

## 轻工制造

### 行业低盈利态势下，造纸龙头企业估值应不应该这么低？

**造纸板块一周回顾：**木浆系：本周进口木浆价格环比上涨 0.6% 至 6190 元/吨，铜版纸环比上涨 0.2% 至 6713 元/吨，双胶纸价格环比持平报收 6950 元/吨，白卡纸环比大涨 3.7% 至 5576 元/吨。

木浆系所有价格开始企稳回升，白卡纸价格开始出现复苏性反弹，我们认为白卡纸价格短期回到 6000 一线概率较大。近日，进口美国木浆被纳入中国贸易反制名单，中国宣布对美国进口木浆加征 5% 关税。2017 年进口美国木浆占总进口比例的 10% 左右，总量影响不大，但有望支撑木浆价格上行，对于木浆自供率较高且有望继续提高的太阳纸业和晨鸣纸业形成潜在利好。

废纸系：本周国废价格环比下滑 0.38% 至 2989 元/吨，箱板纸价格环比持平报收 5260 元/吨，瓦楞纸价格环比持平报收 4645 元/吨，白板纸价格环比下滑 3.75% 至 4725 元/吨。

废纸系价格处在震荡格局中，根据产业链信息，近期大型箱板瓦楞纸企业开始上调原纸出厂价格，我们预计马上会落实到实际成交价格上。

**行业低盈利局面下，造纸企业当前估值恐被低估。**当前造纸行业盈利水平不高，原材料价格高位环境下的原料获取渠道优势支撑龙头纸企高盈利态势，且龙头企业原材料渠道优势有望扩大，原材料价格有望持续坚挺，因此龙头纸企净利率水平仍能保持平稳略有增长。

以太阳纸业为例，近三年公司 PE 估值随公司单季净利率走高而下滑，代表着市场对于高盈利的公司未来盈利下滑预期增强，但当前行业盈利能力目前已到历史低位，说明中小企业盈利水平处在极低位置，若纸价继续下滑，必然带来行业多数中小企业亏损而引发停产，供给下滑又将提升行业盈利能力，龙头企业盈利水平具备安全边际，向上空间和动力比向下的空间动力要大，未来龙头企业 ROE 水平也有望保持高位平稳。因此我们认为，当前造纸龙头企业估值中枢应该向上移动。

**风险提示：**原材料价格出现大量波动，宏观经济增长不及预期。

#### 建议关注组合

股票代码	股票名称	EPS				PE			
		2017A	2018E	2019E	2020E	2017A	2018E	2019E	2020E
603008	喜临门	0.72	0.94	1.25	1.64	25.70	19.02	14.25	10.87
603816	顾家家居	1.92	2.49	3.27	4.17	30.70	24.89	18.97	14.89
603833	欧派家居	3.09	4.06	5.22	6.62	38.19	25.83	20.10	15.87
002303	美盈森	0.23	0.32	0.42	0.56	31.01	16.92	12.73	9.66
002831	裕同科技	2.33	2.61	3.32	3.93	23.99	18.46	14.50	12.24
002228	合兴包装	0.13	0.29	0.30	0.38	32.52	17.85	17.25	13.69
600308	华泰股份	0.58	0.7	0.83	0.99	10.88	6.70	5.66	4.75
002078	太阳纸业	0.78	1.04	1.23	1.41	11.89	8.70	7.34	6.40

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：从四个角度阐述造纸与传统周期的差异》 2018-07-29
- 《轻工制造：废纸供应明显减少，为何箱板瓦楞纸还不涨价？》 2018-07-22
- 《轻工制造：包装虽好，也莫贪杯，造纸暂弱，后劲十足》 2018-07-18



## 内容目录

一、周度观点：行业低盈利态势下，造纸龙头企业估值应不应该这么低？	4
1.1 造纸板块一周回顾	4
1.2 行业低盈利局面下，造纸企业当前估值恐被低估	4
1.2.1 直接原因	4
1.2.2 当前造纸行业盈利水平是处在历史的什么位置？已到 2016 年前水平。	5
1.2.3 在行业低盈利环境下，龙头纸企如何保持高盈利态势？	5
1.2.4 龙头纸企原材料渠道优势能否保持或扩大？	7
1.2.5 原材料价格能否维持高位？	8
1.2.6 行业低盈利环境下，龙头企业估值中枢应该向上移动	9
二、轻工造纸行业周数据	10
2.1 各纸种价格变化情况	10
2.2 原材料价格变化情况	12
三、轻工家居行业周数据	12
四、风险提示	14

