

# 轻工制造

## 木浆价格继续上抬，四季度纸张价格弹性有望强于2017年同期

**造纸板块：**在行业渠道补库阶段，公司股价较容易上涨，介入资金较易获利；在行业渠道去库阶段，公司股价较难上涨，介入资金较难获利。判断渠道库存及预判未来较短时间内渠道补库意愿和动力，是我们认为的行业的研究中心。

本周原材料价格继续上抬，纸张提价具有一定滞后性，预计后期会逐步落地，落实情况将会较好。我们一直强调造纸行业目前处于三低格局（渠道库存低位、纸加工行业盈利低位、龙头公司估值低位），当前又正值终端需求旺季前夕，渠道及终端刚需及涨价预期补库动作基础均存在，加之原材料价格上涨已落到实处，四季度纸价上涨可能性较强。

**重点推荐标的：**太阳纸业、晨鸣纸业、华泰股份、岳阳林纸。

**包装和家居板块：**包装板块关注烟标行业修复性β行情以及龙头公司在大包装、新型电子烟布局下的中长期α成长性。

**重点推荐标的：**劲嘉股份、东风股份。

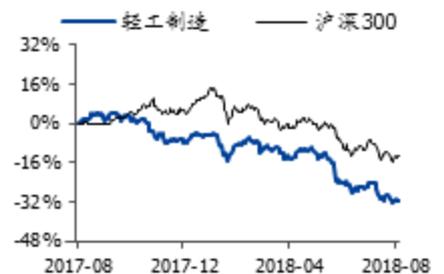
家居公司中报近期密集公布，普遍面临几个问题 1) 收入增速放缓；2) 定制家居橱柜端应收账款及现金流面临边际减弱现象；3) 管理费用率提升。我们认为每个龙头公司都在将行业β下行的过程中将自身优势发挥出来：欧派家居运用树大根深的经销商渠道、运营能力以及橱柜龙头地位的品牌溢价来帮助公司获得更多的自然客流；尚品宅配逆势扩张的底气在于其完善的信息化体系，其独有设计软件的庞大模型及方案储备来支撑的设计服务能力保证其客单价持续优势地位；索菲亚完善的生产管理信息化系统也是支撑其不断降低生产运营成本，为前端竞争储备弹药的基础。

**重点推荐标的：**欧派家居、索菲亚、顾家家居、尚品宅配。

**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。

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：“三低”格局下继续强推木浆系造纸龙头，烟标行业触底回暖》2018-08-19
- 《轻工制造：输入性通胀预期下的造纸行业投资机会》2018-08-12
- 《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？》2018-08-06

### 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	1.26	1.65	25.70	15.69	11.73	8.96
603816	顾家家居	1.92	2.46	3.21	4.05	30.70	20.64	15.83	12.52
603833	欧派家居	3.09	4.06	5.19	6.58	38.19	24.61	19.23	15.17
002303	美盈森	0.23	0.29	0.38	0.47	31.01	18.97	14.63	11.73
002831	裕同科技	2.33	2.44	3.05	3.72	23.99	19.80	15.82	12.96
002228	合兴包装	0.13	0.31	0.30	0.39	32.52	18.05	18.19	14.50
600308	华泰股份	0.58	0.7	0.83	0.99	10.88	6.55	5.53	4.64
002078	太阳纸业	0.78	1.04	1.23	1.41	11.89	8.34	7.03	6.13

资料来源：Wind 一致预期，贝格数据，国盛证券研究所



## 内容目录

一、造纸板块 .....	3
二、包装板块和家居板块 .....	3
三、轻工造纸行业周数据 .....	4
3.1 各纸种价格变化情况 .....	4
3.2 原材料价格变化情况 .....	5
四、轻工家居行业周数据 .....	6
风险提示 .....	7

## 图表目录

图表 1: 铜版纸价格变化趋势 (元/吨) .....	4
图表 2: 双胶纸价格变化趋势 (元/吨) .....	4
图表 3: 白卡纸价格变化趋势 (元/吨) .....	4
图表 4: 白板纸价格变化趋势 (元/吨) .....	4
图表 5: 箱板纸价格变化趋势 (元/吨) .....	5
图表 6: 瓦楞纸价格变化趋势 (元/吨) .....	5
图表 7: 木浆价格变化趋势 (元/吨) .....	5
图表 8: 固废价格变化趋势 (元/吨) .....	5
图表 9: 国际进口浆价格变化趋势 (美元/吨) .....	6
图表 10: 美废价格变化趋势 (美元/吨) .....	6
图表 11: 家具零售额 (亿元) 及同比增速 (%) .....	6
图表 12: 建材家居卖场销售额 (亿元) 及同比增速 (%) .....	6
图表 13: 商品房销售面积 (万平方米) 及同比增速 (%) .....	7
图表 14: 住宅销售面积 (万平方米) 及同比增速 (%) .....	7
图表 15: 板材价格变化趋势 .....	7
图表 16: 五金材料价格变化趋势 .....	7

