

轻工制造

造纸行业信心有待提升，关注后周期中定制家居的 α

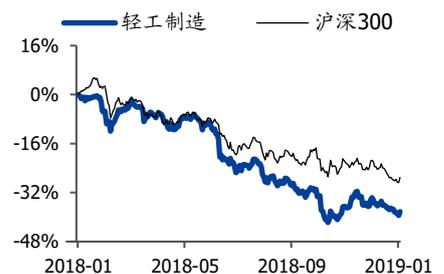
造纸：中美贸易摩擦影响有限，市场信心有待提升。随着环保政策的趋严，以及供给侧改革的落实，中小纸厂逐渐淘汰出局，叠加大纸厂停机检修，本应该是旺季但需求却不如往年。造纸产业作为高污染行业，成了各地政府的重点关注对象，企业环保成本提高，叠加供给侧改革淘汰落后产能，以及原材料价格波动剧烈，下游需求疲软，导致中游的中小纸厂经营困难，大批中小纸厂被淘汰出局。根据中国海关总署12月份公布的数据显示：2018年1月至11月累计对美国出口商品金额为28810.7亿元人民币，同比增长9.4%，虽然相比2017年14.5%有所下降，但远超2014年至2016年三年的出口增速，所以今年实际对美出口额远没预期那么低。当前需求端的疲软根本原因在于市场对于中美贸易摩擦的悲观预期，中美贸易摩擦对于市场情绪的影响已经远远超过了它对包装纸实际的刚性需求影响，直接体现为下游企业去库存。第二个需求疲软的原因是市场对于龙头企业持续增加产能的担忧，固废以及外废的额度决定了产能的上限，短时间国外废纸浆厂产能不能及时落地，龙头企业新增产能只是弥补了中小产能在今年环保政策中的出清。

家居：寻找后周期中定制家居的Alpha。在地产后周期中，房地产投资指标、销售指标、资金指标纷纷回落，定制家居板块 β 助力动力减弱，叠加异业进入竞争格局变化、18Q1业绩高基数，我们认为定制家居板块在19H1业绩增速面临一定压力。在需求端企稳的背景下，我们着重关注定制龙头在逆市中修炼内功的战略，以期在存量博弈中扩大份额，在需求端回暖后巩固地位。欧派家居：提高转化率+大家居整装业务，to C加to B齐头并进。索菲亚：大家居策略+产品矩阵横向扩展，以柔性生产力优势为硬件支撑，全国产业布局初步完成。尚品宅配：整装云导流，强大IT基因赋能，通过信息化与工业化融合，实现全屋板制家具大规模定制的生产模式。建议关注：欧派家居，索菲亚，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 丁婷婷

执业证书编号：S0680512050001

邮箱：dingtingting@gszq.com

相关研究

- 1、《轻工制造：年末各纸价格持平，太阳纸业发债回购展信心》2019-01-02
- 2、《轻工制造：从木片供应变化看木浆供给短缺》2018-12-24
- 3、《轻工制造：梦百合首次股权激励，彰显公司发展信心》2018-12-23

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	0.95	1.11	1.25	7.2	5.9	5.1	4.5
600308.SH	华泰股份		0.58	0.72	0.80	0.88	7.7	6.2	5.6	5.1
002228.SZ	合兴包装		0.13	0.46	0.35	0.43	33.9	9.6	12.6	10.3
002831.SZ	裕同科技		2.33	2.34	2.99	3.74	17.7	17.7	13.8	10.3
002303.SZ	美盈森		0.23	0.28	0.37	0.44	19.8	16.3	12.3	10.3
603008.SH	喜临门		0.72	0.92	1.23	1.61	13.4	10.5	7.8	6.0
603833.SH	欧派家居	增持	3.09	4.05	5.15	6.55	25.1	19.2	15.1	11.9
603816.SH	顾家家居	增持	1.92	2.52	3.31	4.14	22.6	17.2	13.1	10.5

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



内容目录

一、周度观点	3
1.1 造纸：中美贸易摩擦影响有限，市场信心有待提升。	3
1.2 家居：寻找后周期中定制家居的 Alpha	4
二、轻工造纸行业周数据	6
2.1 各纸种价格变化情况	6
2.2 原材料价格变化情况	7
三、轻工家居行业周数据	8
风险提示	10

