

## 木浆、国废价格明显反弹；关注估值逐步调整到位的一线家具企业

—轻工制造周报 20190114

轻工制造周报

2019年1月14日

### 报告摘要：

#### ● 上周行情回顾

上周沪深300指数上涨1.94%，轻工制造板块指数上涨2.37%，跑赢大盘0.43pct，在28个子行业中的涨跌幅排名为第16名。子板块中，其他家用轻工和造纸板块表现较好，上周分别上涨4.05%、3.34%。

个股中，上周涨幅居前5名的是通产丽星(+30.69%)、广博股份(+14.48%)、金陵体育(+14.05%)、浙江永强(+12.45%)、群兴玩具(+12.12%)；跌幅居前的是升达林业(-7.26%)、实丰文化(-7.08%)、创新股份(-6.70%)、\*ST中富(-5.13%)、浙江众成(-3.54%)。

#### ● 重点数据跟踪

1月11日，国内木浆价格为5425元/吨，较前一周上涨3.1%。国废价格为2230元/吨，较前一周上涨8.8%。1月9日，美废到岸均价为241美元/吨，较前一周下跌1.4%；日废到岸均价为240美元/吨，较前一周下跌13.5%；欧废到岸均价为190美元/吨，较前一周下跌5.0%。白板纸价格为4450元/吨，持平前一周；白卡纸价格为4900元/吨，较前一周下跌2.0%。箱板纸价格为4500元/吨，持平前一周；瓦楞纸价格为4005元/吨，持平前一周。铜版纸价格为5500元/吨，持平前一周；双胶纸价格为6050元/吨，持平前一周。1月11日，溶解浆价格为7260元/吨，较前一周下跌1.6%。

#### ● 上周要闻及重要公告

**行业新闻：**1、印度工商部对原产于或进口自中国、欧盟和美国的铜版纸作出反倾销否定性终裁；2、2017年全国体育产业总规模同比增长15.7%，增加值同比增长20.6%；3、2018年造纸和纸制品业工业生产者主要行业出厂价格同比增长6.7%。  
**重要公告：**1、顾家家居：控股股东顾家集团转让公司可转债109.73万张、海通证券累计购买顾家转债219.46万张，占发行总量的20.00%；2、梦百合：控股股东倪张根累计减持百合转债51万张、以9.55元/股向公司第一期限制性股票激励计划激励对象首次授予限制性股票169.50万股；3、合兴包装：控股股东新疆兴汇解除质押2260万股。

#### ● 本周观点

**造纸：**木浆方面，12月底青岛港、常熟港库存分别为96.5万吨、49.5万吨，分别环比增长7%、下降8%，常熟港库存有所消解，国内平均浆价明显反弹，环比上涨3.1%至5425元/吨。废纸方面，国废价格经历前期深度调整后有所反弹，目前约2200元/吨。外废价格受年初配额批复较多影响，近期跌幅明显。看好终端需求韧性较强的生活用纸板块，推荐**中顺洁柔**。

**家具：**上周受汽车、家电促销政策带动，大消费板块表现回暖，家具板块上涨3.3%，其中欧派家居、顾家家居上涨7.4%、4.6%。一线家具企业估值已经逐步调整到位，具备长期投资价值，推荐**欧派家居、顾家家居**。

本周我们的推荐组合是**欧派家居、顾家家居、中顺洁柔、晨光文具**。

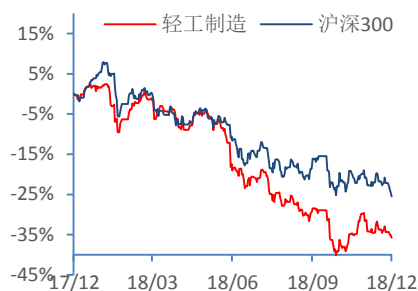
#### ● 风险提示

原材料价格上涨，房地产销售增速下行。

推荐

维持评级

### 行业与沪深300走势比较



资料来源：Wind，民生证券研究院

### 分析师：陈柏儒

执业证号：S0100512100003

电话：010-85127729

邮箱：chenbairu@mszq.com

### 研究助理：聂贻哲

执业证号：S0100117110075

电话：010-85127729

邮箱：nieyizhe@mszq.com

### 相关研究

- 1.民生轻工周报 20190107：木浆价格小幅下跌，关注业绩确定性较强的个股
- 2.民生轻工周报 20190102：前11月家具业主营业务收入同增5.7%，国内木浆价格明显下跌
- 3.民生轻工周报 20181224：国内木浆价格有所反弹，国废价格继续下跌
- 4.民生轻工周报 20181217：前11月家具商品零售额同增9.8%，19年第1批外废批复504万吨

**盈利预测与财务指标**

代码	重点公司	现价 1月11日	EPS			PE			评级
			2017	2018E	2019E	2017	2018E	2019E	
603833	欧派家居	83.41	3.21	4.02	5.21	26	21	16	推荐
603816	顾家家居	45.27	1.96	2.46	3.12	23	18	15	推荐
603899	晨光文具	28.17	0.69	0.88	1.11	41	32	25	推荐
002511	中顺洁柔	8.13	0.46	0.36	0.45	31	23	18	推荐

资料来源：Wind、公司公告，民生证券研究院

## 目录

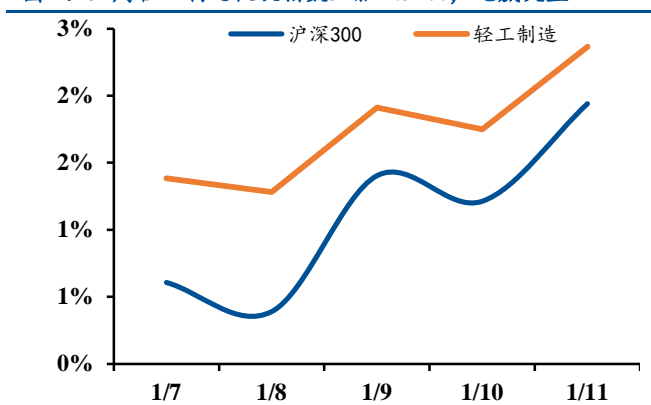
一、上周行情回顾 .....	4
(一) 上周轻工板块指数上涨 2.37%，跑赢大盘 0.43PCT .....	4
(二) 通产丽星、广博股份、金陵体育表现最佳 .....	4
二、重点数据跟踪 .....	5
(一) 造纸 (1.4-1.11)：木浆、废纸价格明显反弹 .....	5
(二) 家具：30 个大中城市商品房销售套数及面积环比下降 .....	8
三、上周要闻及重要公告 .....	9
(一) 行业重要新闻 .....	9
(二) 上市公司重要公告 .....	10
四、本周观点 .....	11
五、风险提示 .....	13
插图目录 .....	14
表格目录 .....	14