## 一、造纸板块

复盘近八年造纸行业股价走势，特别是市场关注度提升的近两年，感叹资金的重要性，作为行业研究员，应尊重市场的选择，寻找股价与行业基本面的内在联系。

我们发现：在行业渠道补库阶段，行业公司股价较容易上涨，介入资金较易获利；在行业渠道去库阶段，公司股价较难上涨，介入资金较难获利。判断渠道库存及预判未来较短时间内渠道补库意愿和动力，是我们认为的行业研究重心。

**木浆系：**木浆现货价格本周继续上涨 1.7%至 6490 元/吨，铜版纸价格持平在 6800 元/吨，双胶纸价格持平在 6958 元/吨，白卡纸微涨至 5573 元/吨。

**废纸系：**国废价格上涨 1%至 2957 元/吨，箱板纸价格持平在 5110 元/吨，瓦楞纸价格持平在 4558 元/吨。

本周原材料价格继续上抬，纸张提价具有一定滞后性，预计后期会逐步落地，落实情况将会较好。原因在于之前我们一直强调造纸行业目前处于三低格局（渠道库存低位、纸加工行业盈利低位、龙头公司估值低位），当前又正值终端需求旺季前夕，渠道及终端刚需及涨价预期补库动作基础均存在，加之原材料价格上涨已落到实处，四季度纸价上涨可能性较强。

2017年8月底至9月初，木浆现货出现短暂供不应求态势，价格大幅上提 40%以后，纸张价格滞后一个月上涨了 25-30%左右，力度偏小。原因在于，自 2016Q4-2017Q3 木浆系渠道经历了连续 4 个季度的补库后，四季度渠道库存已到高位，2017Q4 的提价是成本面驱动，有价无量，故力度和延续性不强。实际从 2017Q4 开始至 2018Q2，行业渠道已经连续 3 个季度去库，当前渠道库存与 2017 年同期已不能同日而语。

我们能做的是为市场寻找大概率事件，能做的判断就是“行业三低”格局，这是渠道补库的基础。实事求是，不确定性在于终端需求和渠道补库意愿，我们建议资金关注纸厂低价节奏和纸价落实情况。**重点推荐标的：太阳纸业、晨鸣纸业、华泰股份、岳阳林纸。**

## 二、包装板块和家居板块

**包装板块：**提示关注烟标行业修复性  $\beta$  行情以及龙头公司在大包装、新型电子烟布局下的中长期  $\alpha$  成长性。**重点推荐标的：劲嘉股份、东风股份。**

**家居板块：**家居公司中报近期密集公布，普遍面临几个问题 1) 收入增速放缓；2) 定制家居橱柜端应收账款及现金流面临边际减弱现象；3) 管理费用率提升。

地产销售增速下滑，行业竞争加剧因素仍然笼罩家居行业上空；精装房趋势难免对定制橱柜以及地板为主业的公司毛利率及现金流成本造成一定压力，这是行业  $\beta$  层面的影响。

然而换一个角度思考，外部环境恶化反而更能将公司自身综合实力的优势体现出来。每个龙头公司都在将行业  $\beta$  下行的过程中将自身优势发挥出来：欧派家居运用树大根深的经销商渠道、运营能力以及橱柜龙头地位的品牌溢价来帮助公司获得更多的自然客流；尚品宅配逆势扩张的底气在于其完善的信息化体系，其独有设计软件的庞大模型及方案储备来支撑的设计服务能力保证其客单价持续优势地位；索菲亚完善的生产管理信息化系统也是支撑其不断降低生产运营成本，为前端竞争储备弹药的基础。

我们认为，定制家居从定制到全屋到大家居的路径，行业壁垒在逐步加深，行业层面的阵痛是暂时的，前景依然光明。重点推荐标的：**欧派家居、索菲亚、顾家家居、尚品宅配**。

### 三、轻工造纸行业周数据

#### 3.1 各纸种价格变化情况

图表 1: 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 2: 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 3: 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 4: 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 5: 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 6: 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

