



备货期促造纸原料价格小幅反弹， 目前需求尚未真正回暖

投资要点

- 上周行业主要数据回顾:** 出口:家具出口(以人民币计)11月同比增长**17.70%**,较上月增幅**3.97pp**, 1-11月同比增长**8.9%**; **造纸原材料:** 美废13#上周均价为**278.5**美元/吨(**-2.5**美元/吨); 漂白针叶浆-加拿大月亮上周均价**680**美元/吨(**-130**美元/吨); 漂白阔叶浆-巴西鸚鵡上周均价**780**元/吨(**+0**美元/吨); 化机浆-佳维上周均价**550**美元/吨(**+0**美元/吨); **原纸:** 灰底白板纸上周市场均价**4300**元/吨(**+0**元/吨); 白卡纸上周市场均价**4943.33**元/吨(**-123.34**元/吨); 瓦楞纸上周市场均价**3810.00**元/吨(**+16.50**元/吨); 铜版纸上周市场均价**5733.33**元/吨(**-240**元/吨); 双胶纸上周市场均价**6183.33**元/吨(**-160**元/吨); **房地产及家具:** 1-11月商品房销售面积累计增长**1.4%**, 家具零售累计同比增长**9.8%**; **金银珠宝:** 11月金银珠宝当月同比增长**5.6%**, 1-11月同比增长**8.1%**。
- 复盘情况:** 上周上证指数收**2553.83**(**+38.96**), 周涨幅**1.55%**。**轻工制造:** 上周轻工制造板块涨幅**2.37%**, 跑赢大盘**0.82pp**。上周包装印刷板块涨幅**1.06%**, 跑输大盘**0.49pp**; 家用轻工板块涨幅**2.66%**, 跑赢大盘**1.11pp**; 造纸以及珠宝首饰子板块涨跌幅分别为**3.34%**、**-0.18%**。
- 本周主要观点和重点关注个股:** 造纸方面, 临近春节备货期, 废纸价格率先开始反弹, 19年初至今废纸价格回升**5.5%**达到**2341**元/吨, 废纸系箱板/瓦楞纸在原材料支撑下止跌企稳, 部分小厂涨价幅度在**50**元/吨范围内。就持续性而言, 我们认为目前尚未到真正回暖期, 下周逐渐进入备货尾声, 纸厂方面的春节停机计划将集中公布, 部分纸厂陆续开始停止接单。我们认为下周废纸系价格以盘整为主。木浆系方面, 前期内盘价大幅回落, 与外盘价走势拉开差距, 近期受备货需求拉动, 期货价格上涨带动木浆现货报涨, 内盘价格提涨**30**元/吨至**5325**元/吨。外盘近期实单延续回落走势, 根据我们调研了解, 外盘浆报价虽未降低, 但实单价其实从12月开始已明显回落, 针叶目前**650-750**美元/吨, 阔叶目前**600-650**美元/吨, 1月实单成交还在下行。针叶浆由于参与者分散, 价格回落幅度更大; 而阔叶浆方面, 由于金鹰和鸚鵡进入到合并的关键阶段, 以挺价为主, 对外报价尚未下调, 且阔叶浆集中度高, 控盘能力相对较强, 但实单价已经松动下行。继续推荐以木浆为原料的生活用纸企业中顺洁柔(002511), 浆价下行有望带来利润率的持续反弹。家具方面, 家具企业基本目前尚未见好转, 在18Q1较高基数下我们对19Q1的表现偏谨慎, 但在近期政策面流动性放松后估值展现出较大弹性, 从估值修复角度我们建议关注帝欧家居(002798): 1) 直接绑定大房企, 如果房企的现金流好转, 那么之前市场对帝欧账期的担忧将大幅减弱, 估值压制将明显缓解; 2) 帝欧的基本面跟大房企绑定更为紧密, **beta**与地产的共振更强, 因此如果流动性宽松这一政策持续, 我们认为帝欧其实是家具板块里面有望实现双击的弹性标的。
- 风险提示:** 家具企业受地产限购影响营收下滑的风险; 各类纸品价格出现大幅波动的风险。

