

## 轻工制造

### 废纸供应明显减少，为何箱板瓦楞纸还不涨价？

**造纸：废纸供应明显减少，为何箱板瓦楞纸还不涨价？**木浆系本周正式出现企稳迹象，原材料木浆成本高位坚挺，各大厂协同性恢复，停产检修控供同步进行，纸厂及渠道商库存稳步下行。我们预计行业将平稳进入终端需求旺季，当前形势下，8月底9月初纸张价格回暖的概率大增；本周废纸及废纸系纸张价格出现回落。市场不禁要问，今年进口废纸严限背景下，按理原材料供应呈短缺趋势，为何当前还会跌价。我们在此试图为市场做出解答。

**包装：股价体现合理利润回归预期，烟标行业基本面出现回暖。**近期包装板块走势强劲，我们前期提出的包装合理利润回归预期已较为充分体现在股价表现上。当前时点包装行业β驱动逻辑趋弱，未来基本面驱动因素将回归个体公司α逻辑，关键指标将回到内生有效销量增长上。建议关注裕同科技、合兴包装、美盈森；烟标行业近年呈现“短、中、细、爆”高端新品类起量趋势，售价更高，成本更低，对于烟标行业而言也迎来新品类调价时间窗口，且当前烟标库存已较2015年底回调到合理水平，行业基本面在近期出现回暖迹象，建议重点关注：劲嘉股份、东风公司。

**家居：定制家居短期需求承压，估值下行迎来长期投资机会。**目前行业依然处在房地产销售增速下滑周期中，定制家居行业短期需求承压的事实需要正视，地产企业精装房趋势亦对行业零售端业务造成一定影响，整体板块β不利于公司业绩短期释放。中长期看，不利现状将放大公司自身综合实力的竞争力溢价，具备根深蒂固渠道竞争优势的欧派家居、设计服务信息化健全完善的尚品宅配以及生产端效率最优的索菲亚都将出现本轮行业估值下行后的长期投资机会；软体家居由于其更换周期较短，受地产周期影响较小，本轮估值下修亦将迎来长期投资机会，建议关注顾家家居、喜临门、梦百合、敏华控股。

**风险提示：**原材料价格出现大量波动，行业竞争大幅加剧。

#### 建议关注组合

股票代码	股票名称	EPS (元)				PE			
		2017A	2018E	2019E	2020E	2017A	2018E	2019E	2020E
603008	喜临门	0.72	0.94	1.25	1.64	25.7	18.69	14.00	10.65
603816	顾家家居	1.92	2.49	3.27	4.17	30.70	26.40	20.12	15.79
603833	欧派家居	3.09	4.07	5.27	6.75	38.19	28.31	21.85	17.05
002303	美盈森	0.23	0.32	0.42	0.56	31.01	18.05	13.59	10.30
002831	裕同科技	2.33	2.62	3.35	3.96	23.99	20.63	16.14	13.63
002228	合兴包装	0.13	0.29	0.30	0.38	32.52	20.06	19.38	15.39
600308	华泰股份	0.58	0.7	0.83	0.99	10.88	6.60	5.58	4.68
002078	太阳纸业	0.78	1.04	1.23	1.40	11.89	8.49	7.16	6.28

资料来源：Wind 一致预期，贝格数据，国盛证券研究所

增持（维持）

#### 行业走势



#### 作者

分析师 丁琼

执业证书编号：S0680513050001

邮箱：dingqiong@gszq.com

#### 相关研究

- 《轻工制造：包装虽好，也莫贪杯，造纸暂弱，后劲十足》2018-07-18
- 《轻工制造：造纸逐步回归季节性需求波动，包装将朝合理利润空间回归》2018-07-15
- 《轻工制造：造纸行业库存低位，看好下半年盈利回升，包装行业基本面回归，龙头公司扩张加速》2018-07-09



## 内容目录

一、周度观点	3
1.1 造纸：废纸供应明显减少，为何箱板瓦楞纸还不涨价？	3
1.1.1 直接原因	3
1.1.2 深层次原因分析	3
1.1.3 我们的看法	4
1.2 包装：股价体现合理利润回归预期，烟标行业基本面出现回暖	7
1.3 家居：定制家居短期需求承压，估值下行迎来长期投资机会	7
二、轻工造纸行业周数据	7
2.1 各纸种价格变化情况	7
2.2 原材料价格变化情况	8
三、风险提示	9

