

关注行业边际改善，聚焦产品竞争实力

轻工制造行业 2020 年度策略

投资建议：中性

上次建议：中性

投资要点：

► **行业前三季度整体增长依然承压。**但是细分子板块盈利能力逐步出现分化：造纸板块持续消化库存，下游需求疲软导致终端价格不振，带来收入和利润均持续下降；家居板块三季度盈利能力好转，软体家居收入和利润双增，定制家居受到工程业务的带动，表现企稳；包装印刷板块毛利率和净利率回升，利润端修复明显；文娱用品板块收入和利润高增，其中办公用品表现突出。

► **造纸板块：**上游木浆价格低迷，目前价格重新回到2016年的低位水平。下游目前机制纸及纸板库存比年初同比下滑了0.83%，库存已经处在了相对低位，文化用纸和包装用纸下游需求推动纸厂提价，文化用纸普涨200元/吨-300元/吨不等，包装用纸上调50元/吨-100元/吨不等。中长期看好特种纸和生活用纸的抗周期能力。

► **家居板块：**受房地产的影响，家居板块整体增长略显后劲不足，但是精装房政策助力打开大宗业务市场，大宗业务高增带动定制家居业绩增长企稳；虽然一手房新增供给减缓，但是存量房的市场仍然空间巨大，C端的经销商门店和直营门店的场景越来越多元化。

► **办公用品板块：**2018年我国办公用品的市场规模为1.9万亿，受益于教育带来的文具行业扩容以及新增企业、写字楼带动的办公家具需求量的增长，预计到2021年将达到2.5万亿，但目前行业竞争格局分散，办公集采有望带来行业集中度的提升，头部企业竞争优势明显。

► **投资组合推荐：**通过总结各个子板块的现状，发现边际改变带来的机会，造纸板块我们建议关注文化用纸提价受益的太阳纸业（002078.SZ）、具有消费属性的生活用纸中顺洁柔（002511.SZ）；家居板块建议关注零售渠道布局较为完善的软体家装顾家家居（603816.SH）；办公用品板块建议关注C端和B端渠道布局完善的晨光文具（603899.SH）。除此之外可适当关注行业中小众细分领域的优势企业，如具有刚性需求的特种纸仙鹤股份（603733.SH），以及受益于成本下行和产能转移减弱贸易摩擦影响的永艺股份（603600.SH）。

► **风险提示：**造纸行业上游原材料大幅上涨的风险；文化用纸下游需求疲软，终端价格上涨难以持续的风险；家居企业下游订单量大幅下降的风险；中美贸易摩擦升级且不断反复的风险；宏观经济下行的风险。

一年内行业相对大盘走势



江甜丽 分析师

执业证书编号：S0590519110001

电话：051082832787

邮箱：jiangtl@glsc.com.cn

相关报告

正文目录

1	前三季度经营情况回顾.....	4
2	造纸板块：涨价持续落地，业绩修复预期明确.....	6
2.1	上游木浆价格触底，下游涨价函频发.....	7
2.2	看好特种纸和生活用纸的抗周期能力.....	10
3	家居板块：B端市场扩容，C端渠道之争.....	13
3.1	精装房助力打开大宗业务市场.....	14
3.2	零售端渠道竞争多元化、多场景.....	16
4	办公用品市场：集采有望带来集中度提升.....	18
4.1	行业扩容，市场细分.....	18
4.2	办公集采有望带来行业集中度提升.....	20
5	投资组合推荐.....	21
6	风险提示.....	21

图表目录

图表 1：2019 年前三季度全行业营收同比增长 4.8%.....	4
图表 2：2019 年前三季度全行业归母净利下滑 5.8%.....	4
图表 3：2019 年前三季度毛利率和净利润率稳定.....	4
图表 4：存货平均周转天数和应收账款平均周转天数.....	4
图表 5：轻工制造行业市盈率—TTM.....	5
图表 6：申万一级行业年初至 2019 年 11 月 15 日收盘涨跌幅排名.....	5
图表 7：前三季度造纸板块营收同比下滑 3.8%.....	6
图表 8：前三季度造纸板块归母净利下滑-39.8%.....	6
图表 9：销售净利率和销售毛利率仍在下滑.....	6
图表 10：前三季度造纸板块存货平均周转天数.....	6
图表 11：中国造纸业协会纸浆价格总指数（月）.....	7
图表 12：进口漂针木浆和漂阔木浆价格（美元/吨）.....	7
图表 13：进口针叶浆现货价格（元/吨）.....	7
图表 14：进口阔叶浆现货价格（元/吨）.....	7
图表 15：中国造纸生产企业的数量.....	8
图表 16：2019Q1-Q3 全国纸及纸板生产量增 4.8%.....	8
图表 17：2019Q1-Q3 全国纸及纸板消费量增 5.1%.....	8
图表 18：机制纸及纸板库存比年初增长（%）.....	8
图表 19：铜版纸市场均价（单位：元/吨）.....	9
图表 20：双胶纸市场均价（单位：元/吨）.....	9
图表 21：瓦楞纸市场均价（单位：元/吨）.....	9
图表 22：造纸及纸制品固定资产投资完成额（%）.....	9
图表 23：2018 年特种纸及纸板生产量达 320 万吨.....	10
图表 24：2018 年特种纸及纸板消费量达 261 万吨.....	10
图表 25：特种纸及纸板占全国纸及纸板消费量比重.....	10
图表 26：特种纸的种类及代表.....	10
图表 27：中国主要特种纸的产量（单位：万吨）.....	11
图表 28：我国生活用纸市场规模及增速.....	12
图表 29：生活用纸消费量增速快于产量增长.....	12
图表 30：2017 年我国生活用纸人均消费量 6.1Kg.....	12
图表 31：不同国家和地区生活用纸人均消费量（Kg）.....	12

图表 32: 前三季度家居板块营收同比增 14.1%	13
图表 33: 前三季度家居板块归母净利润同比增 28.9%	13
图表 34: 销售净利率和销售毛利率提升	13
图表 35: 申万家具行业指数和沪深 300 涨跌幅对比	13
图表 36: 家居板块上市公司季度营业收入增速和归母净利润增速	14
图表 37: 2018 年精装修商品住宅开盘量高增	15
图表 38: 2018 年精装修商品住宅开盘 TOP10 省份	15
图表 39: 索菲亚、欧派、金牌橱柜、我乐家居大宗业务情况	16
图表 40: 住宅房屋施工面积 (单位: 万平方米)	16
图表 41: 住宅房屋竣工面积 (单位: 万平方米)	16
图表 42: 2000 年-2018 年住宅竣工套数及增速	17
图表 43: 2000 年-2018 年住宅销售套数及增速	17
图表 44: 家居门店线下的形式	17
图表 45: 截至 2018 年底家居公司门店数量	17
图表 46: 办公用品相关上市公司 2019 年三季报情况 (涨跌幅截至 11 月 15 日)	18
图表 47: 办公用品的六大类	18
图表 48: 2020 年办公用品的市场规模将达到 2.3 万亿	19
图表 49: 齐心集团 B2B 业务收入规模	20
图表 50: 晨光文具科力普直销业务规模	20
图表 51: 投资组合推荐 (数据截止 11 月 15 日收盘)	21

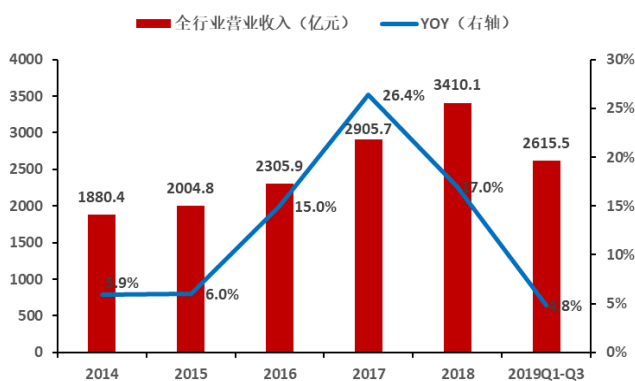
1 前三季度经营情况回顾

样本选择：我们以中信证券行业分类标准为基础，剔除目前主业发生变化已经不再属于轻工制造行业的个股，再根据主业分为以下几个子行业：造纸板块、家居板块、包装板块、印刷板块、烟草板块、文娱用品板块和其他。

受造纸板块拖累，行业整体营收和归母净利润增速持续下降。2019年前三季度全行业实现营业收入 2615.5 亿元，同比增长 4.8%，其中造纸板块实现营业收入 1021.3 亿元，占全行业营收的比重达到 39%，同比增速下滑 3.8%；家居板块实现营业收入 697.9 亿元，同比增长 14.1%；包装板块实现营业收入 504.5 亿元，同比增长 4.0%；文娱用品实现营业收入 229.5 亿元，同比增长 26.7%；烟草板块实现营业收入 75.6 亿元，同比增长 8.9%；印刷板块实现营业收入 51.8 亿元，同比增长 5.9%；其他实现营业收入 34.9 亿元，同比下滑-6.9%。

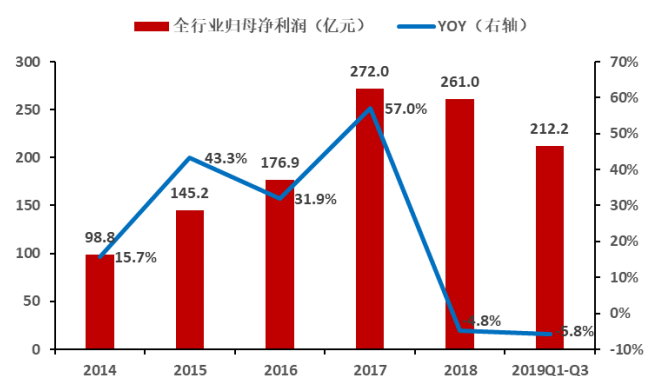
2019年前三季度全行业实现归母净利润 212.2 亿元，同比下滑 5.8%，主要是受到造纸板块的拖累，造纸板块实现归母净利润 60.8 亿元，同比下降 39.8。其余板块中包装板块利润修复，同比增长 5.1%；此外家居板块和文娱用品板块分别实现归母净利润 72.1 亿元和 20.9 亿元，同比分别增长 28.8%和 38.2%，表现略超预期。

