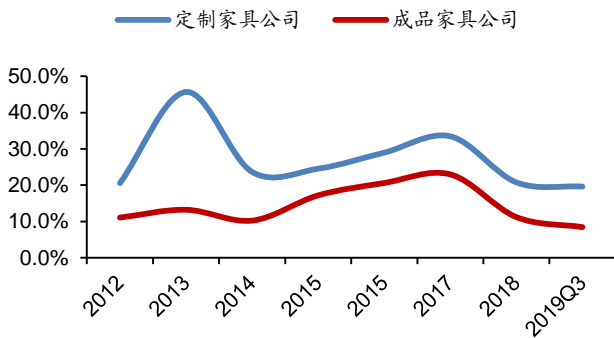
**定制家具盈利能力稳定，成品家具盈利能力同比提升明显。**定制家具企业2019年前三季度盈利能力略微回落，9家定制家居企业2019年前三季度毛利率为38.0%，同比下降0.1个百分点，超过同期成品家具企业毛利率1.4个百分点，2019年第三季度定制家居企业毛利率为38.3%，同比下降0.5个百分点，超过同期成品家具企业毛利率1.4个百分点。2019年第三季度成品家具毛利率为36.9%，同比提升3.1个百分点，环比回落0.7个百分点。

图9：2019年前三季度定制家具收入增速快于成品家具



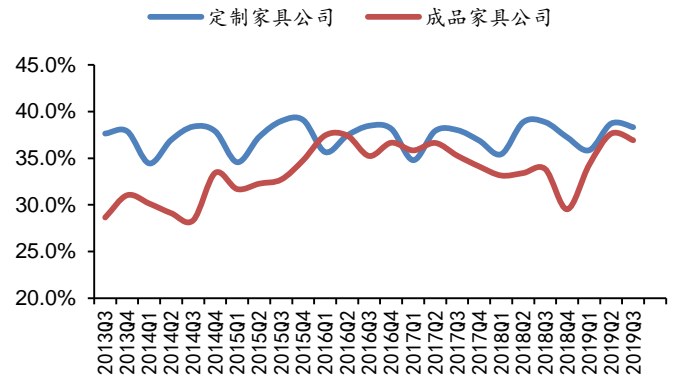
数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

图10: 2019年前三季度定制家具毛利率稳定



数据来源: WIND、广发证券发展研究中心

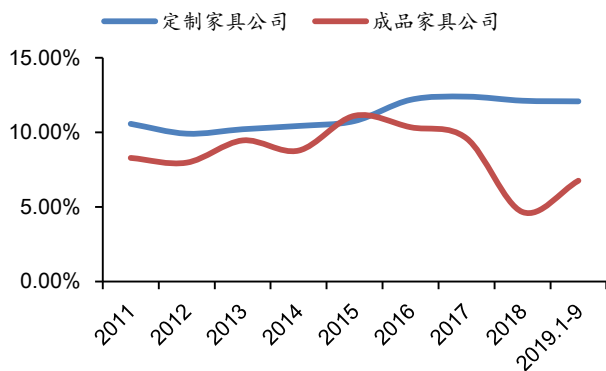
图11: 2019年第三季度成品家具毛利率同比提升明显



数据来源: WIND、广发证券发展研究中心

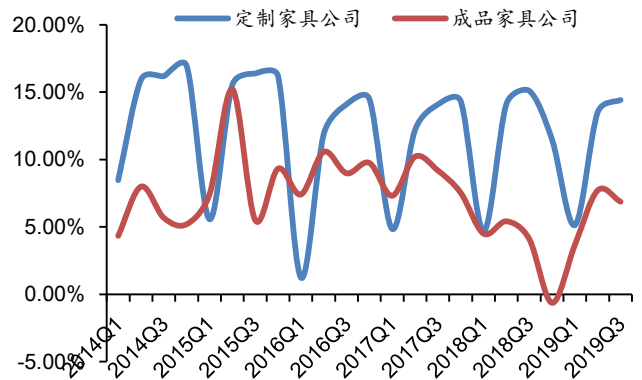
**2019年第三季度家具企业净利润率小幅提升。**2019年前三季度定制家具公司净利润率为12.1%，高于同时期11家成品家具公司5.3个百分点，其中2019年第三季度净利润率为14.4%，环比提升0.9个百分点，同时期11家成品家具公司6.9个百分点；纵向对比来看，2019年前三季度定制家具净利润率同比去年同期有0.3个百分点回落，11家成品家具制造企业净利润率则较去年同期提升1.2个百分点；2019年单三季度定制家具净利润率低于去年同期0.7个百分点，13家成品家具制造企业净利润率则较去年同期提升2.8个百分点，主要由于家居出口企业去前三季度原材料与汇率双重承压导致基数较低所致。

图12: 2019年前三季度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

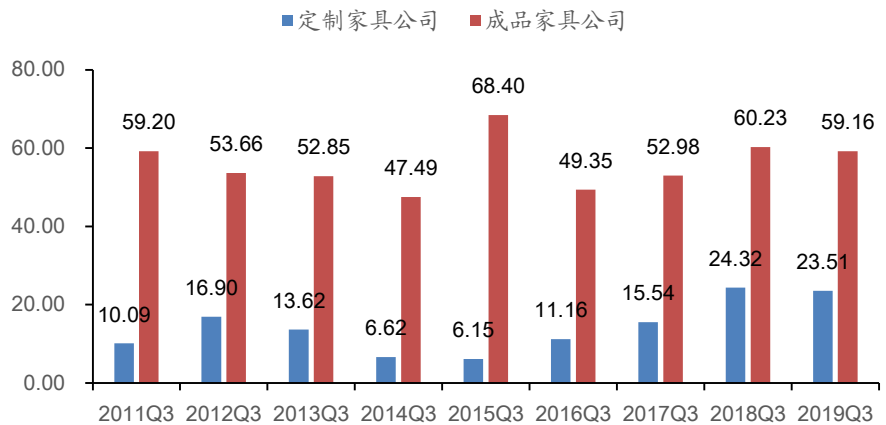
图13: 2019年Q3定制家具净利润率低于去年同期



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年前三季度应收账款周转天数分别为23.51天、59.16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，定制家居和成品家具企业应收账款周转天数都略有回落。

图14: 2019年三季度定制家具公司及成品家具公司应收账款周转天数

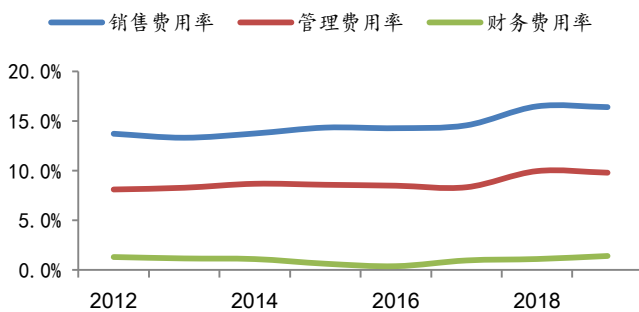


数据来源: WIND、广发证券发展研究中心

### (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Q3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年前三季度销售费用率、管理费用率(含研发费用率)、财务费用率均值分别为16.4%、9.8%和1.4%, 同比提升0.3个百分点、0.05个百分点、0.7个百分点。2019年单三季度销售费用率、管理费用率(含研发费用率)、财务费用率均值分别为16.4%、10.6%和2.4%, 销售费用率与财务费用率均有所提升。

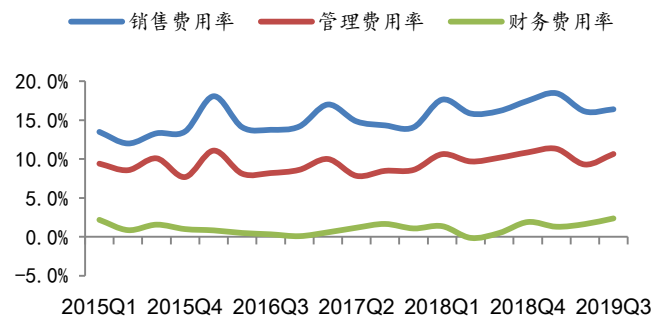
图15: 家具公司平均三项费用率(年度)



数据来源: WIND、广发证券发展研究中心

注: 管理费用率中含研发费用率

图16: 家具公司平均三项费用率(季度)