## 图表目录

图表 1: 行业盈利水平与企业估值水平同步走低	4
图表 2: 造纸企业净利率走势	5
图表 3: 各纸种毛利润走势	5
图表 4: 木浆价格与废纸价格走势	6
图表 5: 木浆系原材料渠道结构一览	6
图表 6: 国内外废纸价格对比	7
图表 7: 废纸系大小厂成本差异测算	7
图表 8: 进口废纸额度分布 (万吨)	8
图表 9: 废纸进口额度	8
图表 10: 废纸进口数量	8
图表 11: 全球阔叶浆供需及开工率	9
图表 12: 全球针叶浆供需及开工率	9
图表 13: 国际木浆产能投产年限	9
图表 14: 太阳纸业 PE 与净利率关系	10
图表 15: 造纸企业 ROE 走势	10
图表 16: 铜版纸价格变化趋势 (元/吨)	11
图表 17: 双胶纸价格变化趋势 (元/吨)	11
图表 18: 白卡纸价格变化趋势 (元/吨)	11
图表 19: 白板纸价格变化趋势 (元/吨)	11
图表 20: 箱板纸价格变化趋势 (元/吨)	11
图表 21: 瓦楞纸价格变化趋势 (元/吨)	11
图表 22: 木浆价格变化趋势 (元/吨)	12
图表 23: 国废价格变化趋势 (元/吨)	12
图表 24: 国际进口浆价格变化趋势 (美元/吨)	12
图表 25: 美废价格变化趋势 (美元/吨)	12
图表 26: 家具零售额 (亿元) 及同比增速 (%)	13

---

图表 27: 建材家居卖场销售额 (亿元) 及同比增速 (%) .....	13
图表 28: 商品房销售面积 (万平方米) 及同比增速 (%) .....	13
图表 29: 住宅销售面积 (万平方米) 及同比增速 (%) .....	13
图表 30: 板材价格变化趋势.....	13
图表 31: 五金材料价格变化趋势 .....	13

## 一、周度观点：行业低盈利态势下，造纸龙头企业估值应不应该这么低？

### 1.1 造纸板块一周回顾

**木浆系：**本周进口木浆价格环比上涨 0.6%至 6190 元/吨，铜版纸环比上涨 0.2%至 6713 元/吨，双胶纸价格环比持平报收 6950 元/吨，白卡纸环比大涨 3.7%至 5576 元/吨。木浆系所有价格开始企稳回升，白卡纸价格开始出现复苏性反弹，我们认为白卡纸价格短期回到 6000 一线概率较大。近日，进口美国木浆被纳入中国贸易反制名单，中国宣布对美国进口木浆加征 5%关税。2017 年进口美国木浆占总进口比例的 10%左右，总量影响不大，但有望支撑木浆价格上行，对于木浆自供率较高且有望继续提高的太阳纸业和晨鸣纸业形成潜在利好。

**废纸系：**本周国废价格环比下滑 0.38%至 2989 元/吨，箱板纸价格环比持平报收 5260 元/吨，瓦楞纸价格环比持平报收 4645 元/吨，白板纸价格环比下滑 3.75%至 4725 元/吨。

废纸系价格处在震荡格局中，根据产业链信息，近期大型箱板瓦楞纸企业开始上调原纸出厂价格，我们预计马上会落实到实际成交价格上。

### 1.2 行业低盈利局面下，造纸企业当前估值恐被低估

作为价格驱动型行业一员，造纸的周期性仍然不能被否认，既然具备周期性，其估值体系就应该遵循周期行业的规律，即行业低盈利时对应较高估值，行业高盈利时对应较低估值。然而，当前行业盈利水平走低，但估值水平亦同步走低，我们试图寻找原因。