西南证券研究发展中心

分析师: 蔡欣

执业证号: S1250517080002

电话: 023-67511807

邮箱: cxin@swsc.com.cn

行业相对指数表现



数据来源: 聚源数据

基础数据

股票家数	124
行业总市值(亿元)	6,625.31
流通市值(亿元)	6,459.83
行业市盈率 TTM	18.08
沪深300市盈率 TTM	10.4

相关研究

- 轻工行业2019年投资策略: 聚焦分化、拥抱变化 (2018-11-18)
- 轻工行业三季报总结: 软体、包装盈利能力逐步修复, 关注业绩反弹标的 (2018-11-05)
- 轻工行业周报(10.15-10.21): 包装业绩向好, 利润拐点渐近 (2018-10-22)
- 轻工行业周报(10.8-10.14): 家具、造纸较平淡, 包装业绩逐步复苏 (2018-10-15)
- 轻工行业周报(9.3-9.9): 行业景气度短期承压, 看好家居工程业务和包装板块 (2018-09-10)
- 轻工行业中报总结: 家具增速趋缓, 包装景气向上, 造纸符合预期 (2018-09-03)

目 录

1 行业主要数据回顾	1
2 行业资讯	1
3 复盘情况	2
4 本周主要观点	3
5 推荐标的	4
6 上周组合回顾	4
7 风险提示	4

图 目 录

图 1：轻工制造行业涨跌幅前十的公司（%）	3
-----------------------------	---

表 目 录

表 1：轻工制造板块回顾	2
表 2：组合回顾	4

1 行业主要数据回顾

出口: 家具出口 (以人民币计) 11 月同比增长 17.7%; 1-11 月累计同比增长 8.9%;

软饮料: 2018 年 11 月软饮料生产累计同比增长 5.8%;

卷烟: 2018 年 11 月卷烟生产累计同比增长 1.6 %;

造纸原材料: 美废 13# 上周均价为 278.5 美元/吨 (-2.5 美元/吨); 漂白针叶浆-加拿大月亮上周均价 680 美元/吨 (-130 美元/吨); 漂白阔叶浆-巴西鸚鵡上周均价 780 元/吨 (+0 美元/吨); 化机浆-佳维上周均价 550 美元/吨 (+0 美元/吨);

原纸: 灰底白板纸上周市场均价 4300 元/吨 (+0 元/吨); 白卡纸上周市场均价 4943.33 元/吨 (-123.34 元/吨); 瓦楞纸上周市场均价 3810.00 元/吨 (+16.5 元/吨); 铜版纸上周市场均价 5733.33 元/吨 (-240 元/吨); 双胶纸上周市场均价 6183.33 元/吨 (-160 元/吨);

房地产及家具: 上周 (1 月 7 日-1 月 13 日) 30 大中城市商品房成交套数 28874 套, 环比变动-18.75%; 其中一、二、三线城市上周分别成交 5146/12511/11217 套, 环比变动 -11.47%/-20.81%/-19.45%。上周 30 大中城市商品房成交面积 297.62 万平方米, 环比变动 -22.00%; 其中一、二、三线城市上周分别成交 51.85/140.20/105.57 万平方米, 环比变动 -15.03%/-22.43%/ -24.48%。1-11 月商品房销售面积累计增长 1.4%, 家具零售累计同比增长 9.8%;

金银珠宝: 11 月金银珠宝当月同比增长 5.6%, 较上月上升 0.9pp; 累计同比增长 8.1%;

2 行业资讯

【宏观】12 月份, 全国居民消费价格环比与上月持平。其中, 城市和农村均与上月持平; 食品价格上涨 1.1%, 非食品价格下降 0.2%; 消费品和服务价格均与上月持平。全年全国居民消费价格上涨 2.1%。

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%。下半年制造业 PMI 持续下行, 12 月 PMI 更是跌至线下, 创 2016 年 3 月以来新低。全年来看, 上半年受 PPI 高位震荡、下调增值税税率、出口保持高景气度等因素的影响, 制造业 PMI 在 5 月达到全年高点 51.9%。随后受制于中美冲突发酵、国内需求走弱、PPI 同比下滑等, PMI 持续下行, 12 月 PMI 下滑至 49.4%, 已跌破荣枯线, 为近 30 个月首次低于 50%, 创下 2016 年 3 月以来新低。