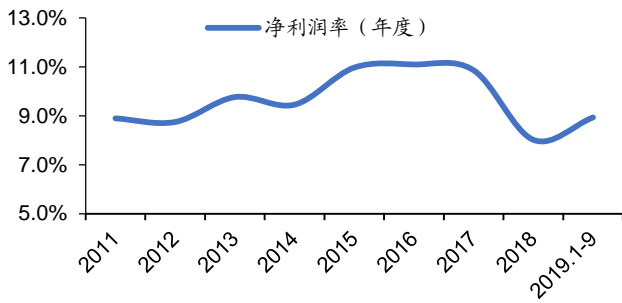


数据来源: WIND、广发证券发展研究中心

注: 管理费用率中含研发费用率

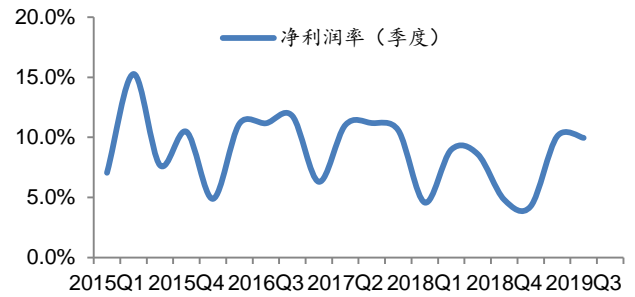
**2019单三季度成品家具净利率有所提升。**受成品家居企业毛利率回升以及去年低基数影响, 前三季度家具公司平均净利率提升至8.9%, 高于去年同期8.3%的净利率水平, 其中定制家具企业净利率同比下滑0.3个百分点, 成品家具企业净利率同比提升1.2个百分点。2019年单三季度平均净利率10.0%, 同比提升1.4个百分点。

图17: 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

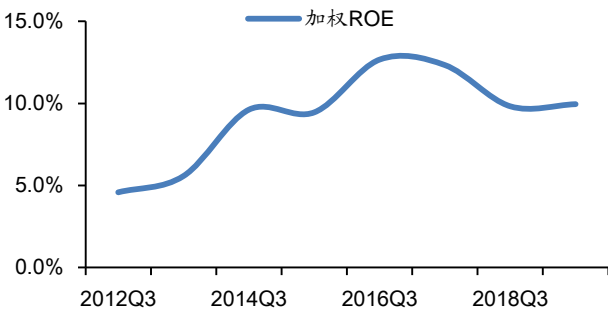
图18: 家具公司平均净利润率 (季度)



数据来源: WIND、广发证券发展研究中心

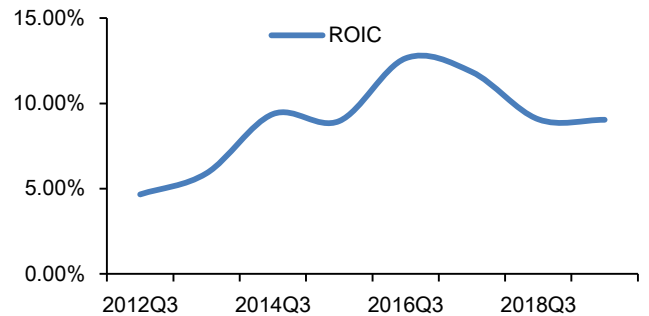
2019年前三季度主流家具公司的净资产回报率和投入回报率因净利率回升有所提升。我们跟踪的22家公司2019年第三季度加权ROE的均值为10.0%，同比提升0.9个百分点；ROIC均值为9.0%，同比提升0.5个百分点。

图19: 家具公司平均加权ROE



数据来源: WIND、广发证券发展研究中心

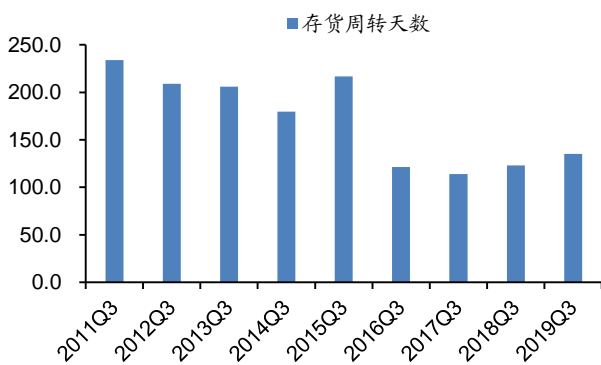
图20: 家具公司平均ROIC



数据来源: WIND、广发证券发展研究中心

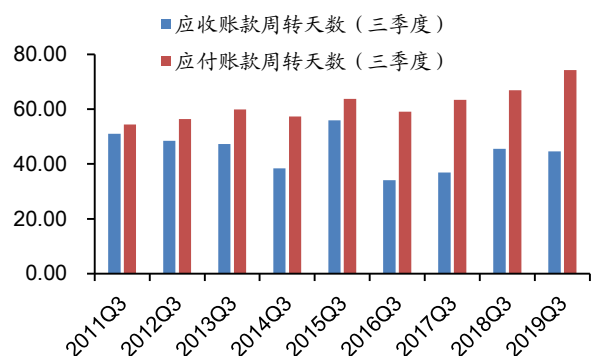
2019年前三季度存货周转天数、应收账款的周转天数、应收账款周转天数小幅提升。我们跟踪的22家主流家具制造领域公司2019前三季度等权重平均存货周转天数、应付账款周转天数、应收账款周转天数分别为135.0天、74.3天、44.6天，存货周转天数和应付账款周转天数同比小幅提升，应收账款周转天数略有回落。

图21: 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22: 家具公司平均应付&应收账款周转天数 (三季度)



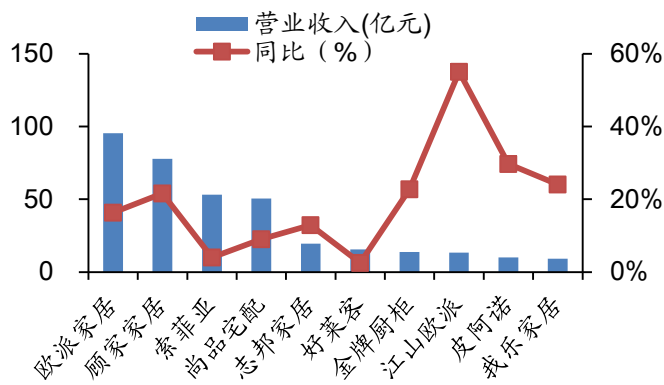
数据来源: WIND、广发证券发展研究中心

#### （四）定制以及软体行业数据深度解析

收入端分化持续，橱柜公司优于衣柜，软体企业收入提速。从主流定制以及软体企业代表企业前三季度以及单三季度表现来看，发现以下趋势：

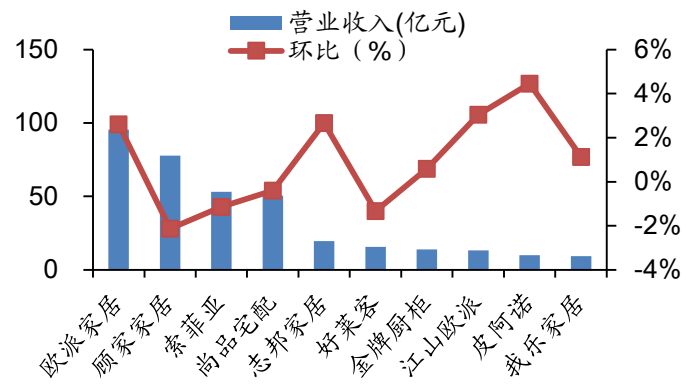
- 1) **工程端企业收入增速优于零售企业。**由于工程企业订单一般来说会在下半年进入结算高峰，因此工程端企业三季度表现靓丽。以工程业务为主的江山欧派前三季度收入增速为55%，单三季度收入增速为58.9%，远高于零售企业。
- 2) **定制企业中橱柜企业收入增速高于衣柜企业。**橱柜企业率先受精装房冲击，因此均已布局大宗业务，依托于工程端陆续进入结算期，橱柜企业单三季度收入较单二季度提速明显，如欧派家居、志邦家居、皮阿诺单三季度收入增速分别较单二季度提速7.6pct、3.6pct、4.1pct。
- 3) **软体行业收入增速环比回暖。**以顾家家居为例，顾家家居前三季度收入增速为21.6%，单三季度实现收入增速18%，环比单二季度提速1.8pct。