图表 1：2019 年前三季度全行业营收同比增长 4.8%



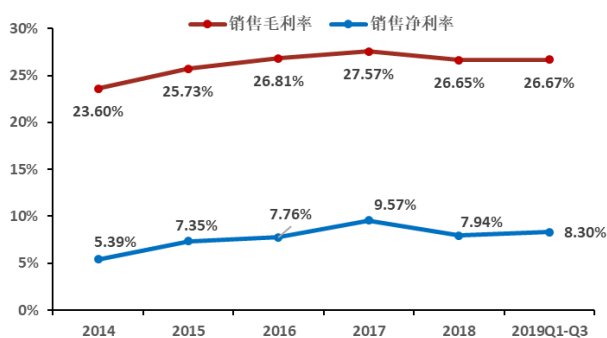
来源：Wind，国联证券研究所

图表 2：2019 年前三季度全行业归母净利下滑 5.8%



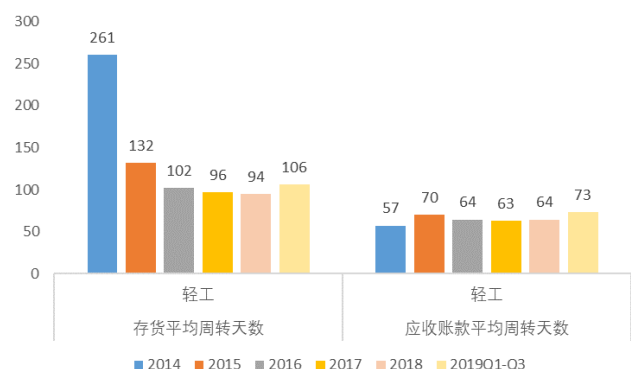
来源：Wind，国联证券研究所

图表 3：2019 年前三季度毛利率和净利润率稳定



来源：Wind，国联证券研究所

图表 4：存货平均周转天数和应收账款平均周转天数



来源：Wind，国联证券研究所

2019年前三季度全行业的销售毛利率为26.67%，较2018年基本持平，销售净利率为8.3%，略有提升的趋势。平均存货周转天数为106天，受主营业务性质的影响，印刷板块的存货周转天数高达188天，造纸行业存货周转天数为104天，家居板块存货周转天数为101天，较2018年均不同幅度的上浮。包装板块明显见好，存货周转天数仅为62天。应收账款周转天数上，差距不是很大，全行业平均73天，主要是由于造纸和家居板块下滑，对下游议价能力减弱。

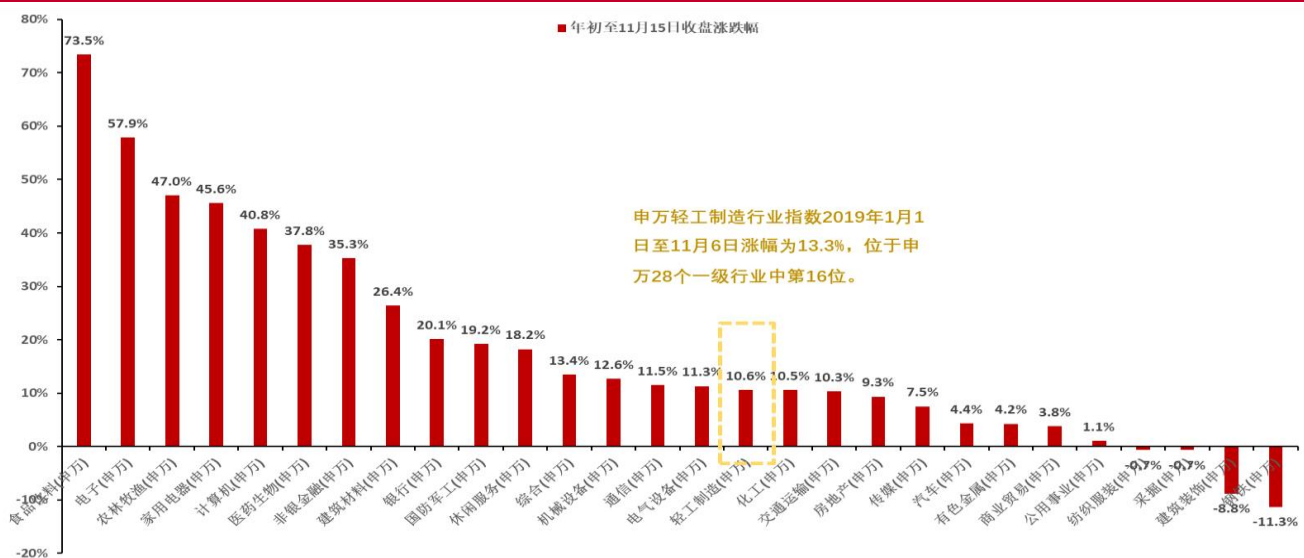
估值触底回升，修复预期较强。近十年来最低的PE为14.45倍，目前估值水平在22.64倍，从今年年初估值修复的趋势较为明显。行业指数从年初至11月15日收涨10.6%，位居申万一级行业中的第16位。

图表5：轻工制造行业市盈率—TTM



来源：Wind，国联证券研究所

图表6：申万一级行业年初至2019年11月15日收盘涨跌幅排名



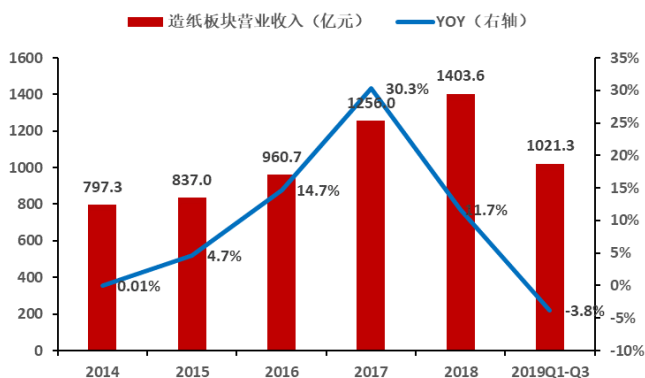
来源：Wind，国联证券研究所

2 造纸板块：涨价持续落地，业绩修复预期明确

造纸板块收入和归母净利润增速下滑。2019年1月-9月板块合计实现营业收入1021.3亿元，同比增速下滑3.8%，2010年至今首次出现负增长；实现归属于母公司的净利润为60.8亿元，同比大幅下滑39.8%。自八月中下旬纸企提价函频发，终端的价格得到了提振，对利润的影响看见，如果从单季度的表现来看，第三季度的收入和归母净利润已经有所回暖。

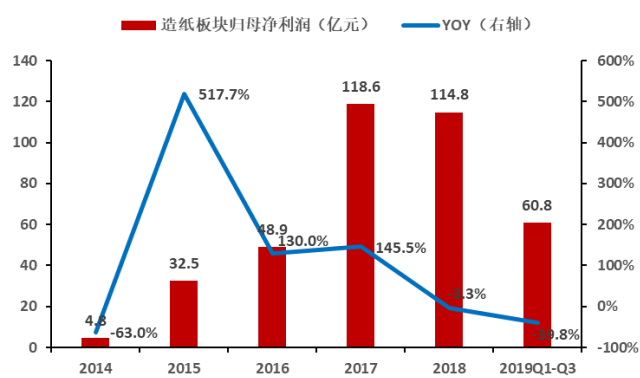
销售毛利率和销售净利率也出现了持续下降的趋势，前三季度板块整体的销售毛利率为20.4%，虽然上游原材料的成本较去年同期下降了较多，但是由于终端价格也在下降，对冲了成本下降带来影响。销售净利率也较2018年下降了2.4pct，为6.0%，期间费用率较2018年提高了0.4pct。存货的平均周转天数为104天，应收账款的周转天数为66天。

图表7：前三季度造纸板块营收同比下滑3.8%



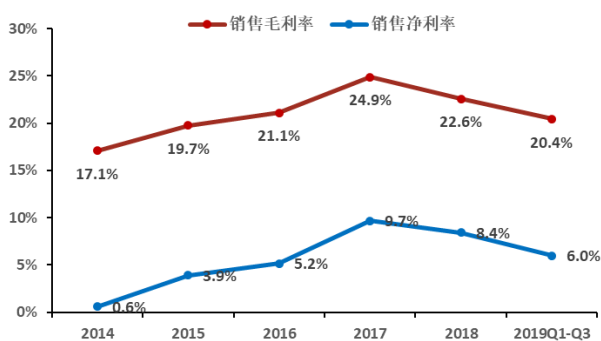
来源：Wind，国联证券研究所

图表8：前三季度造纸板块归母净利下滑39.8%



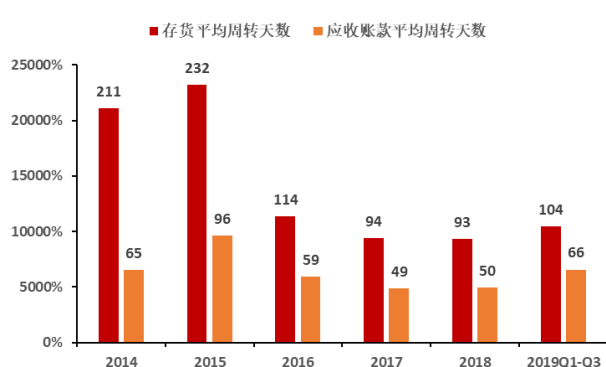
来源：Wind，国联证券研究所

图表9：销售净利率和销售毛利率仍在下滑



来源：Wind，国联证券研究所

图表10：前三季度造纸板块存货平均周转天数



来源：Wind，国联证券研究所

2.1 上游木浆价格触底，下游涨价函频发

我国林业资源比较匮乏，对进口木浆的依存度较高，近十年来一直维持在 60%-70% 左右，一方面，与庞大的需求相比，我国供给能力有限，2017 年，国内木浆生产量仅为 1050 万吨，而国内消耗的木浆总量达到 3252 万吨，同比增长 9.56%，增速较 2016 年提高了 3.5pct。2017 年木浆消耗缺口达 2102 万吨（占国内木浆总消耗量的 67%，同比增长 12.3%），不得不通过进口来满足市场需求，其中进口针叶浆 800 多万吨，阔叶浆 1000 多万吨。