### 3.2 原材料价格变化情况

图表 7: 木浆价格变化趋势 (元/吨)



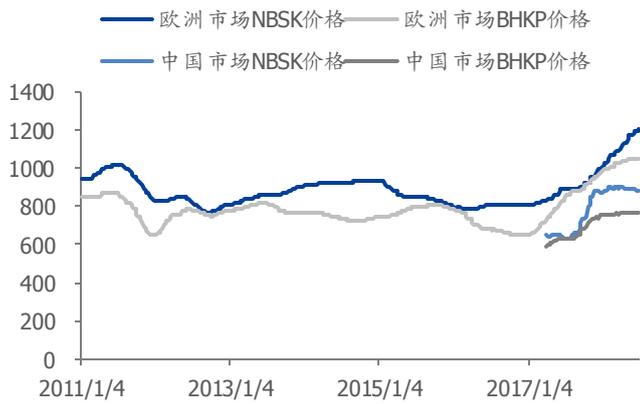
资料来源: 纸业联讯、国盛证券研究所

图表 8: 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 9: 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

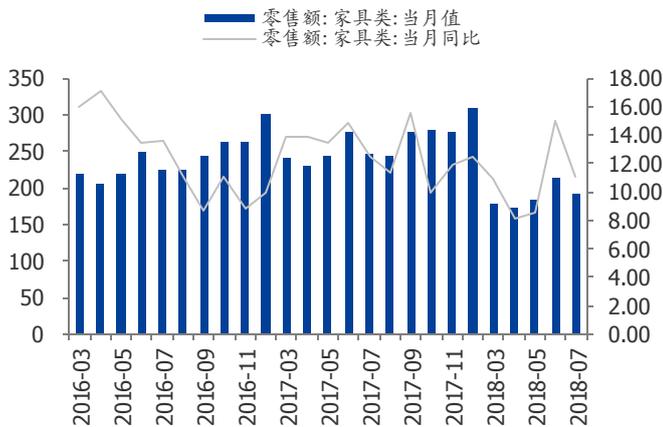
图表 10: 美废价格变化趋势 (美元/吨)



资料来源: 纸业联讯、国盛证券研究所

#### 四、轻工家居行业周数据

图表 11: 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 12: 建材家居卖场销售额 (亿元) 及同比增速 (%)



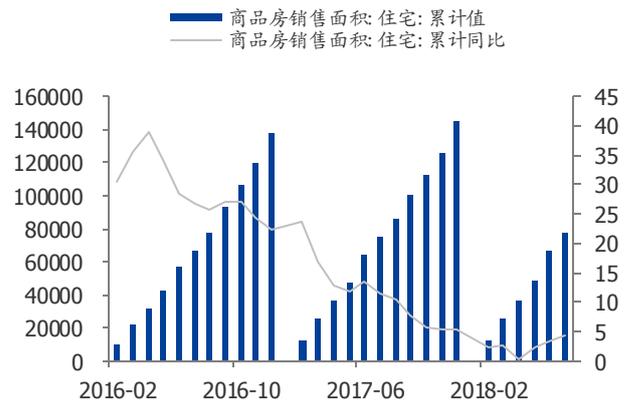
资料来源: Wind、国盛证券研究所

图表 13: 商品房销售面积 (万平方米) 及同比增速 (%)



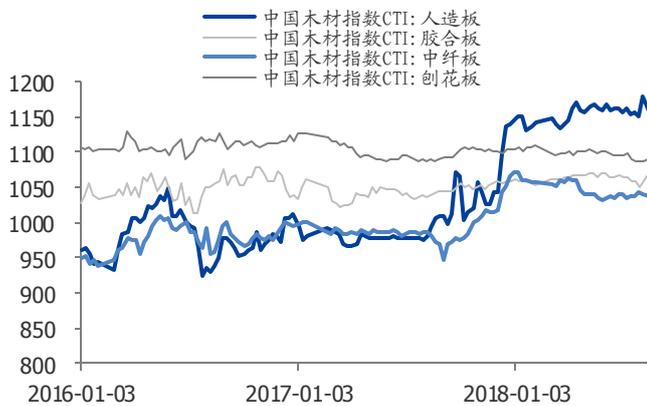
资料来源: Wind、国盛证券研究所

图表 14: 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 15: 板材价格变化趋势



资料来源: Wind、国盛证券研究所

图表 16: 五金材料价格变化趋势



资料来源: Wind、国盛证券研究所

## 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