图 23: 主流上市公司前三季度收入增速同比



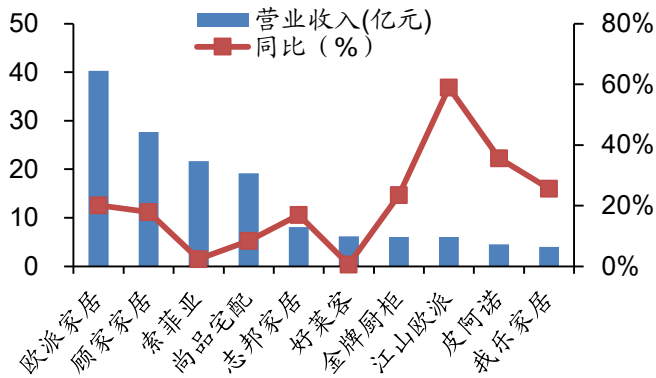
数据来源: WIND、广发证券发展研究中心

图 24: 主流上市公司前三季度收入增速环比



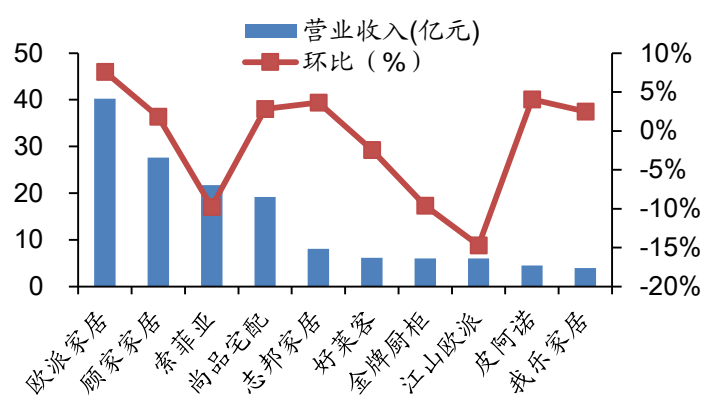
数据来源: WIND、广发证券发展研究中心

图 25: 主流上市公司单三季度收入增速同比



数据来源: WIND、广发证券发展研究中心

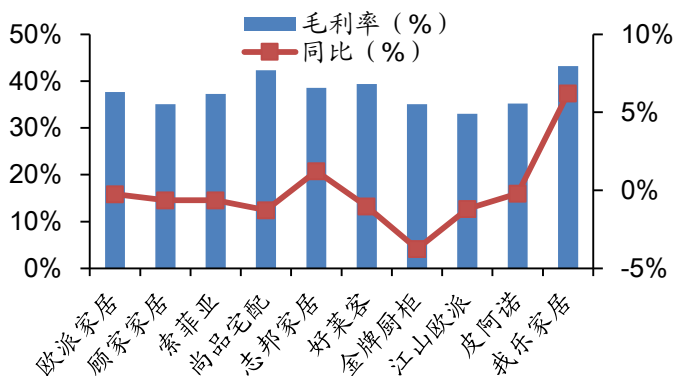
图 26: 主流上市公司单三季度收入增速环比变化



数据来源: WIND、广发证券发展研究中心

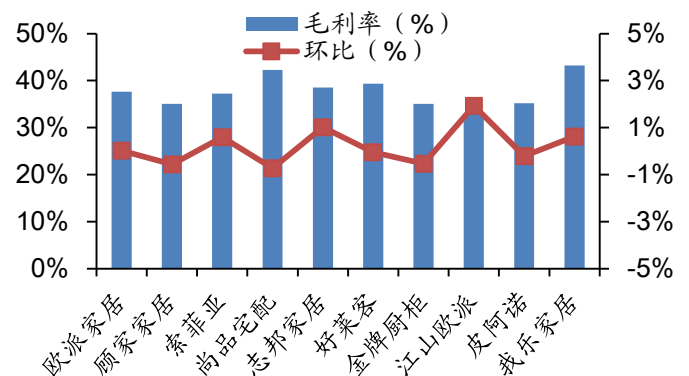
整体行业毛利率水平持续回落，归母净利润增速承压。主流家具企业中，大部分企业单三季度以及前三季度毛利率水平持续回落，主要是由于零售业务竞争压力加大导致费用提升、毛利率较低的工程业务收入占比提升所致，前三季度除志邦家居 (+1.23pct) 和我乐家居 (+6.22pct) 毛利率仍有正增长以外，其余主流企业毛利率均有小幅下滑。受毛利率下滑以及零售端费用支出提升所影响，主流家具企业归母净利润水平承压。