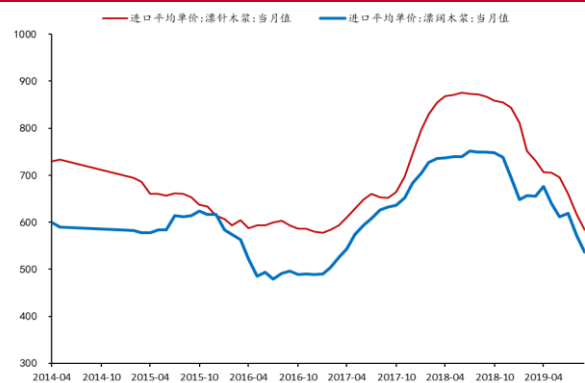
进口木浆的价格一直受到国际环境的影响，自 2009 年二季度以来，国际市场各类纸浆价格开始由谷底一路攀升，2010 年 7 月以前价格始终维持在高位，2011 年第三季度开始出现下降趋势，2012 年初价格回弹，但四季度之后出现小幅下降。自 2013 至 2015 年一季度，价格维持在相对稳定的水平，略有小幅上涨。2016 年上半年纸浆价格跌幅明显，在底部维持了一年多之后，2017 年下半年迎来大幅上涨，2018 年上半年受到国内外经济形势的影响，加上废纸浆进口趋严以及环保政策等因素的影响，价格创了近 5 年来的新高。但是 2018 年三季度之后，木浆的价格迅速下滑，今年 9 月份漂白针叶浆的平均进口成本为 583.7 美元/吨，漂白阔叶浆的平均进口成本为 536 美元/吨，目前价格重新回到 2016 年的低位水平。

图表 11：中国造纸业协会纸浆价格总指数（月）



来源：Wind，国联证券研究所

图表 12：进口漂针木浆和漂阔木浆价格（美元/吨）



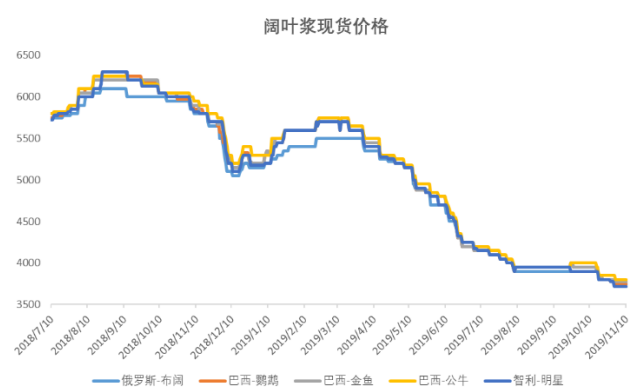
来源：Wind，国联证券研究所

图表 13：进口针叶浆现货价格（元/吨）



来源：百川盈孚，国联证券研究所

图表 14：进口阔叶浆现货价格（元/吨）

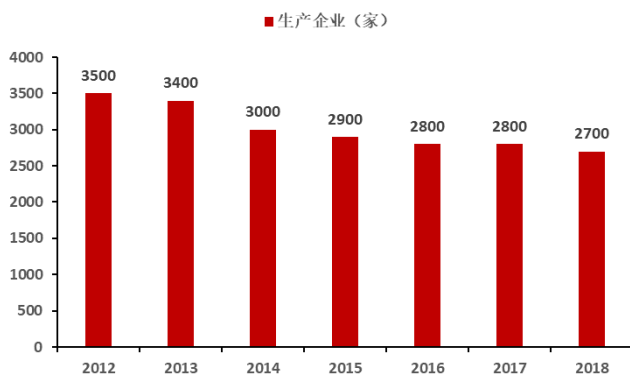


来源：百川盈孚，国联证券研究所

生产端集中，消费端复苏，提振终端价格。2017年下半年至2018年上半年，木浆价格持续上行，巨大的成本压力导致很多小规模的企业利润大幅下滑，加上环保政策的趋严，不少纸厂被要求停机整改或者面临天价罚款，加上供给侧改革带来的产能出清和错峰生产，造纸行业亏损面扩大，纸企盈利能力大幅下滑。据中国造纸协会调查资料，全国纸及纸板生产企业的数量从2012年的3500家减少到2018年的2700家，在造纸业协会统计的2657家造纸生产企业中，亏损企业有543家，占20.44%。环保的严格管控导致重污染的小型造纸厂被迫退出市场，同时由于成本压力导致部分企业破产，带来造纸产能集中度的提升。

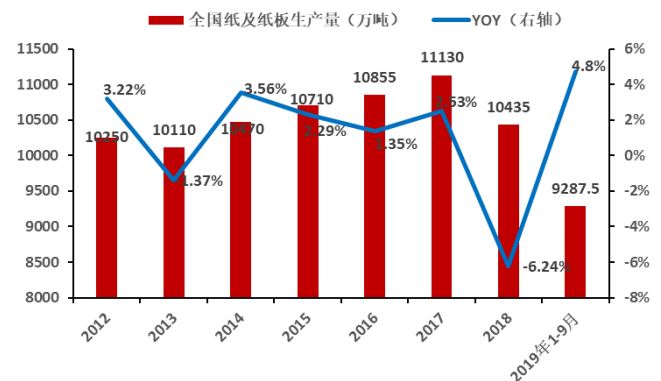
结合wind的数据，2019年前三季度，全国纸及纸板生产量为9287.5万吨，同比增长4.8%，全国纸及纸板消费量为9172.1万吨，同比增长5.06%，产量和销量较2018年有明显的反弹趋势，生产端和终端消费均有所复苏，增速创近几年来新高，主要是是三季度改善较为明显。目前机制纸及纸板库存比年初同比下滑了0.83%，库存已经处在了相对低位，三四季度是传统的旺季，文化用纸和包装用需求端都会迎来一轮增长，全年来看，较2018年会明显好转。

图表 15: 中国造纸生产企业的数量



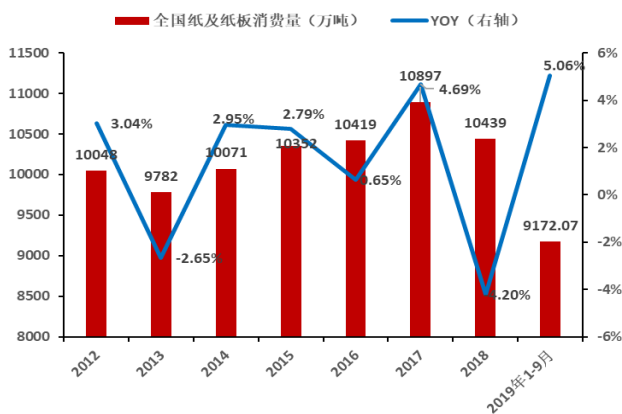
来源：中国造纸业协会，国联证券研究所

图表 16: 2019Q1-Q3 全国纸及纸板生产量增 4.8%



来源：中国造纸业协会，Wind，国联证券研究所

图表 17: 2019Q1-Q3 全国纸及纸板消费量增 5.1%



来源：中国造纸业协会，国联证券研究所

图表 18: 机制纸及纸板库存比年初增长 (%)



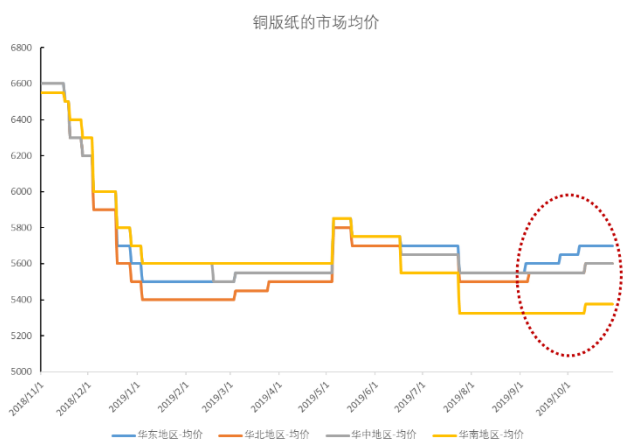
来源：中国造纸业协会，Wind，国联证券研究所

文化用纸和包装用纸频频提价。文化用纸的价格其实自今年年初就开始有所回升，一季度发布的涨价函在3月、4月份得到了落实，但是我们通过下图可以看到，中间二季度由于淡季，销量和需求均偏弱，涨价的行情没能持续推进，但是三季度以来，提价的热潮再次来袭。

亚太森博：公司对旗下双胶纸、静电复印原纸产品价格上调200元/吨（含税），自2019年6月1日起生效。**山东晨鸣纸业：**自5月25日起，对公司文化纸类产品价格上调200/吨。**山东华泰纸业：**自6月1日起，对旗下的各品种铜版纸价格上调200元/吨。此外博汇、金光等对其产品均进行了200元/吨-300元/吨不等的提价。

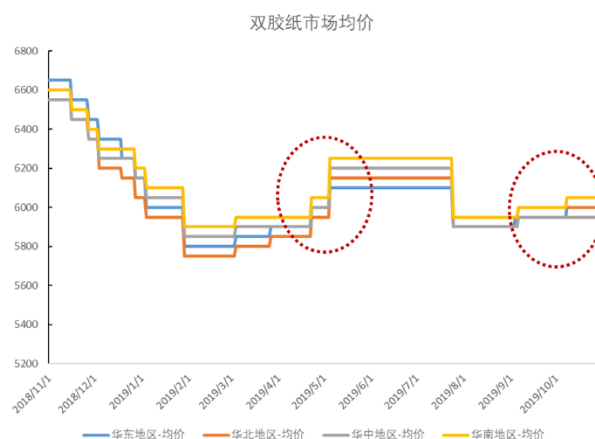
受天猫、淘宝、京东等电商平台双十一备货的影响，包装用纸需求得到较大提升，不少纸箱厂早在10月中旬便开始涌入大量订单。自10月份以来，上游造纸厂便陆续发布原纸涨价函，瓦楞纸、箱板纸、白板纸等纸种价格纷纷上涨。十月备货需求更强，浙江、山东、广东等地又有多家纸厂宣布涨价。百川盈孚的数据显示，11月的市场的均价较九月初平均上涨了50元/吨-100元/吨不等。