## 图表目录

图表 1: 箱板瓦楞纸华南地区纸厂库存	3
图表 2: 箱板瓦楞纸价格走势	4
图表 3: 箱板瓦楞纸毛利润走势	5
图表 4: 进口废纸额度 (万吨)	6
图表 5: 国产废纸价格与美废 11# 价格走势	6
图表 6: 铜版纸价格变化趋势 (元/吨)	7
图表 7: 双胶纸价格变化趋势 (元/吨)	7
图表 8: 白卡纸价格变化趋势 (元/吨)	8
图表 9: 白板纸价格变化趋势 (元/吨)	8
图表 10: 箱板纸价格变化趋势 (元/吨)	8
图表 11: 瓦楞纸价格变化趋势 (元/吨)	8
图表 12: 木浆价格变化趋势 (元/吨)	9
图表 13: 国废价格变化趋势 (元/吨)	9
图表 14: 国际进口浆价格变化趋势 (美元/吨)	9
图表 15: 美废价格变化趋势 (美元/吨)	9

## 一、周度观点

### 1.1 造纸：废纸供应明显减少，为何箱板瓦楞纸还不涨价？

**木浆系：**（太阳纸业，晨鸣纸业，华泰股份，博汇纸业，岳阳林纸）

本周国际木浆价格持续坚挺，NBSK（漂针）报收 1205 美元/吨，环比上涨 5 美元/吨；BHKP（漂阔）报收 1050 美元/吨，环比持平，木浆现货价格在本周出现企稳回升，周均价上涨 75 元/吨至 6110 元/吨，双胶纸环比上涨 4 元/吨至 6987 元/吨，铜版纸环比持平报 6820 元/吨，白卡纸企稳回升 201 元/吨至 5376 元/吨。

木浆系本周正式出现企稳迹象，原材料木浆成本高位坚挺，各大厂协同性恢复，停产检修控供同步进行，纸厂及渠道商库存稳步下行。我们预计行业将平稳进入终端需求旺季，当前形势下，8 月底 9 月初纸张价格回暖的概率大增。

**废纸系：**（玖龙纸业，理文造纸，山鹰纸业，景兴纸业，荣晟环保）

废纸系本周价格出现回调现象，国废黄板纸价格下调 212 元/吨至 2864 元/吨，箱板纸报收 5326 元/吨，环比下滑 134 元/吨；瓦楞纸报收 4707 元/吨，环比下滑 121 元/吨，白板纸报收 4900 元/吨，环比持平。

本周废纸及废纸系纸张价格出现回落。市场不禁要问，今年进口废纸严限背景下，按理原材料供应应呈短缺趋势，为何当前还会跌价？我们在此试图为市场做出解答。

#### 1.1.1 直接原因

本轮跌价的直接原因是 6 月下旬大型纸厂提高了国废收购验收标准，对于质量不达标的国产废纸，采取折价或扣点的方式降低进厂价格，导致国废实际成交价格出现下滑，这背后反映出当前纸厂废纸库存其实并不短缺。

#### 1.1.2 深层次原因分析

从当前纸厂库存数据来看，6 月底华南地区箱板瓦楞纸库存天数已达到近两年的相对高位，双双达到 17.6 天，当前纸厂库存已到达 2017 年两次阶段高点水平（2017 年 3 月、2017 年 10 月）。

图表 1：箱板瓦楞纸华南地区纸厂库存



资料来源：纸业联讯，国盛证券研究所

我们近期走访了福建地区包装纸产业链下游企业，进行深度草根调研发现，终端商品生产企业对于后期贸易战对其订单的影响较为悲观，前期原材料备货积极性下降，库存下滑。中游二级厂和三级厂也在过去两个月时间里与下游节奏一致，采取降库动作，我们认为这是当前箱板瓦楞纸大厂原纸库存逐步走高的原因。