图 27: 主流上市公司三季度毛利率同比变化



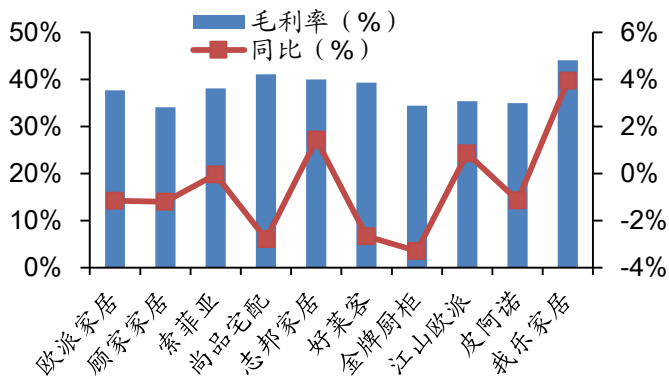
数据来源: WIND、广发证券发展研究中心

图 28: 主流上市公司三季度毛利率环比变化



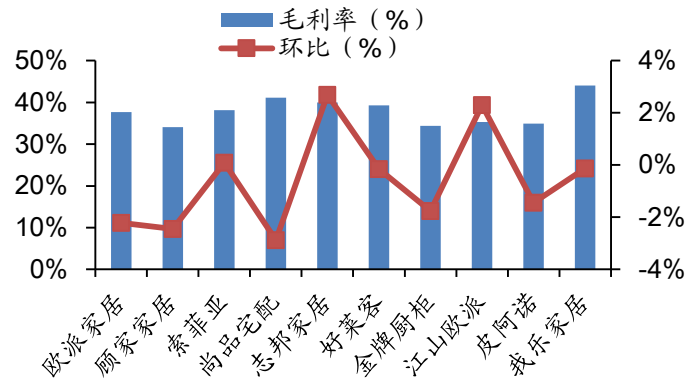
数据来源: WIND、广发证券发展研究中心

图 29: 主流上市公司单三季度毛利率同比变化



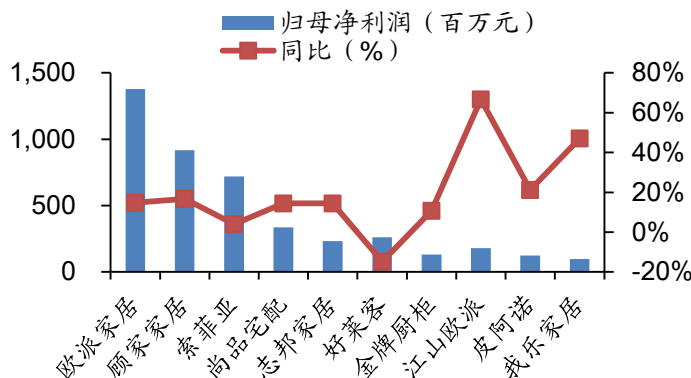
数据来源: WIND、广发证券发展研究中心

图 30: 主流上市公司单三季度毛利率环比变化



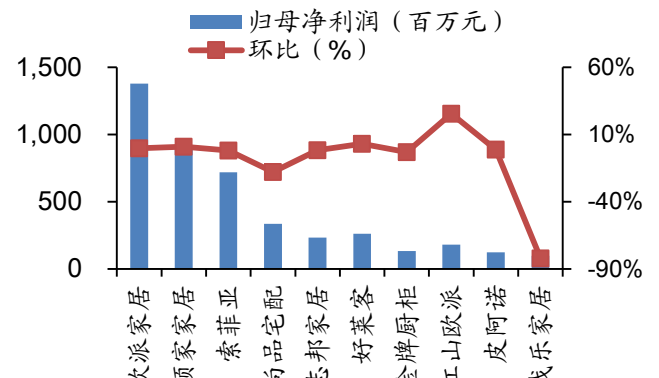
数据来源: WIND、广发证券发展研究中心

图 31: 主流上市公司前三季度归母净利润增速同比变化



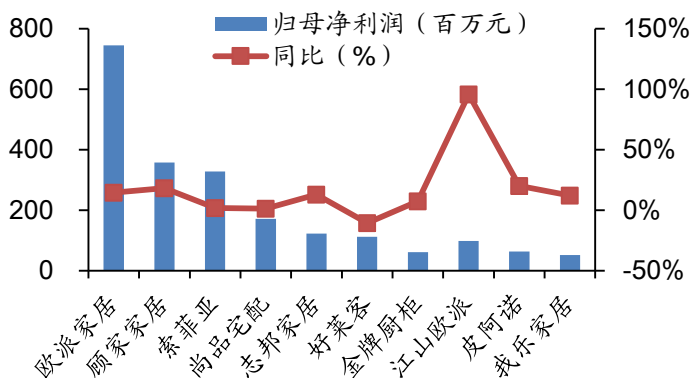
数据来源: WIND、广发证券发展研究中心

图 32: 主流上市公司前三季度归母净利润增速环比变化



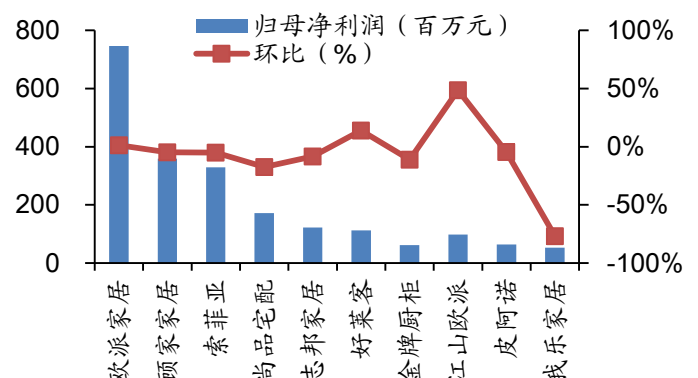
数据来源: WIND、广发证券发展研究中心

图 33: 主流上市公司单三季度归母净利润增速同比变化



数据来源: WIND、广发证券发展研究中心

图 34: 主流上市公司单三季度归母净利润增速环比变化



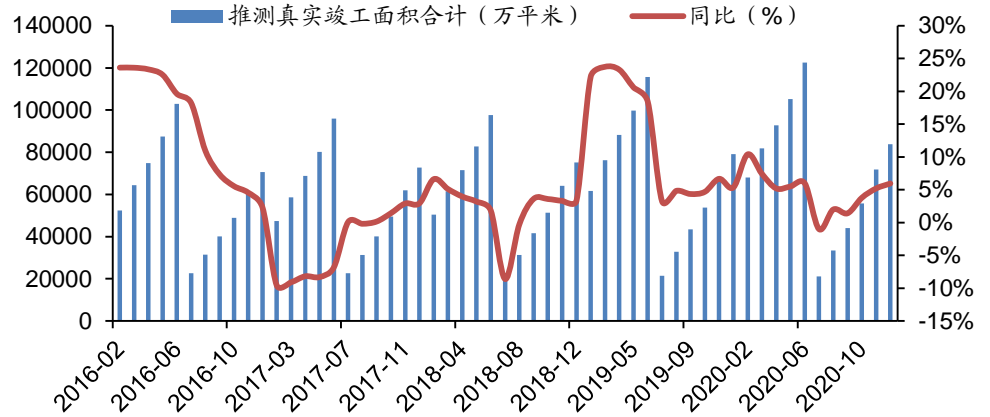
数据来源: WIND、广发证券发展研究中心

### (五) 预计竣工持续向好, B 端企业景气度维持

家具行业曙光已现, 预计竣工持续向好。虽行业整体压力仍在, Q3竣工数据持续向好, 2019Q4起业绩有望逐步兑现。根据我们在前期周报《定制倒春寒后迎盛夏, 全装链条确定性更高》中所测算, 2019-2020年真实竣工好于2018年, 预计增速均为5-10%, 具备阶段性某几个月增速超过20%的可能性, 龙头定制家具在

2020-2021年收入增速有望修复至20-25%，但预计反应至上市公司报表端，时点最早也要在2019年Q4前后，可能叠加定制家具公司2018年Q3-2019年Q1普遍收入增速下的低基数，实现单季度收入高成长。

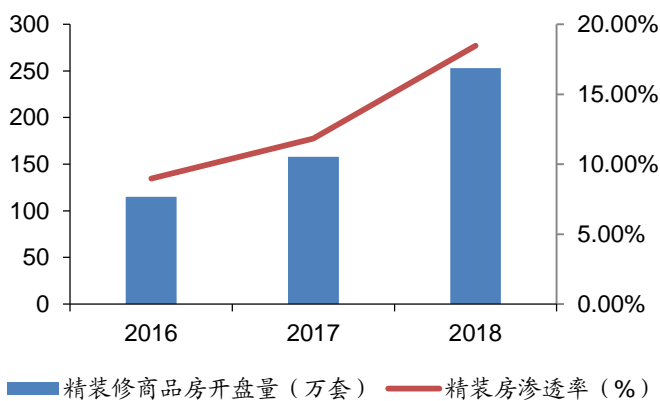
图35: 模拟2019-2020年房地产竣工同比增速图，未来2年稳定下半年加速



数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

**B端企业景气度维持，低估值企业有望修复。**行业基本面虽维持稳定，但渠道流量在快速分化，传统门店的流量在装修商整装与地产商精装的冲击下有所下滑，新形势下要求优质家具公司在维持传统零售竞争力的同时，具备全渠道充分获客的能力。因此关注去年Q3-Q4（尤其是Q4）低基数下，低估值品种业绩超预期的机会。关注（1）全装修类公司受益精装房渗透率提升，在竣工拐点出现兑现高增长，如江山欧派，帝欧家居；（2）低估值家具公司有望受益于行业景气度提升，定制家具企业如，志邦家居，索菲亚，长期看好欧派家居、尚品宅配；软体企业如顾家家居、敏华控股，同时软体企业受益于成本同比下降与贸易战出口订单补单的影响，下半年可能有超预期。

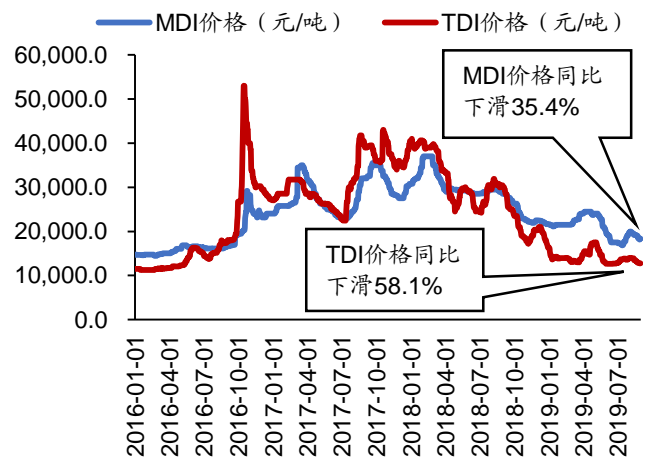
图 36: 精装房开盘量及渗透率变化情况



数据来源: 国家统计局、奥维云网、广发证券发展研究中心

标注: 精装房渗透率近似为精装房开盘量/住宅销售量

图37: 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



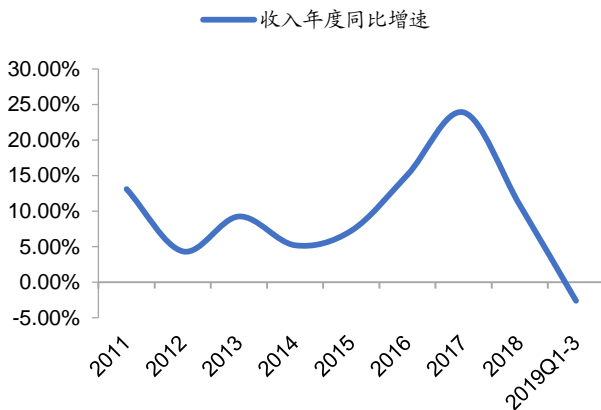
### 三、造纸：文化纸盈利季度环比改善，包装纸依然承压

造纸行业景气度季度环比改善，部分文化纸企业已连续两个季度业绩持续改善。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，库存高位与PPI走低反应各类纸种陆续进去去库周期，随着行业去库不断推进，文化纸行业19H2逐渐进入补库周期，纸品价格回升，但包装纸行业无明显起色。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，19Q4看好文化纸上市纸企盈利进一步改善，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）纸价低位回升缓慢，上市纸企年度收入增速回落，季度环比改善