图表 19：铜版纸市场均价（单位：元/吨）



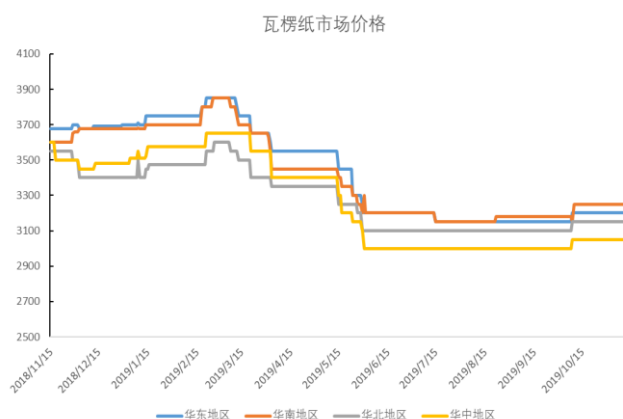
来源：百川盈孚，国联证券研究所

图表 20：双胶纸市场均价（单位：元/吨）



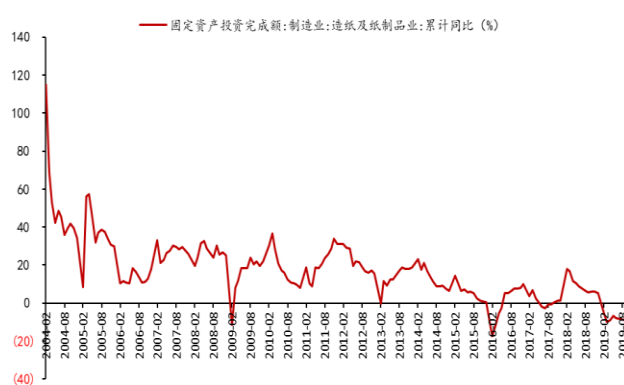
来源：百川盈孚，国联证券研究所

图表 21：瓦楞纸市场均价（单位：元/吨）



来源：百川盈孚，国联证券研究所

图表 22：造纸及纸制品固定资产投资完成额（%）



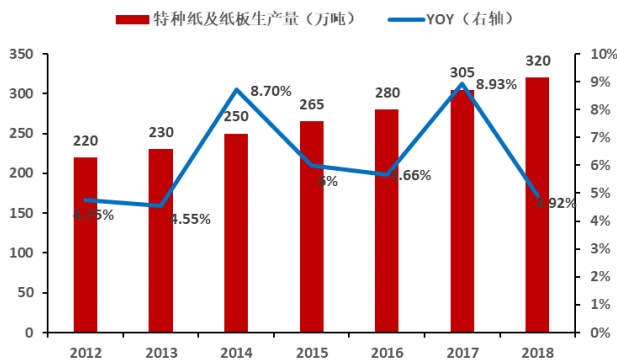
来源：Wind，国联证券研究所

2.2 看好特种纸和生活用纸的抗周期能力

► **特种纸**：是指具有特殊用途的、产量较小的纸张。特种纸的种类繁多，是各种特殊用途纸或者艺术纸的统称。例如生活用、建材用、信息用、工业过滤器用、文化艺术用等。产量较小是相对于其他的文化用纸和包装用纸的规模来说，2018年特种纸及纸板的生产量高达320万吨，消费量也达到261万吨，近几年产销量始终维持正增长，供需格局较为平衡。

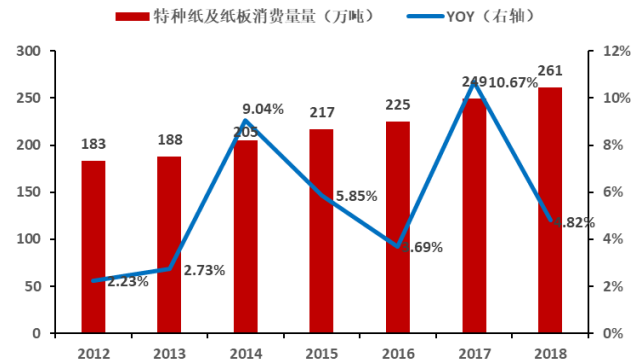
从2015至今，特种纸及纸板的消费量占全国机制纸及纸板的消费量比重节节攀升，2018消费量占比达到2.5%，作为造纸的细分子行业，规模虽不及双胶纸、铜版纸这些，但是特种纸稳定增加的市场需求和相对成熟的市场格局，在面对行业周期波动的时候，表现出较强的抗周期能力。

图表 23：2018 年特种纸及纸板生产量达 320 万吨



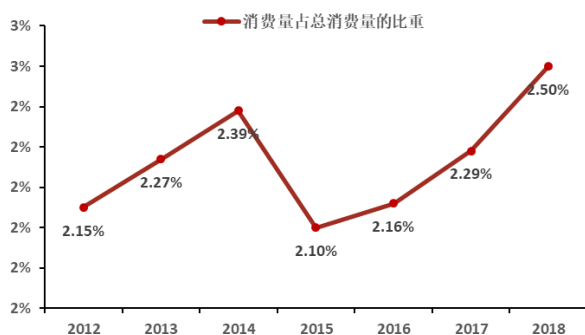
来源：中国造纸业协会，国联证券研究所

图表 24：2018 年特种纸及纸板消费量达 261 万吨



来源：中国造纸业协会，国联证券研究所

图表 25：特种纸及纸板占全国纸及纸板消费量比重



来源：中国造纸业协会，国联证券研究所

图表 26：特种纸的种类及代表

种类	代表
文化类特种纸	无碳复写纸、特种书刊印刷纸、防泄密纸、耐压纸等
包装类特种纸	伸缩纸、纸质粮袋、特种食品包装用纸等
生活类特种纸	服装纸、水溶性纸、吸尘器套袋纸、灯罩纸、纺织材料用纸等
建筑材料类特种纸	建筑纸、复合地板耐磨层纸、家具纸、各种新型壁纸等
医疗保健类特种纸	医用纸、无尘纸、消毒剂浓度测试纸、吸油面纸、除臭纸等
烟草工业用特种纸	高透气度滤嘴棒成形纸、卷烟纸、水松纸及水松原纸等
其他	农业用特种纸、防护类特种纸、测温纸、发热纸、泡沫纸等

来源：百度文库，国联证券研究所

根据史密瑟斯·皮尔研究所最新发布的调查报告显示，2019年全球特种纸产量将达2503万吨，预计未来5年年均增速在2.3%左右。特种纸消费量最大的区域为亚太地区，年均增长率为3.8%，中国与印度的消费量居于前两位。未来我们主要看好四大品类特种纸发展：格拉辛纸、装饰原纸、热敏纸和热转印纸。

格拉辛纸：格拉辛纸具有耐高温，防潮，防油等功能，一般用于食品、医药等行业的包装。主要用于高速自动贴标(特别适用高速标签粘贴)特殊胶带，双面胶带基材商标，激光防伪标和其他类型的应用等。2000年的时候，国内厂商才开始逐步生产格拉辛纸，2011年的产量仅有0.6万吨，后来随着物流、食品包装等下游行业发展迅猛，产量也迅速提升，2018年产量已经达到30.2万吨，全国的总产能约在45万吨左右，已经成为特种纸当中的一大细分品类。国内主要生产厂家包括UPM常熟基地、仙鹤股份、民丰特纸、五洲纸业等，随着下游需求的快速拉动，预期未来产能将达到100万吨。

装饰原纸：装饰原纸主要用于人造板贴面材料的制造，按照功能的不同可以分为护面表层原纸、面层装饰原纸、底层平衡原纸和其他原纸四个类型，最主要的细分产品为面层装饰原纸，占比在90%以上。装饰原纸一直以来是特种纸细分中占比最大品类，产量从2012年56.4万吨增长至2018年的112.20万吨，年复合增长率为11.9%。受下游家居板材增速的放缓，装饰原纸的市场增速放缓，但是依然是最大的细分品类。

热敏纸：热敏纸是一种加工纸，其制造原理就是在优质的原纸上涂布一层“热敏涂料”(热敏变色层)，主要应用的方向就是票据类的，例如机场打印登机牌、体彩中心购买的彩票、医院打印的心电图、火车票等，在生活中到处都可以遇到这种打印快速无声，图案清晰的票据。这两年电子票、无纸质票等互联网技术的发展，对热敏纸短期的冲击不大，未来3-5年仍然可以维持10%以上的增长。

热转印纸：热转印纸是通过热转印技术和特殊的油墨将图案印刷在转印纸上，然后通过温度和压力的变化将图案转移到需要印刷的地方的技术。热转印纸的污染小，热转印后的纸张还可以回收利用，比印染好很多，因此在印染领域存在某种程度的替代性。但是目前在国内发展只有五六年的时间，目前市场产能25万吨左右。2018年热转印纸的产量为19.2万吨。

图表 27：中国主要特种纸的产量（单位：万吨）

应用领域	主要纸种	2011	2013	2015	2017	2018
烟草	卷烟纸	14.2	14.7	14.6	13.2	13
	卷烟配套用纸	9.5	9.9	9.8	8.9	8.8
建筑	装饰原纸	56.4	38.9	79.6	104.5	112.2
	壁纸原纸	11.4	18.3	15.7	18.3	15
商业交流	无碳纸	47	51	56	50	47
	热敏纸	15	25	31	42	49
工业	不锈钢衬纸	4.1	5.5	6.7	8	8.3
	电解电容器纸	1.6	1.7	1.6	1.6	1.65
特种包装	医用包装纸	4.4	4.8	5.5	6.6	6.8
标签	真空镀铝原纸 (酒标、烟内衬)	3.2	5.3	8.0	8.2	8.2
	格拉辛纸	0.6	3.3	15.6	22.4	30.2
印刷	热转印纸	10.1	12.6	15.5	18.6	19.2
	圣经纸	4.8	4.9	5.3	5.5	5.5

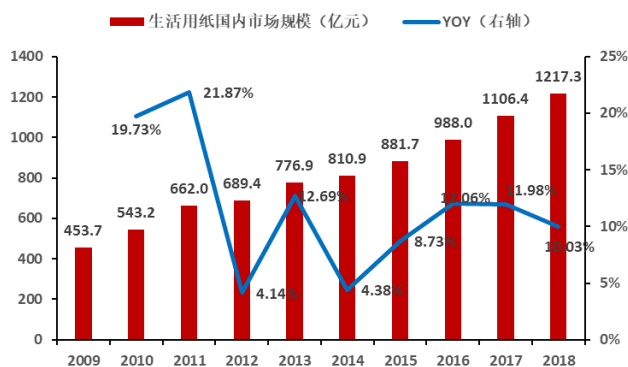
来源：特种纸专业委员会，国联证券研究所

➤ **生活用纸**：生活用纸作为我们日常生活的刚需品，其消费属性较强，市场需求较其他类型的制品明显具有稳定增长的特征。2017 年国内生活用纸消费量达到 851.1 万吨，产量 923.4 万吨，2018 年前瞻产业研究院的数据显示年产量已经达到 970 万吨，消费量突破 900 万吨，消费量增速为 5.9%，近年来国内生活用纸消费量的增长速度已经超过了产量的增长速度。

人均消费量仍有提升空间。2017 年最新的数据显示我国生活用纸人均消费量达到 6.1kg，是 2007 年的 2.3 倍，但是对比邻国韩国（2016，19.7kg）和日本（2016，15.6kg），仍然存在较大的差距，我们预期 2018 年我国人均生活用纸消费量或将突破 6.5kg。此外随着二孩政策的放开，人口的增长率有所回升，加上人均消费支出的增加，未来生活用纸的销售额仍然可以维持较高的增速。

