

轻工制造

证券研究报告

2019年01月22日

成品纸库存及开工率下降，纸价浆价继续回落——包装&造纸数据报告 201901 期

投资评级

行业评级

强于大市(维持评级)

上次评级

强于大市

作者

范张翔

分析师

SAC 执业证书编号: S1110518080004
fanzhangxiang@tfzq.com

李杨

分析师

SAC 执业证书编号: S1110518110004
liyong@tfzq.com

武楠

联系人

wnan@tfzq.com

我们本月推出天风轻工造纸包装板块大数据跟踪报告，对于影响造纸包装板块本面的主要数据情况做详细的梳理和解读。数据体系由四个部分构成，分别是行业驱动力指标、行业运行指标、上下游交叉验证指标、原材料价格指标。

我们使用的数据的亮点在于：驱动力指标中，加入了 3C 产品季度出货量；交叉验证指标中，加入了洁柔、维达等线上销售额，并且利用线上交易价格对四大生活用纸品牌调价情况进行跟踪；原材料价格指标中，采用卓创资讯和纸业联讯的数据对木浆、成品纸的价格、产量、库存进行深度跟踪。

12 月社会消费品零售额环比略有改善，但未见明显拐点，造纸包装整体需求仍有压力。18 年 12 月全国社会零售总额 3.59 万亿元，同比上升 8.2%；1-12 月全国社会消费品零售总额累计值 38.10 万亿元，同比上升 9.0%。分品类来看，18 年 12 月粮油食品/烟酒类/化妆品零售额同比增速 11.3%/8.4%/1.9%，1-12 月同比增速 10.2%/7.4%/9.6%。包装纸下游必选消费品粮油食品稳步增长，可选消费品中烟酒类零售额 12 月回升，化妆品零售额增长放缓。

18 年受到宏观经济环境影响，成品纸产量下滑。18 年 11 月机制纸及纸板产量 979.7 万吨，同比下降 7.16%；1-11 月机制纸及纸板累计产量 10748.1 万吨，同比下降 7.26%。18H2 开始纸厂开工率降低，18Q4 逐步进入去库存阶段，成品纸库存量开始下降。同时春节临近，纸厂停机检修增加，11-12 月成品纸开工率进一步降低。纸厂库存量已处于相对低位，春节结束后订单逐步恢复，处于相对低位的包装纸纸价有望修复反弹。

从四大生活用纸品牌淘宝全网销售来看，销量和销售额排名顺序为维达、心相印、清风、洁柔。我们就四大品牌挑选可比 SKU 进行调价情况跟踪，就 18 年 12 月调价情况来看，未观测到明显的价格下调趋势。洁柔和心相印个品类产品价格均保持不变；清风卷纸和抽纸价格围绕稳定价格变动，手帕纸价格维稳；维达三个品类产品均调价频繁，其中抽纸和手帕纸 12 月底价格下调，较原稳定价格分别下降 7.5%/4.8%。

日本市场销售不及预期，18Q3 菲莫 IQOS 出货量和净收入出现下滑。菲莫国际 RRP 类产品（IQOS+电子烟）18Q3 净收入 823 百万美元，同比下降 13.1%；加热烟草产品 18Q3 出货量 86.52 亿支，同比下降 11%，环比下降 21%。

受下游消费疲软影响，用于中高端的包装的白板白卡需求不畅，18 年 12 月白板白卡价格环比同比均回落，白卡纸价降至近三年低位，利好中高端纸包装企业。18 年 12 月，白板纸 4830 元/吨，环比下降 1.5%，同比下降 5.5%；白卡纸 5667 元/吨，环比下降 3.4%，同比下降 19.2%。箱板瓦楞纸价同比下滑；春节来临前，箱板瓦楞纸厂停机增加，叠加传统旺季，纸价格环比出现小幅回升。18 年 12 月，箱板纸 4235 元/吨，环比上升 0.6%，同比下降 6.4%；瓦楞纸 4995 元/吨，环比上升 1.8%，同比下降 7.9%。

原材料价格方面，自 11 月内外盘木浆价格持续下调，国内木浆港口库存处在历史高位，木浆进口量同比下降，自 11 月全球木浆出运量开始回落，表明国内和全球木浆需求均较为疲软，对后市浆价支撑力度不足。受下游需求疲软影响，国废价格回落，进入去库存阶段，目前库存天数已处于历史地位，未来价格反弹可能性大。金属包装原材料马口铁价格维稳，铝价回落。

风险提示：原材料价格上涨；汇率波动；下游需求不足

行业走势图



资料来源：贝格数据

相关报告

- 1 《轻工制造-行业研究周报:如何看家居板块春季躁动行情?推荐工业大麻产业解读及越南调研深思考》 2019-01-21
- 2 《轻工制造-行业专题研究:医用领域工业大麻解析》 2019-01-17
- 3 《轻工制造-行业点评:越南深思考:实业稳健,楼市喧嚣》 2019-01-16