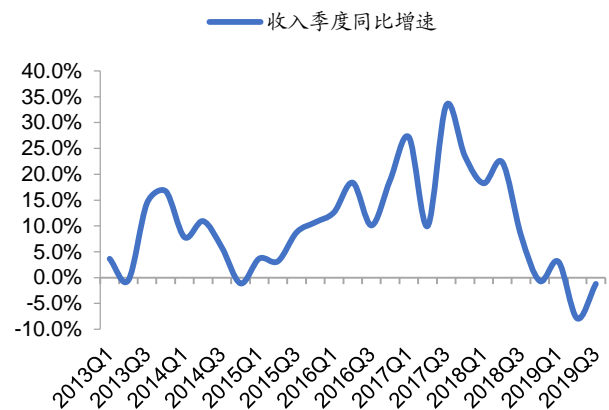
从年度数据来看，造纸公司收入增速持续放缓。我们跟踪的13家主流造纸制造领域公司2019年前三季度等权重平均主营业务收入同比增速为-2.6%，较2018年Q3增速降低18.14个百分点，主要纸种价格均有所下滑。季度同比增速方面，受基数较高及上半年行业去库等因素影响，2019年一季度营收同比增加3.07%，二季度营收同比下降7.91%，三季度营收同比下降1.22%，板块整体主营业务收入增速降幅收窄。

图38：造纸公司2019Q1-3平均收入同比下降2.60%



数据来源：WIND、广发证券发展研究中心

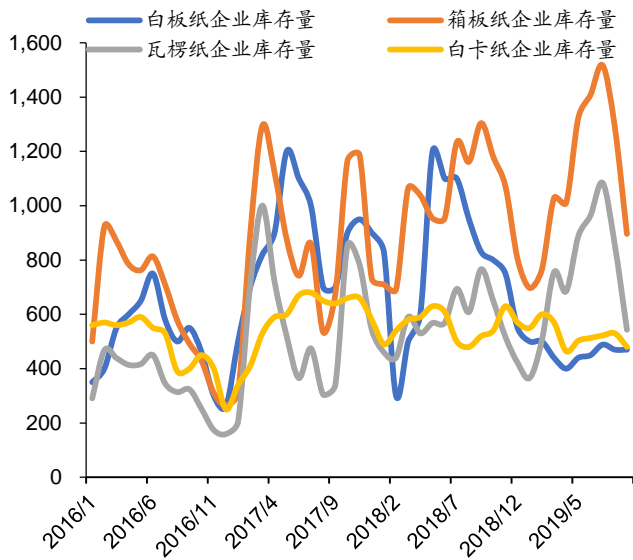
图39：造纸公司平均收入季度同比降幅收窄



数据来源：WIND、广发证券发展研究中心

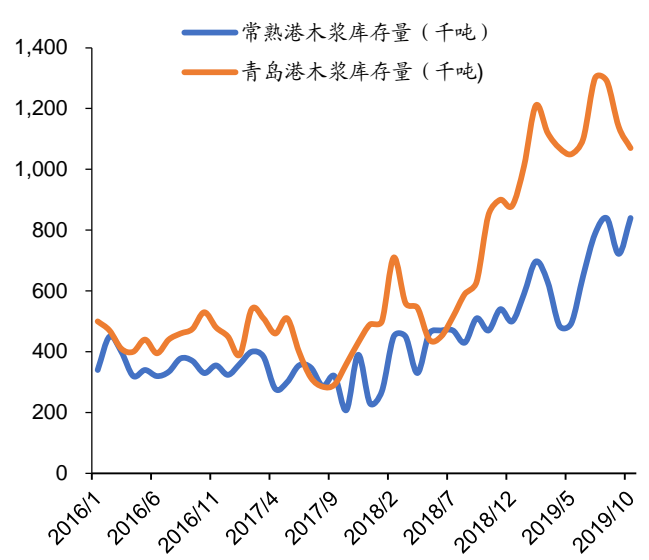
**19Q3箱板、瓦楞纸企库存持续上行，木浆港口库存创历史新高。**受中美贸易以及国内实体需求走弱等因素影响，上半年箱板、瓦楞等包装类纸种库存持续上行，下游需求旺季不旺；双胶、铜版等文化纸种渠道持续去库，木浆港口库存创历史新高，国内现货价格走低，但纸价相对坚挺，文化纸行业盈利改善。

图40: 19Q3主要包装纸种企业库均有所回落(千吨)



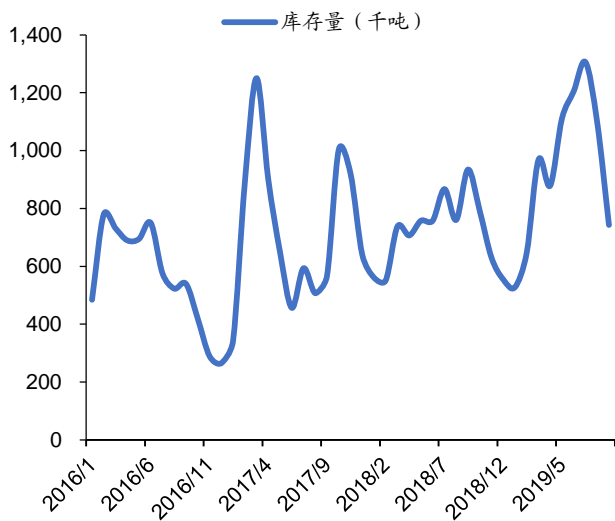
数据来源: 卓创资讯、广发证券发展研究中心

图41: 木浆港口库存持续高位震荡



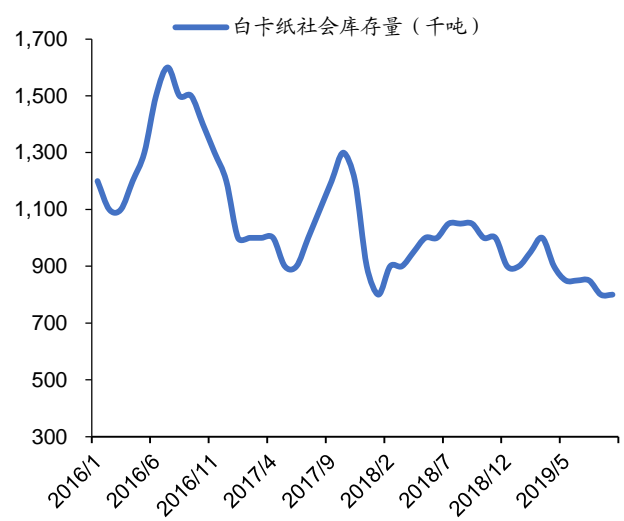
数据来源: 卓创资讯、广发证券发展研究中心

图42: 瓦楞纸社会库存量回落



数据来源: 卓创资讯、广发证券发展研究中心

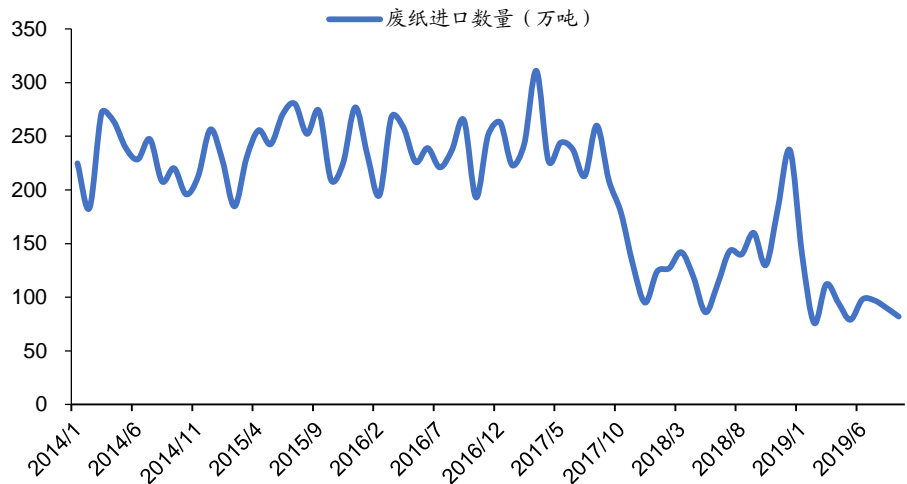
图43: 白卡纸社会库存量相对稳定



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年前三季度，国内废纸进口总量869万吨，同比下降24.63%。

图44: 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

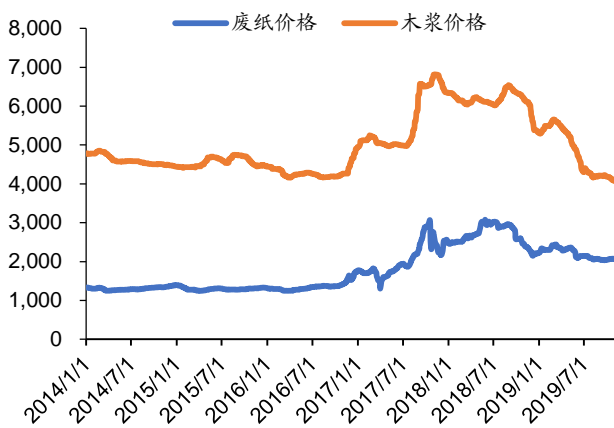
## (二) 主要纸种产品价格触底回升, 板块整体盈利能力改善

**废纸价格持续下行。**从最近两年数据来看, 木浆消耗对外依赖度超过65%, 废纸浆对外依赖度超过30%, 外废政策不断趋严, 供给收缩利好废纸价格, 但行业持续去库及终端需求不及预期, 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, 国废价格回落。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。

