

轻工制造

纸浆期货标的合理，包装原材料价格下滑助业绩增长

造纸：交割规则设置合理，国际化有望加速。当下时间点下，纸浆期货交割库集中在江浙沪、山东等地，加之不同纸浆产品升贴水方面会因时间点不同而发生差异，12月07日北木与乌针/银星的现货价差均为800元/吨，而在9月28日两者价差均为350元/吨，升贴水波动幅度较大，若考虑到港物流成本等因素，经我们测算，各地产品交割俄罗斯布针、乌针时至多贴水100元/吨，空方利用产品到期交割来进行套利的空间大幅减小，加之南方仓布针、乌针量或不足，故俄罗斯的布针、乌针产品仅为理论上的“最优交割品”。纸浆期货上市当天共实现成交额269.19亿元，目前日均交易额605.94亿元，总排名第9，上期所期货里排名第6。纸浆期货虽当天跌停，夜盘维持日盘颓势继续跌停，但流动性充足，上市第一天即完成当初定下的三年的目标，故我们预计纸浆期货国际化有望提上日程。

包装：原材料价格下滑，下游行业需求稳定。受中美贸易摩擦的影响，11月出口金额为2,274.20亿美金，同比增速下滑至5.4%，同期进口金额的增速仅为3%。但中美两国领导人在全球G20峰会正式会谈，双方就经贸问题达成共识，决定停止升级关税等贸易等限制措施有望改善进出口数据。加之原材料价格下跌将降低公司成本端压力，改善毛利率水平。此前原材料价格上涨叠加环保政策，使龙头企业得以凭借小厂出清扩大市场份额和订单量。**推荐：裕同科技，美盈森，合兴包装。**

家居：静待地产政策回暖，定制家居估值进入价值区间。定制家居板块目前处于超跌反弹的阶段，受地产后周期影响，19H1板块业绩面临一定向上压力，静待地产政策回暖催化趋势反转。地产销售到家居销售通常有3个季度的滞后，未来3-6个月地产销售仍承受压力，受地产后周期影响，定制家居销售增速将放缓。明年若有相关利好地产销售政策出台，一二线地产刚需调控放松，则趋势反转有望提前。在地产后周期，板块增长的β助力动力偏弱，房地产在2019H1以前销售指标增长有压力，我们认为定制家居板块价值投资区间在15X-20X，当前欧派家居/索菲亚/好莱客/尚品宅配的PE(TTM)分别为22.7X/16.7X/12.7X/26.7X，龙头估值逐步进入价值投资区间，等待业绩回归。

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	7.8	6.3	5.4	4.8
600308.SH	华泰股份		0.58	0.71	0.8	0.88	8.0	6.5	5.8	5.3
002228.SZ	合兴包装		0.13	0.46	0.34	0.43	37.1	10.5	14.2	11.2
002831.SZ	裕同科技		2.33	2.33	2.99	3.74	17.7	17.7	13.8	11.0
002303.SZ	美盈森		0.23	0.28	0.37	0.44	21.7	17.9	13.8	11.0
603008.SH	喜临门		0.72	0.92	1.23	1.61	14.1	11.1	8.3	6.3
603833.SH	欧派家居	增持	3.09	4.05	5.15	6.55	27.2	20.7	16.3	12.8
603816.SH	顾家家居	增持	1.92	2.52	3.31	4.14	26.2	20.0	15.2	12.2

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

- 1、《轻工制造：纸浆期货专题一：当前时点判断2019年浆价涨跌为时尚早》2018-12-03
- 2、《轻工制造：纸浆期货短期出现倒挂，木浆成本型企业或受益》2018-12-02
- 3、《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



内容目录

一、周度观点	3
1.1 造纸：交割规则设置合理，国际化有望加速	3
1.2 包装：原材料价格下滑，下游行业需求稳定	3
1.3 家居：静待地产政策回暖，定制家居估值进入价值区间	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	8
风险提示	9