内容目录

天风轻工数据报告框架和特点	5
造纸包装行业驱动力指标.....	6
造纸包装整体需求：12 月社会消费品零售额环比略有改善	6
箱板瓦楞和纸包装需求回暖：12 月快递业务量同比增长强劲	7
白板白卡和彩盒包装：智能手机和平板电脑需求疲弱，智能音箱增长强劲	8
造纸行业运行指标	10
18 年成品纸产量和开工率下滑，18Q4 进入去库存阶段.....	10
国内造纸成本上涨推升进口量，贸易战影响下出口量下滑	12
18 年造纸行业固定资产增加，收入利润下降.....	14
交叉验证指标.....	15
生活用纸——四季度终端售价没有提降价趋势.....	15
文具——18 年 12 月晨光文具线上销售增长强劲.....	20
新型烟草——18Q3 IQOS 在日本销售不及预期，出货量下滑	20
原材料价格数据.....	21
纸包装原材料——白卡纸价降至近三年低位，传统旺季下箱板瓦楞纸价小幅回升	22
木浆——库存高位缺乏需求端支撑，内外盘浆价均下降.....	23
废纸——国废库存降至低位，价格反弹可能性大.....	26
金属包装原材料——马口铁价格维稳，铝价回落.....	27

图表目录

图 1：18 年前 12 个月全国社会消费品零售总额 38.10 万亿元，同比上升 9.0%.....	6
图 2：18 年前 12 个月粮油食品零售额 13776 亿元，同比上升 10.2%.....	6
图 3：18 年前 12 个月烟酒类零售额 3873 亿元，同比上升 7.4%	7
图 4：18 年前 12 个月化妆品零售额 2619 亿元，同比上升 9.6%	7
图 5：前 12 个月空调累计产量分别为 14,952.9 万台，同比增长 4.20%.....	8
图 6：前 12 个月规模以上快递业务量 507.10 亿件，同比上升 26.60%.....	8
图 7：排名前五品牌手机单季度出货量情况	8
图 8：18 年智能手机单季度出货量同比变动情况	8
图 9：排名前五品牌平板电脑单季度出货量情况.....	9
图 10：18 年平板电脑单季度出货量同比变动情况.....	9
图 11：排名前五品牌智能音箱单季度出货量情况	10
图 12：18 年智能音箱单季度出货量同比变动情况.....	10
图 13：前 11 个月机制纸及纸板产量 10748.1 万吨，同比下降 7.26%。.....	11
图 14：白板纸、白卡纸、箱板纸、瓦楞纸、生活用纸月度产量同比增速	11
图 15：白板纸、白卡纸、箱板纸、瓦楞纸社会库存量当月值同比变动情况	11
图 16：生活用纸、箱板纸、瓦楞纸、白板纸、白卡纸行业月度开工率	12
图 17：18 年前 11 个月纸及纸板进口量累计 588 万吨，同比上升 38.68%	13
图 18：18 年 11 月铜版纸/双胶纸进口量分别同比下滑 36.0%/23.7%.....	13

图 19: 18 年 11 月白板纸/箱板纸/瓦楞纸进口量分别同比变动-23.3%/6.5%/-51.0%.....	13
图 20: 18 年前 11 个月纸及纸板出口量累计 523 万吨, 同比下降 13.41%	14
图 21: 18 年 11 月铜版纸/双胶纸出口量分别同比下滑 11.3%/20.7%.....	14
图 22: 18 年 11 月箱板纸/瓦楞纸出口量分别同比下滑 37.3%/33.8%, 白板纸出口量持平	14
图 23: 18 年 11 月造纸行业固定资产投资完成额累计值 2991.36 亿元, 同比上升 6.2%。	15
图 24: 18 年 11 月造纸行业营业收入累计值 13053 亿元, 同比下降 8.55%。	15
图 25: 18 年 11 月造纸行业利润总额累计值 710.3 亿元, 同比下降 23.99%。	15
图 26: 18 年维达、心相印、清风、洁柔淘宝全网月销量情况	16
图 27: 18 年维达、心相印、清风、洁柔全网月销量环比变动情况。	16
图 28: 18 年维达、心相印、清风、洁柔淘宝全网月销售额情况.....	16
图 29: 18 年维达、心相印、清风、洁柔淘宝全网月销售额环比变动情况。	16
图 30: 四大品牌卷纸日度价格监测.....	18
图 31: 四大品牌抽纸日度价格监测.....	18
图 32: 四大品牌手帕纸日度价格监测	19
图 33: 18 年 12 月晨光文具天猫旗舰店销量 55.47 万件, 同比上升 50.8%。	20
图 34: 18 年 12 月晨光文具天猫旗舰店销售额 1227.95 万元, 同比上升 41.7%	20
图 35: 18 年菲莫加热产品 Q3 出货量 86.52 亿支, 同比下降 11%。	21
图 36: 18 年菲莫国际 RRP 类产品 Q1-3 累计净收入 2970 百万美元, 同比上升 48.7%。	21
图 37: 菲莫国际 HTU 市占率.....	21
图 38: 18 年 12 月白板纸 4830 元/吨, 环比下降 1.5%, 同比下降 5.5%	22
图 39: 18 年 12 月白卡纸 5667 元/吨, 环比下降 3.4%, 同比下降 19.2%.....	22
图 40: 18 年 12 月箱板纸 4235 元/吨, 环比上升 0.6%, 同比下降 6.4%	23
图 41: 18 年 12 月瓦楞纸 4995 元/吨, 环比上升 1.8%, 同比下降 7.9%	23
图 42: 18 年 12 月进口针叶浆/阔叶浆价格下降	23
图 43: 国内港口木浆库存情况.....	24
图 44: 18 年针叶浆前 11 个月进口量 705.13 万吨, 同比上升 2.58%。	24
图 45: 18 年阔叶浆前 11 个月进口量 1020.96 万吨, 同比上升 9.89%.....	24
图 46: 19 年 1 月外盘浆报价下调.....	24
图 47: 全球木浆、针叶浆、阔叶浆库存天数变动情况.....	25
图 48: 18 年前 11 个月全球木浆出运量为 4662.7 万吨, 同比上升 1.86%。	25
图 49: 全球针叶浆、阔叶浆出运量当月值变动情况.....	25
图 50: 18 年 12 月国废黄纸板 2011 元/吨, 环比下降 6.5%。	26
图 51: 纸厂废旧黄板纸库存天数变动情况	26
图 52: 本周美废 ONP、OCC 价格走势.....	26
图 53: 马口铁价格走势.....	28
图 54: 铝价格走势	28
表 1: 造纸包装板块数据跟踪指标	5
表 2: 洁柔、维达、心相印、清风可比 SKU.....	17