图表 1：行业盈利水平与企业估值水平同步走低

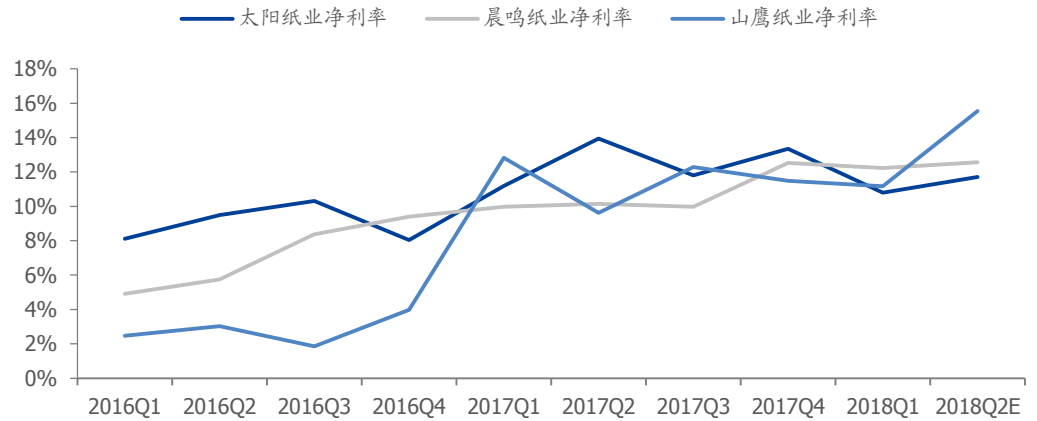


资料来源：纸业联讯，Wind，国盛证券研究所

#### 1.2.1 直接原因

A 股上市的太阳纸业、晨鸣纸业、山鹰纸业自 2016 年 Q4 以来，净利率水平持续稳中上行，龙头企业盈利能力仍在持续走高，这可能是市场下调龙头企业估值中枢的直接原因。

图表 2: 造纸企业净利率走势

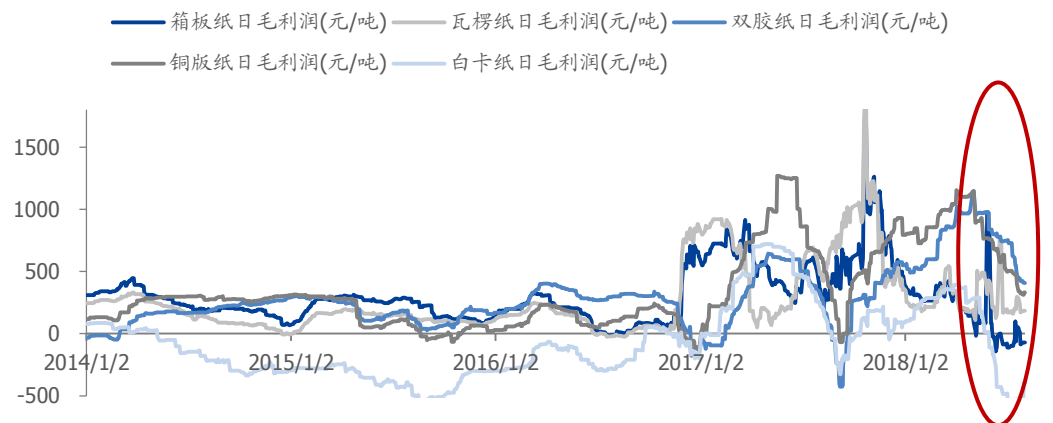


资料来源: Wind, 国盛证券研究所

### 1.2.2 当前造纸行业盈利水平是处在历史的什么位置? 已到 2016 年前水平。

我们看到在当前纸张价格环境下, 五大纸种毛利润水平均处在历史低位, 根据卓创咨询计算, 截至 2018 年 8 月 3 日, 双胶纸行业毛利润 407 元/吨, 铜版纸毛利润为 331 元/吨, 箱板纸毛利润为-71 元/吨, 瓦楞纸行业毛利润为 184 元/吨, 白卡纸毛利润为-395 元/吨, 当前行业盈利水平并不高。

图表 3: 各纸种毛利润走势

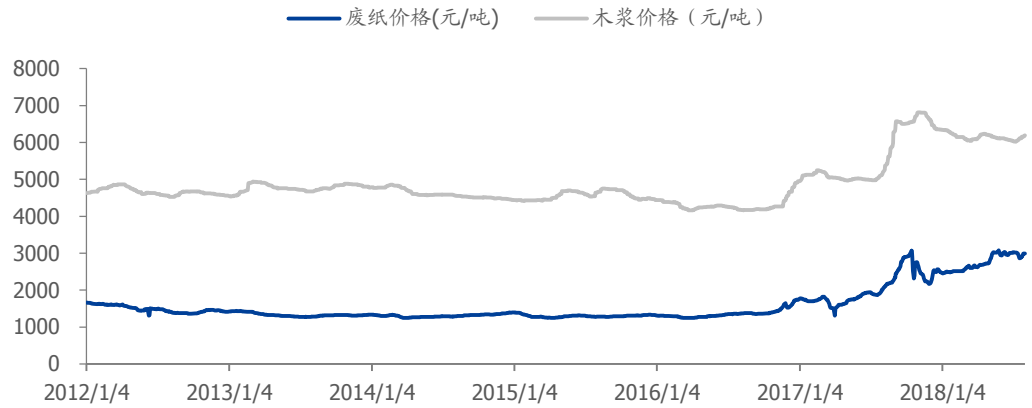


资料来源: 纸业联讯, 国盛证券研究所

### 1.2.3 在行业低盈利环境下, 龙头纸企如何保持高盈利态势?

原材料价格高位环境下的原料获取渠道优势支撑龙头纸企高盈利态势。造纸原材料木浆与国废价格自 2016 年底开始, 走出大幅上扬趋势, 拥有原材料自供能力的木浆系大厂和外废比例较多的废纸系大厂, 成本优势明显, 盈利能力得到较大提升。

