

轻工制造

纸浆期货短期出现倒挂，木浆成本型企业或受益

造纸：纸浆期货短期出现倒挂，木浆成本型企业或受益。11月27日纸浆上市，SP1906 礼拜五夜盘收盘价为 5046 元/吨，较前一交易日收盘价下跌 1.98%；现货方面，国内江浙沪地区乌针价格为 5900 元/吨，环比下跌 6.35%，同比下跌 18.06%。木浆成本企业有望因为倒挂，充分且合理地利用漂针浆期货来对自身原材料端进行套期保值，锁成本提毛利率。废纸方面，第二十五批新增总核定废纸进口量为 0.4355 万吨，仅有 2 家造纸企业获批，短期利好国内市场，但目前纸价均处于低位，库存端持续承压，较多纸企因承受不住成本压力，打出停机和涨价函的组合拳。然而需求疲软，纸价或会随着库存出清降至市场可接受的位置后，开启新一轮的补库存周期。长期来看，龙头企业海外持续扩产能，使得包装原纸价格或继续向下调整。

包装：软云南中烟发力新型烟草，嘉玉科技或受益。目前市场上众多以片式加热（IQOS 为主）、针式加热为主（LiI 为主），公司产品主打“不对称加热的新颖设计”有别于市场上的传统环形加热方式，突破国外专利限制，凸显自主研发实力强劲。全球新型烟草的市场规模自 2010 年的 9 亿美元一直快速上涨至 2017 年的 120 亿美元，年复合增长率达 44.78%。云南中烟的不对称环形加热产品为消费者提供更多消费选择，有望快速抢占市场，加之此次云南中烟的首款可燃可烤烟具 VIPN 预计将由劲嘉股份和云南中烟合资建立的嘉玉科技负责制造和销售工作，并进行相关技术的授权，**建议关注：劲嘉股份。**

家居：上游成本端价格松动，软体家居迎来毛利率修复。软体家居生产原材料 TDI、MDI 价格松动，截至 2018 年 11 月 30 日，TDI 价格收报 21500 元/吨，同比下降 65.59%，MDI 价格收报 12000-12400 元/吨，同比下跌 56.58%，预计 12 月国内市场继续下跌，但跌幅将收窄。梦百合软体家具的生产主要原材料包括聚醚、TDI、MDI 等化学原料及面料等，2017 年公司原材料成本占总成本的 79.8%，其中化学原料部分占原材料的 1/3 左右，TDI 和 MDI 共占化学原料的 35%左右。公司第三季度毛利率为 32.7%，同比增加 3.8 个百分点，受益 TDI 等主要原材料价格下滑，叠加人民币仍预期贬值，有望迎来毛利率修复。**建议关注：梦百合**

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。

重点标的

股票代码	股票名称	投资评级	EPS (元)				P E			
			2017A	2018E	2019E	2020E	2017A	2018E	2019E	2020E
002078.SZ	太阳纸业		0.78	0.97	1.14	1.28	7.7	6.2	5.3	4.7
600308.SH	华泰股份		0.58	0.71	0.8	0.88	7.7	6.3	5.6	5.1
002228.SZ	合兴包装		0.13	0.46	0.34	0.43	34.5	9.7	13.2	10.4
002831.SZ	裕同科技		2.33	2.33	2.99	3.74	18.5	18.5	14.4	11.5
002303.SZ	美盈森		0.23	0.28	0.37	0.44	20.9	17.2	13.0	10.9
603008.SH	喜临门		0.72	0.92	1.23	1.61	14.1	11.0	8.3	6.3
603833.SH	欧派家居	增持	3.09	4.05	5.15	6.55	25.9	19.8	15.5	12.2
603816.SH	顾家家居	增持	1.92	2.52	3.31	4.14	23.8	18.1	13.8	11.0

资料来源：贝格数据，国盛证券研究所，除欧派家居、顾家家居其余数据均来自 Wind 一致预期

增持（维持）

行业走势



作者

分析师 丁婷婷

执业证书编号：S0680512050001

邮箱：dingtingting@gszq.com

相关研究

- 《轻工制造：房地产三大数据持续降温，定制龙头逆势拓展等待春天》2018-11-25
- 《轻工制造：对包装行业整合路径的思考，从草根调研看家居行业过冬百态》2018-11-11
- 《轻工制造：定制家具增速放缓，龙头企业寻找突破之路》2018-10-28