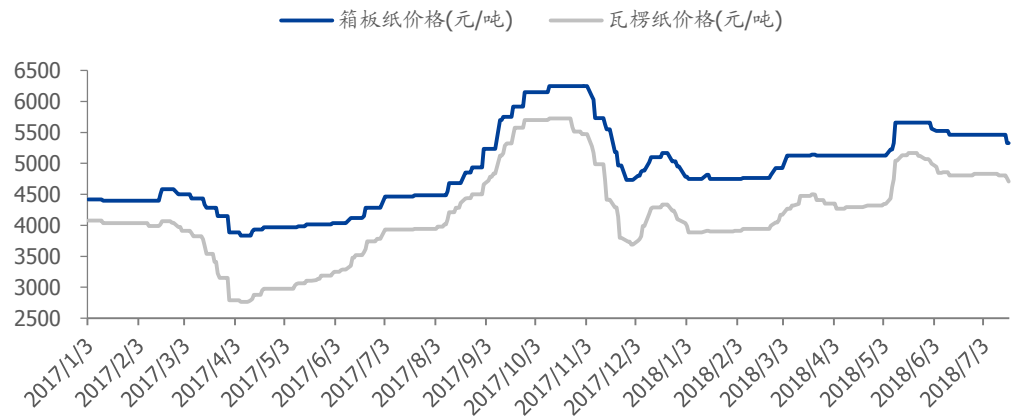
与此同时我们发现，二季度福建地区部分中游二级厂进口原纸使用量出现大幅上涨的趋势，大厂阶段性稳价也有遏制进口成品纸进口量上升趋势的目的。

近期以玖龙、理文、山鹰在内的多数箱板瓦楞纸大厂宣布阶段性停机检修计划，停机检修期间自然原材料废纸的需求将出现下滑，纸厂废纸库存不短缺的现象出现。

### 1.1.3 我们的看法

2017年3月和10月的两次纸厂库存高点，后期板块的走势截然不同。3月之后纸厂库存快速下行伴随的是纸价出现连续6个月的上涨，而10月之后纸厂库存稳步下行伴随的是纸价连续5个月的调整。

图表2: 箱板瓦楞纸价格走势



资料来源: 纸业联讯, 国盛证券研究所

**为什么 2017 年纸厂高库存时点之后会迎来截然不同的纸价走势呢?** 2017 年 3 月，箱板瓦楞纸价格最高点分别为 4500 元/吨、4000 元/吨，当时国废价格在 1850 元左右，价差分别为 2650 元/吨、2150 元/吨，当时行业平均毛利润分别为 910 元/吨、916 元/吨；而 10 月时，箱板瓦楞纸价格最高点分别为 6250 元/吨、5725 元/吨，国废价格在 3000 元左右，价差分别达到 3250 元/吨、2725 元/吨，当时行业平均毛利润分别为 1850 元/吨、1980 元/吨，10 月行业毛利润几乎是 3 月时的一倍，调整空间自然更大。

2017 年，两轮纸厂库存高点之后的纸价上涨空间是不一样的。2017 年 3 月纸价出现短期快速回调后分别达到 3833 元/吨、2763 元/吨，而 10 月之后的快速回调纸价稳定在 5000 元/吨、4000 元/吨。从心理上看来，价格上涨空间有较大差异，这将直接影响到后期行业库存策略。

两轮纸厂库存高点前，下游补库周期长短存在差异。3 月前，下游整体只经历了 3 个月的补库周期，与纸厂关系较为密切的下游渠道拿到了较多的原纸，而仍有一部分其他渠道依然库存不高；而 10 月的高位，下游经历了自 4 月以来为期 6 个月的充分补库。我们判断，2017 年 10 月时点下游库存整体高于 3 月时点，因此 10 月后行业的调整周期较 3 月更长。

**当前时点的纸厂高库存更像去年哪个时点呢? 我们的答案是更像 3 月，且比 3 月情况略**

好。受贸易战预期影响，近期包装纸下游环节对需求预期悲观，纷纷降低购买力度，前期下游渠道降库策略造成纸厂库存高位，我们判断当前时点下游库存比去年3月要低。

当前行业平均毛利润更低。箱板瓦楞纸当前时点行业平均毛利润分别在-100元/吨，100元/吨左右。目前以国废作为主要原材料的中小纸厂可能处在现金利润的盈亏平衡点上。纸价继续回调的可能性不大。