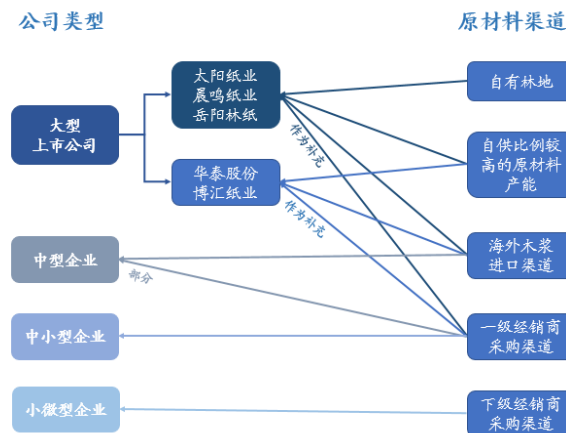
图表 4: 木浆价格与废纸价格走势



资料来源: 纸业联讯, 国盛证券研究所

**木浆系:** 木浆系纸张行业, 大中小企业的原材料渠道结构有较大差距, 大型上市公司如晨鸣纸业、太阳纸业、岳阳林纸均自有林地, 自有木浆生产产能; 华泰股份及博汇纸业也自有木浆生产产能, 并通过外购木片加工生产木浆原料; 而中型企业多数与海外木浆生产企业签订长期供货协议, 主要原材料直接从海外进口, 少数在国内大型一级贸易商手中购得; 小微型企业由于木浆需求量较少, 多数在下级贸易家中购买原材料。

图表 5: 木浆系原材料渠道结构一览



资料来源: 各公司公告, 国盛证券研究所

**废纸系:** 箱板瓦楞纸行业, 大小企业在成本结构上的主要差异在内外废原材料比例上。业内多数中小纸厂使用国产废纸作为原材料, 而大型上市公司有较多的外废进口渠道。目前国外废价差拉大, 且这一趋势有望继续延续, 经我们测算, 废纸原材料渠道的差异, 国内大型上市公司生产成本可能较中小纸企低 500-700 元/吨左右。

图表 6: 国内外废纸价格对比



资料来源: 纸业联讯, Wind, 国盛证券研究所

图表 7: 废纸系大小厂成本差异测算

	国废价格 (元/吨)	外废价格 (元/吨)	国废比例	外废比例	使用原材料 量(吨)	综合成本 (元/吨)
大厂	2909.59	1518	50%	50%	1.1	2435.17
			60%	40%	1.1	2588.25
			70%	30%	1.1	2741.32
小厂	2909.59	1518	100%	0	1.1	3200.55

资料来源: 纸业联讯, 国盛证券研究所

因此, 在行业毛利率大幅下滑的二季度, 龙头纸企净利率水平仍能保持平稳略有增长。那么这一趋势能否持续甚至继续走强? 则要看:

- 1、龙头纸企原料渠道优势能否保持或扩大?
- 2、原材料价格能否保持高位或继续上涨?

### 1.2.4 龙头纸企原材料渠道优势能否保持或扩大?

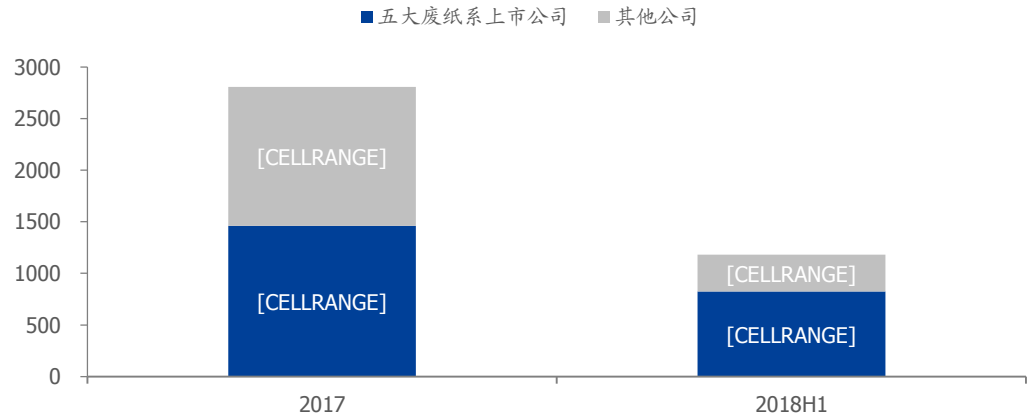
我们前期报告“从四个角度阐述造纸行业与传统周期差异”提出, 目前造纸行业正处在原材料进口替代趋势下, 几大龙头企业新增资本开支投资方向均向上游原材料深耕。