表 3：进口废纸配额表27

天风轻工数据报告框架和特点

我们本月推出天风轻工造纸包装板块大数据跟踪报告，对于影响造纸包装板块本面的主要数据情况做详细的梳理和解读。数据体系由四个部分构成，分别是行业驱动力指标、行业运行指标、上下游交叉验证指标、原材料价格指标。

我们使用的数据的亮点在于：驱动力指标中，加入了 3C 产品季度出货量；交叉验证指标中，加入了洁柔、维达等线上销售额，并且利用线上交易价格对四大生活用纸品牌调价情况进行跟踪；原材料价格指标中，采用卓创资讯和纸业联讯的数据对木浆、成品纸的价格、产量、库存进行深度跟踪。

表 1：造纸包装板块数据跟踪指标

指标	频率	数据来源
一、造纸包装行业驱动力指标		
社会消费品零售总额	月	国家统计局
零售额：书报杂志类、粮油食品类、烟酒类、化妆品类	月	国家统计局
空调、冰箱、洗衣机产量	月	产业在线
规模以上快递业务量	月	国家邮政局
全球手机、平板电脑、智能音箱出货量	季度	IHS、IDC、Strategy Analytics
二、造纸行业运行指标		
成品纸产量	月	国家统计局
成品纸社会库存量	月	卓创资讯
成品纸开工率	月	卓创资讯
纸及纸板进出口量	月	海关总署
造纸行业固定资产投资完成额	月	国家统计局
造纸及纸制品业收入	月	国家统计局
造纸及纸制品业利润	月	国家统计局
三、交叉验证指标		
洁柔、维达、心相印、清风淘宝全网销量和销售额	月	淘数据
洁柔、维达、心相印、清风可比 SKU 价格追踪	日	淘数据
晨光文具天猫旗舰店销量和销售额	日	淘数据
IQOS 出货量和市占率	季度	PMI 公司公告
四、原材料价格		
造纸板块		
内盘木浆价格	月	卓创资讯
国内木浆港口库存	月	卓创资讯
国内木浆进口量	月	Wind
外盘木浆价格	月	卓创资讯
全球木浆库存天数	月	纸业联讯
全球木浆出运量	月	Wind
国废黄板纸价格	月	卓创资讯
国废黄板纸库存天数	月	卓创资讯
美废 ONP8#、OCC11#价格	周	纸业联讯
废纸进口审批配额	半月	固废化学品管理网
包装板块		
纸包装：白板、白卡、箱板、瓦楞纸价	月	纸业联讯
金属包装：马口铁、铝	周/日	Wind

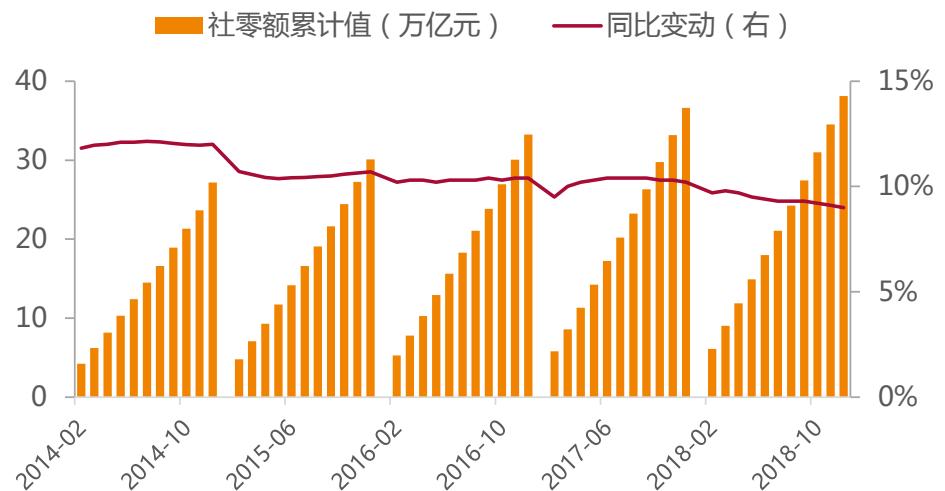
资料来源：天风证券研究所

造纸包装行业驱动力指标

造纸包装整体需求：12月社会消费品零售额环比略有改善

12月社会消费品零售额环比略有改善。18年12月全国社会零售总额3.59万亿元，同比增长8.2%，环比提升0.1pct；1-12月全国社会消费品零售总额累计值38.10万亿元，同比上升9.0%，增速比前11个月下降0.1pct。对于19年消费的增长，我们认为可以观察减税政策，企业降薪裁员的情况和就业率情况。