## 一、上周行情回顾

### (一) 上周轻工板块指数上涨 2.37%，跑赢大盘 0.43pct

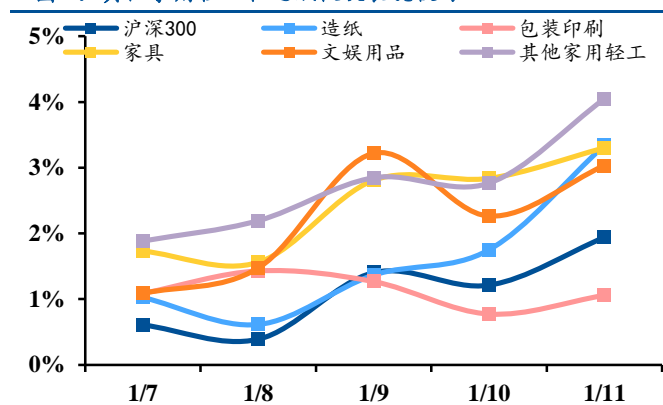
上周沪深 300 指数上涨 1.94%，轻工制造板块指数上涨 2.37%，跑赢大盘 0.43pct，在 28 个子行业中的涨跌幅排名为第 16 名。子板块中，其他家用轻工和造纸板块表现较好，上周分别上涨 4.05%、3.34%。

图 1：上周轻工制造板块指数上涨 2.37%，跑赢大盘



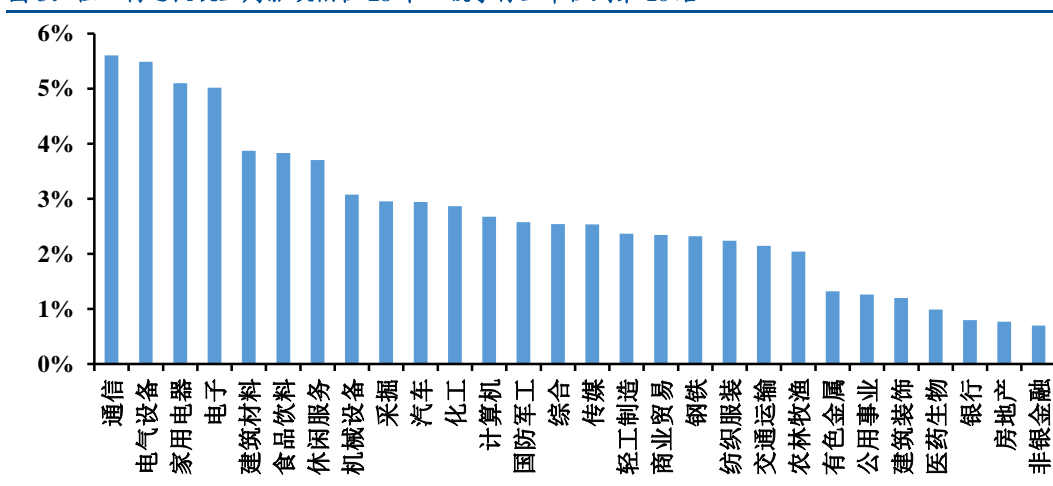
资料来源：Wind，民生证券研究院

图 2：其他家用轻工和造纸板块表现较好



资料来源：Wind，民生证券研究院

图 3：轻工制造板块上周涨跌幅在 28 个一级子行业中位列第 16 名



资料来源：Wind，民生证券研究院

### (二) 通产丽星、广博股份、金陵体育表现最佳

个股中，上周涨幅居前 5 名的是通产丽星 (+30.69%)、广博股份 (+14.48%)、金陵体育 (+14.05%)、浙江永强 (+12.45%)、群兴玩具 (+12.12%)；跌幅居前的是升达林业 (-7.26%)、实丰文化 (-7.08%)、创新股份 (-6.70%)、\*ST 中富 (-5.13%)、浙江众成 (-3.54%)。

表 1: 上市公司个股上周市场表现

涨幅前 5 名			跌幅前 5 名		
公司代码	公司名称	本周涨跌幅 (%)	公司代码	公司名称	本周涨跌幅 (%)
002243.SZ	通产丽星	30.69%	002259.SZ	升达林业	-7.26%
002103.SZ	广博股份	14.48%	002862.SZ	实丰文化	-7.08%
300651.SZ	金陵体育	14.05%	002812.SZ	创新股份	-6.70%
002489.SZ	浙江永强	12.45%	000659.SZ	*ST 中富	-5.13%
002575.SZ	群兴玩具	12.12%	002522.SZ	浙江众成	-3.54%

资料来源: Wind, 民生证券研究院

## 二、重点数据跟踪

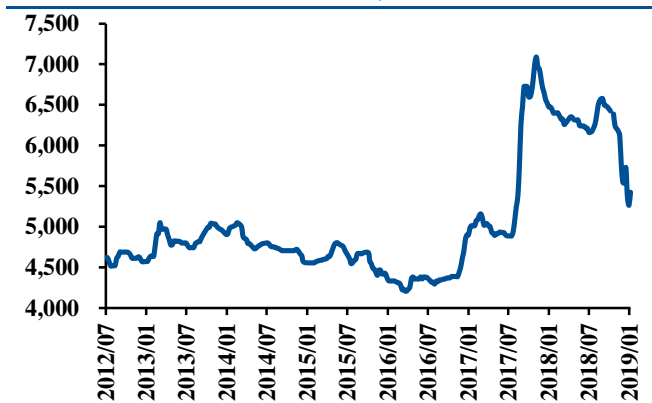
### (一) 造纸 (1.4-1.11): 木浆、废纸价格明显反弹

#### 1、原材料: 木浆、废纸价格明显反弹

Wind 数据显示, 1 月 11 日, 国内木浆价格为 5425 元/吨, 较前一周上涨 3.1%, 较去年同期下跌 1050 元/吨, 同比下跌 16.2%; 年初至今平均价为 5344 元/吨, 同比下跌 1131 元/吨, 跌幅为 17.5%。