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

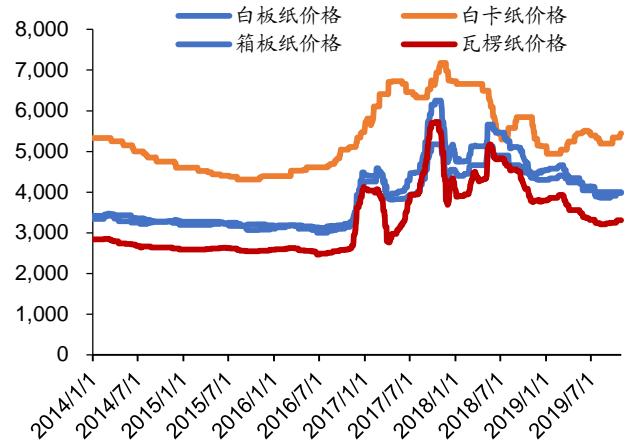
**包装纸价格触底回升。**以木浆为主要原料的白卡纸行业集中度在各类包装纸中处于相对较高水平, 但2018年下半年后白卡纸行业龙头间竞争导致价格超预期下跌, 白卡纸行业盈利恶化, 2019年年初以来价格触底后持续回升, 同期原材料木浆价格回落, 行业盈利改善。以废纸为主要原料的白板纸、箱板纸、瓦楞纸行业集中度相对较低, 因终端需求不佳及渠道去库等因素影响, 2018年下半年以来价格表现相对较弱。

图45: 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46: 包装纸价格触底回升 (元/吨)

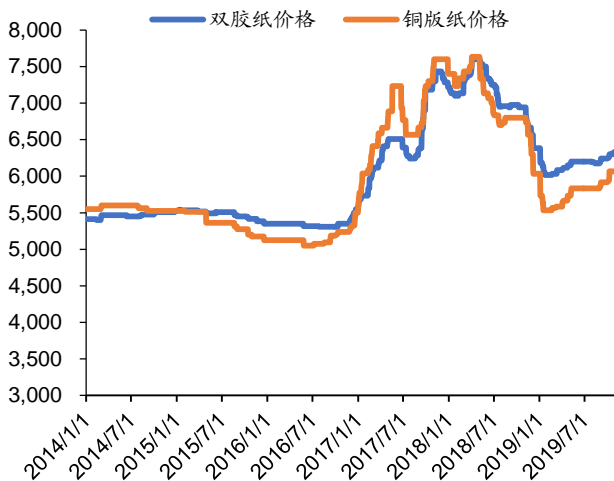


数据来源: 卓创资讯、广发证券发展研究中心

**2019年三季度文化纸价格继续回升，生活用纸原纸价格持续下降。**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，下半年文化纸行业逐渐进入补库周期，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，文化纸价格持续回升。

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。年初以来生活用纸价格下行趋势并未发生变化，国庆期间各地针对“阅兵蓝”导致供给端产能受限，生活用纸价格迎来底部震荡走势。

图47: 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

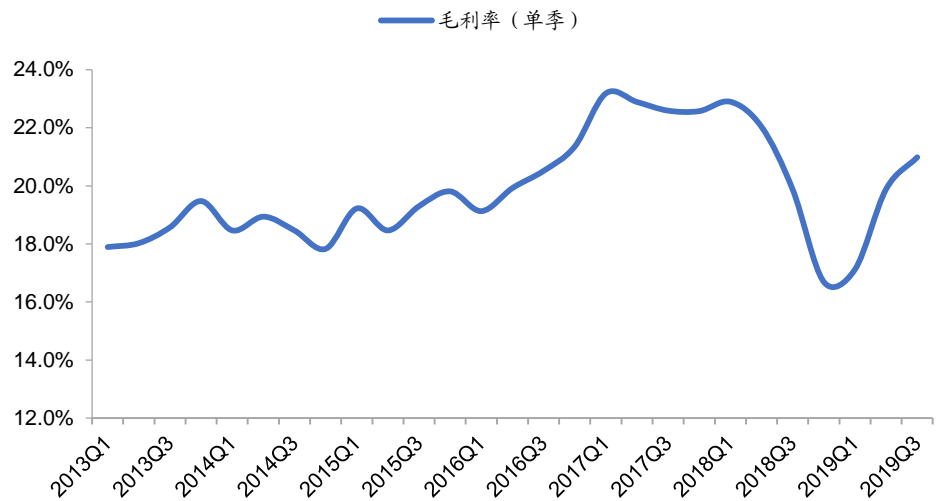
图48: 生活用纸原纸价格下降 (元/吨)



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Q3等权重平均毛利率为20.98%，较2018年Q3上升1.11个百分点，文化纸企业盈利改善明显好于包装纸企。文化纸企业产品价格上涨、原材料价格回落，盈利能力改善明显。包装纸企业因产品价格与原料废纸价格均低位徘徊，企业盈利改善速度缓慢。

图49: 造纸板块公司季度毛利率企稳回升

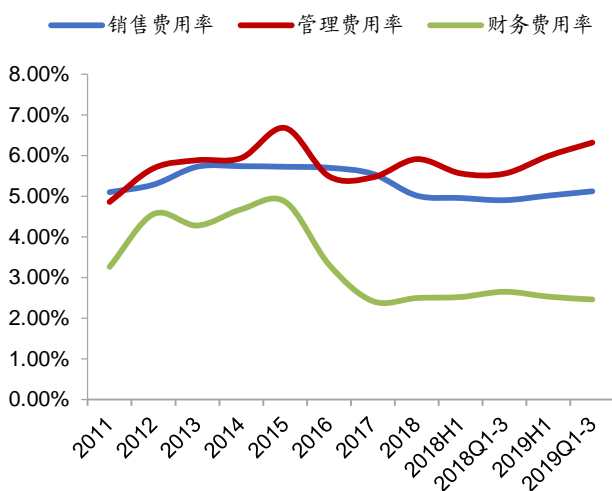


数据来源: WIND、广发证券发展研究中心

管理及销售费用率有所提升, 财务费用率保持稳定。2019年三季度造纸行业公司整体毛利率回升的同时, 管理及销售费用率有所提升, 财务费用率保持稳定, 分别为6.32%、5.12%和2.46%, 其中销售费用率同比上升0.22个百分点至5.12%, 管理费用率同比提升0.76个百分点到6.32%, 财务费用率下降0.19个百分点至2.46%。

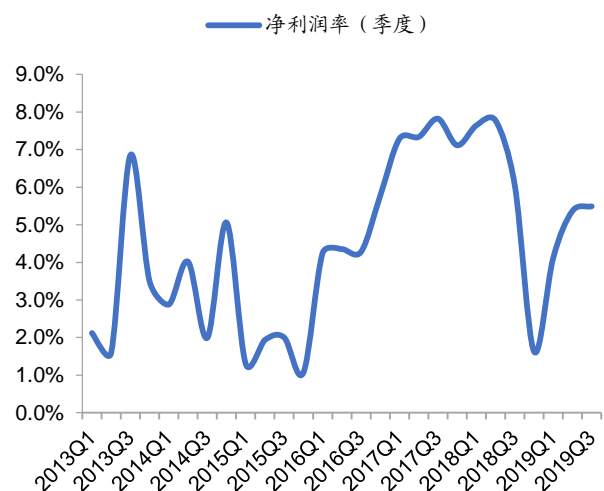
板块季度净利润率持续回升, 19Q3板块公司净利润率5.49%, 环比19Q2提升0.12个百分点。我们跟踪的13家主流造纸制造领域公司2019年Q1-3等权重平均净利润率为5.07%, 虽较2017-2018年有所回落, 但已回升至正常水平(2011-2018年分别为3.7%、2.0%、3.5%、3.5%、1.6%、4.8%、7.4%、5.9%)。