图表3: 箱板瓦楞纸毛利润走势



资料来源: 纸业联讯, 国盛证券研究所

当前时点即将进入行业终端需求旺季。10月将进入包装纸行业终端商品需求旺季，下游一定会出现阶段性按需补库动作，这个动作是刚性的。

不利因素在于，当前纸价相对于2017年3月更高，更易受到进口成品纸市场冲击。但从数据上来看，今年1-5月，国内瓦楞纸累计进口28.35万吨，同比增长22.83%，对国内瓦楞纸供给影响同比上升不到1个点，基数较小，增长幅度并非十分巨大，说明国内多数二级厂对于进口成品纸渠道持谨慎态度，我们认为这和进口成品纸的渠道供应稳定性以及产品质量稳定性较差有很大关系。但不能否认，这依然是国内成品原纸价格上涨的一大制约要素。综合来看，我们依然认为当前时点的纸厂高库存基本面优于去年3月。

下半年纸价会出现快速上涨局面吗？我们认为当前行业层面的最大不确定性变量在于贸易战对出口的影响程度究竟如何？若实质性影响很小，则当前行业悲观预期将得到修正，下半年全行业将出现修正性补库动作，纸价有望快速回暖，甚至创历史新高。若确实造成实质性影响，则符合行业预期。

箱板瓦楞纸广泛运用于商品流通环节，2018年1-6月国内消费品零售总额18万亿，出口金额2.17万亿，对美出口1.17万亿，20万亿的国内外消费总盘，对美出口仅占到5%左右，当前2000亿的限制清单影响仅占到对美出口总额的10%不到，最悲观假设2000亿贸易额没有了，对总体的影响也只有0.5%左右，我们预计最悲观情况影响也是极其有限的。

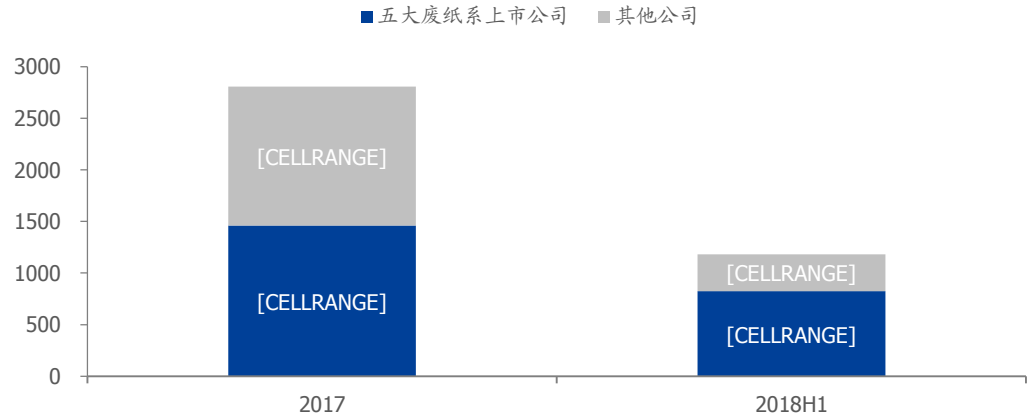
国废价格可能出现断崖式下跌吗？我们认为不会，近两年国产废纸大幅上涨，国内打包厂数量有所增加，竞争加剧，国废回收价格提升，打包厂成本增加，上游增长的不是打包厂利润而是回收价格。与此同时，近期大厂提高国废采购验收标准，在压低打包厂实际出货价格，打包厂利润水平实际没有市场认为的那么高，调价空间不大。

下半年大厂进口废纸比例会出现边际下滑吗？2017年全年废纸进口量2583万吨，上半年1400万吨左右，2018年上半年废纸进口量仅700万吨左右，同比下滑50%。由于

国废回收率较难出现较大幅度增长，加之木浆价格坚挺，纤维补充力度有限，预计2018年全年进口废纸需求量下滑幅度不会太大，至少将达到1800-2000万吨一线，因此我们预计下半年废纸进口量将出现环比增长，达到1000-1300万吨左右。

从额度布局上来看，2017年五大上市公司废纸进口额度占总额度比例为52%，而2018年上半年这一比例提高到70%，今年进口废纸额度分配明显向大厂集中，前期市场预计的大厂成本中进口废纸比例短期出现下滑的预期有望得到修正。