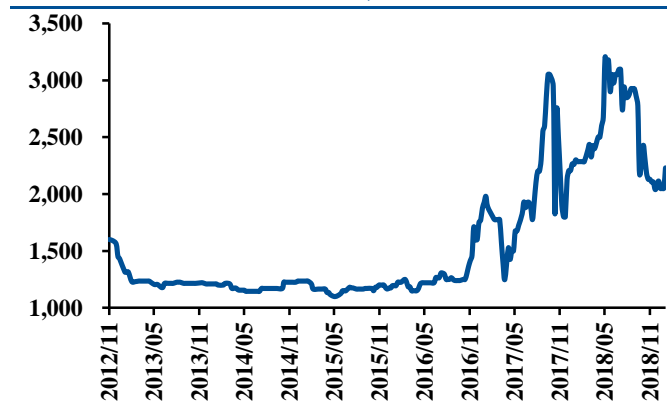
国废价格为 2230 元/吨, 较前一周上涨 8.8%, 较去年同期下跌 55 元/吨, 同比下跌 2.4%; 年初至今平均价为 2110 元/吨, 同比下跌 172 元/吨, 跌幅为 7.5%。

图 4: 国内木浆价格近期明显下滑, 近期有所反弹 (元/吨)



资料来源: Wind, 民生证券研究院

图 5: 国废价格自 1 月开始下跌, 近期有所反弹 (元/吨)

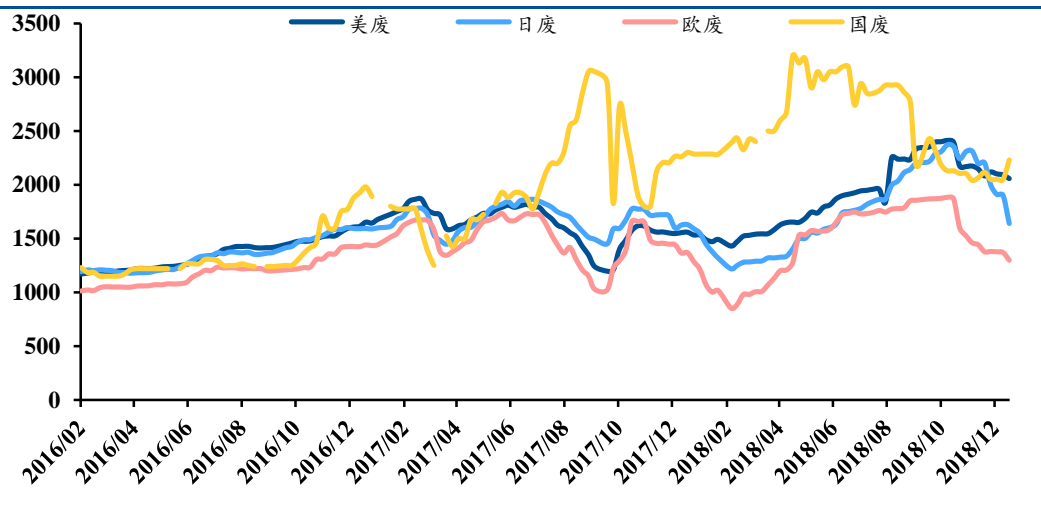


资料来源: Wind, 民生证券研究院

注: 国内木浆价格取自 wind 数据华北地区木浆均价, 为含税、现金、自提价。国内废纸价格取自 Wind 数据浙江 A 级黄板纸价格, 为不含税、现金、到厂价。

Wind 数据显示, 1 月 9 日, 美废到岸均价为 241 美元/吨, 较前一周下跌 1.4%; 日废到岸均价为 240 美元/吨, 较前一周下跌 13.5%; 欧废到岸均价为 190 美元/吨, 较前一周下跌 5.0%。

图 6：近期外废价格明显回落（元/吨）



资料来源：Wind，民生证券研究院

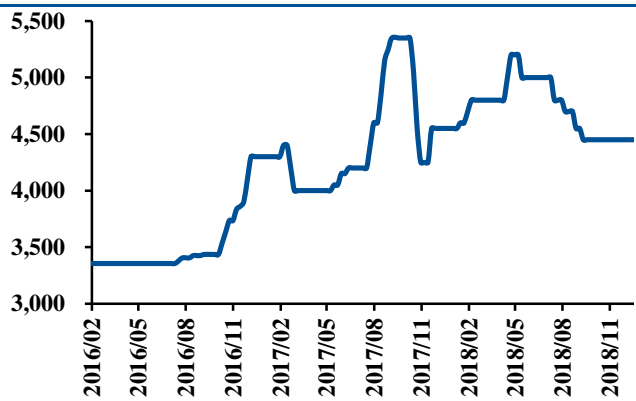
注：外废计算所用汇率为美元兑人民币即期汇率，中美废自 8 月 23 日开始征收 25% 关税。国内废纸价格取自 Wind 数据浙江 A 级黄板纸价格，为不含税价。

## 2、包装纸：18 年中以来纸价在下行区间

1 月 9 日，白板纸价格为 4450 元/吨，持平前一周，较去年同期下跌 100 元/吨，同比下跌 2.2%；年初至今平均价为 4450 元/吨，同比下跌 100 元/吨，跌幅为 2.2%。

