

轻工制造

造纸基本面悄然迎来三击复苏

造纸:当前行业底部价格认同逐步形成,国际主流阔叶浆供应商鸚鵡金魚合并后宣布挺价以振信心,前期被做空的针叶品种供应商 ILIM 亦宣布 2 月提价 10-20 美金/吨,产业链价格底部或已出现。春节后季节性需求旺季,结合当前下游库存低位,一季度中期,下游有望迎来一波补库进程,产业链库存下移有望推动价格上涨。

晨鸣纸业流动性边际改善。行业龙头公司晨鸣纸业今日宣布将金融业务剥离上市公司,公司现金流压力或边际改善,造纸行业价格修复阻力消除。

当前库存低位存在补库空间。春节后季节性需求旺季,结合当前下游库存低位,一季度中期,下游有望迎来一波补库进程,产业链库存下移有望推动价格上涨。

木浆系造纸行业上市公司估值已到历史低点,具备安全边际。太阳纸业 PB1.3 倍,历史最低 1.2 倍,最高 2.6 倍,四季度利润年化 ROE13%;晨鸣纸业 A, PB0.65 倍,华泰股份 PB0.7 倍,主流木浆系造纸上市公司估值已具备相当安全边际,加之近期有望迎来盈利向上复苏趋势。**建议关注:太阳纸业。**

家居:皮阿诺官宣五年战略,关注差异化带来增量增效。面对商品房销售增速放缓,家居行业渠道分裂日益明显,皮阿诺提出未来五年差异化发展战略。针对商品房销售增速放缓,定制家居行业竞争加剧,皮阿诺提出以差异化产品直面行业现状,同主打刚需市场的友商错位竞争。面对当前定制家居行业渠道分化,传统零售、整装、精装、互联网家装并行。皮阿诺提出升级门店,以新产品及经营方式赋能标杆经销商以形成传导作用。

风险提示:宏观经济增长不及预期致需求大幅下滑风险,原材料价格波动风险。

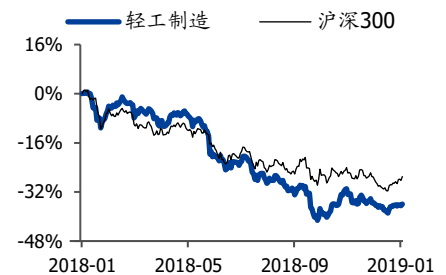
重点标的

股票代码	股票名称	投资评级	EPS (元)				PE			
			2017A	2018E	2019E	2020E	2017A	2018E	2019E	2020E
603816	顾家家居	增持	1.92	2.52	3.31	4.14	24.98	19.04	14.49	11.59
603833	欧派家居	增持	3.09	4.05	5.15	6.55	29.15	22.24	17.49	13.75
603008	喜临门		0.72	0.92	1.23	1.61	13.2	10.4	7.7	5.9
002831	裕同科技		2.33	2.34	2.99	3.74	16.6	16.5	12.9	10.3
002228	合兴包装		0.13	0.46	0.35	0.43	35.2	10.0	13.1	10.7
600308	华泰股份		0.58	0.72	0.8	0.88	7.8	6.3	5.7	5.1
002078	太阳纸业		0.78	0.95	1.11	1.25	7.8	6.4	5.5	4.9

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: 造纸龙头回归主业, 利好造纸板块》2019-01-17
- 《轻工制造: 二片罐提价在即, 奥瑞金迎盈利拐点》2019-01-13
- 《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 》2019-01-07