**木浆系:** 晨鸣纸业 2018 年下半年计划投产 30 万吨针叶化学浆产能、40 万吨阔叶化学浆产能; 太阳纸业老挝一期投产 50 万吨阔叶化学浆, 将逐步实现达产。我们认为, 木浆系大厂木浆自供率将进一步提升, 原材料渠道优势有望扩大。

**废纸系:** 太阳纸业老挝二期继续新建 40 万吨废纸浆项目, 玖龙理文山鹰均有在越南新建废纸浆生产线的动作。

与此同时, 虽然进口废纸量逐步下滑将有可能影响废纸系大厂进口废纸占原材料比例, 但从额度布局上来看, 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% 左右, 今年进口废纸额度分配明显向大厂集中, 能对冲一部分总量减少影响, 然而随着大厂海外废纸浆布局逐步完成, 我们认为, 废纸系大厂的进口废纸比例, 将有望平稳过渡。

图表 8: 进口废纸额度分布 (万吨)



资料来源: 纸业联讯, 国盛证券研究所

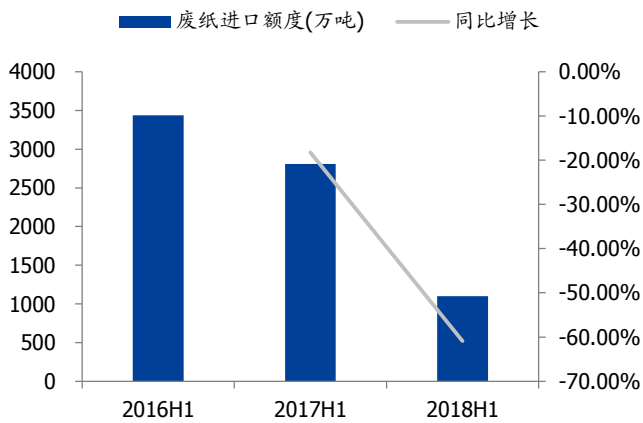
因此龙头纸企盈利维持高位的基础就是原材料价格是否能够维持高位。

### 1.2.5 原材料价格能否维持高位?

造纸行业原材料未来供需均成紧缺态势。

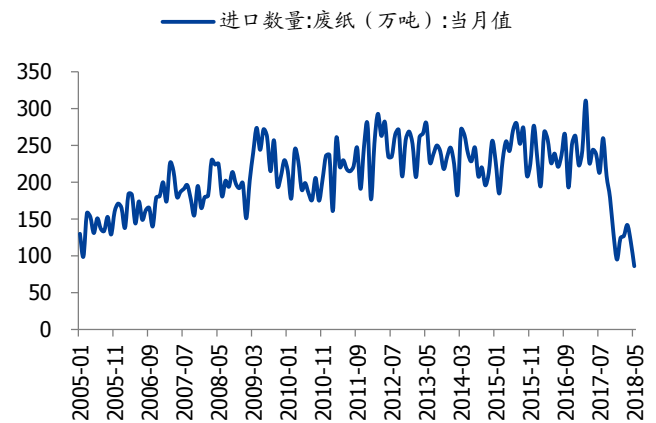
**废纸系:** 近两年, 政府对进口废纸出台了一系列的限制政策, 目标是未来三年废纸进口量降至 0, 这使得 2017 至 2018 年上半年, 环保部批复的“进口废纸”额度呈逐年下滑趋势, 与此同时废纸进口量自 2017 年下半年以来出现断崖式下跌走势, 2017 年进口废纸总额 2500 万吨左右, 若出现极端的三年归零情况, 未来平均每年预计将减少废纸供应量不低于 800 万吨, 未来两年国内废纸供应将出现较大缺口。