图表目录

图表 1: 箱板纸价格变化趋势 (元/吨)	4
图表 2: 瓦楞纸价格变化趋势 (元/吨)	4
图表 3: 卷烟当月产量及同比增速	4
图表 4: 社会消费品零售总额及增速	4
图表 5: 我国出口数据	4
图表 6: 我国进口数据	4
图表 7: 铜版纸价格变化趋势 (元/吨)	5
图表 8: 双胶纸价格变化趋势 (元/吨)	5
图表 9: 白卡纸价格变化趋势 (元/吨)	6
图表 10: 白板纸价格变化趋势 (元/吨)	6
图表 11: 箱板纸价格变化趋势 (元/吨)	6
图表 12: 瓦楞纸价格变化趋势 (元/吨)	6
图表 13: 木浆价格变化趋势 (元/吨)	7
图表 14: 国废价格变化趋势 (元/吨)	7
图表 15: 国际进口浆价格变化趋势 (美元/吨)	7
图表 16: 美废价格变化趋势 (美元/吨)	7
图表 17: 期货结算价(连续):纸浆	7
图表 18: 期货持仓量:纸浆	7
图表 15: 国际进口浆价格变化趋势 (美元/吨)	7
图表 16: 美废价格变化趋势 (美元/吨)	7
图表 17: 期货结算价(连续):纸浆	7
图表 18: 期货持仓量:纸浆	7
图表 19: 家具零售额 (亿元) 及同比增速 (%)	8
图表 20: 建材家居卖场销售额 (亿元) 及同比增速 (%)	8
图表 21: 商品房销售面积 (万平方米) 及同比增速 (%)	8
图表 22: 住宅销售面积 (万平方米) 及同比增速 (%)	8
图表 23: 板材价格变化趋势	9
图表 24: 五金材料价格变化趋势	9

一、周度观点

1.1 造纸：交割规则设置合理，国际化有望加速

木浆系：木浆现货价格本周下跌 155 元/吨至 5597.50 元/吨；铜版纸本周下跌 266.67 元/吨至 6033.33 元/吨，双胶纸本周下跌 183.34 元/吨至 6383.33 元/吨；白卡纸本周持平在 5143.33 元，白板纸本周持平在 4300 元/吨。

废纸系：国废价格本周下跌 72.76 元/吨至 2149.97 元/吨；箱板纸本周上涨 33.33 元/吨至 4510 元/吨，瓦楞纸本周下跌 25 元/吨至 3765 元/吨。

纸浆期货上市当天共实现成交额 269.19 亿元，目前日均交易额 605.94 亿元，总排名第 9，上期所期货里排名第 6。纸浆期货虽当天跌停，夜盘维持日盘颓势继续跌停，但流动性充足，上市第一天即完成当初定下的三年的目标，故我们预计待纸浆期货在法规、IT 技术等方面完善，品种成熟后，有望成为继原油、铁矿石、PTA 后的另一个国际化的期货品种。

当下时间点下，纸浆期货未在二连浩特、满州里、保定等北方仓设交割库，而大部分集中在江浙沪、山东等地，加之不同纸浆产品升贴水方面会因时间点不同而发生差异，12 月 07 日北木与乌针/银星的现货价差均为 800 元/吨，而在 9 月 28 日两者价差均为 350 元/吨，升贴水波动幅度较大，若考虑到港物流成本等因素，经我们测算，各地产品交割俄罗斯布针、乌针时至多贴水 100 元/吨，空方利用产品到期交割来进行套利的空间大幅减小，加之南方仓布针、乌针量或不足，故俄罗斯的布针、乌针产品仅为理论上的“最优交割品”，除去纸价快速上升，多头逼仓的情况，实际上几乎不可能发生集体交割布针、乌针产品。

该合约在设计之时未对交割标的加升贴水其实已将入港运费等情况考虑在内，交割标的品牌完善，故我们预计未来一年内该合约不会增加升贴水，亦不会修改合约标的等内容。

1.2 包装：原材料价格下滑，下游行业需求稳定

据卓创资讯数据显示，2018 年 12 月 7 日箱板纸和瓦楞纸价格分别为 4510 元/吨、3765 元/吨，相比年初价格分别下跌 5.71%、6.75%。木浆期货现价 5182 元/吨，较 11 月 27 日上市时 5830 元/吨下跌 11.11%。原材料价格下跌将降低公司成本端压力，改善毛利率水平。此前原材料价格上涨叠加环保政策，使龙头企业得以凭借小厂出清扩大市场份额和订单量。**推荐：裕同科技，美盈森，合兴包装。**

图表1: 箱板纸价格变化趋势(元/吨)