图1：18年前12个月全国社会消费品零售总额38.10万亿元，同比上升9.0%

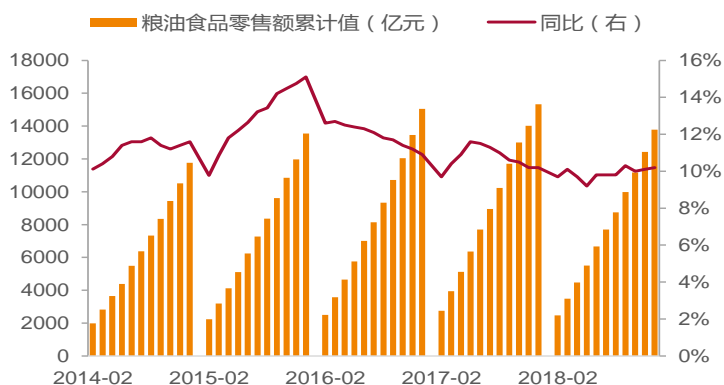


资料来源：国家统计局，天风证券研究所

分品类零售数据来看，包装纸下游必选消费品粮油食品稳步增长，可选消费品中烟酒类零售额12月回升，化妆品零售额增长放缓。

18年12月粮油食品零售额1403亿元，同比上升11.3%；1-12月粮油食品零售额累计值13776亿元，同比上升10.2%，增速比前11个月增长0.1pct。

图2：18年前12个月粮油食品零售额13776亿元，同比上升10.2%

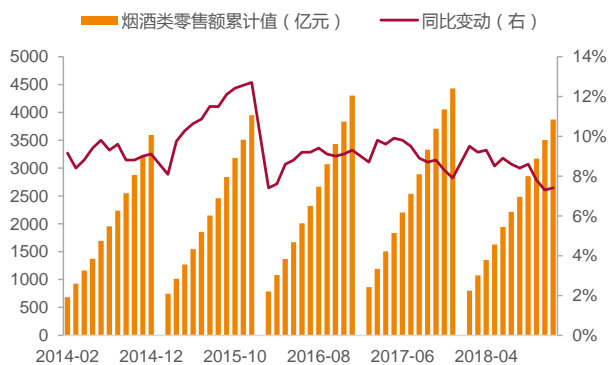


资料来源：国家统计局，天风证券研究所

18年12月烟酒类零售额394亿元，同比上升8.4%；1-12月烟酒类零售额累计值3873亿元，同比上升7.4%，增速比前11个月上升0.1pct。

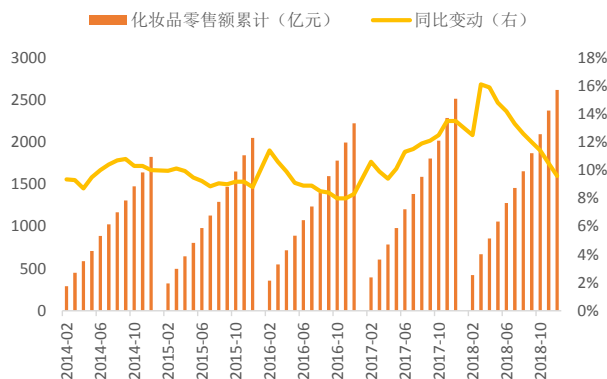
18年12月化妆品零售额247亿元，同比上升1.9%；1-12月化妆品零售额累计值2619亿元，同比上升9.6%，增速比前11个月下降0.9pct。

图3：18年前12个月烟酒类零售额3873亿元，同比上升7.4%



资料来源：国家统计局，天风证券研究所

图4：18年前12个月化妆品零售额2619亿元，同比上升9.6%



资料来源：国家统计局，天风证券研究所

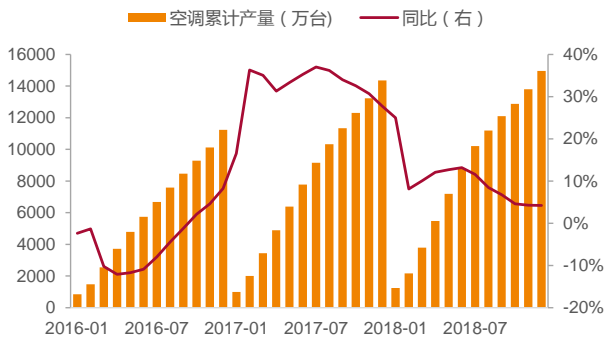
箱板瓦楞和纸包装需求回暖：12月快递业务量同比增长强劲

18年11月冰箱和空调产量增长回暖。18年12月空调产量为1157万台，同比增长3.18%；1-12月空调累计产量分别为14,952.9万台，同比增长4.20%。

18年12月快递业务量增长强劲。18年12月规模以上快递业务量54.18亿件，同比上升28.99%；1-12月规模以上快递业务量累计值507.10亿件，同比上升26.60%，