图表 9: 废纸进口额度



资料来源: 纸业联讯、国盛证券研究所

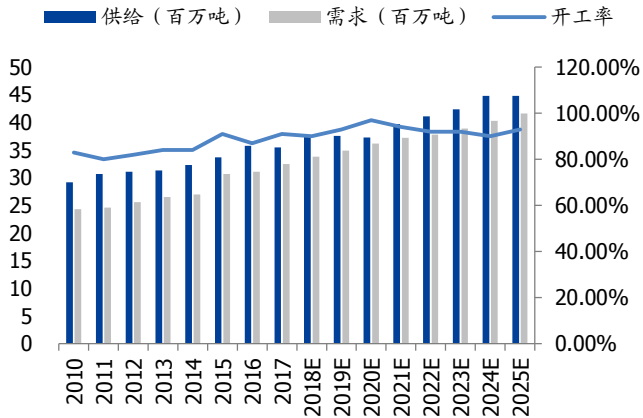
图表 10: 废纸进口数量



资料来源: Wind、国盛证券研究所

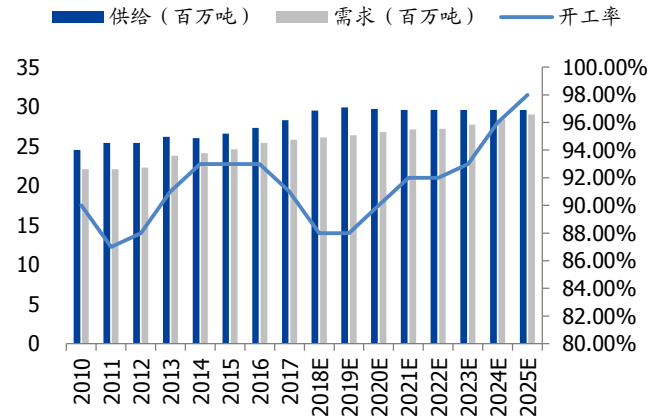
**木浆系:** 国际木浆在 2017 年底的产能集中投放后, 未来两年鲜有新增商品浆生产线投放, 且目前大量存在年产 50 万吨以下的老旧生产线面临更新换代, 其中北美地区超过 660 万吨的年产 50 万吨以下的生产线投产年限在 25 年以上, 国际商品木浆供需将在未来呈紧张态势, 产业链中木浆原材料端的价值将得以提升, 价格有望持续坚挺。