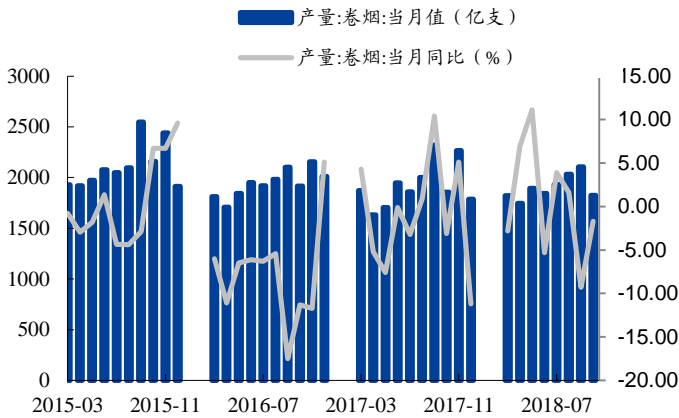
资料来源: 纸业联讯、国盛证券研究所

图表2: 瓦楞纸价格变化趋势(元/吨)



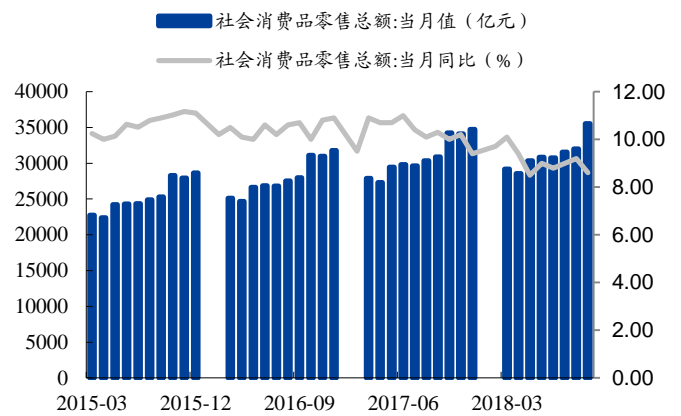
资料来源: 纸业联讯、国盛证券研究所

图表3: 卷烟当月产量及同比增速



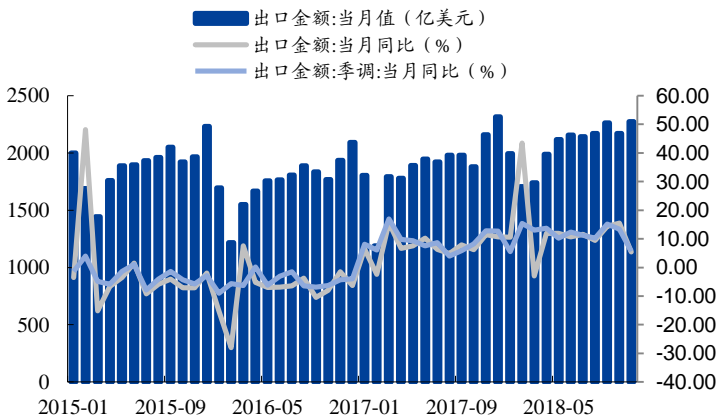
资料来源: wind、国盛证券研究所

图表4: 社会消费品零售总额及增速



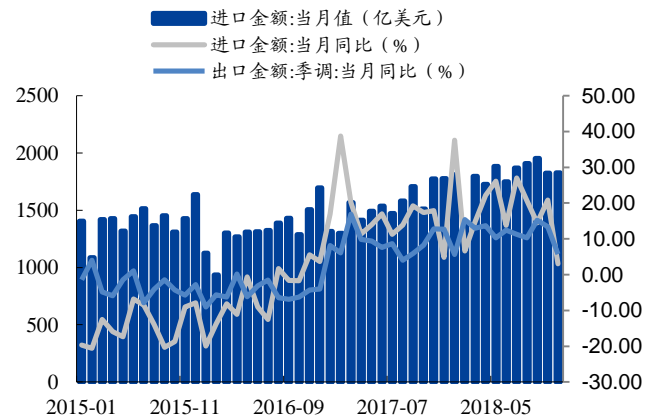
资料来源: wind、国盛证券研究所

图表5: 我国出口数据



资料来源: wind、国盛证券研究所

图表6: 我国进口数据



资料来源: wind、国盛证券研究所

下游行业需求稳定：2018年10月，社会消费品零售总额为35,354.40亿元，同比上涨8.6%。2018年1-10月卷烟累计产量为19788.00亿支，累计同比增加2.00%，其中10月产量为1824.60亿支，同比下降1.70%。受中美贸易摩擦的影响，11月出口金额为2,274.20亿美金，同比增速下滑至5.4%，同期进口金额的增速仅为3%。但中美两国领导人在全球G20峰会正式会谈，双方就经贸问题达成共识，决定停止升级关税等贸易等限制措施有望改善进出口数据。