图表目录

图表 1: 我国出口美国商品总值 (单位: 亿元)	4
图表 2: 社会消费品零售总额: 实物商品网上零售额: 累计同比	4
图表 3: 板块业绩增速趋于稳健	5
图表 4: 18Q1 板块业绩同比增速 34.15%，带来基数效应	5
图表 5: 商品房销售面积增速趋缓	5
图表 6: 铜版纸价格变化趋势 (元/吨)	6
图表 7: 双胶纸价格变化趋势 (元/吨)	6
图表 8: 白卡纸价格变化趋势 (元/吨)	6
图表 9: 白板纸价格变化趋势 (元/吨)	6
图表 10: 箱板纸价格变化趋势 (元/吨)	7
图表 11: 瓦楞纸价格变化趋势 (元/吨)	7
图表 12: 木浆价格变化趋势 (元/吨)	7
图表 13: 国废价格变化趋势 (元/吨)	7
图表 14: 国际进口浆价格变化趋势 (美元/吨)	8
图表 15: 美废价格变化趋势 (美元/吨)	8
图表 16: 期货结算价(连续):纸浆 (单位: 元/吨)	8
图表 17: 期货持仓量:纸浆 (单位: 手)	8
图表 18: 家具零售额 (亿元) 及同比增速 (%)	9
图表 19: 建材家居卖场销售额 (亿元) 及同比增速 (%)	9
图表 20: 商品房销售面积 (万平方米) 及同比增速 (%)	9
图表 21: 住宅销售面积 (万平方米) 及同比增速 (%)	9
图表 22: 板材价格变化趋势	9
图表 23: 五金材料价格变化趋势	9

一、周度观点

1.1 造纸：中美贸易摩擦影响有限，市场信心有待提升。

木浆系：木浆现货价格本周下跌 27.5 元/吨至 5,295 元/吨；铜版纸本周下跌 300 元/吨至 5733.33 元/吨，双胶纸本周下跌 200 元/吨至 6,183.33 元/吨；白卡纸本周下跌 183.34 元/吨至 4,943.33 元/吨，白板纸本周持平在 4300 元/吨。

废纸系：国废价格本周下跌 26.15 元/吨至 2,246.88 元/吨；箱板纸本周持平在 4543.33 元/吨，瓦楞纸本周上涨 17.5 元/吨至 3,807.50 元/吨。

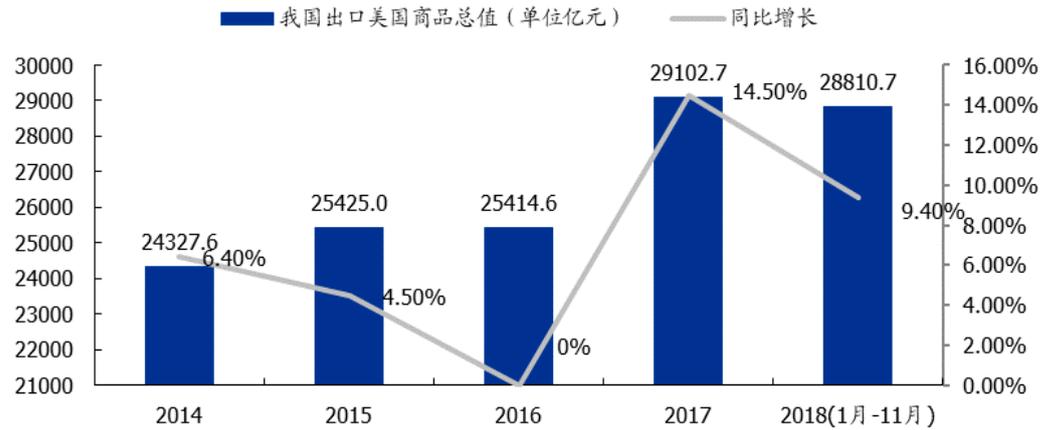
纸浆期货：本周五主力合约结算价为 5160 元/吨，较上周五上涨 3.53%；持仓量为 16.55 万手，较上周五上涨 3.83%。

随着环保政策的趋严，以及供给侧改革的落实，中小纸厂逐渐淘汰出局，叠加大纸厂停机检修，本应该是旺季但需求却不如往年。回顾一下今年供需两端的情况：

供给端：随着国家持续加码环境整治，各地都加强了对工业污染的监管。造纸产业作为高污染行业，成了各地政府的重点关注对象，企业环保成本提高，叠加供给侧改革淘汰落后产能，以及原材料价格波动剧烈，下游需求疲软，导致中游的中小纸厂经营困难，大批中小纸厂被淘汰出局。而龙头企业玖龙、理文、山鹰虽然都在积极进行扩大产能以及海外布局，但新增产能投产仍需时间；瓦楞纸，箱板纸的直接进口虽然今年呈现大幅度增长，但基数较小，对整体供给情况影响不大，所以今年瓦楞纸、箱板纸供给也是紧缩的。