内容目录

一、周度观点	3
1.1 造纸：废纸进口获批企业创新低，未来或迎小幅反弹	3
1.2 包装：云南中烟发力新型烟草，嘉玉科技或受益	4
1.3 家居：上游成本端价格松动，软体家居迎来毛利率修复	5
二、轻工造纸行业周数据	5
2.1 各纸种价格变化情况	5
2.2 原材料价格变化情况	6
三、轻工家居行业周数据	7
风险提示	8

图表目录

图表 1: 以期货稳定针叶浆成本端的毛利率弹性测算	4
图表 2: TDI 与 MDI 价格走势 (元/吨)	5
图表 3: 美元走强增加汇兑收益	5
图表 4: 铜版纸价格变化趋势 (元/吨)	5
图表 5: 双胶纸价格变化趋势 (元/吨)	5
图表 6: 白卡纸价格变化趋势 (元/吨)	6
图表 7: 白板纸价格变化趋势 (元/吨)	6
图表 8: 箱板纸价格变化趋势 (元/吨)	6
图表 9: 瓦楞纸价格变化趋势 (元/吨)	6
图表 10: 木浆价格变化趋势 (元/吨)	7
图表 11: 国废价格变化趋势 (元/吨)	7
图表 12: 国际进口浆价格变化趋势 (美元/吨)	7
图表 13: 美废价格变化趋势 (美元/吨)	7
图表 14: 期货结算价(连续):纸浆	7
图表 15: 期货持仓量:纸浆	7
图表 16: 家具零售额 (亿元) 及同比增速 (%)	8
图表 17: 建材家居卖场销售额 (亿元) 及同比增速 (%)	8
图表 18: 商品房销售面积 (万平方米) 及同比增速 (%)	8
图表 19: 住宅销售面积 (万平方米) 及同比增速 (%)	8
图表 20: 板材价格变化趋势	9
图表 21: 五金材料价格变化趋势	9

一、周度观点

1.1 造纸：废纸进口获批企业创新低，未来或迎小幅反弹

木浆系：木浆现货价格本周下跌 282.5 元/吨至 5752.50 元/吨；铜版纸本周下跌 266.67 元/吨至 6300 元/吨，双胶纸本周下跌 100 元/吨至 6566.67 元/吨；白卡纸本周下跌 166.67 元/吨至 5143.33 元/吨，白板纸本周下跌 25 元/吨至 4300 元/吨。

废纸系：国废价格本周下跌 69.67 元/吨至 2222.73 元/吨；箱板纸本周上涨 16.67 元/吨至 4476.67 元/吨，瓦楞纸本周持平在 3790 元/吨。

受下游包装市场需求减少的影响，今年包装原纸的产销量都在下滑。因此纸厂对废纸原材料的需求也在减少。国废、原纸、纸箱价格都在持续下跌，从 9 月份开始，国废价格已跌至近之前高位的一半。渠道商也对未来预期信心不足，下游企业都在去库存状态中，但进度较为缓慢，因此下游企业向上游纸厂购买意愿不强，库存端持续承压。外废进口由于政策的限制和中美贸易摩擦，使得纸厂进口美废的积极性不高。我国经济增速也受到贸易摩擦的影响，终端的食品饮料、家居电子、日化、服装、机械等领域销量增速下滑，因此包装需求的增速也在承压，导致纸品原材料价格下滑。

11 月 28 日公布的第二十五批新增总核定废纸进口量为 0.4355 万吨，仅有广东华泰纸业有限公司和肇庆科伦纸业有限公司 2 家造纸企业获批，获批量是今年除第 14 批（许可量为 0）之外最少的一批，其中广东华泰纸业有限公司是之前批次更换口岸。今年的总核定量已达到了 1815.065 万吨，今年审批多数集中于下半年，而今年废纸进口量总核定大幅低于去年，短期利好国废市场。根据 29 日固体废物进口管理制度改革协调小组的会议重点内容，明年的政策不会放松，外废进口额度将持续缩紧，但长期来看龙头企业海外持续扩产能，使得包装原纸价格或继续向下调整。短期来看，目前纸价处于低位，较多纸企因承受不住成本压力，打出停机和涨价函的组合拳，然而需求疲软，纸价或会随着库存出清降至市场可接受的位置后，开启新一轮的补库存周期。