图50: 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

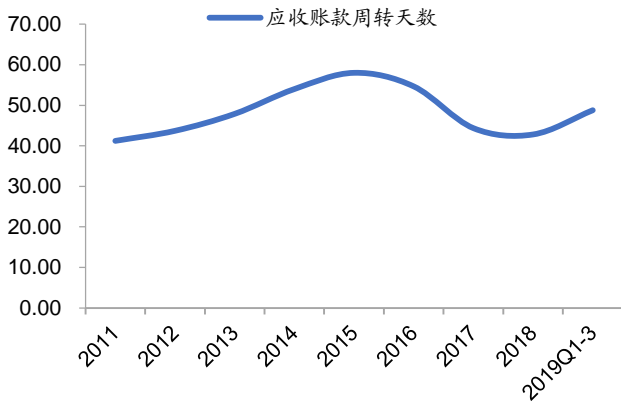
图51: 造纸板块季度净利润率持续回落



数据来源: WIND、广发证券发展研究中心

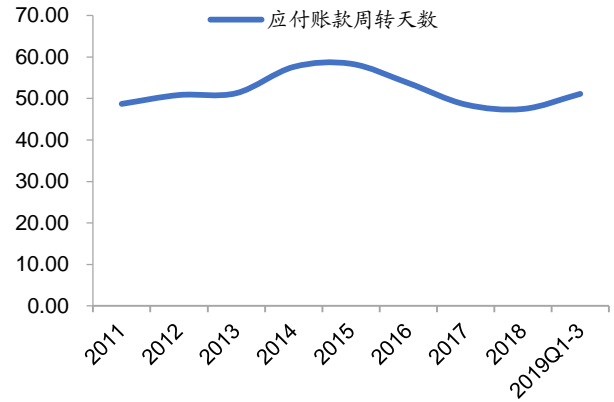
应收账款周转天数回升。2019年三季度末主流造纸公司应收账款周转天数快速回升至48.78天(2011-2018年应收账款周转天数分别为41.2天、43.7天、47.9天、54.0天、58.0天、54.6天、44.4天、42.8天)。

图52: 造纸板块应收账款周转天数(天)



数据来源: WIND、广发证券发展研究中心

图53: 造纸板块应付账款周转天数(天)

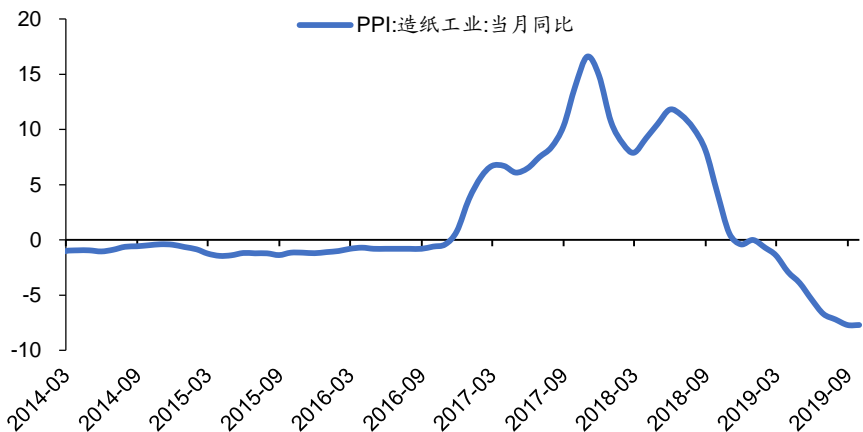


数据来源: WIND、广发证券发展研究中心

### (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。在经历2016年末至2017年的猛烈上涨后, 2018年以来PPI持续下行, 至2019年9月PPI同比下降7.7%。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54: 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 1: 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 2: 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	春节	年后为保证印厂正常运作, 大量进货, 春季展销会较多, 宣传单用量增加。		因初夏农忙, 大部分印厂工人放假			商品销售和年前促销大量印制广告及传单, 春季教材封面备货及印刷				
双胶纸	平	淡季	旺季	旺季	旺季	平	平	淡季	旺季	旺季	旺季	前旺后平
	节日期间双胶用量减少	3-5 月为学生秋季教材备货及开印期, 双胶纸需求加大				秋季教辅材料扫尾期			9-12 月为学生春季教材备货及开印期		春季教辅材料扫尾期	

数据来源: 中纸联、广发证券发展研究中心

造纸行业建议配置至标配，四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年二季度以来整体呈稳定发展趋势，季度盈利已明显改善，三季度文化纸需求旺季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低于历史中枢，PB逻辑看公司估值中枢回归。从PB历史数据来看公司目前估值仍低于历史平均水平，文化纸行业进入补库周期，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等因素影响，浆价短期仍维持较低水平，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。



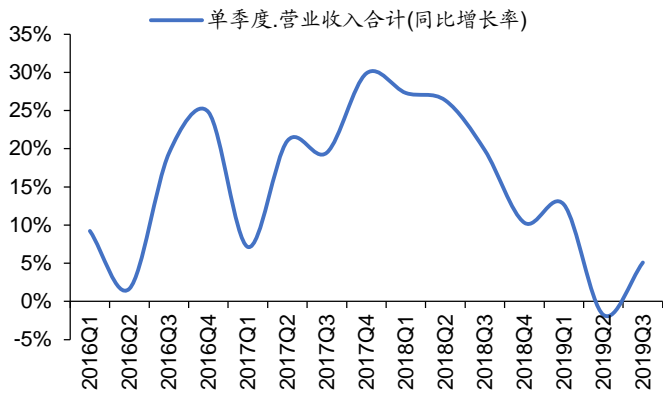
## 四、包装印刷：Q2 板块增长改善，全年继续期待新领域、新经济贡献增长

### （一）2019Q3 的核心关注是增长改善

**Q3 包装板块营收/净利润增长显著改善。**包装印刷板块Q3单季度营业收入同比增长5.10%（Q2为-1.77%），单季度归母净利润8.50%（Q2为-2.6%）。从具体公司来看，裕同科技单Q3营收增速22.79%，归母净利润增速13.00%；劲嘉股份单Q3营收增速32.76%，归母净利润增速24.76%。

**推测主要有两大原因支撑营收改善：1）行业出清加速。**包装产业门槛低、运输半径有限等因素，致使行业内充斥着大量的小型作坊、小型工厂，市场总体需求承压状态下，不少依靠单一客户关系、技术实力缺乏的小厂逐步退出，推动集中度有所提升；**2）头部企业新领域经济有所成效。**头部企业纷纷发掘新的增长机遇，裕同科技试水云印刷，劲嘉股份扩展大包装、电子烟，吉宏股份推动跨境电商业务，等等，均取得良好成效。