那么需求端是否真的疲软呢？首先 2018 年 3 月份开始的中美贸易摩擦对包装纸需求的影响，2018 年美国前后总共对 2500 亿美元的中国商品加征关税，对此市场普遍持悲观态度，但是根据中国海关总署 12 月份公布的数据显示：2018 年 1 月至 11 月累计对美国出口商品金额为 28810.7 亿元人民币，同比增长 9.4%，虽然相比 2017 年 14.5% 有所下降，但远超 2014 年至 2016 年三年的出口增速，所以今年实际对美出口额远没预期那么低。现阶段中美贸易总规模约 5 千亿美元，而中国对外进出口贸易总额已经超过 4 万亿美元，约占中国对外贸易总额的八分之一，即便按最坏结果假设，中美之间完全停止贸易往来，五千亿的贸易额仍然不能撼动中国的外贸格局。再看国内需求端，根据中国统计局的数据显示，2018 年实物商品网上零售额保持了 25% 的稳定增长，所以对包装纸的刚性需求并未改变，并持续稳定的增长，当前需求端的疲软根本原因在于市场对于中美贸易摩擦的悲观预期，中美贸易摩擦对于市场情绪的影响已经远远超过了它对包装纸实际的刚性需求影响，直接体现为下游企业去库存。第二个需求疲软的原因是市场对于龙头企业持续增加产能的担忧。我们认为国废以及外废的额度决定了产能的上限，短时间国外废纸浆厂产能不能及时落地，龙头企业新增产能只是弥补了中小产能在今年环保政策中的出清。

图表 1: 我国出口美国商品总值 (单位: 亿元)



资料来源: wind、国盛证券研究所

图表 2: 社会消费品零售总额: 实物商品网上零售额: 累计同比

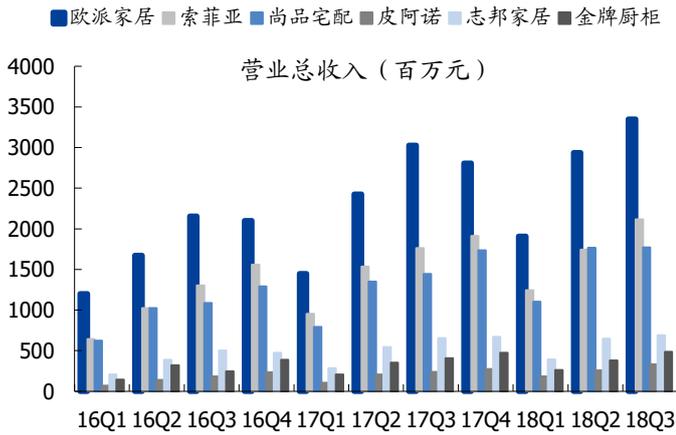


资料来源: 中国统计局、国盛证券研究所

1.2 家居: 寻找后周期中定制家居的 Alpha

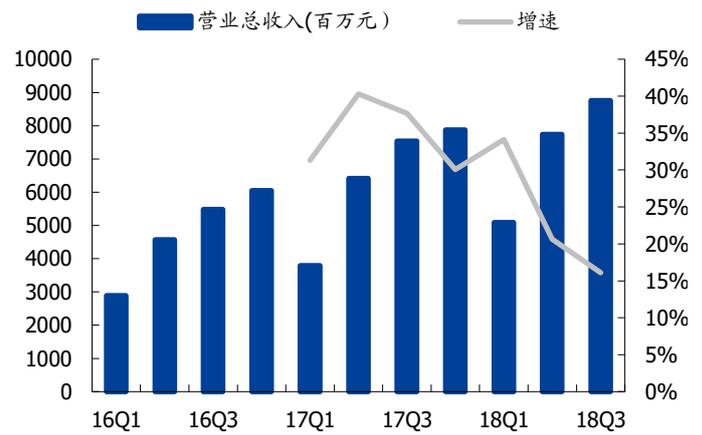
在地产后周期中, 房地产投资指标、销售指标、资金指标纷纷回落, 定制家居板块β助力动力减弱, 叠加异业进入竞争格局变化、18Q1 业绩高基数, 我们认为定制家居板块在 19H1 业绩增速将面临一定压力。