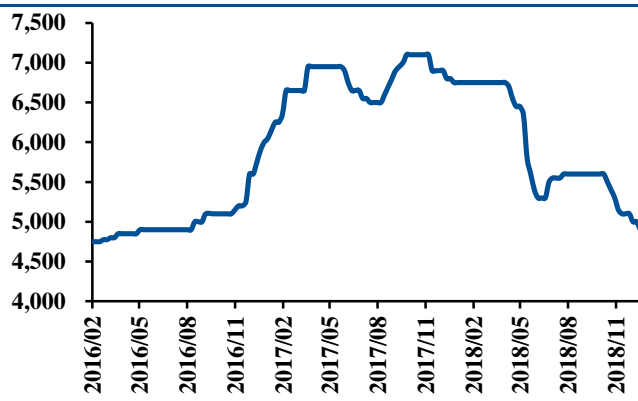
白卡纸价格为 4900 元/吨，较前一周下跌 2.0%，较去年同期下跌 1900 元/吨，同比下跌 27.9%；年初至今平均价为 4950 元/吨，同比下跌 1850 元/吨，跌幅为 27.2%。

图 7：白板价格自 18 年 5 月开始下行，近期持平（元/吨）



资料来源：Wind，民生证券研究院

图 8：白卡价格自 18 年 4 月开始下行（元/吨）



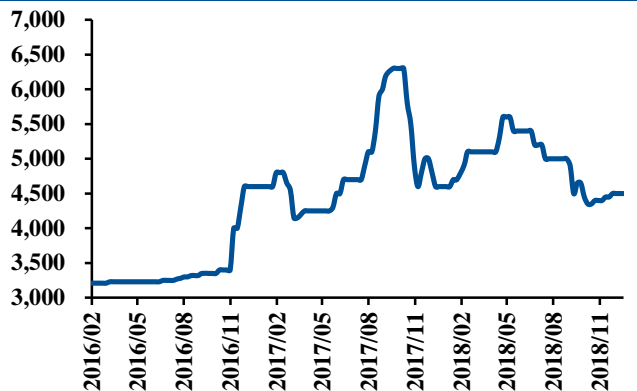
资料来源：Wind，民生证券研究院

注：白板纸价格取自江浙地区太仓玖龙（250g）平均价，为含税价。白卡纸价格取自北京地区博汇白卡平均价，为含税价。

1 月 9 日，箱板纸价格为 4500 元/吨，持平前一周，较去年同期下跌 100 元/吨，同比下跌 2.2%；年初至今平均价为 4500 元/吨，同比下跌 100 元/吨，跌幅为 2.2%。

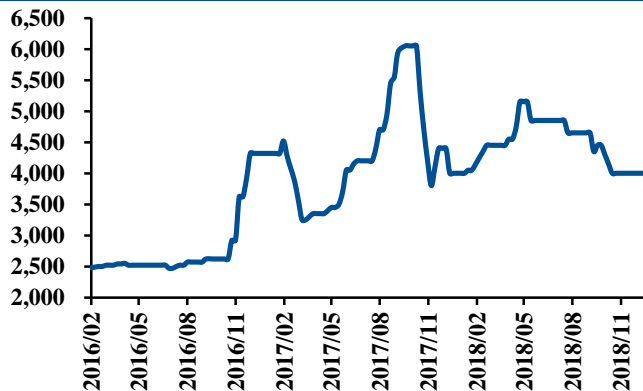
瓦楞纸价格为 4005 元/吨，持平前一周，持平去年同期；年初至今平均价为 4005 元/吨，持平去年同期。

图 9：18 年年中以来箱板纸价持续下跌，近期回弹（元/吨）



资料来源：Wind，民生证券研究院

图 10：18 年年中以来瓦楞纸价持续下跌，近期持平（元/吨）



资料来源：Wind，民生证券研究院

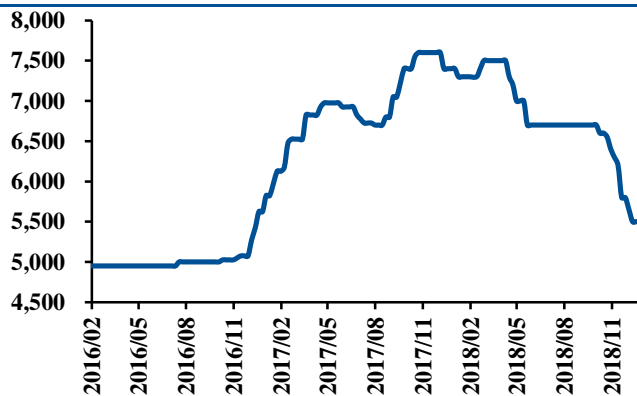
注：箱板纸价格取自广东地区地龙 120g 均价，为含税价。瓦楞纸价格取自天津地区玖龙 120g 均价，为含税价。

### 3、文化纸：18 年年中以来铜版、双胶纸价持续下跌

1 月 9 日，铜版纸价格为 5500 元/吨，持平前一周，较去年同期下跌 1900 元/吨，同比下跌 25.7%；年初至今平均价为 5500 元/吨，同比下跌 1900 元/吨，跌幅为 25.7%。

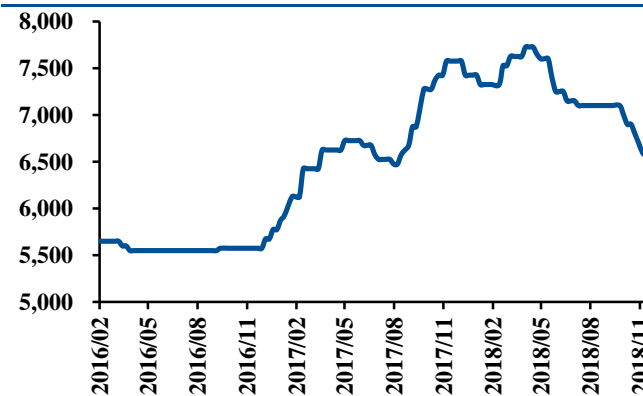
双胶纸价格为 6050 元/吨，持平前一周，较去年同期下跌 1375 元/吨，同比下跌 18.5%；年初至今平均价为 6050 元/吨，同比下跌 1375 元/吨，跌幅为 18.5%。