1.3 家居：静待地产政策回暖，定制家居估值进入价值区间

1、定制家居板块目前处于超跌反弹的阶段，暂时未到趋势反转，受地产后周期影响，19H1业绩整体业绩面临一定压力，静待地产政策回暖催化趋势反转。

(1) 2018Q1 同比高基数，2019Q1 行业增速面临压力。地产销售压力逐步传导至家居销售；

(2) 地产景气度下行，房地产投资指标、销售指标、资金指标纷纷回落。地产销售到家居销售通常有3个季度的滞后，未来3-6个月地产销售仍然承受压力，受地产后周期影响，定制家居销售增速将放缓。明年若有相关利好地产销售政策出台，一二线地产刚需调控放松，则趋势反转有望提前/

2、地产后周期中小企业盈利空间压缩，龙头估值进入价值投资区间

定制家居龙头标的经历了前五到六年的快速增长，今年二季度开始渠道红利淡去、地产下行、竞争格局变化，当前成长动因已经边际减弱。在地产后周期，板块增长β助力动力偏弱，房地产在2019H1以前销售指标增长有压力，我们认为定制家居板块合理估值在15X-20X的区间，当前欧派家居/索菲亚/好莱客/尚品宅配的PE(TTM)分别为22.70X/16.58X/12.71X/26.60X，龙头标的估值逐步进入价值投资区间，等待业绩回归。

建议关注：欧派家居，索菲亚，好莱客，尚品宅配。

二、轻工造纸行业周数据

2.1 各纸种价格变化情况

图表 7: 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 8: 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 9: 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 10: 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 11: 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 12: 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 13: 木浆价格变化趋势 (元/吨)



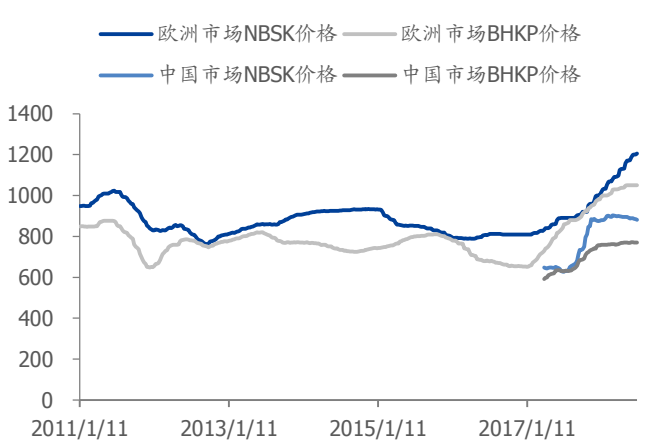
资料来源: 纸业联讯、国盛证券研究所

图表 14: 国废价格变化趋势 (元/吨)



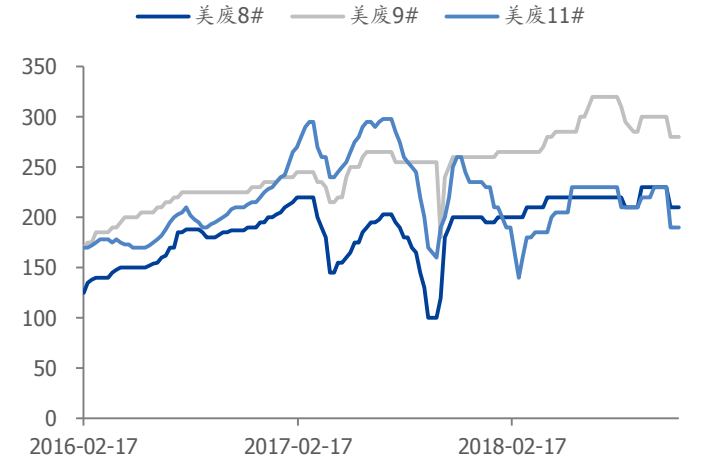
资料来源: 纸业联讯、国盛证券研究所

图表 15: 国际进口浆价格变化趋势 (美元/吨)