国内纸浆期货已于 11 月 27 日上市，SP1906 礼拜五夜盘收盘价为 5046 元/吨，较前一交易日收盘价下跌 1.98%；现货方面，国内江浙沪地区乌针价格为 5900 元/吨，环比下跌 6.35%，同比下跌 18.06%，基差为 854 元/吨，贴水幅度高达 14.47%，体现出市场对当前经济的悲观预期；阔叶浆方面，华北布阔现货价为 5400 元/吨，现货针阔价差缩窄至 500 元/吨，而目前期货盘面已低于布阔价格，且若针叶浆价格低于阔叶浆价格，则企业的更多木浆需求会涌向针叶浆，对针叶浆价格形成一个支持，故我们预计价格短期还会小型探底，但长期会逐步回升。

若生活/文化用纸企业能抓住目前期现倒挂的局面，充分且合理地利用漂针浆期货来对自身原材料端进行套期保值，则能锁成本提毛利率，长期有利于企业长期发展，故我们基于以下假设：

- 1、太阳纸业木浆库存为 1 个月，中顺洁柔木浆库存为 2 个月；
- 2、因纸浆期货标的为针叶浆，故本次只对针叶浆进行毛利率弹性分析，而不对阔叶浆进行分析；
- 3、企业木浆采购额中的阔叶浆：针叶浆的比例为 4:6；
- 4、本次毛利率弹性数据基准为 2017 年。

基于计算可发现中顺洁柔想较太阳纸业来说毛利率弹性较高，其主要原因是太阳纸业有部分自建木浆产能，而外购浆占成本比重小，从而导致毛利率弹性较低。

图表1：以期货稳定针叶浆成本端的毛利率弹性测算

太阳纸业毛利率弹性		期货结算价							
		4900	5000	5100	5200	5300	5400	5500	5600
套期保值比率	10%	0.16%	0.15%	0.13%	0.11%	0.09%	0.07%	0.05%	0.03%
	20%	0.33%	0.29%	0.25%	0.21%	0.17%	0.14%	0.10%	0.06%
	30%	0.49%	0.43%	0.37%	0.32%	0.26%	0.20%	0.14%	0.09%
	40%	0.65%	0.57%	0.50%	0.42%	0.35%	0.27%	0.19%	0.12%
	50%	0.81%	0.72%	0.62%	0.53%	0.43%	0.34%	0.24%	0.14%
	60%	0.98%	0.86%	0.75%	0.63%	0.52%	0.40%	0.29%	0.17%
	70%	1.14%	1.00%	0.87%	0.74%	0.60%	0.47%	0.34%	0.20%
	80%	1.30%	1.15%	0.99%	0.84%	0.69%	0.54%	0.38%	0.23%
	90%	1.46%	1.29%	1.12%	0.95%	0.77%	0.60%	0.43%	0.26%
	100%	1.62%	1.43%	1.24%	1.05%	0.86%	0.67%	0.48%	0.29%

中顺洁柔毛利率弹性		期货结算价							
		4900	5000	5100	5200	5300	5400	5500	5600
套期保值比率	10%	0.21%	0.17%	0.14%	0.11%	0.07%	0.04%	0.01%	-0.02%
	20%	0.41%	0.35%	0.28%	0.21%	0.15%	0.08%	0.02%	-0.05%
	30%	0.62%	0.52%	0.42%	0.32%	0.22%	0.12%	0.03%	-0.07%
	40%	0.83%	0.69%	0.56%	0.43%	0.30%	0.17%	0.03%	-0.10%
	50%	1.03%	0.87%	0.70%	0.54%	0.37%	0.21%	0.04%	-0.12%
	60%	1.24%	1.04%	0.84%	0.64%	0.45%	0.25%	0.05%	-0.15%
	70%	1.44%	1.21%	0.98%	0.75%	0.52%	0.29%	0.06%	-0.17%
	80%	1.65%	1.39%	1.12%	0.86%	0.59%	0.33%	0.07%	-0.20%
	90%	1.86%	1.56%	1.26%	0.97%	0.69%	0.37%	0.07%	-0.22%
	100%	2.06%	1.73%	1.40%	1.07%	0.74%	0.41%	0.08%	-0.25%