图 11：18 年年中以来铜版纸价格明显下跌（元/吨）



资料来源：Wind，民生证券研究院

图 12：18 年年中以来双胶纸价格明显下跌（元/吨）



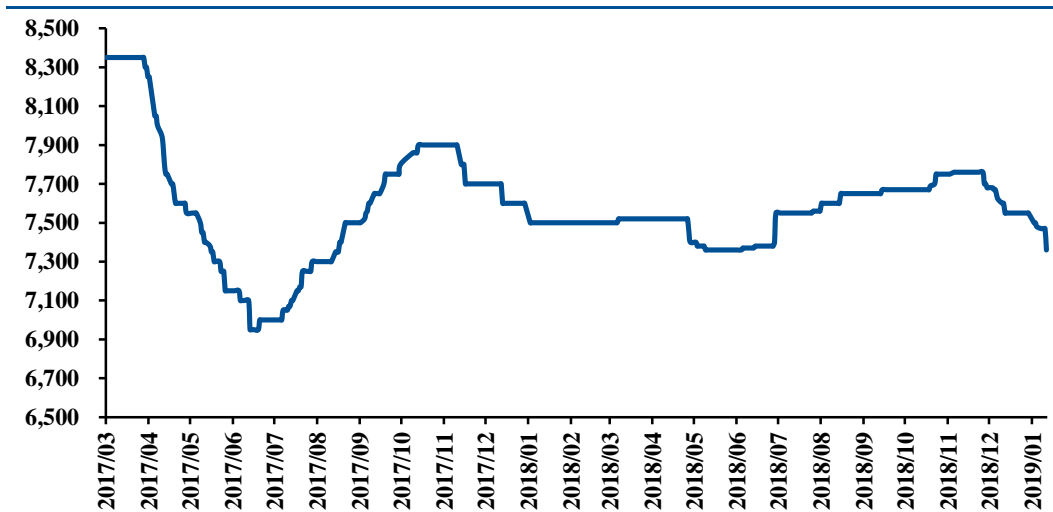
资料来源：Wind，民生证券研究院

注：铜版纸价格取自北京地区雪兔 105g 均价，为含税价。双胶纸价格取自北京地区云时代 70g-100g 均价，为含税价。

### 4、溶解浆：近期价格有所下跌

1 月 11 日，溶解浆内盘价格为 7360 元/吨，较前一周下跌 1.6%，较去年同期下跌 140 元/吨，同比下跌 1.9%；年初至今平均价为 7465 元/吨，同比下跌 35 元/吨，跌幅为 0.5%。

图 13：2018 年 11 月以来溶解浆价格有所下跌（元/吨）

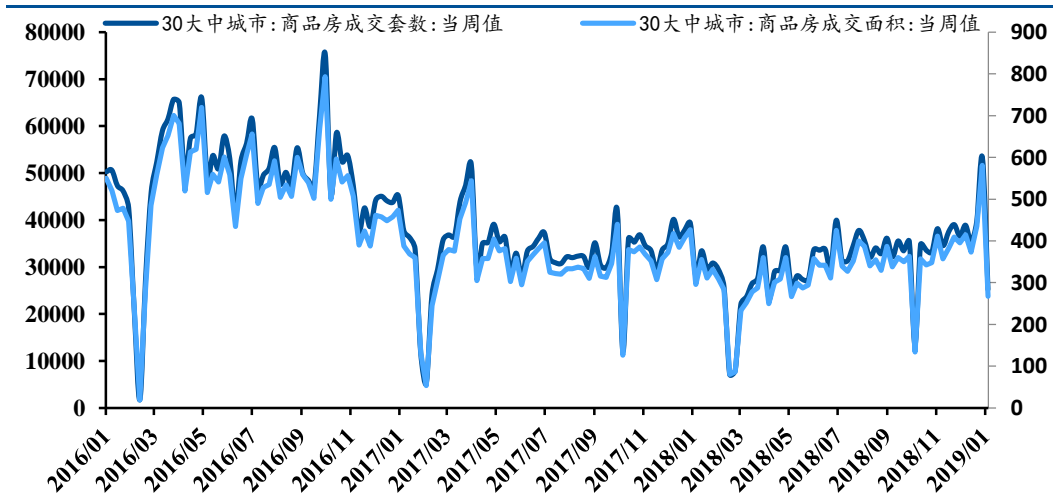


资料来源：Wind，民生证券研究院

## （二）家具：30 个大中城市商品房销售套数及面积环比下降

家具行业具有地产后周期特征，家具消费需求一定程度上受商品房销售情况影响。12 月 30 日至 1 月 6 日，全国 30 个大中城市商品房销售套数为 25227 套，环比下降 52.7%；销售面积为 267.4 万平方米，环比下降 54.0%。

图 14：16 年 3 月份以来 30 个大中城市周商品房销售套数及面积整体下行（套，左轴；万平方米）

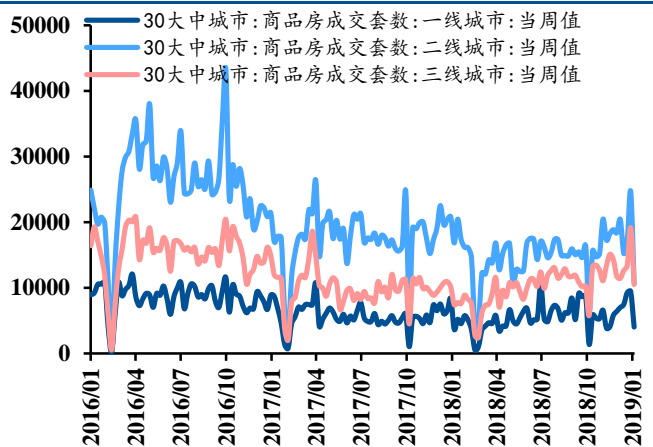


资料来源：Wind，民生证券研究院

12 月 30 日至 1 月 6 日，全国 30 个大中城市商品房销售套数中一线城市成交 4037 套，环比下降 57.4%；二线城市成交 10668 套，环比下降 56.9%；三线城市成交 10522 套，环比下降 45.1%。销售面积中一线城市成交 42.4 万平米，环比下降 58.8%；二线城市成交 121.8 万平米，环比下降 57.2%；三线城市成交 103.2 万平米，环比下降 46.7%。