内容目录

一、周度观点	3
1.1、造纸：基本面悄然迎来三击复苏	3
1.2、家居：皮阿诺官宣五年战略，关注差异化带来增量增效	4
二、轻工造纸行业周数据	4
2.1 各纸种价格变化情况	4
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: 铜版纸价格变化趋势 (元/吨)	4
图表 2: 双胶纸价格变化趋势 (元/吨)	4
图表 3: 白卡纸价格变化趋势 (元/吨)	5
图表 4: 白板纸价格变化趋势 (元/吨)	5
图表 5: 箱板纸价格变化趋势 (元/吨)	5
图表 6: 瓦楞纸价格变化趋势 (元/吨)	5
图表 7: 木浆价格变化趋势 (元/吨)	6
图表 8: 国废价格变化趋势 (元/吨)	6
图表 9: 国际进口浆价格变化趋势 (美元/吨)	6
图表 10: 美废价格变化趋势 (美元/吨)	6
图表 11: 期货结算价(连续):纸浆 (单位: 元/吨)	6
图表 12: 期货持仓量:纸浆 (单位: 手)	6
图表 13: 家具零售额 (亿元) 及同比增速 (%)	7
图表 14: 建材家居卖场销售额 (亿元) 及同比增速 (%)	7
图表 15: 商品房销售面积 (万平方米) 及同比增速 (%)	7
图表 16: 住宅销售面积 (万平方米) 及同比增速 (%)	7
图表 17: 板材价格变化趋势	7
图表 18: 五金材料价格变化趋势	7

一、周度观点

1.1、造纸：基本面悄然迎来三击复苏

木浆系：木浆现货价格本周上涨 84.00 元/吨至 5,409 元/吨；铜版纸本周下跌 200.00 元/吨至 5,533.33 元/吨，双胶纸本周下跌 133.33 元/吨至 6,050.00 元/吨；白卡纸本周持平在 4,943.33 元/吨，白板纸本周上涨 37.50 元/吨至 5,337.50 元/吨。

废纸系：国废价格本周下跌 37.80 元/吨至 2,302.92 元/吨；箱板纸本周上涨 33.34 元/吨至 4,576.67 元/吨，瓦楞纸本周上涨 37.50 元至 3,857.50 元/吨。

纸浆期货：本周五主力合约结算价为 5,346 元/吨，较上周五上涨 1.05%；持仓量为 16.326 万手，较上周五上涨 0.80%。

首推太阳纸业，华泰股份，关注晨鸣纸业估值修复

行至一月，造纸行业盈利能力已跌至极限区域，产业底部价格认同形成，节后有望迎来一波补库。与此同时，全球木浆主要供应商或宣布挺价，部分前期被做空品种供应商 2 月宣布提价出厂，木浆价格或短期见底回升；国内造纸龙头晨鸣纸业近期宣布剥离金融业务，现金流压力边际改善可期，行业价格修复阻力消除。当前造纸行业迎来“三击”复苏。

供需层面，经历了接近一年的下游去库进程，当前行业渠道及下游包装印刷厂库存已行至低位，行业盈利也已降至极限区域。我们预计龙头公司太阳纸业四季度盈利对应年化 ROE 水平仍有 13% 左右，但行业中多数中小企业已陷入亏损，我们判断，行业盈利已经见底；加之上游木浆价格年初迎来企稳回升迹象，南美阔叶巨头鹦鹉金鱼合并后宣布挺价，目前市场的低价报盘，将形成无现货格局，前期做空主力品种针叶供应商 ILIM 也宣布 2 月出货价格上提 10-20 美元，目前产业链多方或已形成底部价格认同，上涨预期显现，我们判断春节前后或迎来一波下游补库进程。

期货层面，近期 SP1906 主力合约已从最低点 4906 反弹至 5418，幅度超过 10%，市场做空情绪边际减弱，信心恢复。我们预计期货合约短期或迎来震荡格局，等待现货价格选择方向，我们判断长期趋势依旧向上。

上市公司方面：

太阳纸业当前 1.3 倍 PB，预计四季度盈利情况年化 ROE 水平在 13% 左右，年化 PE 在 10 倍左右，2019 年老挝一期 30 万吨溶解浆（可转产 50 万吨阔叶化学浆），供应海南自贸区的 80 万吨箱板瓦楞纸，以及本部 50 万吨半化学浆即将陆续达产，老挝二期 40 万吨废纸浆及 80 万吨箱板瓦楞纸项目亦将按计划投产，未来两年业绩增长动力依旧。

华泰股份当前 0.7 倍 PB，公司新闻纸产品已被国务院认定为国家战略储备物资，我们预计外废进口逐年缩减的趋势下，华泰的外废额度将得以保证，成本优势仍在保持，新闻纸产品将构成公司底层利润，其他工业纸种价格修复将为公司业绩带来向上弹性。