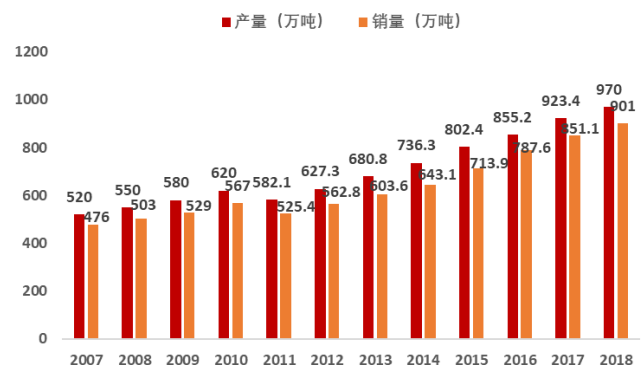
原材料成本下行释放利润弹性。2018 年下半年来，上游木浆的价格在持续下行，尤其是今年的木浆价格仍处在低位，原材料成本下降，生活用纸生产企业的利润修复较为明显，毛利率大幅提升。今年三四季度至明年中期，使用的木浆仍是 2019 年库存的低价浆，因此短期毛利率仍会处在高位，成本下降带来的利润弹性持续释放。

图表 28：我国生活用纸市场规模及增速



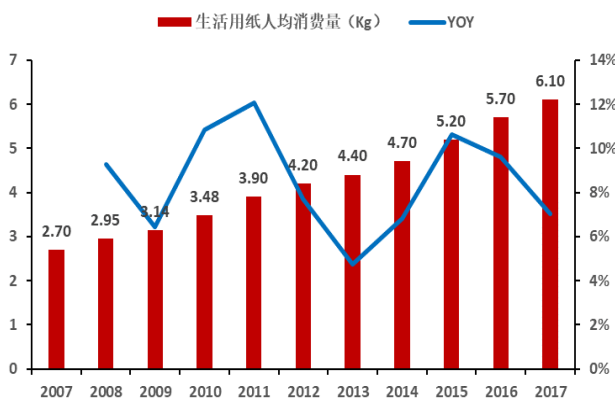
来源：Wind，前瞻产业研究院，国联证券研究所

图表 29：生活用纸消费量增速快于产量增长



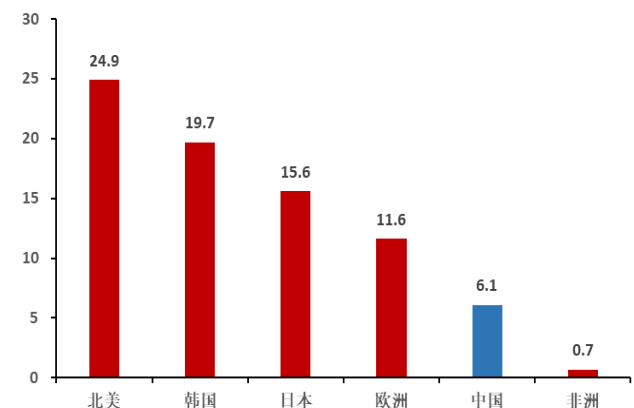
来源：Wind，前瞻产业研究院，国联证券研究所

图表 30：2017 年我国生活用纸人均消费量 6.1Kg



来源：Wind，国联证券研究所

图表 31：不同国家和地区生活用纸人均消费量 (Kg)

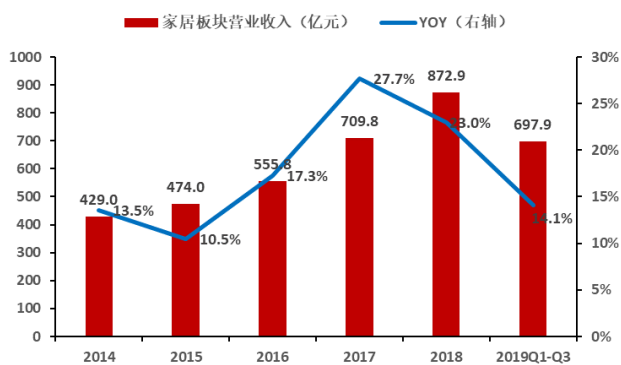


来源：Wind，中国产业信息网，国联证券研究所

3 家居板块：B 端市场扩容，C 端渠道之争

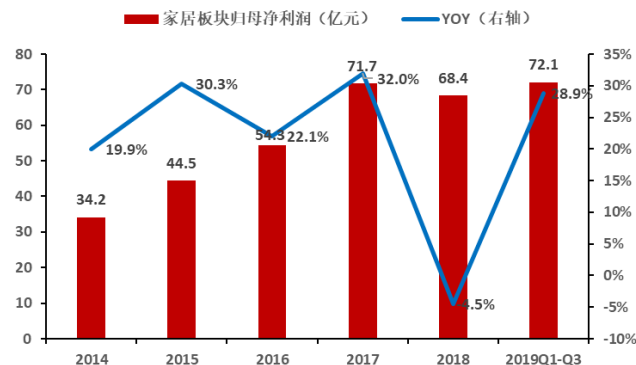
家居板块收入增速放缓，归母净利润表现较好。2019 年前三季度家居板块 25 家上市公司合计实现营业收入 697.9 亿元，同比增长 14.1%，增速受到房地产行业的影响进一步放缓；实现归属于母公司所有者的净利润 72.1 亿元，同比增长 28.9%，增速较 2018 年有明显提升。单季度来看，受房地产销售回升的影响，一二季度的归母净利润增速较高，分别为 37.4% 和 33.3%，三季度增速有所放缓，但是相较去年同期仍然提高了 15.8pct，盈利能力显著改善。前三季度毛利率和净利率稳步提升，分别为 36.6% 和 10.5%，较 2018 年分别提高了 1.2pct 和 2.6pct。期间费用率方面，销售费用率较去年三季度持平，管理费用率略有下降 0.2pct，财务费用率提升了 0.6pct。

图表 32：前三季度家居板块营收同比增 14.1%



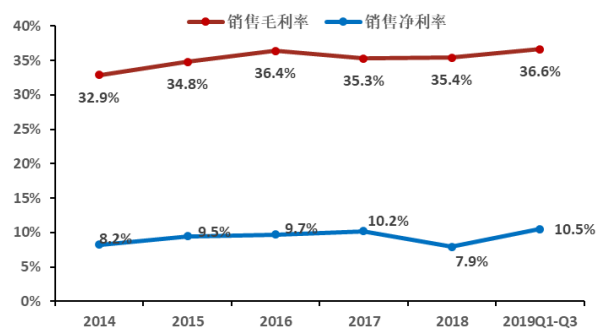
来源：Wind，国联证券研究所

图表 33：前三季度家居板块归母净利润同比增 28.9%



来源：Wind，国联证券研究所

图表 34：销售净利率和销售毛利率提升



来源：Wind，国联证券研究所

图表 35：申万家具行业指数和沪深 300 涨跌幅对比



来源：Wind，国联证券研究所

细分子板块表现特征分明。从行业个股的经营数据情况来看，首先软体家居收入利润增速双高，例如顾家家居收入和归母净利润分别增长了 21.6% 和 16.8%，梦百合表现也较好；其次定制家居企业增长稳健，成品家居企业增长受挫，以欧派家居和索菲亚为代表的定制家居企业收入和利润增长相对平稳，欧派家居 1-9 月份营业收入增速为 16.3%，归母净利润增速为 14.8%；成品家居增速明显放缓，零售渠道的竞争激烈。

图表 36：家居板块上市公司季度营业收入增速和归母净利润增速

证券代码	证券简称	分类	营业收入增速									归母净利润增速					
			2018Q1	2018Q2	2018Q3	2018Q4	2019Q1	2019Q2	2019Q3	2018Q1	2018Q2	2018Q3	2018Q4	2019Q1	2019Q2	2019Q3	
603833.SH	欧派家居	定制家居	31.6%	21.1%	10.7%	18.0%	15.6%	12.5%	20.1%	32.5%	32.9%	22.6%	4.5%	25.1%	13.5%	14.7%	
002572.SZ	索菲亚	定制家居	30.3%	13.8%	20.1%	15.4%	-4.7%	12.2%	2.4%	33.5%	22.5%	14.7%	-19.3%	3.7%	6.8%	1.9%	
300616.SZ	尚品宅配	定制家居	38.8%	30.6%	22.7%	15.7%	15.7%	5.6%	8.4%	29.2%	39.1%	21.0%	5.8%	31.6%	18.9%	1.4%	
603801.SH	志邦家居	定制家居	38.3%	19.1%	5.5%	4.0%	5.2%	13.3%	16.9%	48.2%	47.2%	20.1%	-12.7%	4.9%	21.4%	13.1%	
603898.SH	好莱客	定制家居	30.9%	22.7%	15.4%	0.5%	5.2%	3.0%	0.6%	38.4%	76.1%	9.2%	-39.3%	8.2%	-24.2%	-10.5%	
300749.SZ	顶固集创	定制家居	0.0%	0.0%	3.9%	-1.5%	1.8%	8.8%	13.8%	0.0%	0.0%	-26.4%	-21.7%	-137.2%	16.7%	0.0%	
603326.SH	我乐家居	定制橱柜	26.0%	26.7%	25.5%	4.0%	22.6%	23.1%	25.6%	-121.4%	68.1%	67.4%	-19.3%	116.2%	89.1%	12.2%	
002853.SZ	皮阿诺	定制橱柜	73.8%	24.2%	39.4%	22.4%	16.3%	31.5%	35.6%	58.6%	34.1%	51.8%	21.2%	16.1%	24.7%	20.2%	
603180.SH	金牌厨柜	定制橱柜	26.2%	8.6%	19.2%	20.4%	6.2%	33.1%	23.5%	84.3%	18.1%	30.5%	19.5%	2.7%	18.7%	7.5%	
002489.SZ	浙江永强	成品家居	-10.1%	-19.1%	-20.9%	18.3%	12.7%	37.0%	-14.1%	-88.3%	-1463.9%	16.6%	104.9%	813.2%	232.6%	101.5%	
600337.SH	美克家居	成品家居	32.7%	46.3%	30.2%	0.8%	5.2%	8.7%	1.7%	32.7%	36.8%	23.1%	6.9%	6.1%	4.7%	5.2%	
603008.SH	喜临门	成品家居	83.6%	36.3%	29.9%	9.4%	-5.6%	25.9%	16.9%	23.6%	34.5%	-66.6%	-854.6%	-56.0%	86.6%	267.5%	
603389.SH	亚振家居	成品家居	-15.3%	-25.8%	-22.6%	-36.6%	-5.8%	-17.4%	5.5%	-220.8%	-138.1%	-115.7%	-440.2%	-179.2%	20.6%	-268.7%	
603818.SH	曲美家居	成品家居	15.0%	7.3%	30.2%	80.9%	154.8%	73.8%	39.4%	12.5%	-47.5%	-64.1%	-315.4%	-57.9%	41.1%	-65.7%	
603816.SH	顾家家居	软体家居	34.2%	26.9%	34.9%	52.9%	32.8%	16.1%	17.9%	42.9%	7.0%	30.6%	0.7%	10.0%	23.0%	18.3%	
603313.SH	梦百合	软体家居	26.9%	19.6%	33.4%	39.0%	28.8%	18.1%	28.9%	-93.2%	-26.8%	127.2%	596.1%	1547.3%	123.9%	52.2%	
603709.SH	中源家居	软体家居	-3.8%	8.4%	18.8%	27.9%	38.7%	9.8%	17.8%	-45.1%	-35.9%	45.7%	33.5%	104.8%	28.2%	-53.5%	
000910.SZ	大亚圣象	地板	11.1%	4.1%	3.9%	-3.1%	1.1%	-5.2%	4.2%	41.3%	23.3%	17.4%	-4.5%	9.7%	9.5%	3.2%	
603226.SH	菲林格尔	地板	27.3%	-0.9%	-0.9%	3.0%	-17.8%	-15.1%	4.3%	130.5%	0.1%	24.0%	11.6%	-24.4%	9.6%	10.9%	
002798.SZ	帝欧家居	瓷砖、卫浴	935.6%	677.5%	801.2%	561.0%	37.6%	25.2%	28.4%	2214.8%	410.1%	1396.9%	380.1%	48.8%	47.9%	69.6%	
002084.SZ	海鸥住工	配件、卫浴	8.3%	6.4%	-1.8%	16.6%	9.2%	18.2%	21.1%	33.2%	-21.2%	-122.1%	-73.8%	-78.7%	172.2%	1086.1%	
603208.SH	江山欧派	门	10.3%	16.4%	45.0%	29.8%	21.5%	73.6%	58.9%	-51.0%	20.4%	69.7%	-7.7%	9.7%	47.4%	95.9%	
603848.SH	好太太	配件	32.9%	13.1%	12.9%	16.8%	0.3%	1.7%	-14.9%	53.8%	57.0%	13.1%	9.4%	6.4%	-2.8%	-16.1%	
002571.SZ	德力股份	配件	-3.4%	2.5%	-6.0%	5.3%	8.9%	-4.2%	16.2%	9.2%	-117.9%	-401.2%	-481.7%	120.0%	285.0%	244.0%	
300640.SZ	德艺文创	配件	24.5%	-10.4%	48.1%	16.7%	-3.5%	27.0%	17.1%	-28.7%	-47.4%	65.9%	96.3%	62.8%	99.4%	28.9%	