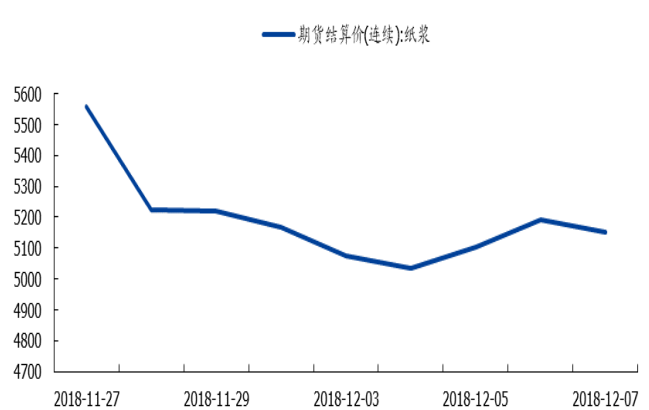
资料来源: Bloomberg、国盛证券研究所

图表 16: 美废价格变化趋势 (美元/吨)



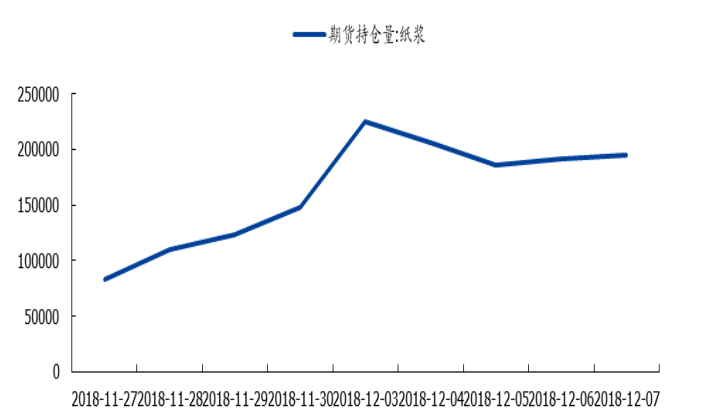
资料来源: 纸业联讯、国盛证券研究所

图表 17: 期货结算价(连续):纸浆



资料来源: Wind、国盛证券研究所

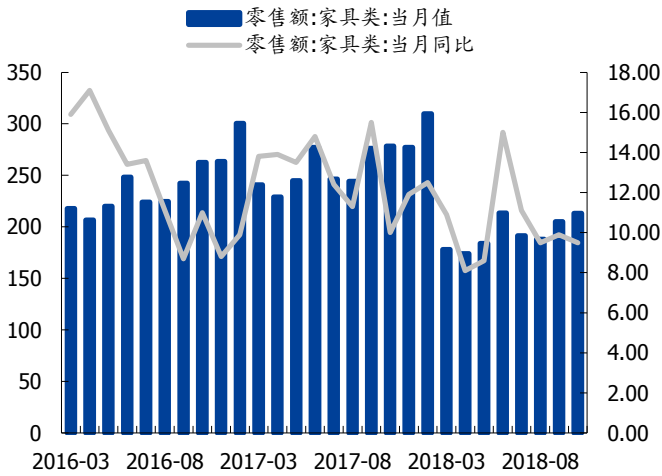
图表 18: 期货持仓量:纸浆



资料来源: Wind、国盛证券研究所

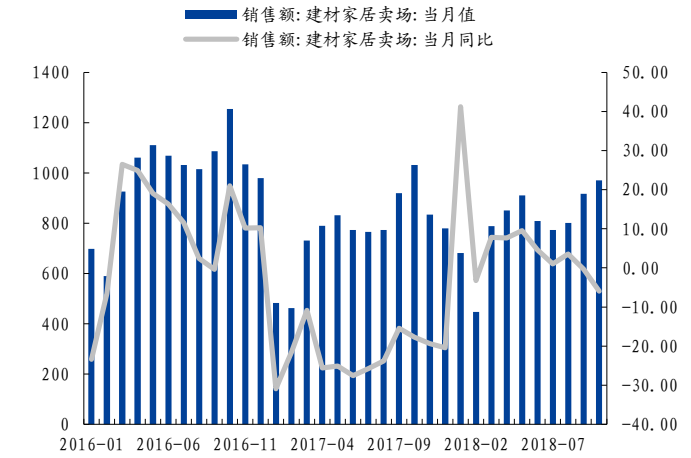
三、轻工家居行业周数据

图表 19: 家具零售额 (亿元) 及同比增速 (%)