晨鸣纸业 A 当前 0.65 倍 PB，公司近期已从战略层面宣布将金融业务剥离出上市公司，以降低财务杠杆高企带来的偿债压力增大以及大量债务续期带来的现金流压力。我们认为，剥离金融业务，短期将给公司带来资产减值损失风险，但因此，行业价格修复将去除一重大阻力，利好整个造纸板块盈利复苏。

造纸产业链上游竞争格局稳固，供需平稳，供应节奏可控，终端消费属性强，需求相对稳定，加之源头再生制浆材资源未来5年大概率成匮乏趋势，而南美供应商对原始森林的开采亦将困难重重，木浆的稀缺资源属性趋势性增强，产业链产品整体价格中枢上移的趋势或将持续，短期的库存波动以及期货上市带来的预期波动导致的库存及价格波动并不影响产业链长期走强趋势。**建议关注：太阳纸业、华泰股份、晨鸣纸业。**

1.2、家居：皮阿诺官宣五年战略，关注差异化带来增量增效

经营情况：公司2018前三季度营业总收入7.77亿元，同比提升40.21%；归母净利润1.02亿元，同比提升45.91%，衣柜及大宗业务放量增速明显。

面对商品房销售增速放缓，家居行业渠道分裂日益明显，皮阿诺提出未来五年差异化发展战略。针对商品房销售增速放缓，定制家居行业竞争加剧，皮阿诺提出以差异化产品直面行业现状，做强功能品类（超级收纳），做强工艺品类（烤漆、提升配置），同主打刚需市场的友商错位竞争。在当前市场部分定制家居企业降价的背景下，公司提出对部分产品提价20%-30%，对该部分产品的材料、设计等方面进行全方面升级。当前定制家居行业渠道分化，传统零售、整装、精装、互联网家装并行。在传统零售门店方面，皮阿诺提出优先升级20%门店以之作为标杆进行全盘传导，以先进经营方式、新产品对标杆门店赋能。互联网家装所面对的主流价格带，对主打中高端市场的定制家居品牌商冲击并不明显，公司在互联网家装的匹配价格带实施战略布局。

二、轻工造纸行业周数据

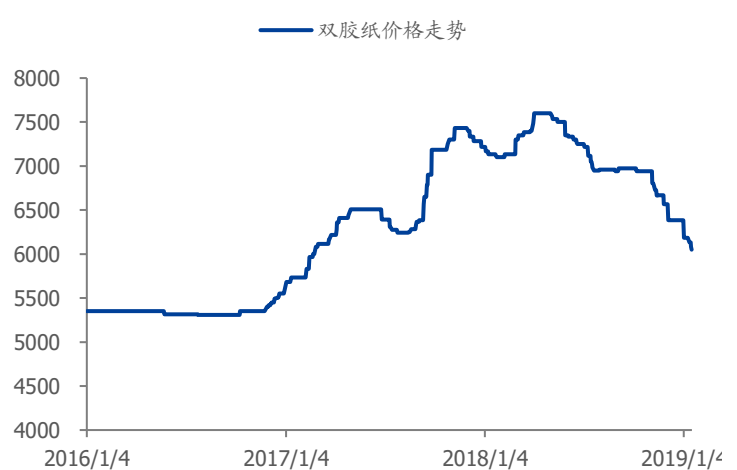
2.1 各纸种价格变化情况

图表1：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2：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3: 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4: 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5: 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6: 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 7: 木浆价格变化趋势 (元/吨)



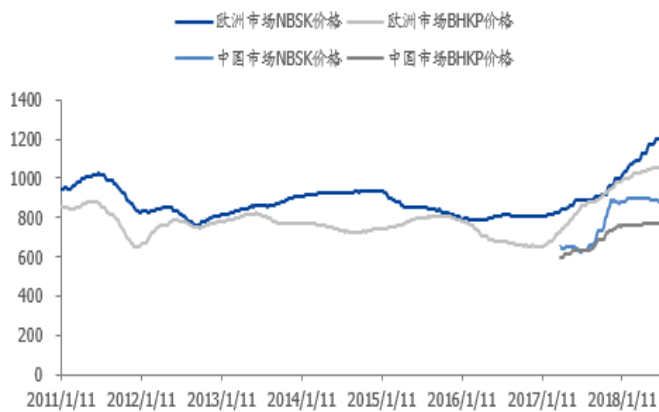
资料来源: 纸业联讯、国盛证券研究所

图表 8: 国废价格变化趋势 (元/吨)