资料来源：Wind，国盛证券研究所

1.2 包装：云南中烟发力新型烟草，嘉玉科技或受益

为开拓国际市场，11月22日，云南中烟发布全球首款可燃可烤烟具VIPN和烟支Ashima Lulu，以及烟具MCMate1.2，MCP1.0和MCMini1.0，烟支MC（6种口味），其中，VIPN产品不同于MC系列，主打环形加热。

目前市场上众多以片式加热（IQOS为主）、针式加热为主（LiI为主），公司产品主打“不对称加热的新颖设计”有别于市场上的传统环形加热方式，突破国外专利限制，凸显自主研发实力强劲。全球新型烟草的市场规模自2010年的9亿美元一直快速上涨至2017年的120亿美元，年复合增长率达44.78%。云南中烟的不对称环形加热产品为消费者提供更多消费选择，有望快速抢占市场，加之此次云南中烟的首款可燃可烤烟具VIPN预计将由劲嘉股份和云南中烟合资建立的嘉玉科技负责制造和销售工作，并进行相关技术的授权，**建议关注：劲嘉股份。**

1.3 家居：上游成本端价格松动，软体家居迎来毛利率修复

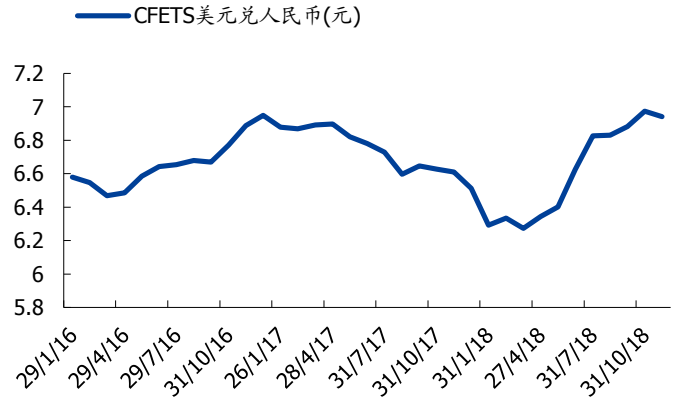
软体家居生产原材料 TDI、MDI 价格松动，截至 2018 年 11 月 30 日，TDI 价格收报 21500 元/吨，同比下降 65.59%，MDI 价格收报 12000-12400 元/吨，同比下跌 56.58%，预计 12 月国内市场继续下跌，但跌幅将收窄。梦百合软体家具的生产主要原材料包括聚醚、TDI、MDI 等化学原料及面料等，2017 年公司原材料成本占总成本的 79.8%，其中化学原料部分占原材料的 1/3 左右，TDI 和 MDI 共占化学原料的 35% 左右。公司第三季度毛利率为 32.7%，同比增加 3.8 个百分点，受益 TDI 等主要原材料价格下滑，叠加人民币仍预期贬值，毛利率修复进入兑现期。**建议关注：梦百合。**

图表 2: TDI 与 MDI 价格走势 (元/吨)



资料来源: wind、国盛证券研究所

图表 3: 美元走强增加汇兑收益



资料来源: wind、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 4: 铜版纸价格变化趋势 (元/吨)



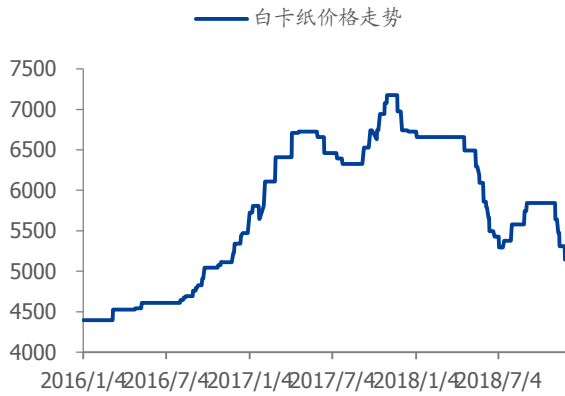
资料来源: 纸业联讯、国盛证券研究所

图表 5: 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 6: 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 7: 白纸板价格变化趋势 (元/吨)