来源：Wind，国联证券研究所

3.1 精装房助力打开大宗业务市场

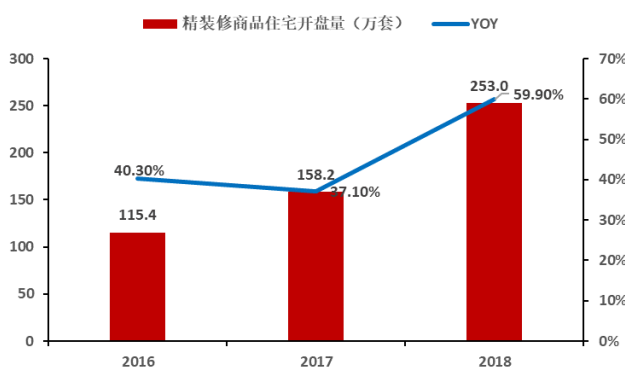
在我国精装房的起步较晚，在 1999 年由国务院办公厅发布的《关于推进住宅产业现代化提高住宅质量若干意见》中，提出要积极推广一次性装修或菜单式装修模式，避免二次装修造成的破坏结构、浪费和扰民等现象。从那时候开始，精装房才逐步在市场上出现。在 2017 年《建筑业“十三五”规划》和《装配式建筑评价标准》中明确指出，2020 年新开工全装修成品住宅面积达到 30%，装配式建筑面积占新建建筑面积比例达到 15%，且装配式建筑必须全装修交付。响应政府的号召和市场的趋势，各地政府相继出台了关于住宅精装修的相关政策，尤其是 2018 年，奥维云网(AVC)统计发现，城市级别的政策颁布多达 15 次，全面形成中央统领规划、地方因地制宜、一城一策的积极局面。

- 1999 年，《关于推进住宅产业现代化提高住宅质量的若干意见》，提出要积极推广一次性装修或菜单式装修模式，避免二次装修造成的破坏结构、浪费和扰民等现象。
- 2002 年，《商品住宅装修一次到位实施细则》，明确规定，推行装修一次到位的根本目的在于：逐步取消毛坯房，直接向消费者提供全装修成品房；规范装修市场，促使住宅装修生产从无序走向有序。积极推行住宅装修工业化生产，提高现场装配化程度，减少手工作业，开发和推广新技术，使之成为工业化住宅建筑体系的重要组成部分。
- 2008 年，《关于进一步加强住宅装饰装修管理的通知》，要求各地要继续贯彻落实《关于推进住宅产业现代化提高住宅质量若干意见》(国办发〔1999〕72 号)和《商品住宅装修一次到位实施导则》(建住房〔2002〕190 号)，制定出台相关扶持政策，引导和鼓励新建商品住宅一次装修到位或菜单式装修模式。要根据本地实际，科学规划，分步实施，逐步达到取消毛坯房，直接向消费者提供全装修成品房的目标。

- 2016年,《中共中央国务院关于进一步加强城市规划建设管理工作的若干意见》,鼓励建筑企业装配式施工,现场装配。建设国家级装配式建筑生产基地。加大政策支持力度,力争用10年左右时间,使装配式建筑占新建建筑的比例达到30%。
- 2017,《建筑业“十三五”规划》,指出到2020年城镇新开工全装修成品住宅面积达到30%,装配式建筑面积占新建建筑面积比例达到15%,且装配式建筑必须全装修交付。

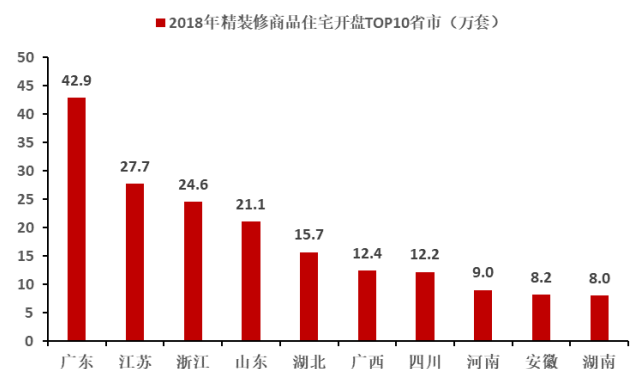
这两年在政策的推动下,精装房快速发展,奥维云网(AVC)地产大数据显示,2018年全国精装修商品住宅开盘规模增长59.9%,达到253万套,市场渗透率达27.5%。全国精装住宅TOP10省份合计供给规模接近182万套,增长超过64%,市场占比接近72%。广东在精装住宅开盘量TOP10省市中大幅领先,规模接近43万套,全国市场占比达17%,增长率超过21%。

图表 37: 2018 年精装修商品住宅开盘量高增



来源: 奥维云网, 地产大数据, 国联证券研究所

图表 38: 2018 年精装修商品住宅开盘 TOP10 省份



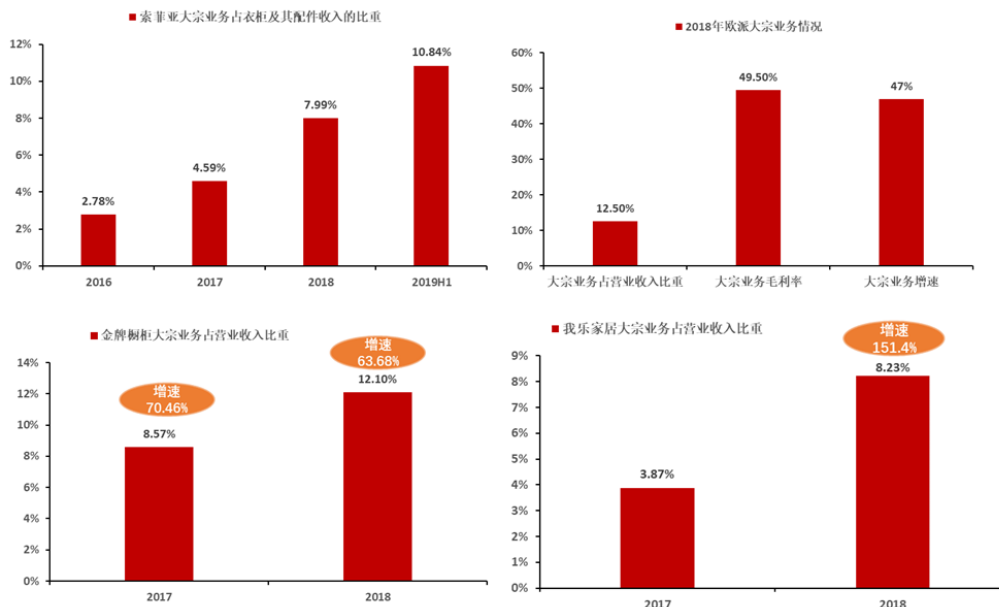
来源: 奥维云网, 地产大数据, 国联证券研究所

精装房渗透率的快速提升为定制家居企业打来了新的市场。从装修的流程来看,定制家居本身较软装和成品家居更早的入户,而精装房将定制家居企业进一步向上游推进。大部分的家居企业都是采用以经销商为主、以直营专卖店和大宗用户业务为辅的复合营销模式,但是今年来精装房助力大宗业务发展迅猛,定制家居公司与房地产开发商或工程承包商签订产品供应与安装合同,工程经销商作为项目履约实际操作人,负责相关产品的设计、运输、安装和售后等具体业务。大型房地产企业,包括如碧桂园、万科、恒大、融创等,新开盘的精装房渗透率已经很高,2018年精装修商品住宅TOP10开发商合计推出套数超过117万套,相比2017年增长27%,市场占比46%。大宗业务的市场不容小觑。

目前定制衣柜和橱柜成为精装修中不可缺少的部分,上市公司中,索菲亚、欧派家居、金牌橱柜等在2015年开始陆续进入这一市场,2017年、2018年虽然房地产市场低迷,但是家装的增速仍然可喜。索菲亚2016年大宗业务占衣柜及配件收入的比重仅为2.78%,2019年上半年已经占比高达10.84%,成为公司收入增长的一大助力。欧派家居2018年大宗业务实现收入14.2亿元,同比增长47%,毛利率高达49.5%,而经销店的毛利率仅为35.7%,大宗业务具有较强的盈利能力。我乐家居今