图表3: 板块业绩增速趋于稳健



资料来源: wind、国盛证券研究所

图表4: 18Q1 板块业绩同比增速 34.15%，带来基数效应



资料来源: wind、国盛证券研究所。注: 板块选取欧派家居, 索菲亚, 尚品宅配, 皮阿诺, 志邦家居, 金牌厨柜

图表5: 商品房销售面积增速趋缓



资料来源: Wind、国盛证券研究所

在需求端企稳的背景下，我们着重关注定制龙头在逆市中修炼内功的战略，以期在存量博弈中扩大份额，在需求端回暖后巩固地位。**欧派家居**：提高转化率+大家居整装业务，to C加 to B 齐头并进。在经销商层面，欧派注重存量流量转化率提升，加强进店客户的深度服务。在大家居层面，公司加快信息化一键通打造，实现设计、出图、报价、下单、生产、物流的一键通，以及橱衣木卫全品类的一键通。公司拥有强渠道为护城河，经销商和公司直营店构成的销售网络已形成门店超过 6000 家，终端触点密集。**索菲亚**：大家居策略+产品矩阵横向扩展，以柔性生产力优势为硬件支撑，全国产业布局初步完成。随着全屋定制愈发成为定制家居行业发展趋势，公司产品横向扩展为联动销售准备了条件，索菲亚衣柜专卖店稳步扩张，司米橱柜专卖店开店速度加快，米兰纳定制木门品牌加紧培育。**尚品宅配**：整装云导流，强大 IT 基因赋能。通过信息化与工业化融合，实现全屋板制家具大规模定制的生产模式，在地产后周期、全屋整装定制的趋势下，公司自 2008 起专注于前端设计与后端生产的数据无缝衔接信息化，技术优势准备成熟，铸就 IT 技术护城河。**建议关注**：欧派家居，索菲亚，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 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)



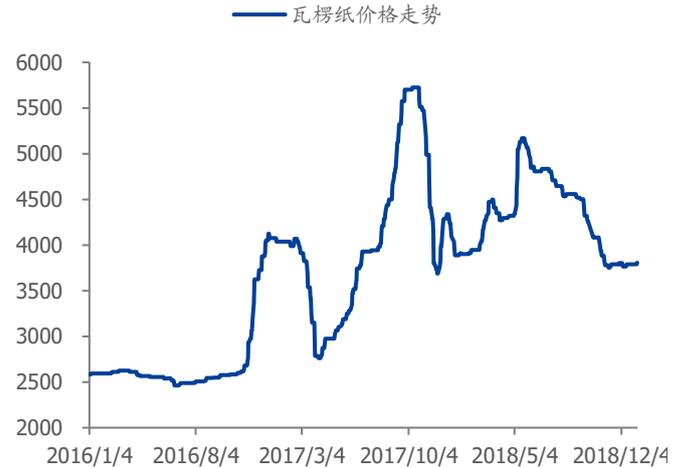
资料来源: 纸业联讯、国盛证券研究所

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)



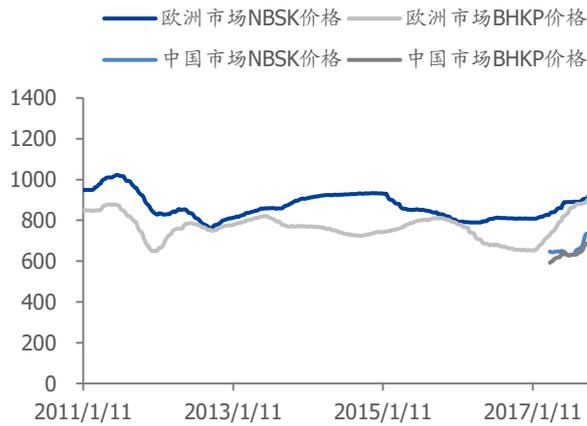
资料来源: 纸业联讯、国盛证券研究所

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)



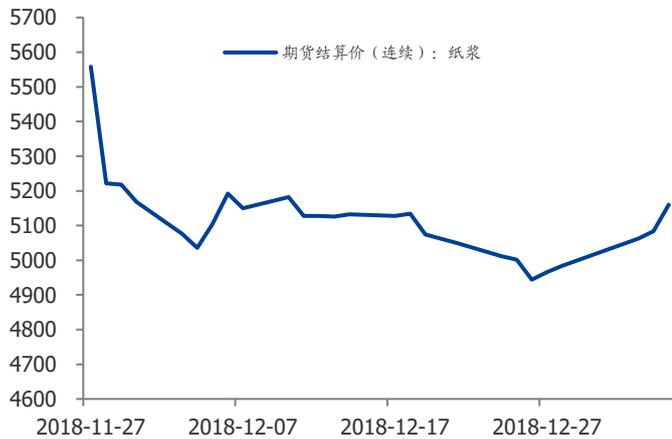
资料来源: Bloomberg、国盛证券研究所

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

图表 16: 期货结算价(连续):纸浆 (单位: 元/吨)