【造纸】根据中国造纸协会统计数据预测, 2018 年全年造纸行业总产量约为 10300 万吨, 同比下降 7.5%, 全行业表观消费量 10380 万吨, 同比下降 4.7%。纸浆总产量约为 7100 万吨, 同比下降 11%, 纸浆总消费量约为 9300 万吨, 同比下降 7.5%。

2018 年 11 月 27 日, 中国期货市场第 50 个商品期货品种——纸浆期货正式在上海期货交易场所上市。上市首日, SP1906 等六类首批合约挂盘基准价 5980 元/吨, 开盘后持续走低, 午后跌停。在接下来的交易日中, 纸浆期货价格持续震荡下行, 以主力 SP1906 合约为例,

2018年11月27日, 合约挂盘基准价为5980元/吨, 截至今年1月3日, 收盘价为5082元/吨, 在一个多月时间内, 跌幅达15%。

【地产】日前, 融360大数据研究院发布的监测数据显示, 2018年12月全国首套房贷款平均利率为5.68%, 相当于基准利率1.159倍, 环比11月下降0.53%。

2018年初, 共有46家房企制定千亿目标, 一年后有13家房企销售额首次跨过千亿大关, 千亿房企数量达到了30家, 无论扩容数量还是绝对数量都刷新历史记录。市场层面, 全年销售额突破14万亿元大关, 同样创造历史新高。证券机构普遍预测, 2019年房地产市场规模将下降2-5个百分点。易居中国执行总裁丁祖昱也认为, 短期内千亿房企将维持在30-35家左右。

【家居】由商务部流通业发展司、中国建筑材料流通协会共同发布的全国建材家居景气指数BHI 11月份全国建材家居景气指数(BHI)为90.81, 环比下降10.73点, 同比下降1.25点。全国规模以上建材家居卖场11月销售额为842.6亿元, 环比下降13.16%, 同比上涨1.04%。2018年1-11月累计销售额为8742.3亿元, 同比上涨4.14%。

家居建材领域有一个衡量指标叫BHI, 这是全国建材家居景气指数的简称, 是由商务部流通业发展司、中国建筑材料流通协会共同发布的建材家居终端卖场景气度指数。根据最新发布的BHI数据显示, 11月份BHI指数为90.81, 环比下降10.73%, 同比下降1.25%, 全国规模以上建材家居卖场11月销售额为842.6亿元, 环比下降13.16%。相关部门解读, 继“金九银十”旺季不旺后, 11月全国建材家居市场进入传统冬日淡季, BHI环比大幅走低。通过统计近三年BHI指数走势发现, 从去年开始全国建材家居景气指数整体明显下降了—一个档位, 这显示出家居卖场背后的艰难困境。

3 复盘情况

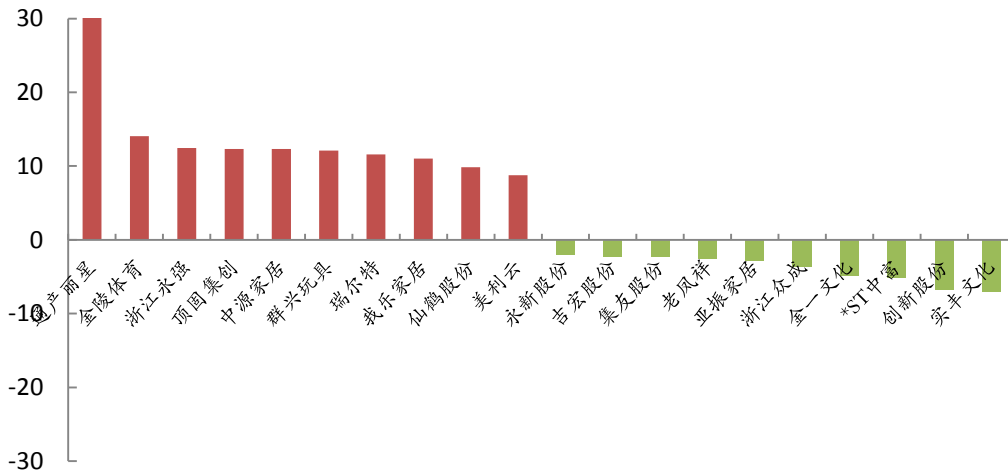
上周上证指数收**2553.83 (+38.96)**, 周涨幅**1.55%**。上周轻工制造板块涨幅**2.37%**, 跑赢大盘**0.82pp**。