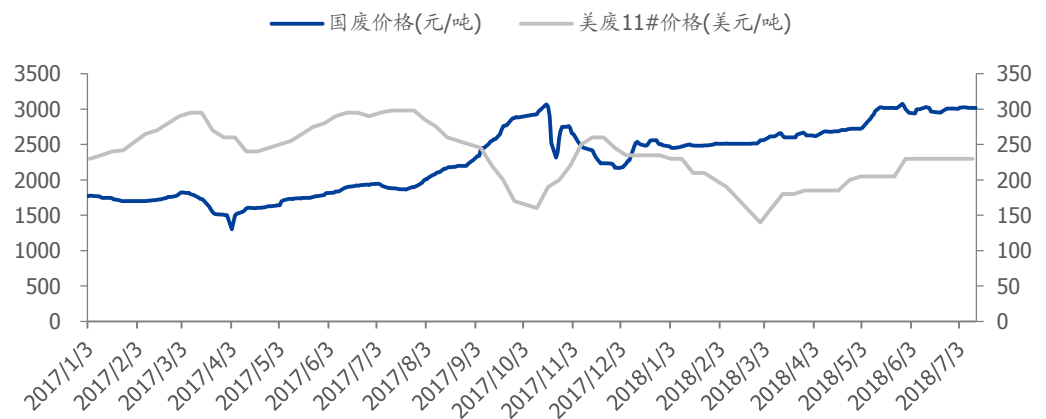
图表4: 进口废纸额度(万吨)



资料来源: 纸业联讯, 国盛证券研究所

当前国外废价差同比扩大较多，2017年同期，美废11#价格在300美元/吨左右，当时国废价格在1850元/吨一线，2018年7月，美废11#价格下滑至180美元/吨，而目前国废价格已在3000元/吨一线，国外废价格差距拉大，说明当前外废资源价值提升，大小厂盈利差已经拉大，从当前股价表现来看，我们认为市场可能低估了大厂盈利能力。

图表5: 国产废纸价格与美废11#价格走势



资料来源: 纸业联讯, 国盛证券研究所

**总结:**

- 1) 决定纸价底部位置的是国废价格，在打包厂利润缩水的当下，我们认为国废价格仍然稳中上行；
  - 2) 决定纸价上涨动力的是终端需求及当前库存，当前下游渠道预期悲观，库存水平不高，终端需求受贸易战影响实际应极为有限；
  - 3) 决定大厂利润的是外废比例，从2018年上半年进口废纸数据看出，下半年废纸进口量有望大幅提升，并有想大厂进一步集中的趋势；
- 综合来看下半年废纸系大厂盈利情况有望超市场预期。

废纸系当前的价格走弱与下游预期悲观有直接原因，但我们认为下游悲观预期将在下半年得到修正，纸价将伴随这一修正出现修复性上涨；与此同时，进口废纸严限背景下，国外废价差逐步拉大，并有望维持这一趋势，加之进口废纸额度有向大厂倾斜趋势，下半年废纸进口量有望提升，废纸系大厂全年业绩表现有望超市场预期。

当前时点我们明确表示：纸是存在预期差的。

## 1.2 包装：股价体现合理利润回归预期，烟标行业基本面出现回暖

近期包装板块走势强劲，我们前期提出的包装合理利润回归预期已较为充分体现在股价表现上。当前时点包装行业β驱动逻辑趋弱，未来基本面驱动因素将回归个体公司α逻辑，关键指标将回到内生有效销量增长上。建议关注裕同科技、合兴包装、美盈森。

烟标行业：近年呈现“短、中、细、爆”高端新品类起量趋势，售价更高，成本更低，对于烟标行业而言也迎来新品类调价时间窗口，且当前烟标库存已较2015年底回调到合理水平，行业基本面在近期出现回暖迹象，建议重点关注：劲嘉股份、东风公司。

## 1.3 家居：定制家居短期需求承压，估值下行迎来长期投资机会

目前行业依然处在房地产销售增速下滑周期中，定制家居行业短期需求承压的事实需要正视，地产企业精装房趋势亦对行业零售端业务造成一定影响，整体板块β不利于公司业绩短期释放。中长期看，不利现状将放大公司自身综合实力的竞争力溢价，具备根深蒂固渠道竞争优势的欧派家居、设计服务信息化健全完善的尚品宅配以及生产端效率最优的索菲亚都将出现本轮行业估值下行后的长期投资机会。