资料来源: 纸业联讯、国盛证券研究所

图表 8: 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 9: 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 10: 木浆价格变化趋势 (元/吨)



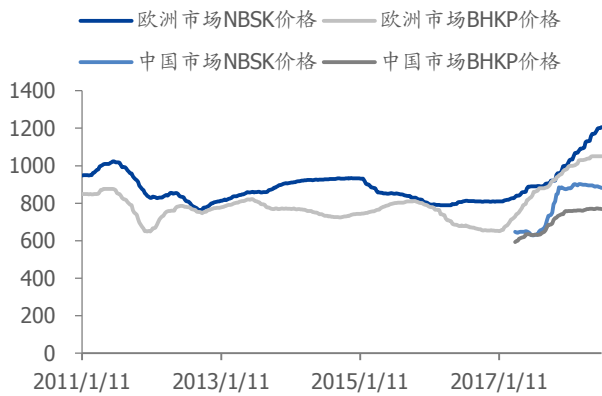
资料来源: 纸业联讯、国盛证券研究所

图表 11: 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 12: 国际进口浆价格变化趋势 (美元/吨)



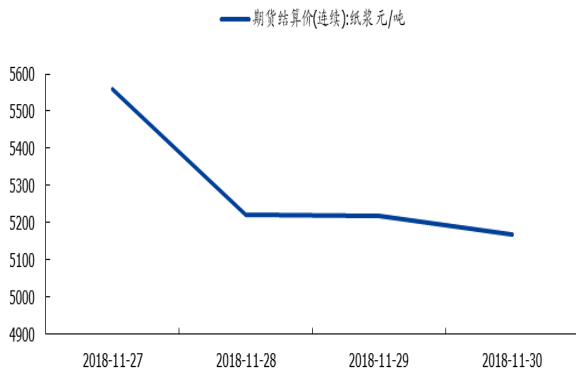
资料来源: Bloomberg、国盛证券研究所

图表 13: 美废价格变化趋势 (美元/吨)



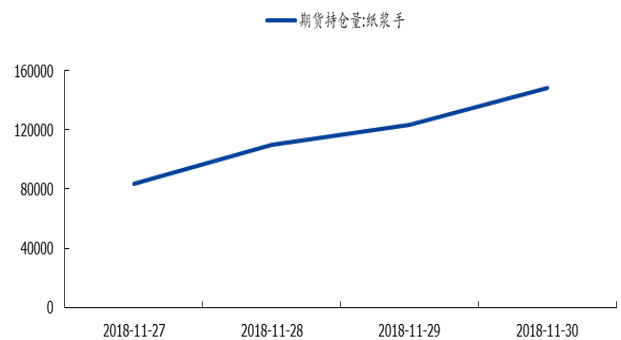
资料来源: 纸业联讯、国盛证券研究所

图表 14: 期货结算价(连续):纸浆



资料来源: Wind、国盛证券研究所

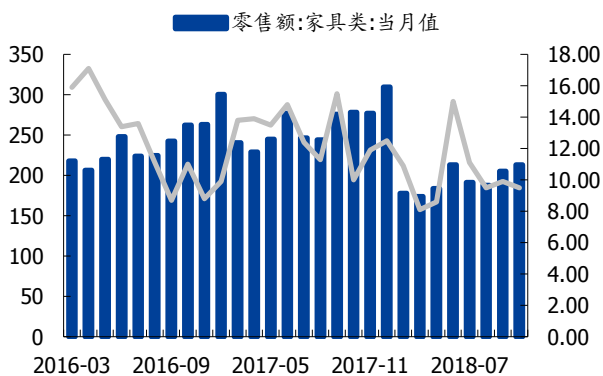
图表 15: 期货持仓量:纸浆



资料来源: Wind、国盛证券研究所

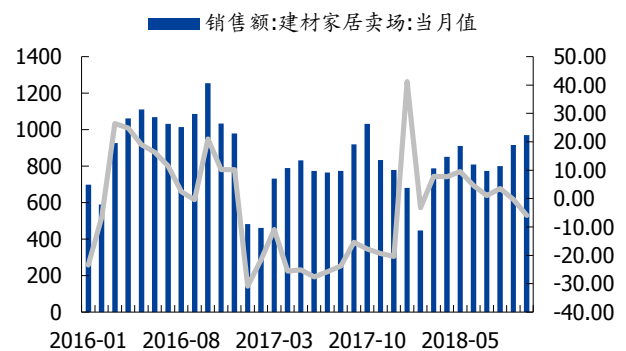
三、轻工家居行业周数据

图表 16: 家具零售额 (亿元) 及同比增速 (%)