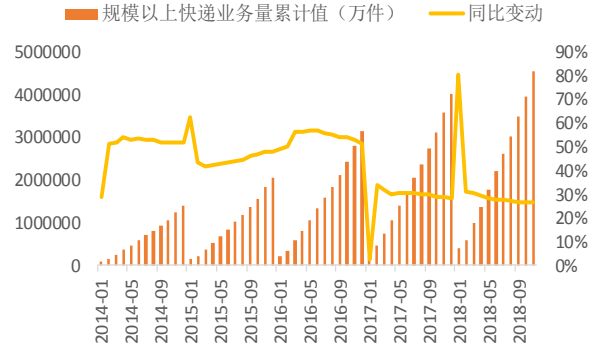
增速比前 11 个月上升 0.28pct。

图 5: 前 12 个月空调累计产量分别为 14,952.9 万台, 同比增长 4.20%



资料来源: 产业在线, 天风证券研究所

图 6: 前 12 个月规模以上快递业务量 507.10 亿件, 同比上升 26.60%



资料来源: 国家邮政局, 天风证券研究所

白板白卡和彩盒包装: 智能手机和平板电脑需求疲弱, 智能音箱增长强劲

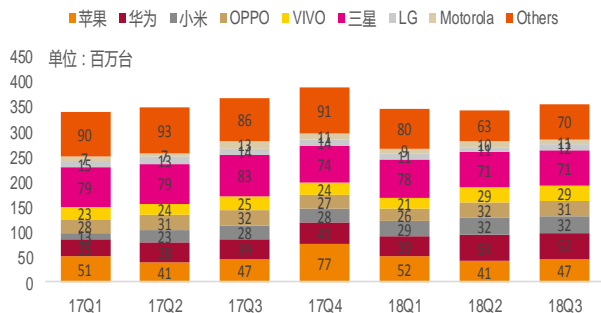
3C 产品包装以白板白卡纸为主, 就不同品类来看, 智能手机和平板电脑 18 年全球出货量都呈现下降趋势, 新崛起智能音箱全球出货量增长强劲。表明全球智能手机和平板电脑市场逐步饱和, 但新推出的电子产品增长强劲, 仍将支撑纸包装市场增长。就各品类的细分品牌来看, 国产品牌华为、小米、VIVO、阿里巴巴和百度均增长强劲。

从 18Q3 单季度情况来看, 智能手机全球出货量 258.4 百万台, 同比下降 3.3%。排名前五的品牌, 苹果/华为/小米/OPPO/VIVO 出货量分别为 46.9/52/32.4/31.2/28.9 百万台, 同比变动 0.4%/33%/17.4%/-1.3%/13.8%。

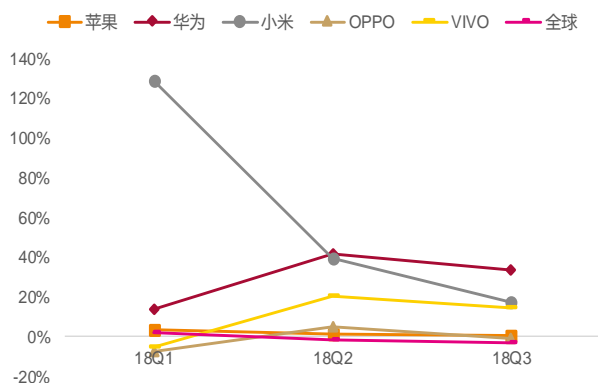
从 18Q1-3 累计情况来看, 智能手机全球出货量 1043.80 百万台, 同比下降 1.2%, 增速较 Q1-2 下降 1.2pct。排名前五的品牌, 苹果/华为/小米/OPPO/VIVO 出货量分别为 140.4/ 145.5/ 93.8/ 89/ 78.7 百万台, 同比变动 1.4%/ 29.8%/ 47.7%/-1.3%/ 9.8%。

图 7: 排名前五品牌手机单季度出货量情况

图 8: 18 年智能手机单季度出货量同比变动情况



资料来源: IHS, 天风证券研究所



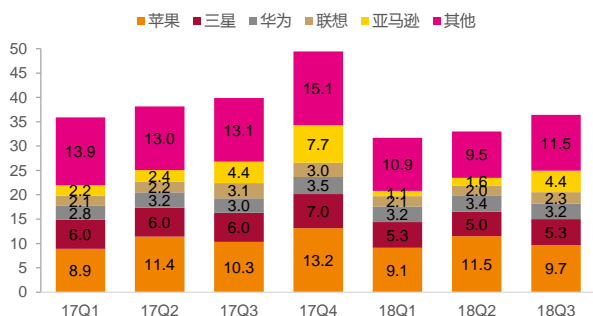
资料来源: IHS, 天风证券研究所

从18Q3单季度情况来看,平板电脑全球出货量36.4百万台,同比下降8.6%。排名前五的品牌,苹果/三星/华为/联想/亚马逊出货量分别为9.7/5.3/3.2/2.3/4.4百万台,同比变动-6.1%/-11.4%/7.1%/-24.5%/-0.4%。

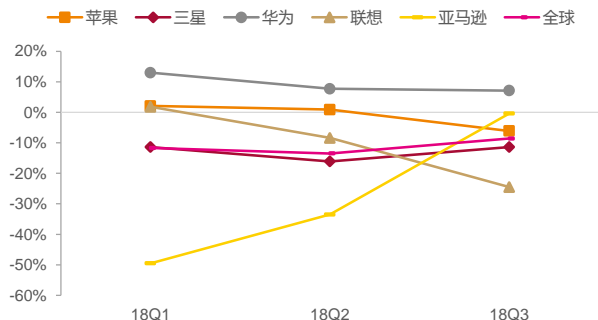
从18Q1-3累计情况来看,平板电脑全球出货量101.1百万台,同比下降11.2%,增速较Q1-2上升1.4pct。排名前五的品牌,苹果/三星/华为/联想/亚马逊出货量分别为30.3/15.6/9.8/6.4/7.1百万台,同比变动-1.1%/-13.0%/9.2%/-12.3%/-21.1%。