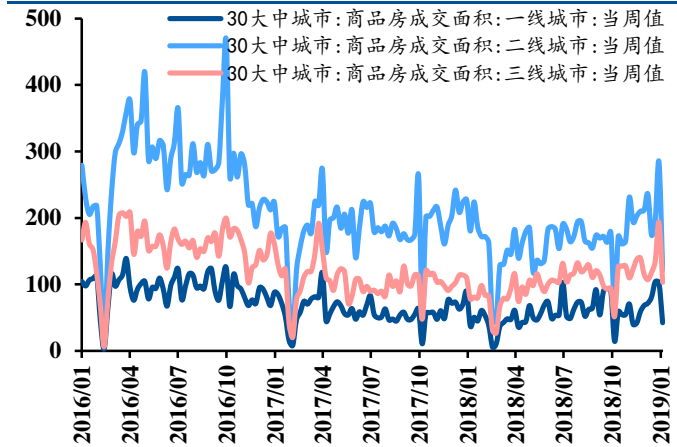


图 15: 12 月 30 日至 1 月 6 日三线城市成交套数环比下降(套)



资料来源: Wind, 民生证券研究院

图 16: 12 月 30 日至 1 月 6 日三线城市成交面积环比下降(万平)



资料来源: Wind, 民生证券研究院

注: 前文涉及的一线、二线、三线样本来自三十个大中城市; 一线城市包括北京、上海、广州、深圳, 二线城市包括天津、杭州、南京、武汉、成都、青岛、苏州、南昌、厦门、长沙、哈尔滨、长春, 三线城市包括无锡、东莞、昆明、石家庄、惠州、包头、扬州、安庆、岳阳、韶关、南宁、兰州、江阴。

### 三、上周要闻及重要公告

#### (一) 行业重要新闻

##### 1、印度工商部对原产于或进口自中国、欧盟和美国的铜版纸作出反倾销否定性终裁

近日, 印度工商部发布公告称, 对原产于或进口自中国、欧盟和美国的铜版纸作出反倾销否定性终裁: 涉案产品的倾销与印度国内产业遭受的损害之间不存在因果关系, 故决定终止本案反倾销调查, 且不建议对中国、欧盟和美国的铜版纸征收反倾销税。本案涉及印度税号 4810 项下的产品。2018 年 1 月 23 日, 印度工商部发布公告称, 应印度纸业生产商协会(Indian Paper Manufacturers Association)提交的申请, 对原产于或进口自中国、欧盟和美国的铜版纸进行反倾销立案调查, 倾销调查期为 2016 年 4 月~2017 年 6 月 (15 个月), 损害调查期为 2013 年~2014 年、2014 年~2015 年、2015 年~2016 年以及本倾销调查期。(来源: 财富纸业传媒)

##### 2、2017 年全国体育产业总规模同比增长 15.7%, 增加值同比增长 20.6%

2017 年全国体育产业总规模 (总产出) 为 2.2 万亿元, 增加值为 7811 亿元。从名义增长看, 总产出比 2016 年增长 15.7%, 增加值增长 20.6%。从体育产业内部结构看, 体育用品及相关产品制造的总产出和增加值最大, 分别为 13509.2 亿元和 3264.6 亿元, 增长速度分别为 12.9% 和 14.0%。体育服务业 (除体育用品及相关产品制造、体育场地设施建设外的 9 大类) 继续保持快速发展势头, 增加值在体育产业中所占比重继续上升, 从 2016 年的 55% 上升到 2017 年的 57%, 其中直接与公众体育消费相关的体育竞赛表演活动、体育健身休闲活动增长突出, 增长速度分别达到 39.2% 和 47.5%。此外, 我国体育场馆、健身步道、体育公园等全民健身设施建设力度不断加大, 增长速度达 94.7%, 反映出我国体

育场地设施建设快速蓬勃的发展势头。(来源：国家统计局)

### 3、2018年造纸和纸制品业工业生产者主要行业出厂价格同比增长6.7%

2018年12月份，全国工业生产者出厂价格同比上涨0.9%，环比下降1.0%；工业生产者购进价格同比上涨1.6%，环比下降0.9%。全年工业生产者出厂价格比上年上涨3.5%，工业生产者购进价格上涨4.1%。其中，12月造纸和纸制品业工业生产者主要行业出厂价格环比下降0.6%，同比持平，18年全年同比增长6.7%。(来源：国家统计局)

## (二) 上市公司重要公告

### 1、顾家家居：控股股东顾家集团转让公司可转债109.73万张、海通证券累计购买顾家转债219.46万张，占发行总量的20.00%

1月7日，公司发布公告称其于当日接到顾家集团通知，顾家集团于2018年12月24日至2019年1月7日期间通过上海证券交易所交易系统累计转让顾家转债109.73万张，占发行总量的10.00%。转让后顾家集团共持有顾家转债410.27万张，占发行总量的37.39%。顾家家居于2018年9月12日公开发行可转债顾家转债1097.31万张，发行总金额10.97亿元。其中公司控股股东顾家集团共计认购顾家转债520万张，认购金额5.2亿元，认购比例47.39%。

1月11日，公司发布公告称其于当日收到海通证券的书面通知，海通证券于2018年11月5日至2019年1月11日期间，通过上海证券交易所交易系统累计购买顾家转债219.46万张，占发行总量的20.00%。