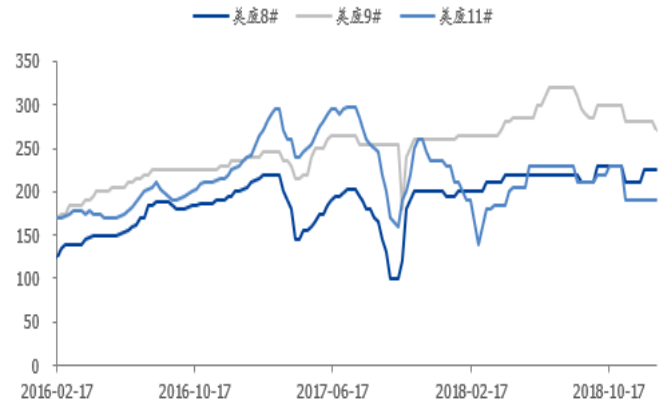
资料来源: 纸业联讯、国盛证券研究所

图表 9: 国际进口浆价格变化趋势 (美元/吨)



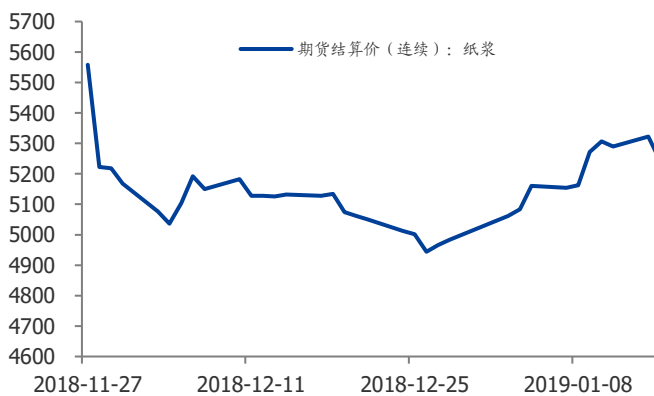
资料来源: Bloomberg、国盛证券研究所

图表 10: 美废价格变化趋势 (美元/吨)



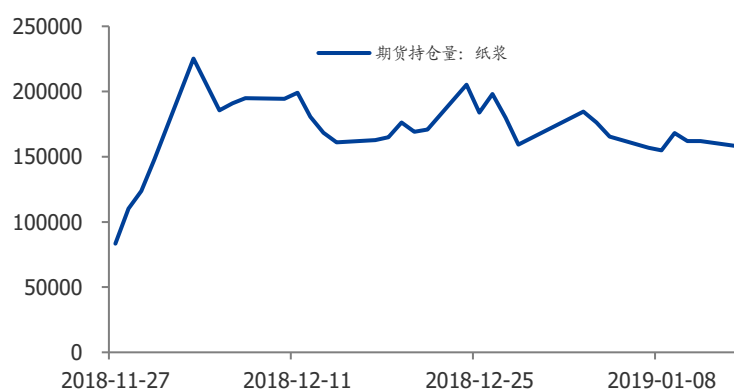
资料来源: 纸业联讯、国盛证券研究所

图表 11: 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

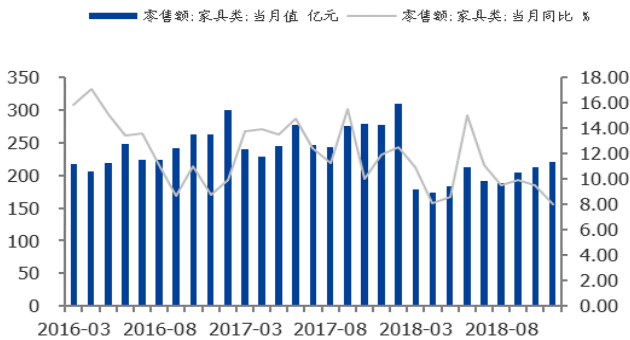
图表 12: 期货持仓量:纸浆 (单位: 手)