图9: 排名前五品牌平板电脑单季度出货量情况

图10: 18年平板电脑单季度出货量同比变动情况



资料来源: IDC, 天风证券研究所



资料来源: IDC, 天风证券研究所

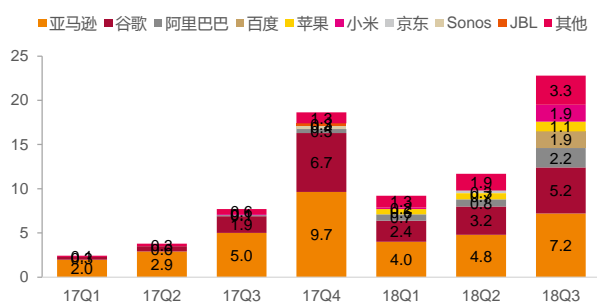
从18Q3单季度情况来看,智能音箱全球出货量22.8百万台,同比上升195.7%。排名前五的品牌,亚马逊/谷歌/阿里巴巴/百度/小米/苹果出货量分别为7.2/5.2/2.2/1.9/1.9/1.1百万台,同比变动44.0%/173.7%/1692.0%/-/1800%/- (百度和

苹果去年同期未销售智能音响)。

从 18Q1-3 累计情况来看，智能音箱全球出货量 43.7 百万台，同比增长 213.7%。

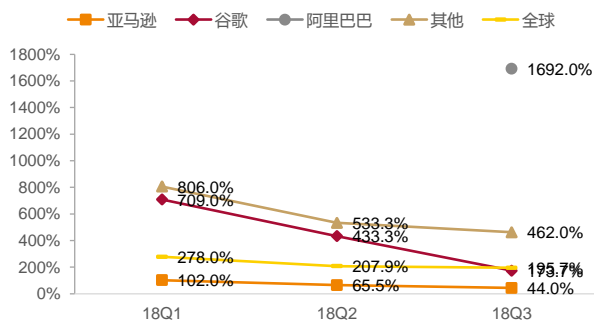
排名前三的品牌，亚马逊/谷歌/阿里巴巴出货量分别为 16.0/10.8/3.7 百万台，同比增长 61.9%/286.2%/2913.8%。

图 11：排名前五品牌智能音箱单季度出货量情况



资料来源：Strategy Analytics，天风证券研究所

图 12：18 年智能音箱单季度出货量同比变动情况



资料来源：Strategy Analytics，天风证券研究所

造纸行业运行指标

18 年成品纸产量和开工率下滑，18Q4 进入去库存阶段

18 年受到宏观经济环境影响，成品纸产量下滑。18H2 开始纸厂开工率降低，18Q4 逐步进入去库存阶段，成品纸库存量开始下降。同时春节临近，纸厂停机检修增加，11-12 月成品纸开工率进一步降低。纸厂库存量已处于相对低位，预计春节结束后订单逐步恢复，处于相对低位的包装纸纸价有望修复反弹。

18 年以来机制纸及纸板产量持续下滑。18 年 11 月机制纸及纸板产量 979.7 万吨，同比下降 7.16%；1-11 月机制纸及纸板累计产量 10748.1 万吨，同比下降 7.26%，增速比前 10 个月上升 1.18pct。（预计 12 月数据将于 1 月 25 日后更新）

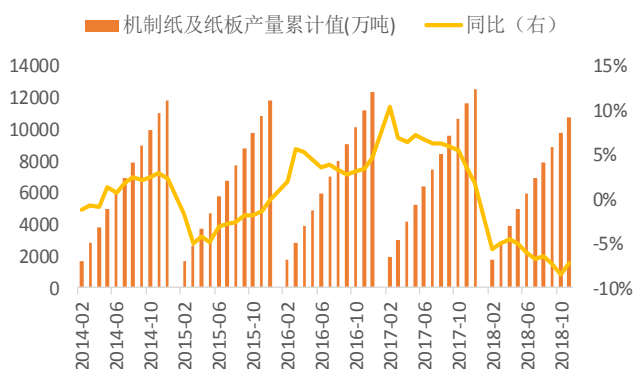
分纸种来看，18 年生活用纸和白卡纸产量出现增长，白板和箱板瓦楞纸产量持续下降。18 年 12 月白板纸产量分别为 73.00 万吨，同比下降 17.98%；1-12 月累计产量 860 万吨，同比下降 6.22%。12 月白卡纸产量 53.00 万吨，同比上升 6%；1-12 月累计

产量 691 万吨，同比下降 0.72%。

18 年 12 月生活用纸产量 75.10 万吨，同比下降 7.28%；1-12 月累计产量 926.68 万吨，同比下降 0.68%。

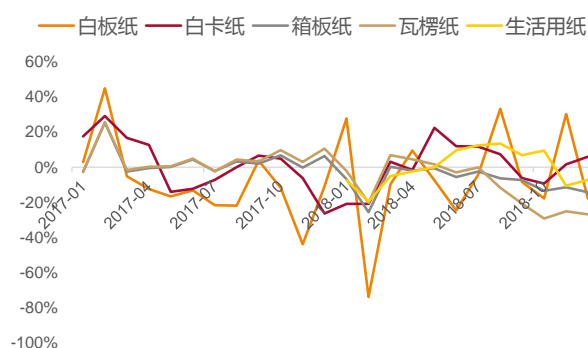
18 年 12 月箱板纸产量 191.96 万吨，同比下降 14.28%；1-12 月累计产量 2,373.38 万吨，同比下降 7.95%。12 月瓦楞纸产量 147.16 万吨，同比下降 26.90%；1-12 月累计产量 2,012.24 万吨，同比下降 10.79%。