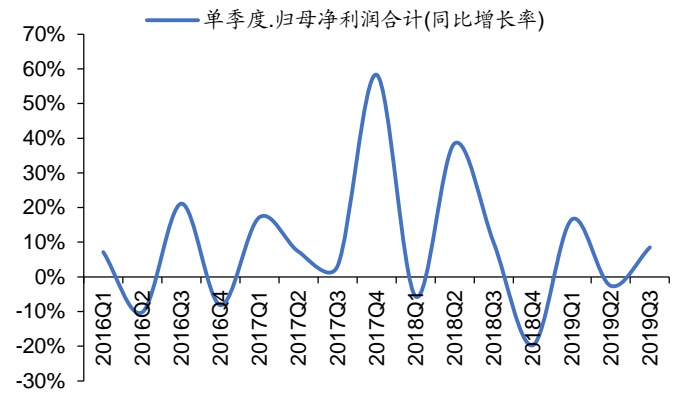
图55: 包装印刷板块营业总收入同比增长



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

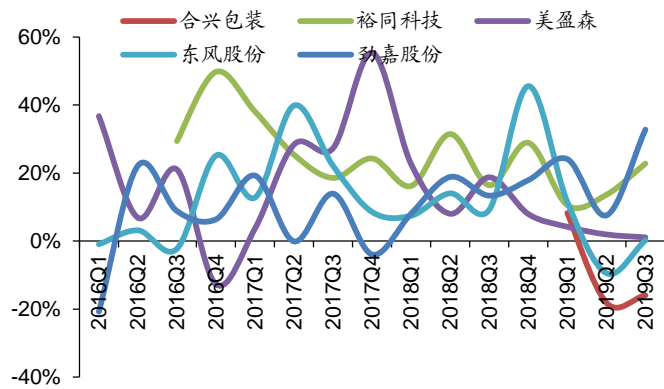
图56: 包装印刷板块归母净利润同比增长



数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

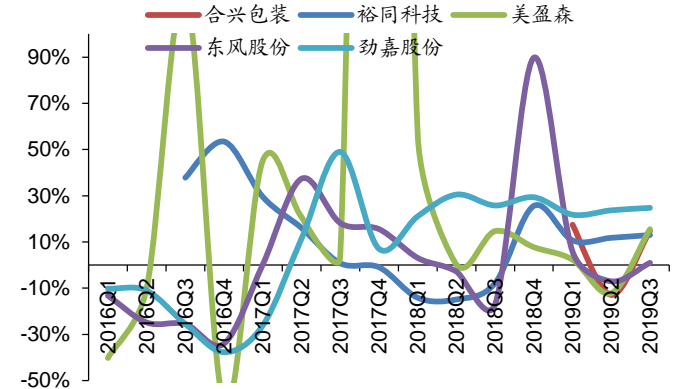
注: 包装印刷板块采用申万行业分类

图 57: 板块各公司单季度营收同比增速



数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

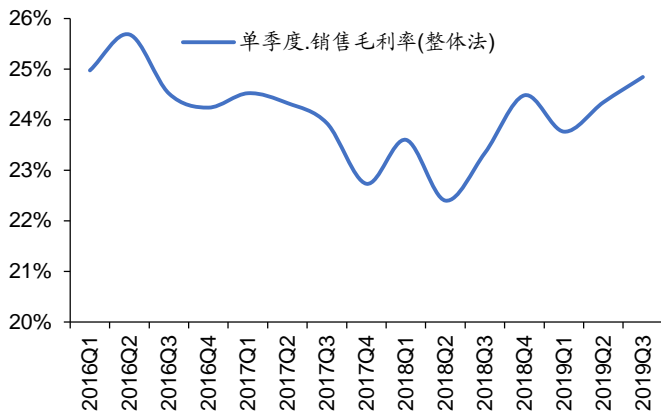
图 58: 板块各公司单季度归母净利润同比增速



数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

盈利能力方面, 包装板块整体毛利率有所上升, 而净利率环比保持平稳。Q3 包装板块整体毛利率24.84% (环比+0.50pct, 同比+1.50pct), 整体净利率为 8.31% (环比-0.09pct, 同比+0.12pct)。

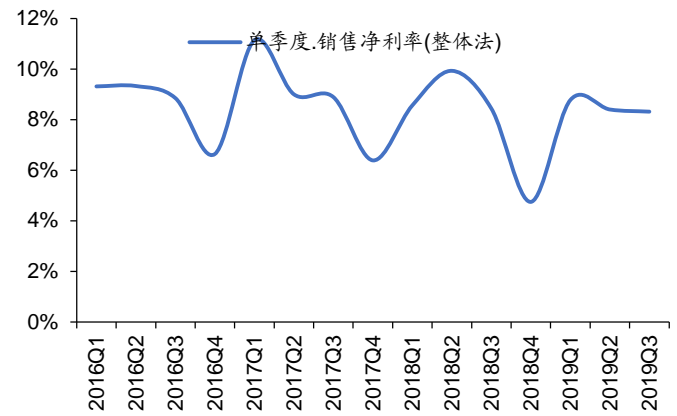
图 59: 包装印刷板块单季度销售毛利率



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 60: 包装印刷板块单季度销售净利率

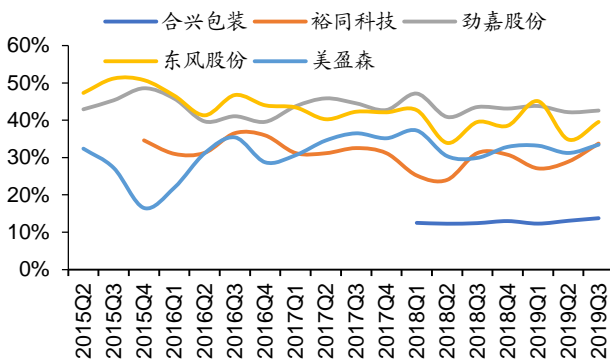


数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

注: 包装印刷板块采用申万行业分类

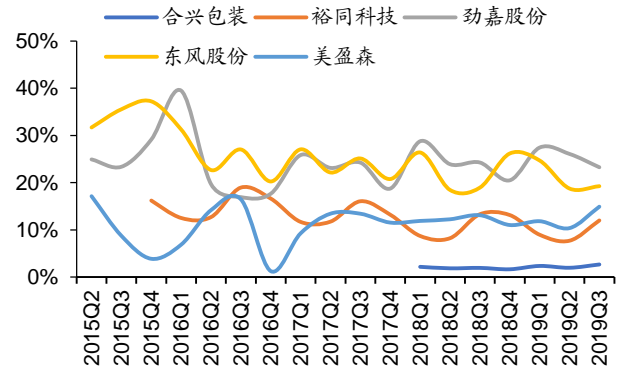
从具体公司角度观察, 包装板块企业盈利能力Q3从Q2底部改善显著。裕同科技Q3毛利率33.75% (环比+4.85pct), 东风股份Q3毛利率39.55% (环比+4.72pct), 合兴包装13.75% (环比+0.69%)。一方面, 如我们在中报综述中所述, Q2板块盈利能力已经触及包装产业合理盈利能力的底部, 此后将边际好转; 另一方面, 不少企业近两年新拓展的领域客户, 也开始逐步产生规模效应。

图 61: 包装上市公司毛利率变化 (截止19Q3)



数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

图 62: 包装上市公司净利率变化 (截止19Q3)



数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

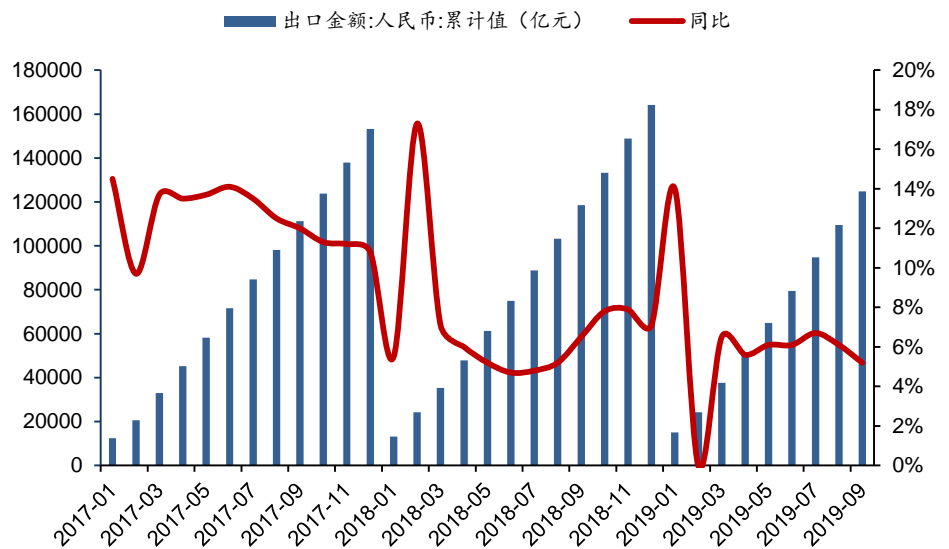
## (二) 原材料价格回落影响包装定价 (价), 贸易摩擦冲击影响订单需求 (量)

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, 而非表面收入增长情况。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。以合兴包装为例，尽管公司Q3营收表观呈现负增长，但是实际单Q3净利润增长14.78%。

**贸易摩擦，实际上对于包装行业的需求量也有一定的冲击。**包装并不作为直接进出口物，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63: 我国出口金额累计增速变化



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。近期，两部委发布《关于进一步保护未成年人免受电子烟侵害的通告》，意味着对于雾化电子烟的监管进一步加强。劲嘉股份凭借与中烟公司的良好合作关系，以及在加热不燃烧领域的布局，面对市场变化的稳健性更强，“东边不亮西边亮”。

### 合兴包装：PSCP平台模式

公司PSCP平台模式，已进入模式探索深水区。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。公司平台模式的探索，逐步进入到高质量合作内容的探索，前期铺垫吸纳的合作伙伴，将作为第一批模式探索的先行者，期待PSCP平台模式跑通。

## 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31层	北京市西城区月坛北街2号月坛大厦18层	上海市浦东新区世纪大道8号国金中心一期16楼	香港中环干诺道中111号永安中心14楼1401-1410室
邮政编码	510627	518026	100045	200120	
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn				

## 法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。

广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

## 重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。

本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经营收入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

本研究报告可能包括和/或描述/呈列期货合约价格的事实历史信息（“信息”）。请注意此信息仅供用作组成我们的研究方法/分析中的部分论点/依据/证据，以支持我们对所述相关行业/公司的观点的结论。在任何情况下，它并不（明示或暗示）与香港证监会第5类受规管活动（就期货合约提供意见）有关联或构成此活动。

## 权益披露

(1) 广发证券（香港）跟本研究报告所述公司在过去12个月内并没有任何投资银行业务的关系。

## 版权声明

未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。