软体家居由于其更换周期较短，受地产周期影响较小，本轮估值下修亦将迎来长期投资机会，建议关注顾家家居、喜临门、梦百合、敏华控股。

## 二、轻工造纸行业周数据

### 2.1 各纸种价格变化情况

图表 6：铜版纸价格变化趋势（元/吨）



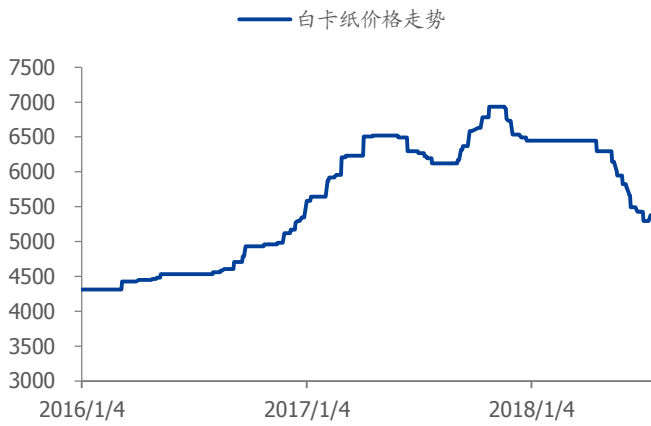
资料来源：纸业联讯、国盛证券研究所

图表 7：双胶纸价格变化趋势（元/吨）



资料来源：纸业联讯、国盛证券研究所

图表 8: 白卡纸价格变化趋势 (元/吨)



资料来源: 纸业联讯、国盛证券研究所

图表 9: 白板纸价格变化趋势 (元/吨)



资料来源: 纸业联讯、国盛证券研究所

图表 10: 箱板纸价格变化趋势 (元/吨)



资料来源: 纸业联讯、国盛证券研究所

图表 11: 瓦楞纸价格变化趋势 (元/吨)



资料来源: 纸业联讯、国盛证券研究所

## 2.2 原材料价格变化情况

图表 12: 木浆价格变化趋势 (元/吨)



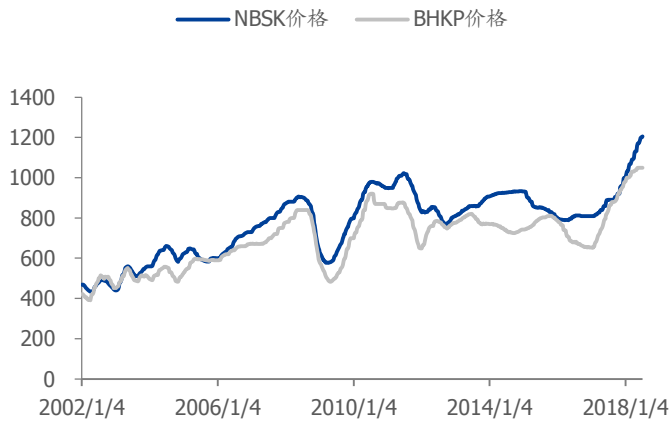
资料来源: 纸业联讯、国盛证券研究所

图表 13: 国废价格变化趋势 (元/吨)



资料来源: 纸业联讯、国盛证券研究所

图表 14: 国际进口浆价格变化趋势 (美元/吨)



资料来源: Bloomberg、国盛证券研究所

图表 15: 美废价格变化趋势 (美元/吨)



资料来源: 纸业联讯、国盛证券研究所

### 三、风险提示

原材料价格出现大量波动, 行业竞争大幅加剧。

### 免责声明

国盛证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监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。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。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、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。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也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。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

### 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，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均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

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的6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。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在-5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在10%以上

### 国盛证券研究所

#### 北京

地址：北京市西城区锦什坊街35号南楼  
 邮编：100033  
 传真：010-57671718  
 邮箱：gsresearch@gszq.com

#### 南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道1115号北京银行大厦  
 邮编：330038  
 传真：0791-86281485  
 邮箱：gsresearch@gszq.com

#### 上海

地址：上海市浦明路868号保利One56 10层  
 邮编：200120  
 电话：021-38934111  
 邮箱：gsresearch@gszq.com

#### 深圳

地址：深圳市福田区益田路5033号平安金融中心101层  
 邮编：518033  
 邮箱：gsresearch@gszq.com