图 13:前 11 个月机制纸及纸板产量 10748.1 万吨,同比下降 7.26%。



资料来源：国家统计局，天风证券研究所

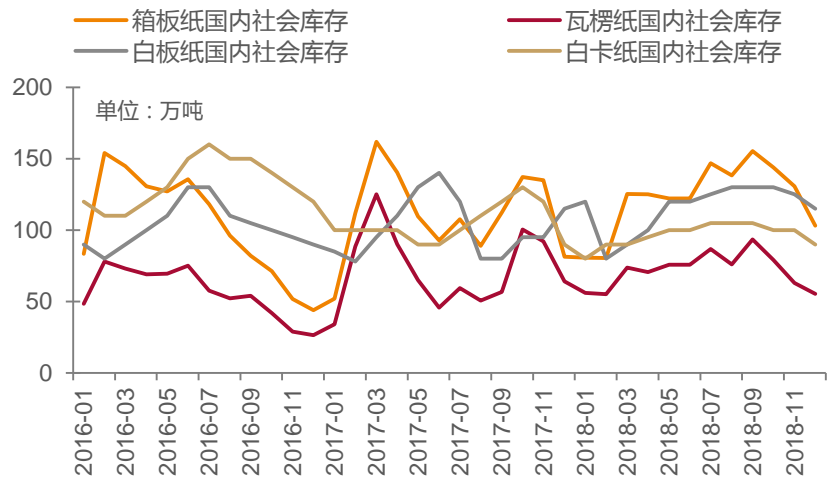
图 14: 白板纸、白卡纸、箱板纸、瓦楞纸、生活用纸月度产量同比增速



资料来源：卓创资讯，天风证券研究所

从库存情况来看，18H1 经历库存积压上升，下半年进入去库存阶段，成品纸库存逐步回落。截止 18 年 12 月，箱板纸社会库存量 103 万吨，同比增长 26.7%；瓦楞纸社会库存量 55 万吨，同比下降 13.4%；白板纸社会库存量 115 万吨，持平 17 年；白卡纸社会库存量 90 万吨，持平 17 年。

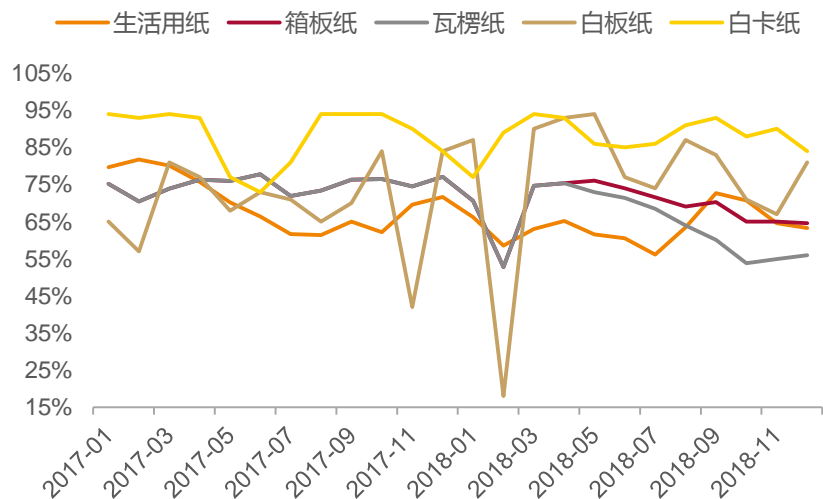
图 15: 白板纸、白卡纸、箱板纸、瓦楞纸社会库存量当月值同比变动情况



资料来源：卓创资讯，天风证券研究所

从开工率情况来看，18年成品纸开工率有所下滑，12月传统旺季下开工率环比略有改善，但仍在低位。18年12月生活用纸行业开工率63.29%，同比下降8.37pct；18年12月箱板纸行业开工率64.57%，同比下降-12.53pct；18年12月瓦楞纸行业开工率56.00%，同比下降3.00pct；18年12月白板纸行业开工率81%，同比下降3%；18年12月白卡纸行业开工率84%，持平17年。

图 16：生活用纸、箱板纸、瓦楞纸、白板纸、白卡纸行业月度开工率



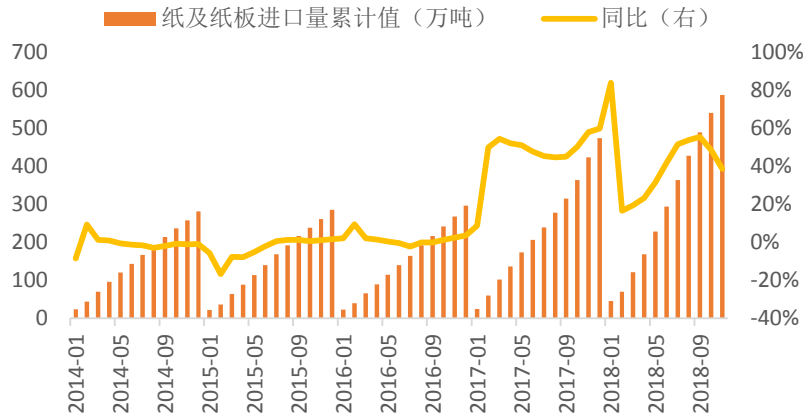
资料来源：卓创资讯，天风证券研究所

国内造纸成本上涨推升进口量，贸易战影响下出口量下滑

17年和18年上半年，受禁废令和环保督查等影响，国内成品纸成本上涨，纸价维持高位，进口成品纸价格优势显现，18年成品纸进口量维持高增长，17年高基数

下, 10月起进口量增速回落。纸及纸板 18 年 11 月进口量 47 万吨, 同比下降 21.67%;
1-11 月纸及纸板累计进口量 588 万吨, 同比上升 38.68%, 较前 10 个月增速下降 9.95pct。