资料来源: Wind、国盛证券研究所

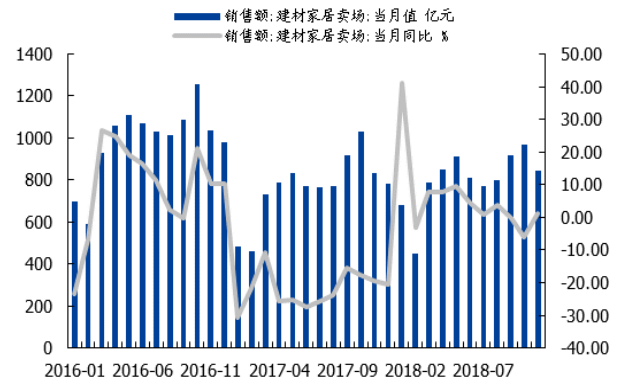
三、轻工家居行业周数据

图表 13: 家具零售额 (亿元) 及同比增速 (%)



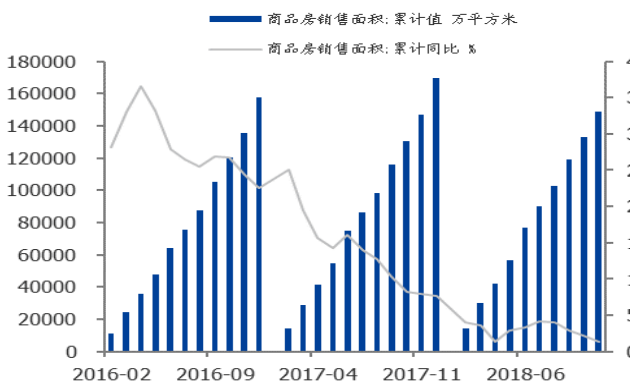
资料来源: Wind、国盛证券研究所

图表 14: 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 15: 商品房销售面积 (万平方米) 及同比增速 (%)



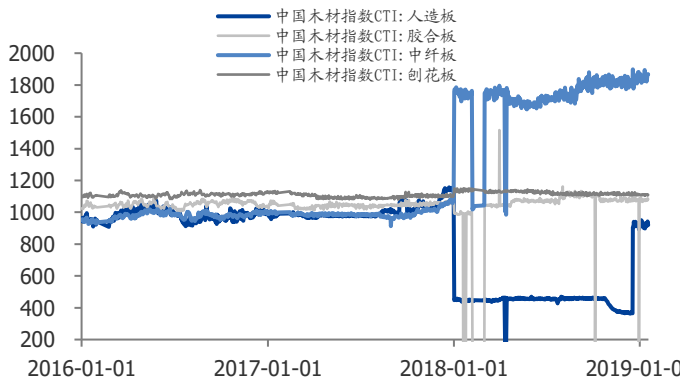
资料来源: Wind、国盛证券研究所

图表 16: 住宅销售面积 (万平方米) 及同比增速 (%)



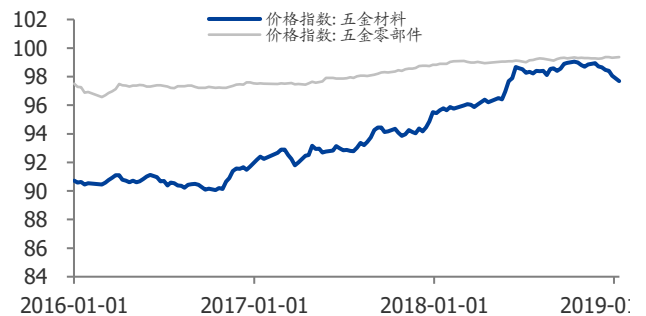
资料来源: Wind、国盛证券研究所

图表 17: 板材价格变化趋势



资料来源: Wind、国盛证券研究所

图表 18: 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

宏观经济增长不及预期致需求大幅下滑风险，原材料价格波动风险。

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