年表现较好，大宗业务增速高达 151.4%，收入占比 8.23%。此外定制橱柜的龙头，金牌橱柜已与中国金茂、复地、金科等几十家百强地产企业签订战略合作伙伴协议，2017 年大宗业务收入 1.23 亿元，增速 70.5%，2018 年大宗业务收入规模就突破 2 亿元，收入占比 12.1%，增速依旧较高。

图表 39：索菲亚、欧派、金牌橱柜、我乐家居大宗业务情况

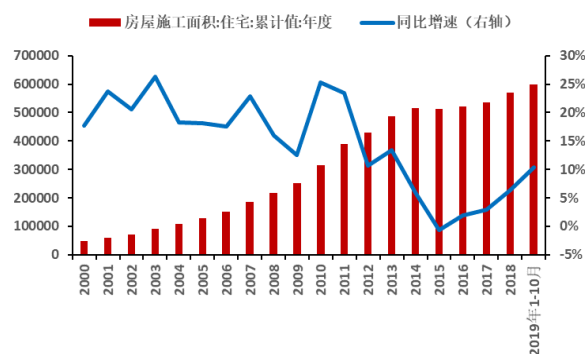


来源：Wind，国联证券研究所

3.2 零售端渠道竞争多元化、多场景

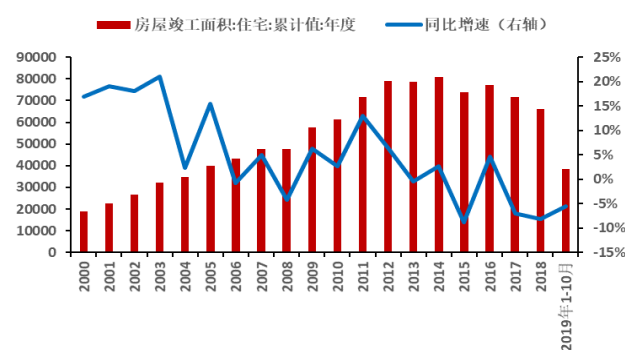
新增供给减缓，存量房的市场仍然空间巨大。2018 年我国住宅房屋施工面积接近了 57 亿平方米，同比增速 6.3%，今年 1-10 月份的住宅施工面积接近 60 亿平方米，同比增速 10.4%，依然处在一个较高的增长空间；但是 2018 年全年住宅房屋的竣工面积仅为 6.6 亿平方米，同比下滑 8.1%，成为 2011 至今，竣工面积最少的年份。2019 年 1-10 月的竣工面积达到 3.8 亿平方米，同比下滑 5.5%，仍处在下滑的趋势中，这也反映了当下房地产企业面临的压力。

图表 40：住宅房屋施工面积（单位：万平方米）



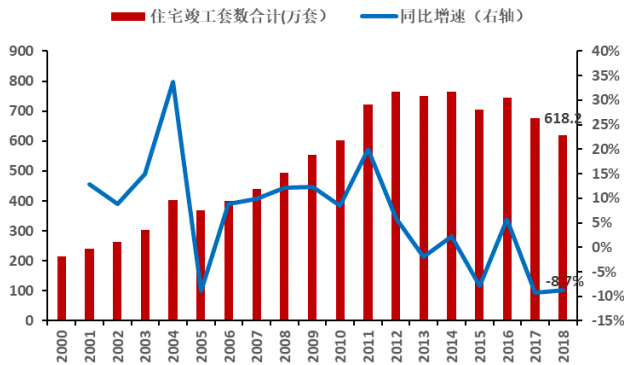
来源：Wind，国联证券研究所

图表 41：住宅房屋竣工面积（单位：万平方米）



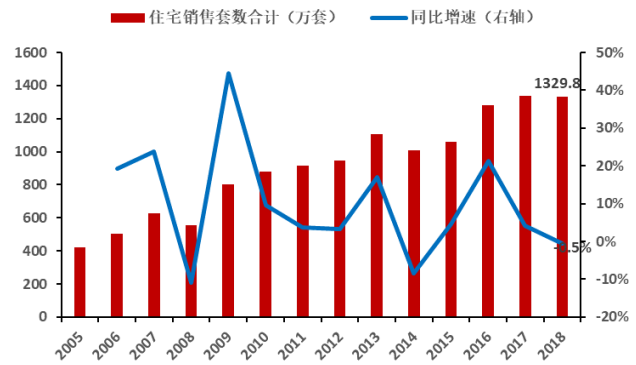
来源：Wind，国联证券研究所

图表 42：2000 年-2018 年住宅竣工套数及增速



来源：Wind，国联证券研究所

图表 43：2000 年-2018 年住宅销售套数及增速



来源：Wind，国联证券研究所

2018 年住宅竣工一共 618.2 万套，但是实际销售量 1329.8 万套，其中一部分是新房，一部分是二手房，二手房的交易套数甚至超出了一手房。对于家居企业而言，二手房是规模最大的零售市场之一，渠道的竞争依然激烈，而目前的销售渠道主要是经销商渠道，其次是直营渠道，然后才是大宗渠道和线上渠道。截至 2018 年底，索菲亚家居门店达到 2510 家，索菲亚大家居融合店 98 家，欧派衣柜和欧派橱柜各有 2113 家和 2276 家，我乐家居门店 1283 家，金牌橱柜 1413 家，顾家家居门店数量已经高达 4222 家。

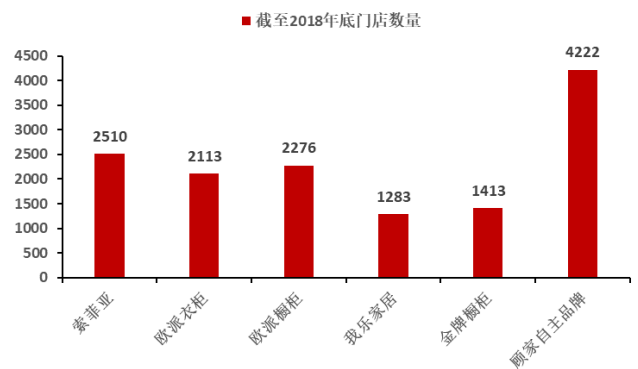
经销商门店和直营门店的场景越来越多元化。最初的家居门店主要围绕在建材市场周边，以个体门店形式存在，随着市场规模的不断扩大，大型家居卖场产生，家居企业进入大型专业卖场。随着消费形式的不断改变，为了提高消费者的体验，各式各样门店纷繁多出，社区店、大家居店、购物中心店等。社区店主要在大型新楼盘内设店，在社区内开展营销活动，可以实现精准服务和营销。索菲亚创新打造大家居融合店，首批大家店初见成效，2018 年经销商纷纷加快了开大店的速度，截止 2018 年年底开出了 98 家大家居店，预计今年可以开出 150 个大家居店。而尚品宅配是家居行业首先提出将门店开在综合商场的家居品牌，利用综合商场庞大的客流量，优先于竞争品牌接触消费者，为品类延伸做铺垫。

图表 44：家居门店线下的形式



来源：公开资料整理，国联证券研究所

图表 45：截至 2018 年底家居公司门店数量



来源：公司公告，国联证券研究所

4 办公用品市场：集采有望带来集中度提升

根据我们的样本选择，办公文具行业的上市公司一共有六家，包括办公文化用品和办公设备，每家公司业务和产品又不尽相同。晨光文具产品以书写工具、学生文具、办公文具为主；齐心集团早期以文件管理用品和桌面文具等为主，2015年之后布局SaaS业务，提供办公用品集成解决方案，目前以“B2B办公物资+云视频服务”为主要业务；恒林股份主要从事办公椅、沙发、按摩椅及配件的研发、生产与销售；永艺股份以办公椅和按摩椅为主要产品；创源文化产品丰富，包括时尚文具、手工艺品、社交情感产品、儿童益智产品和纸质衍生产品等五类；乐歌股份主要生产和销售笔记本支架、多屏显示器支架、站立式显示器支架、升降桌、升降台等。

从今年前三季度的情况来看，除了乐歌股份的归母净利润增速下滑之外，晨光文具、齐心集团收入和利润双增，且增速较高，恒林股份扣非后的归母净利润增速仍有76.5%。从今年年初至11月15日收盘，晨光文具涨幅高达63.3%，永艺股份次之，涨幅为62.7%，齐心集团和恒林股份涨幅分别为47.3%和40.4%，个股表现上远优于其他细分板块个股。

图表 46：办公用品相关上市公司 2019 年三季报情况（涨跌幅截至 11 月 15 日）

证券代码	证券简称	年初至今 涨跌幅	营业收入 (亿元)	YOY	归母净利润 (亿元)	YOY
603899.SH	晨光文具	63.3%	79.5	29.8%	8.0	28.4%
002301.SZ	齐心集团	47.3%	43.5	58.0%	1.8	31.0%
603661.SH	恒林股份	40.4%	19.5	16.1%	2.2	70.3%
603600.SH	永艺股份	62.7%	17.7	4.4%	1.4	93.8%
300703.SZ	创源文化	30.6%	7.2	17.8%	1.0	48.3%
300729.SZ	乐歌股份	7.1%	7.0	3.3%	0.4	-10.9%

来源：Wind，国联证券研究所

4.1 行业扩容，市场细分

早些年，谈到办公用品通常指的是文具用品、文件档案用品、桌面用品等易耗材料，但是目前行业的产品在不断的丰富，在日常工作中所使用的辅助用品都可以称为办公用品，主要包含六大类：文具事务用品、办公耗材、办公设备、办公家具、财务用品和日用百货。