上周包装印刷板块涨幅**1.06%**, 跑输大盘**0.49pp**; 家用轻工板块涨幅**2.66%**, 跑赢大盘**1.11pp**; 造纸以及珠宝首饰子板块涨跌幅分别为**3.34%**、**-0.18%**。

表 1: 轻工制造板块回顾

子板块	前一周涨幅%	上周涨幅%	本月涨幅%	本年涨幅%
SW 造纸 II	0.54%	3.34%	3.91%	3.91%
SW 珠宝首饰	1.02%	-0.18%	0.84%	0.84%
SW 家用轻工	-0.08%	2.66%	2.58%	2.58%
SW 包装印刷 II	1.23%	1.06%	2.30%	2.30%
SW 轻工制造	0.44%	2.37%	2.82%	2.82%
上证综指	0.84%	1.55%	2.40%	2.40%

数据来源: Wind, 西南证券整理

图 1: 轻工制造行业涨跌幅前十的公司 (%)


数据来源: Wind、西南证券整理

4 本周主要观点

造纸方面, 临近春节备货期, 废纸价格率先开始反弹, 19年初至今废纸价格回升 5.5% 达到 2341 元/吨, 废纸系箱板/瓦楞纸在原材料支撑下止跌企稳, 部分小厂涨价幅度在 50 元/吨范围内。就持续性而言, 我们认为目前尚未到真正回暖期, 据向纸企经销商了解, 下周逐渐进入备货尾声, 纸厂方面的春节停机计划将集中公布, 部分纸厂陆续开始停止接单。我们认为下周废纸系难现大涨, 价格以盘整为主。木浆系方面, 前期内盘价大幅回落, 与外盘价走势拉开差距, 近期受备货需求拉动, 期货价格上涨带动木浆现货报涨, 内盘价格提涨 30 元/吨至 5325 元/吨。外盘近期实单延续回落走势, 根据我们调研了解, 外盘浆报价虽未降低, 但实单价其实从 12 月开始已明显回落, 根据我们询问国内贸易商的情况, 针叶目前 650-750 美元/吨, 阔叶目前 600-650 美元/吨, 1 月实单成交还在下行。针叶浆由于参与者分散, 价格回落幅度更大; 而阔叶浆方面, 由于金鱼和鹦鹉进入到合并的关键阶段, 以挺价为主, 对外报价尚未下调, 且阔叶浆集中度高, 控盘能力相对较强, 但实单价已经松动下行。继续推荐以木浆为原料的生活用纸企业中顺洁柔(002511), 股权激励出炉表现出公司对未来三年收入端稳定增长有较强信心, 浆价下行有望带来利润率的持续反弹。

家具方面, 家具企业基本面前尚未见好转, 在 18Q1 较高基数下我们对 19Q1 的表现偏谨慎, 但在近期政策面流动性放松后估值展现出较大弹性, 从估值修复角度我们建议关注帝欧家居(002798), 认为是弹性较大的标的: 1) 直接绑定大房企, 如果房企的现金流好转, 那么之前市场对帝欧账期的担忧将大幅减弱, 估值压制将明显缓解; 2) 帝欧的基本面跟大房企绑定更为紧密, beta 与地产的共振更强, 因此如果流动性宽松这一政策持续, 我们认为帝欧其实是家具板块里面有望实现双击的弹性标的。目前定制家具板块尚未看到明显实质的改善, Q3 增速相比 Q2 仍在下行趋势中, 增速放缓暂未见底。从预收款指标来看, Q3 增速继续向下, 预示行业 Q4 和明年 Q1 增速未见明显起色。从中长期看, 定制行业增速从高增长转中增长, 但仍是成长最快的细分领域。具有成本控制力、多渠道引流能力、品类拓展能力、渠道下沉能力的企业会在行业下行期抢占更多市场份额, 规模优势叠加, 定制龙头仍是值得左侧布局的标的。软体家具方面, 较定制家具好的是受渠道分流影响小, 但受贸易战的不确定影响大, 9 月加税之后的边际影响尚待观察, 90 天后 2000 亿美元产品清单的关