图表 11: 全球阔叶浆供需及开工率



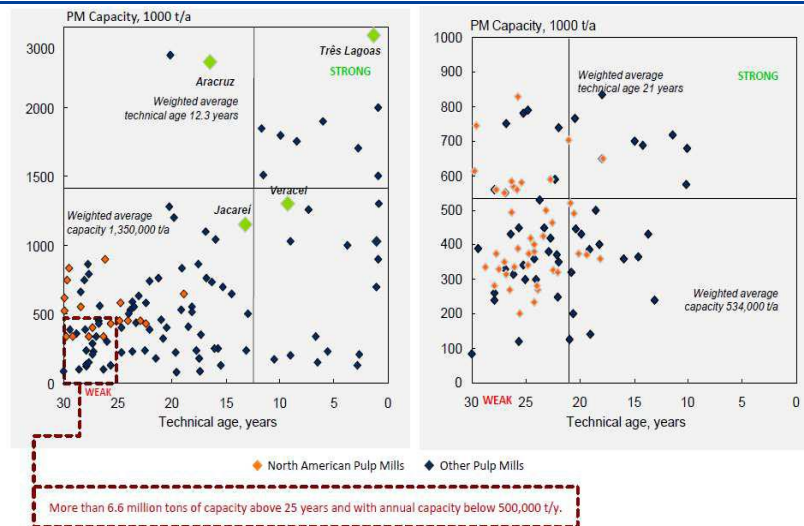
资料来源: 纸业联讯、国盛证券研究所

图表 12: 全球针叶浆供需及开工率



资料来源: 纸业联讯、国盛证券研究所

图表 13: 国际木浆产能投产年限

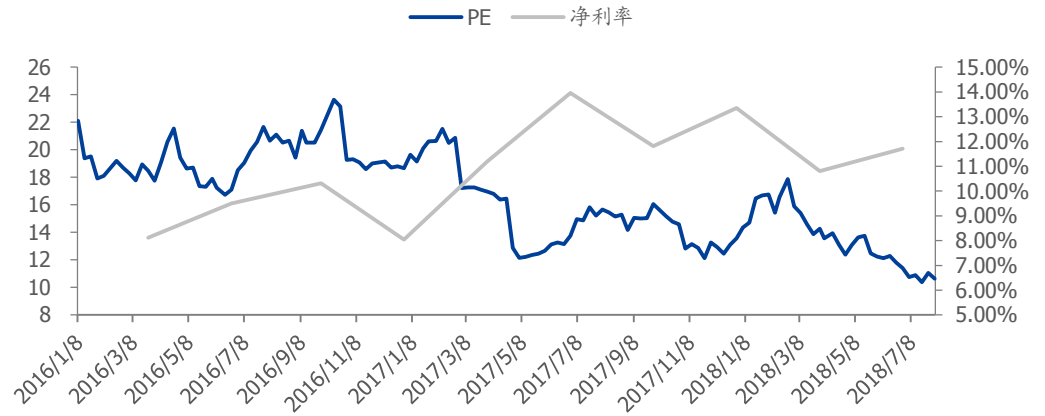


资料来源: 亚太森博研究院、国盛证券研究所

### 1.2.6 行业低盈利环境下，龙头企业估值中枢应该向上移动

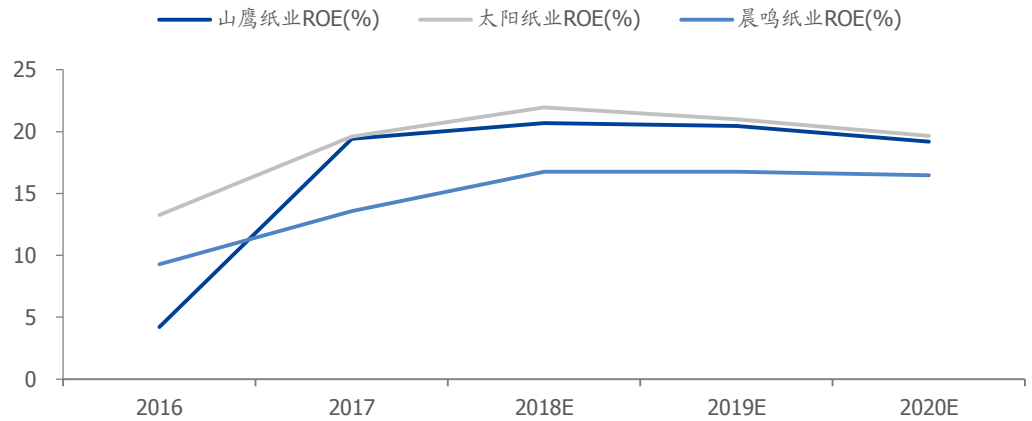
龙头企业当前估值水平是和龙头企业本身盈利能力成反向走势的，以太阳纸业为例，近三年公司 PE 估值随公司单季净利率走高而下滑，代表着市场对于高盈利的公司未来盈利下滑预期增强，但当前行业盈利能力目前已到历史低位，说明中小企业盈利水平处在极低位置，若纸价继续下滑，必然带来行业多数中小企业亏损而引发停产，供给下滑又将提升行业盈利能力，龙头企业盈利水平具备安全边际，向上空间和动力比向下的空间动力要大，未来龙头企业 ROE 水平也有望保持高位平稳。因此我们认为，当前造纸龙头企业估值中枢应该向上移动。

图表 14: 太阳纸业 PE 与净利率关系



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 15: 造纸企业 ROE 走势



资料来源: Wind 一致预期, 国盛证券研究所

## 二、轻工造纸行业周数据

### 2.1 各纸种价格变化情况

图表 16: 铜版纸价格变化趋势 (元/吨)



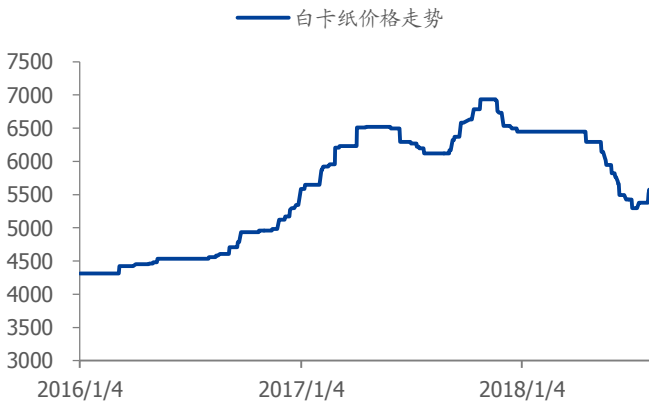
资料来源: 纸业联讯、国盛证券研究所

图表 17: 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 18: 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 19: 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 20: 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 21: 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 22: 木浆价格变化趋势 (元/吨)



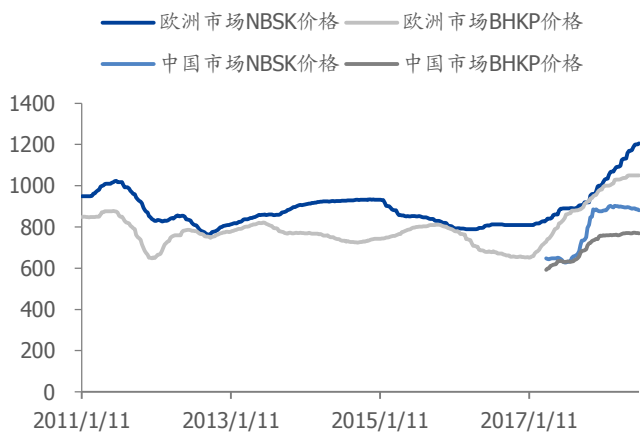
资料来源: 纸业联讯、国盛证券研究所

图表 23: 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 24: 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