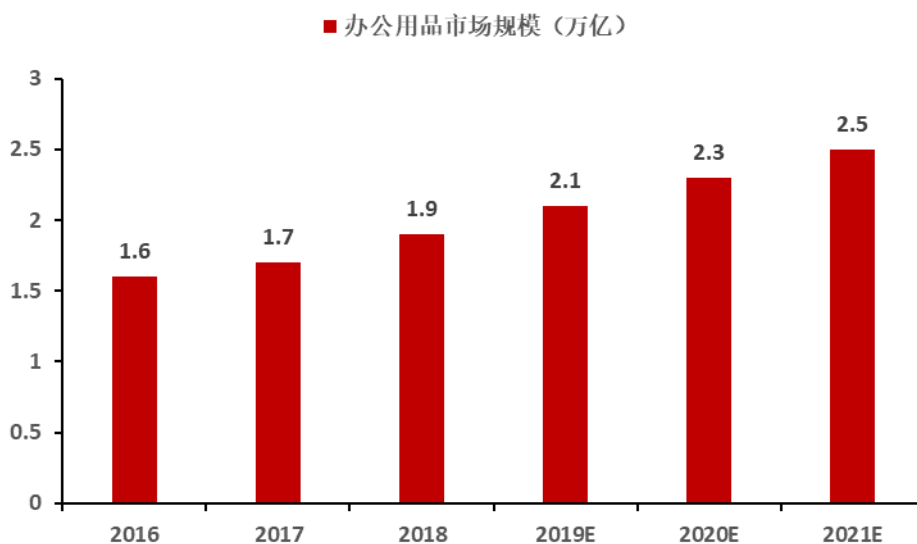
图表 47：办公用品的六大类



来源：公开资料整理，国联证券研究所

2018 年我国办公用品的市场规模为 1.9 万亿，预计到 2021 年将达到 2.5 万亿。我国拥有大大小小超过 8000 家文具生产企业，规模以上生产企业达 1500 家，但是年销售额高于 1000 万元的仅占 10%，而年销售额能达到 10 亿量级更是屈指可数，上市公司中晨光文具和齐心集团是办公用品行业中为数不多的大规模企业。目前行业的竞争格局非常分散，CR4 占比仅为 5%左右，尚有非常大的提升空间。

图表 48：2020 年办公用品的市场规模将达到 2.3 万亿



来源：中国产业信息网，国联证券研究所

我们认为未来的行业增长空间仍较大，首先教育带来的文具行业的扩容，九各级教育普及水平不断提高，根据 2018 年全国教育事业统计数据显示，学前教育毛入学率 81.7%，比上年提高 2.1 个百分点；小学学龄儿童净入学率 99.95%，比上年提高 0.04 个百分点；初中阶段毛入学率 100.9%；高中阶段毛入学率 88.8%，比上年提高 0.5 个百分点；高等教育毛入学率 48.1%，比上年提高 2.4 个百分点。全国共有各级各类学校 51.89 万所，比上年增加了 5128 所；各级各类学历教育在校生 2.76 亿人，比上年增加了 535.97 万人，这部分的人群对于文具的使用量尚未达到全球平均水平，从人均文具消费额来看，中国人均文具消费额约仅为 105 元/年，而全球平均人均消费水平约为 240 元/年，人均文具消费额还不到全球平均人均消费水平的一半，未来随着教育的普及以及消费水平的提升，仍有提高的空间。

其次办公家具需求增长快速。据预算，2017 年全年，我国办公家具行业销售规模在 617.7 万亿元左右。随着人们对健康意识的提升，越来越重视办公的舒适度，消费者的需求逐渐向质量转变，符合人体工学的家具、绿色环保的办公家具行业得到广泛的应用。同时随着中国经济建设的发展，新的企业在不断地产生，国家统计局数据显示，2018 年末中小企业 36.9 万户，未来经济发展带来的新增将带动办公家具需求量的增长。此外随着现代办公写字楼的建设，原有办公场所需要大量的办公家具供应，办公家具市场增长仍然可观。

4.2 办公集采有望带来行业集中度提升

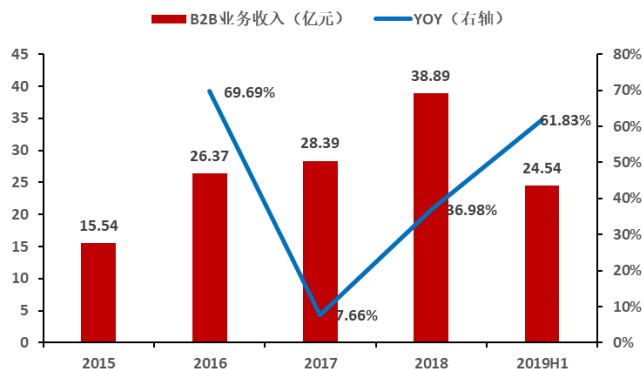
前文中我们指出，国内办公用品市场规模 1.9 万亿，但是竞争格局非常分散，作为行业龙头的晨光文具销售额也仅有 85 亿元。行业中的公司销售模式非常简单，以经销商+直营模式，线上线下全覆盖。这两年在电商红利的驱动下，线上销售规模逐步扩大，价格竞争激烈。之前竞争主要集中在零售端市场，B 端市场的巨大蛋糕由于早些年定点采购，导致参与者较少。然而定点采购由于中标供应商主体多元化，采购履约选择的随机性，更容易成为腐败现象侵蚀的领地。近年来，企业电商化采购发展加快，为企业采购带来管理效率提升、成本降低等优势，吸引了政府机构、国有企业等纷纷试水电商化采购，促使企业线上采购比例逐年提升。作为政府，2015 之后国家实行统一的政府采购电子平台，通过电子商务平台加强预算的管控。办公用品作为企业和政府集采的主要产品之一，将受益于集采的趋势，迎来一轮行业的洗牌，具有竞争优势的办公用品生产企业将在招标中脱颖而出。

目前上市公司中齐心集团 B2B 办公业务和晨光文具科力普业务作为行业中 ToB 端的代表，发展迅速。

截至上半年，齐心集团 B2B 业务累计中标了包括 80 家省市级政府、24 家央企、15 家银行保险机构、15 家军工企业等在内的近 150 家大型政企客户的办公集采购项目，在政府、央企、金融、军队等领域具备大客户资源优势。央企方面，拥有国家电网、南方电网、中石化、中海油、中国移动、中国联通、中国能建、中国电建等优质客户；拥有中国银联、中国银行、工商银行、建设银行、招商银行、中国邮政储蓄银行等金融机构客户；拥有中直机关、国家税务总局、北京市政府、上海市政府、湖北省政府、山东省政府、四川省政府、云南省政府、深圳市政府等政府客户，B 端的业务规模不断扩大，上半年 B2B 业务收入 24.54 元，同比增长 61.83%。

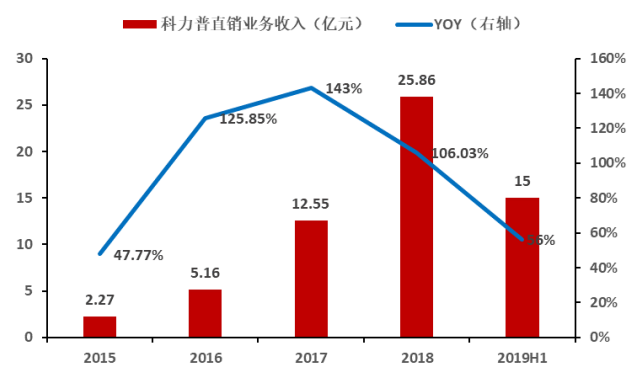
晨光科力普直销业务主要为政府、企事业单位、世界 500 强企业和其他中小企业提供高性价比办公采购一站式服务。上半年科力普已经在全国投入运营 5 个中心仓，覆盖华北、华南、华东、华西、华中五大区域，进一步提高配送效率，上半年直销收入达到 15 亿元，同比增长 56%。

图表 49：齐心集团 B2B 业务收入规模



来源：公司公告，国联证券研究所

图表 50：晨光文具科力普直销业务规模



来源：公司公告，国联证券研究所

5 投资组合推荐

综上所述，行业前三季度整体增长依然承压，但是细分子板块盈利能力逐步出现分化：造纸板块持续消化库存，下游需求疲软导致终端价格不振，带来收入和利润均持续下降，但是四季度和明年一季度的文化用纸备货需求有望带动这一轮提价持续，四季度纸企盈利有望改善；家居板块前三季度盈利能力好转，软体家居收入和利润双增，定制家居受到工程业务的带动，表现企稳；包装印刷板块毛利率和净利率回升，利润端修复明显；文娱用品板块收入和利润高增，其中办公用品表现突出。通过总结各个子板块的现状，发现边际改变带来的机会，造纸板块我们建议关注文化用纸提价受益的太阳纸业（002078.SZ）、具有消费属性的生活用纸中顺洁柔（002511.SZ）；家居板块建议关注零售渠道布局较为完善的软体家装顾家家居（603816.SH）；办公用品板块建议关注C端和B端渠道布局完善的晨光文具（603899.SH）。除此之外可适当关注行业中小众细分领域的优势企业，如具有刚性需求的特种纸仙鹤股份（603733.SH），以及受益于成本下行和产能转移减弱贸易摩擦影响的永艺股份（603600.SH）。

图表 51：投资组合推荐（数据截止 11 月 15 日收盘）

证券代码	证券简称	总市值（亿元）	现价（元/股）	EPS（元/股）			PE		
				2019E	2020E	2021E	2019E	2020E	2021E
002078.SZ	太阳纸业	218	8.6	0.81	0.94	1.11	10.6	9.1	7.7
002511.SZ	中顺洁柔	170	13.8	0.46	0.57	0.68	30.0	24.3	20.2
603816.SH	顾家家居	233	40.5	1.96	2.32	2.75	20.6	17.4	14.7
603899.SH	晨光文具	451	48.5	1.12	1.40	1.72	43.3	34.7	28.2

来源：Wind，国联证券研究所

6 风险提示

- 1) 造纸行业上游原材料大幅上涨的风险，原材料价格上行带来成本压力，导致纸企盈利能力下滑；
- 2) 文化用纸下游需求疲软，终端价格上涨难以持续的风险；
- 3) 家居企业受房地产销售增速下滑的影响，导致销售渠道扩张缓慢，下游订单量大幅下降的风险；
- 4) 中美贸易摩擦升级且不断反复的风险；
- 5) 宏观经济下行的风险。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

投资评级说明

股票 投资评级	强烈推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 20%以上
	推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 10%以上
	谨慎推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 5%以上
	观望	股票价格在未来 6 个月内相对大盘变动幅度为-10%~10%
	卖出	股票价格在未来 6 个月内相对大盘下跌 10%以上
行业 投资评级	优异	行业指数在未来 6 个月内强于大盘
	中性	行业指数在未来 6 个月内与大盘持平
	落后	行业指数在未来 6 个月内弱于大盘

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属国联证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“国联证券”）。未经国联证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为国联证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，国联证券不因收件人收到本报告而视其为国联证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但国联证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，国联证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，国联证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

国联证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。国联证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。国联证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，国联证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司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。因此，投资者应当考虑到国联证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

无锡

国联证券股份有限公司研究所
 江苏省无锡市太湖新城金融一街8号国联金融大厦9层
 电话：0510-82833337
 传真：0510-85603281

上海

国联证券股份有限公司研究所
 中国（上海）自由贸易试验区世纪大道1198号3704、3705、3706单元
 电话：021-61649996

分公司机构销售联系方式

地区	姓名	联系电话
北京	张媛	15810039831
北京	管峰	18611960610
上海	刘莉	18217012856