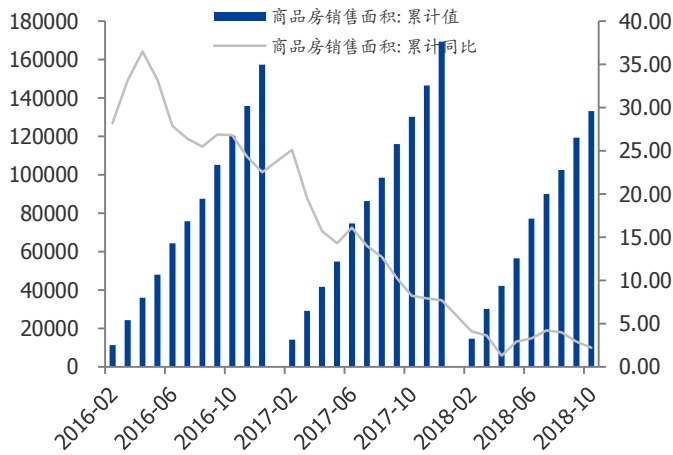
资料来源: Wind、国盛证券研究所

图表 17: 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 18: 商品房销售面积 (万平方米) 及同比增速 (%)



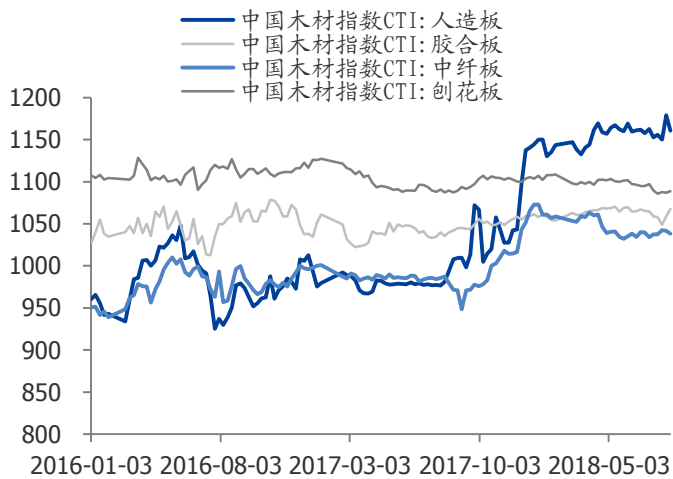
资料来源: Wind、国盛证券研究所

图表 19: 住宅销售面积 (万平方米) 及同比增速 (%)



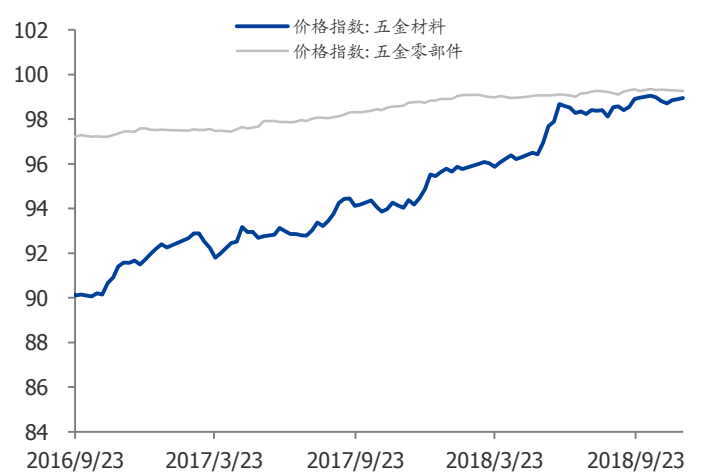
资料来源: Wind、国盛证券研究所

图表 20: 板材价格变化趋势



资料来源: Wind、国盛证券研究所

图表 21: 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