### 2、梦百合：控股股东倪张根累计减持百合转债51万张、以9.55元/股向公司第一限制性股票激励计划激励对象首次授予限制性股票169.50万股

1月8日，公司发布公告称其接到控股股东倪张根先生通知，其于1月2日通过上海证券交易所交易系统出售其所持有的百合转债20万张，占发行总量的3.92%；于1月3日通过上海证券交易所交易系统出售其所持有的百合转债28万张，占发行总量的5.49%；于1月8日通过上海证券交易所交易系统出售其所持有的百合转债3万张，占发行总量的0.59%。累计减持51万张，占发行总量的10%。本次减持后，倪张根先生持有百合转债72万张，占发行总量的14.12%。

1月10日，公司发布公告称其向公司第一限制性股票激励计划激励对象首次授予限制性股票，授予数量为169.50万股，授予价格为9.55元/股，授予人数为63人。

### 3、合兴包装：控股股东新疆兴汇聚解除质押2260万股

1月10日，公司发布公告称控股股东新疆兴汇聚解除质押2260万股，占其所持股份比例的5.69%。截至本公告披露日，新疆兴汇聚持有公司股份3.97亿股，占公司总股本的33.96%。本次解除质押后，新疆兴汇聚持有本公司股份累计质押数量为2.17亿股，占其持股总数的比例为54.64%，占本公司总股本比例为18.55%。

## 四、本周观点

### 1、欧派家居：品类布局完善，渠道拓展与信息化建设助力公司成长

**品类布局最为完善，多品类多点开花。**公司是国内定制家居领军企业，旗下有橱柜、衣柜、卫浴、木门、壁纸等品类，在行业中品类布局较为完善。上半年橱柜贡献收入 25.20 亿元，同比增长 15%，继续稳健表现；衣柜实现收入 16.61 亿元，同比增长 35%，依旧保持较快增速；木门、卫浴分别同比增长 51%、58%，未来有望成为新的业绩增长点。

**经销商渠道拓展与信息化建设持续推进，夯实增长基础。**渠道方面，公司持续推进门店建设。截至 6 月底公司拥有欧派橱柜门店 2208 家（净增 58 家）、欧派衣柜 2015 家（净增 143 家）、欧铂丽 975 家（净增 136 家）、卫浴 403 家（净减 40 家）、木门 739 家（净增 105 家）、墙饰 371 家（净减 2 家）。此外，公司积极推进整装、shopping mall 新零售、工程渠道，渠道体系得到进一步完善。信息化方面，公司全新规划综合橱、衣、木、卫四大定制品类的统一订单 3D 设计平台、订单拆单管理平台、订单销售管理平台、订单运营管理平台、订单制造执行管理平台及订单物流管理平台，有望进一步提升经营效率，夯实增长基础。

**整装大家居有望再添增长动力。**公司积极推进整装大家居，要求所有地级以上城市经销商拓展整装渠道，总部也在产品、价格上做出调整，以便于当地经销商和家装公司合作。此外，公司和全国性及区域性的整装公司如生活家、靓家居达成战略框架协议，以整装大家居的形式切入。目前整装大家居已在 20 多个城市开始试点，取得良好效果，整装大家居有望再添公司发展动力。

公司是定制家具行业的领军企业，我们看好大家居对全品类的整合以及整装大家居对业绩的推动，预计公司 2018、2019、2020 年能够实现基本每股收益 4.02 元、5.21 元、6.56 元，对应 2018、2019、2020 年 PE 分别为 21X、16X、13X。维持公司“推荐”评级。

### 2、顾家家居：品类扩张效果显著，对外资本运作加强竞争力

**品类扩张顺利，配套产品、软床和床垫快速增长成为公司的重要业绩增长点。**2018H1 沙发实现收入 21.44 亿元，同比增长 17.5%；配套产品收入 6.23 亿元，同比增长 32.7%；床类产品收入 5.27 亿元，同比增长 22.4%；餐椅收入 1.46 亿元，同比增长 25.8%。公司产品类延伸效果显著，多品类发力助力公司成长。

**加强对外资本运作，提升公司竞争力。**（1）2 月 26 日，公司公告称其拟以自有资金 1.98 亿元投资居然之家 0.5447% 的股权，加强 C 端渠道布局。（2）2 月 28 日全资子公司顾家投资以 4156.5 万欧元收购德国软体家具企业 Rolf Benz 99.92% 股权，进一步提升公司竞争力。（3）3 月 22 日公司以 6500 万欧元收购意大利软体家具企业 Natuzzi 51% 股权，公司通过与 Natuzzi 建立合资公司，有望增加高端及中高端两个品牌系列（Natuzzi Italia 和 Natuzzi Editions），进一步丰富产品矩阵。（4）3 月 26 日顾家投资以 7727.63 万澳元收购澳大利亚零售家具企业 Nick Scali 13.63% 股权，扩大公司在澳洲的销售渠道。公司对外扩张加速，在丰富产品线的同时也逐步完善国际化布局，公司竞争力得到提升。（5）

10月15日，公司公告拟收购喜临门不低于23%股权，强强联手提升市占率，有望发挥渠道、品牌、供应链等方面的协同效应，进一步增强软体业务竞争优势。

**产能布局逐步完善，夯实增长基础。**公司华东二基地（嘉兴）于17年9月开工建设，预计18年底前竣工、2021年底前达纲，达纲时将拥有60万标准套软体家具产能，预计实现年营业收入28.80亿元。华中（黄冈）基地已经完成项目论证与选址，计划于今年7月底前开工建设，预计在2019年年底前竣工并投产，在2022年实现规划目标，届时华中基地将拥有年产60万标准套软体及400万方定制家居产能，有望实现年营业收入约30亿元。随着华东、华中、华北三地产能布局逐步完善，公司业务得到进一步巩固与增强。

我们看好公司在沙发、寝具、定制家具等业务领域的持续布局，同时门店优化、产能扩张和大宗业务有望助力公司成长，预计公司2018、2019、2020年能够实现基本每股收益2.46元、3.12元、3.87元，对应2018、2019、2020年PE分别为18X、15X、12X。维持公司“推荐”评级。

### 3、晨光文具：传统业务稳健发展，科力普等新业务渐入佳境

**传统业务稳健发展，前三季度较去年同期增长16%。**一方面，公司持续拓展经销渠道，目前已有“晨光系”零售终端超过7.6万家；另一方面，公司推动终端门店升级提升单店运营质量，提升精品文创占比改善产品结构，同时对新品提价，盈利能力有望稳中有升。