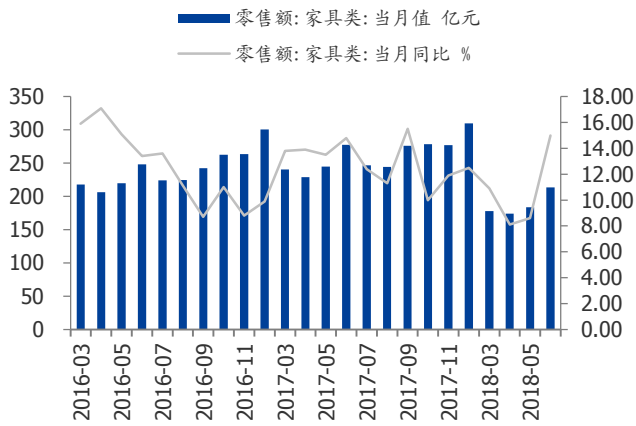
图表 25: 美废价格变化趋势 (美元/吨)



资料来源: 纸业联讯、国盛证券研究所

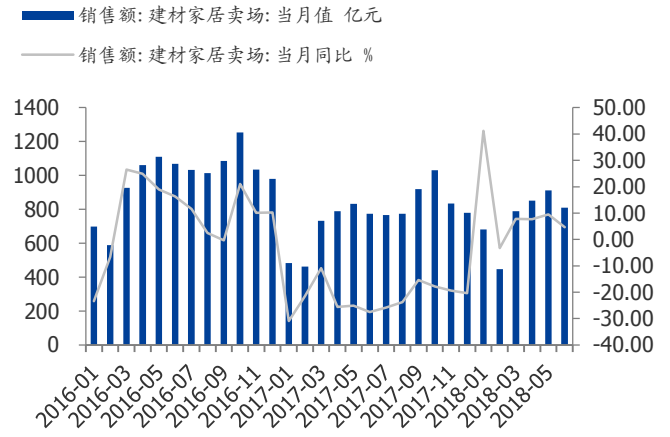
## 三、轻工家居行业周数据

图表 26: 家具零售额 (亿元) 及同比增速 (%)



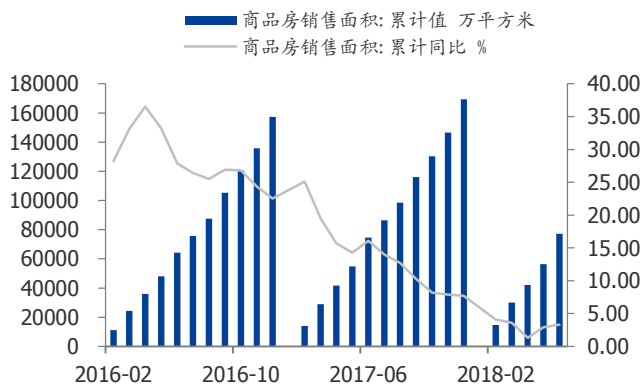
资料来源: Wind、国盛证券研究所

图表 27: 建材家居卖场销售额 (亿元) 及同比增速 (%)



资料来源: Wind、国盛证券研究所

图表 28: 商品房销售面积 (万平方米) 及同比增速 (%)



资料来源: Wind、国盛证券研究所

图表 29: 住宅销售面积 (万平方米) 及同比增速 (%)



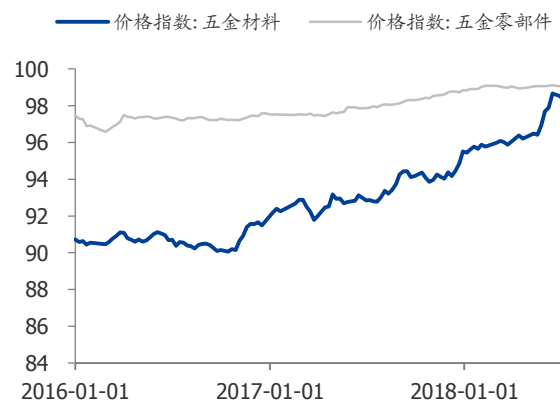
资料来源: Wind、国盛证券研究所

图表 30: 板材价格变化趋势



资料来源: Wind、国盛证券研究所

图表 31: 五金材料价格变化趋势



资料来源: Wind、国盛证券研究所

#### 四、风险提示

原材料价格出现大量波动，宏观经济增长不及预期。

### 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