税是否上升至 25% 还不确定，因此短期也偏谨慎。从中长期角度继续看好软体家具龙头如顾家家居，随着内销渠道逐步扩张，集中度快速提升，海外市场对利润的影响逐步减弱，多品类多渠道扩张，完善的公司治理有望塑造绝对龙头。

包装方面，在过去两年纸价上涨迅猛，供给偏紧，小厂原材料压力加大，客户向大厂集中。在经历过去年环保出清和盈利能力出清的两个阶段后，中大型包装厂进入收购整合阶段，集中度持续提升，且受益于原材料包装纸价格回落，板块利润率逐步修复，板块景气度有望持续。

5 推荐标的

帝欧家居 (002798)：1) 产能扩张+营销网络优化，上市后开店速度明显加快，洁具业务保持稳健增长；2) 收购瓷砖巨头欧神诺，丰富公司在高端建材领域布局，渠道上充分协同，发挥欧神诺工程销售渠道拓展精装房市场的优势；3) 欧神诺工程业务占比 50% 以上，与碧桂园、万科、恒大等有深入合作基础，将充分受益房企龙头集中度提升趋势，工程业务未来三年都有望保持高速增长。同时公司在广西、江西新建产能，预计 2020 年完全投产，年产量将达到 5000 万方，产能大幅扩容，产能瓶颈消除。

中顺洁柔 (002511)：1) 18 年全球木浆有新增产能投产 (约 300-400 万吨)，对目前浆价会形成一定冲击，有效降低生产成本，盈利能力有进一步提升空间；2) 公司高毛利产品占比迅速上升，产品结构逐步优化；3) 全新的营销团队完成磨合，股权激励绑定核心利益，建立覆盖全国大部分地 (县) 级城市的营销网络，在县、镇实施渠道下沉策略，提升全国市场竞争力。4) 浆价下行利润弹性快速释放。

6 上周组合回顾

轻工制造板块上周涨幅 2.37%。上周组合中的个股，中顺洁柔跌 0.37%，帝欧家居涨 0.93%。组合单周收益 0.56%，跑输行业 1.81pp。

表 2：组合回顾

公司名称	占比	20 日涨跌幅	周涨跌幅	市值	收盘价 (元, 1/11)
中顺洁柔	50%	-8.03%	-0.37%	105 亿	8.13
帝欧家居	50%	-3.84%	0.93%	50.18 亿	13.02

数据来源：西南证券整理

7 风险提示

家具企业受地产限购影响终端销售下滑的风险；各类纸品价格出现大幅波动的风险。

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

投资评级说明

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
	增持：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-10%以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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保持在最新状态。同时，本公司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。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心**上海**

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 B 座 16 楼

邮编：100033

重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	黄丽娟	地区销售副总监	021-68411030	15900516330	hlj@swsc.com.cn
	张方毅	高级销售经理	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	汪文沁	高级销售经理	021-68415380	15201796002	wwq@swsc.com.cn
	王慧芳	高级销售经理	021-68415861	17321300873	whf@swsc.com.cn
	涂诗佳	销售经理	021-68415296	18221919508	tsj@swsc.com.cn
	杨博睿	销售经理	15558686883	15558686883	ybz@swsc.com.cn
	丁可莎	销售经理	021-68416017	13122661803	dks@swsc.com.cn
北京	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	路剑	高级销售经理	010-57758566	18500869149	lujian@swsc.com.cn
	张岚	高级销售经理	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	刘致莹	销售经理	010-57758619	17710335169	liuzy@swsc.com.cn
广深	王湘杰	销售经理	0755-26671517	13480920685	wxj@swsc.com.cn
	余燕伶	销售经理	0755-26820395	13510223581	yyi@swsc.com.cn
	花洁	销售经理	0755-26673231	18620838809	huaj@swsc.com.cn
	孙瑶瑶	销售经理	0755-26833581	13480870918	sunyaoyao@swsc.com.cn
	陈霄 (广州)	销售经理	15521010968	15521010968	chenxiao@swsc.com.cn