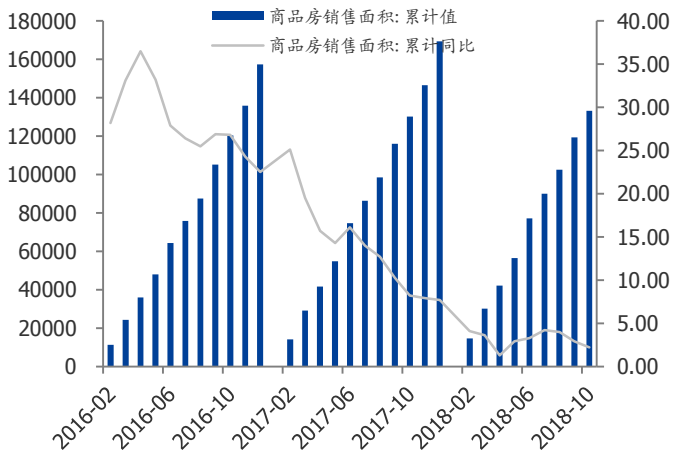
资料来源: Wind、国盛证券研究所

图表 20: 建材家居卖场销售额 (亿元) 及同比增速 (%)



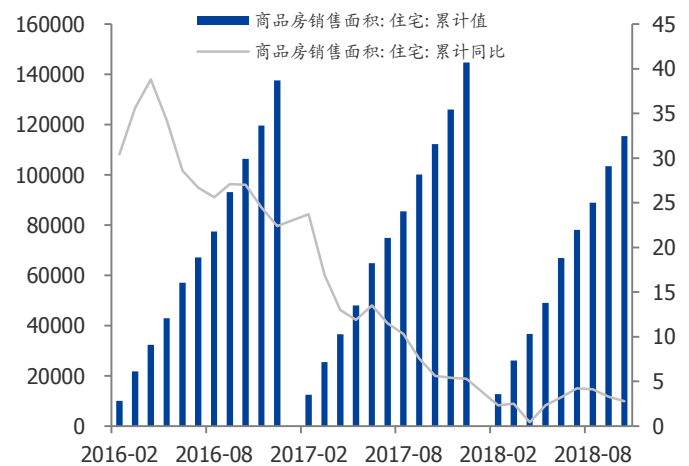
资料来源: Wind、国盛证券研究所

图表 21: 商品房销售面积 (万平方米) 及同比增速 (%)



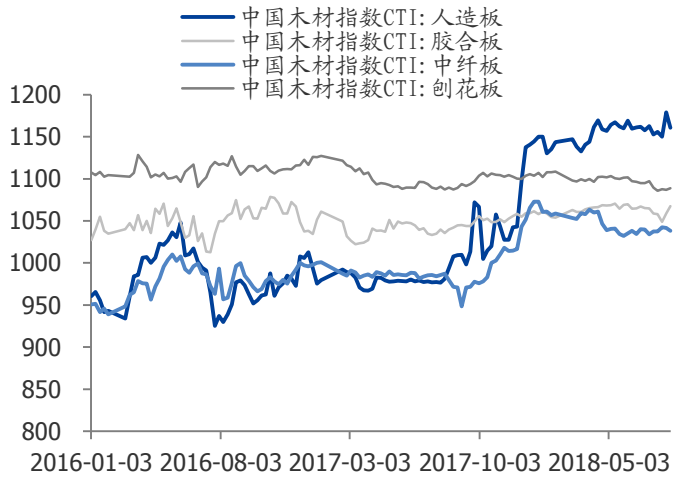
资料来源: Wind、国盛证券研究所

图表 22: 住宅销售面积 (万平方米) 及同比增速 (%)



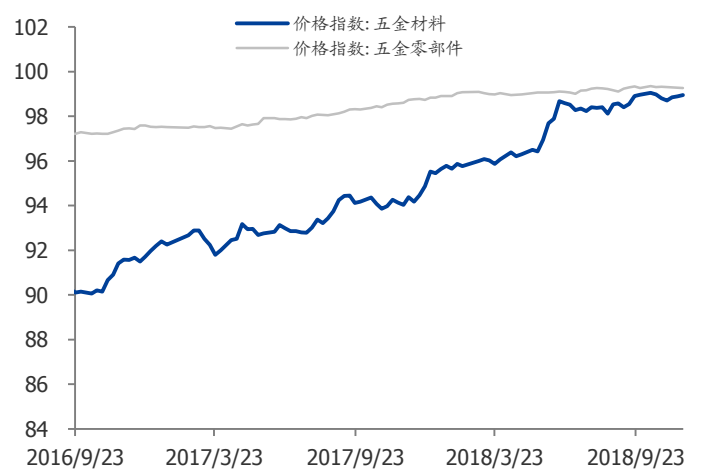
资料来源: Wind、国盛证券研究所

图表 23: 板材价格变化趋势



资料来源: Wind、国盛证券研究所

图表 24: 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