**新业务渐入佳境，前三季度晨光科力普、晨光科技、晨光生活馆新业务保持同比增长113%的高增速。**科力普方面，公司加强客户挖掘，政府、央企、金融企业等领域客户采购项目持续落地。此外，公司新设武汉、广州、成都双流分公司，正式进军华西和华中市场，配合成都华西仓和武汉华中仓已建成并正式运营，上述地区的经营效率有望进一步提升。晨光生活馆（含九木杂物社）方面，公司进一步拓展精品文创业务，截至6月底公司拥有约200家零售大店，实现营收1.18亿元，同比增长39%。晨光科技业务也在稳步推进中，截至6月底线上渠道淘系、京东及其他平台有效授权店铺超过1000家，线上分销渠道进一步得到拓展。

我们认为公司传统核心业务具备品牌和渠道护城河，看好科力普平台及生活馆模式的发展潜力，预计2018、2019、2020年实现基本每股收益0.88、1.11、1.38元，对应2018、2019、2020年PE分别为32X、25X、20X。维持公司“推荐”评级。

### 4、中顺洁柔：浆价下跌带来成本端改善，产品结构优化、渠道建设助力公司成长

**行业层面：**国内年人均用纸量为5.6kg，对比发达国家10-20kg的水平仍有较大提升空间。此外，木浆价格高企迫使中小产能因成本端压力退出，行业竞争格局持续改善。

**公司层面：**（1）渠道：持续推进渠道下沉，目前已拥有经销商2000余家，覆盖全国1100余个区县市，但对比恒安3000家的规模仍有提升空间；（2）产品：不断优化产品结构，公司毛利率明显改善。（3）产能：2017年底公司产能规模达到65万吨，未来还将新建北孝感20万吨、河北唐山5万吨、四川彭州5万吨产能，全国产能布局得到进一步完善。（4）成本：

需求方面，18年前十月国内纸及纸板产量同比下跌1.7%反映终端需求减弱。成品纸下游旺季不旺，后市整体需求或将依旧偏疲软。库存方面，目前港口库存压力大，青岛港、常熟港、保定库存均处在历年高位，同比去年翻倍增长。综合来看，木浆价格向上动力不足，四季度或将维持震荡下行趋势，公司成本端压力有望缓解。

产品结构优化、产能释放、渠道不断下沉有望驱动公司成长，预计公司2018、2019、2020年实现基本每股收益0.36、0.45、0.56元，对应2018、2019、2020年PE分别为23X、18X、15X。维持公司“推荐”评级。

## 五、风险提示

原材料价格上涨；房地产销售增速下行。

## 插图目录

图 1: 上周轻工制造板块指数上涨 0.44%，跑输大盘.....	4
图 2: 其他家用轻工和造纸板块表现较好.....	4
图 3: 轻工制造板块上周涨跌幅在 28 个一级子行业中位列第 16 名.....	4
图 4: 国内木浆价格近期明显下滑，近期有所反弹（元/吨）.....	5
图 5: 国废价格自 1 月开始下跌，近期有所反弹（元/吨）.....	5
图 6: 近期外废价格明显回落（元/吨）.....	6
图 7: 白板价格自 18 年 5 月开始下行，近期持平（元/吨）.....	6
图 8: 白卡价格自 18 年 4 月开始下行（元/吨）.....	6
图 9: 18 年年中以来箱板纸价持续下跌，近期回弹（元/吨）.....	7
图 10: 18 年年中以来瓦楞纸价持续下跌，近期持平（元/吨）.....	7
图 11: 18 年年中以来铜版纸价格明显下跌（元/吨）.....	7
图 12: 18 年年中以来双胶纸价格明显下跌（元/吨）.....	7
图 13: 2018 年 11 月以来溶解浆价格有所下跌（元/吨）.....	8
图 14: 16 年 3 月份以来 30 个大中城市周商品房销售套数及面积整体下行（套，左轴；万平方米）.....	8
图 15: 12 月 30 日至 1 月 6 日三线城市成交套数环比下降（套）.....	9
图 16: 12 月 30 日至 1 月 6 日三线城市成交面积环比下降（万平）.....	9

## 表格目录

表 1: 上市公司个股上周市场表现.....	5
------------------------	---

## 分析师与研究助理简介

**陈柏儒**，北京交通大学技术经济学硕士，2012年加盟民生证券研究院，从事轻工行业及上市公司研究。

**聂贻哲**，浙江大学工学硕士，2017年加入民生证券研究院，从事轻工行业及上市公司研究。

## 分析师承诺

作者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，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

## 评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测未来股价涨幅 15% 以上
	谨慎推荐	分析师预测未来股价涨幅 5%~15% 之间
	中性	分析师预测未来股价涨幅 -5%~5% 之间
	回避	分析师预测未来股价跌幅 5% 以上
行业评级标准		
以报告发布日后的 12 个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测未来行业指数涨幅 5% 以上
	中性	分析师预测未来行业指数涨幅 -5%~5% 之间
	回避	分析师预测未来行业指数跌幅 5% 以上

## 民生证券研究院：

北京：北京市东城区建国门内大街28号民生金融中心A座17层；100005

上海：上海市浦东新区世纪大道1239号世纪大都会1201A-C单元；200122

深圳：广东省深圳市深南东路 5016 号京基一百大厦 A 座 6701-01 单元；518001

## 免责声明

本报告仅供民生证券股份有限公司（以下简称“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。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。本公司也不对因客户使用本报告而导致的任何可能的损失负任何责任。

本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。

本公司在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或参与本报告所提及的公司的金融交易，亦可向有关公司提供或获取服务。本公司的一位或多位董事、高级职员或/和员工可能担任本报告所提及的公司的董事。

本公司及公司员工在当地法律允许的条件下可以向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务以及顾问、咨询业务在内的服务或业务支持。本公司可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。

未经本公司事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播本报告。本公司版权所有并保留一切权利。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。