资料来源: Wind、国盛证券研究所

图表 17: 期货持仓量:纸浆 (单位: 手)



资料来源: Wind、国盛证券研究所

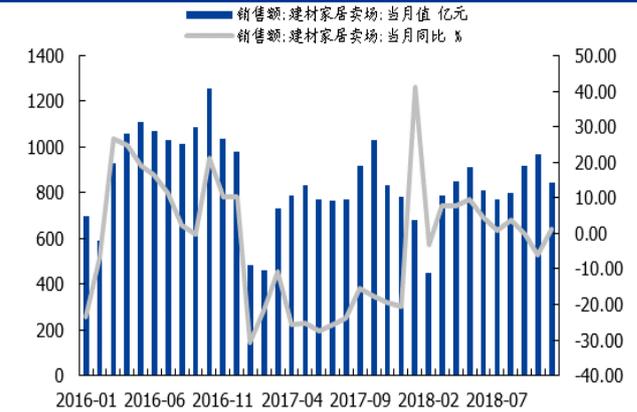
三、轻工家居行业周数据

图表 18: 家具零售额 (亿元) 及同比增速 (%)



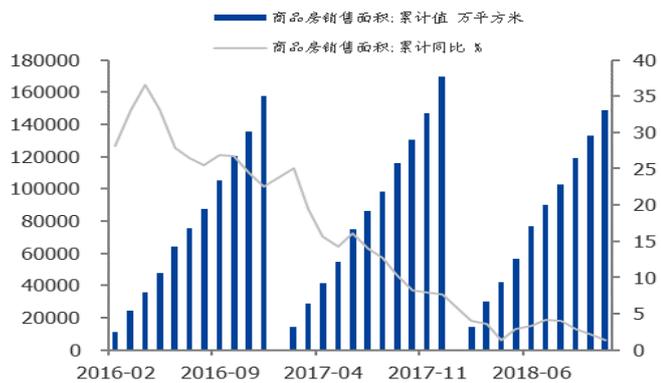
资料来源: Wind、国盛证券研究所

图表 19: 建材家居卖场销售额 (亿元) 及同比增速 (%)



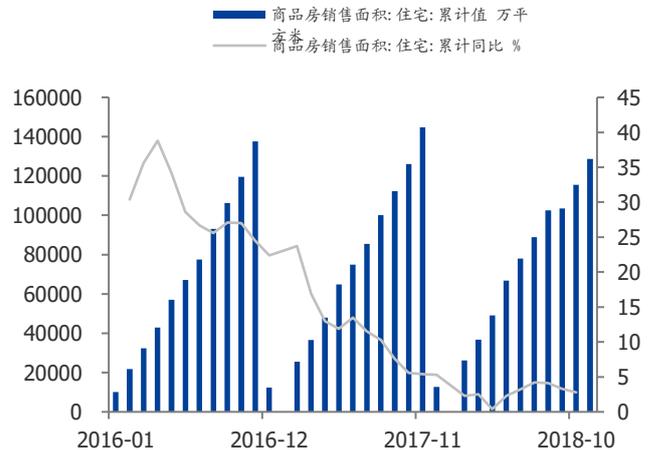
资料来源: Wind、国盛证券研究所

图表 20: 商品房销售面积 (万平方米) 及同比增速 (%)



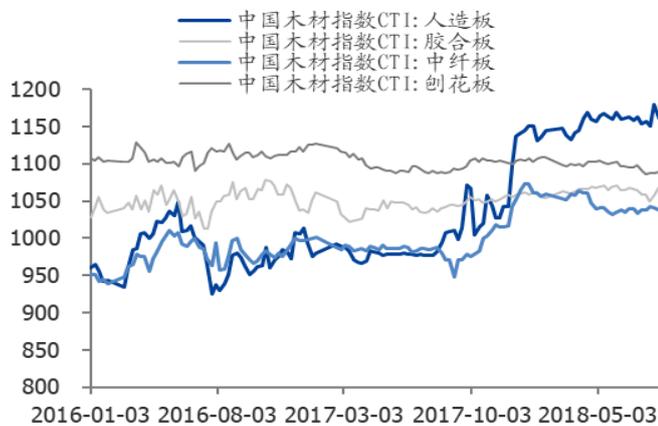
资料来源: Wind、国盛证券研究所

图表 21: 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 22: 板材价格变化趋势



资料来源: Wind、国盛证券研究所

图表 23: 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