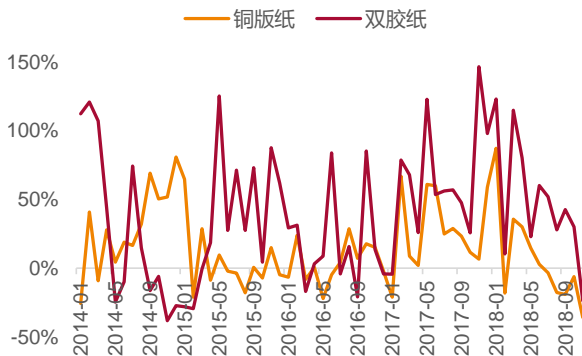
图 17: 18 年前 11 个月纸及纸板进口量累计 588 万吨, 同比上升 38.68%



资料来源: 卓创资讯, 天风证券研究所

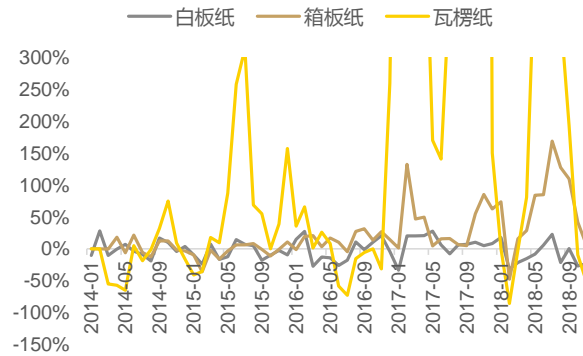
分纸种来看, 箱板瓦楞纸和双胶纸进口量增加明显, 且箱板纸进口量绝对值较大, 对国内市场形成一定冲击。18 年 11 月铜版纸当月进口量 2.28 万吨, 同比下降 35.95%; 18 年 11 月双胶纸当月进口量 4.74 万吨, 同比下降 23.71%; 18 年 11 月箱板纸当月进口量 11.8 万吨, 同比上升 6.48%; 18 年 11 月瓦楞纸当月进口量 6.39 万吨, 同比下降 50.97%; 18 年 11 月白板纸当月进口量 4.6 万吨, 同比下降 23.33%。(预计 12 月数据将于 1 月 25 日后更新)

图 18: 18 年 11 月铜版纸/双胶纸进口量分别同比下滑 36.0%/23.7%



资料来源: Wind, 天风证券研究所

图 19: 18 年 11 月白板纸/箱板纸/瓦楞纸进口量分别同比变动 -23.3%/6.5%/-51.0%

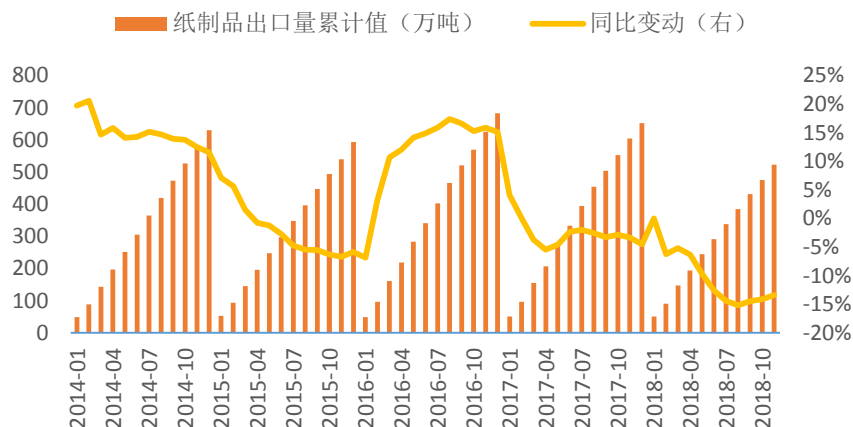


资料来源: Wind, 天风证券研究所

受贸易战影响, 18 年以来成品纸出口情况持续下滑。纸及纸板 18 年 11 月出口量

48 万吨，同比下降 5.88%；1-11 月纸及纸板累计出口量 523 万吨，同比下降 13.41%，较前 10 个月增速上升 0.69pct。（预计 12 月数据将于 1 月 25 日后更新）

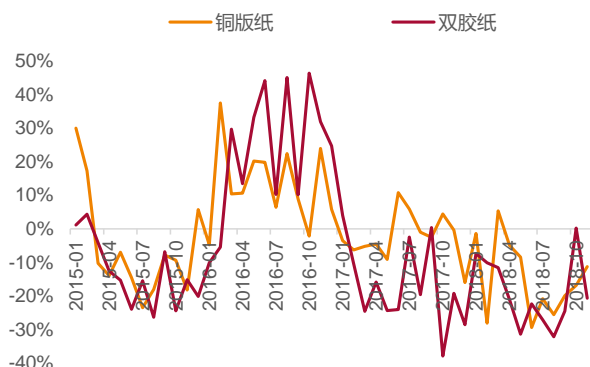
图 20：18 年前 11 个月纸及纸板出口量累计 523 万吨，同比下降 13.41%



资料来源：卓创资讯，天风证券研究所

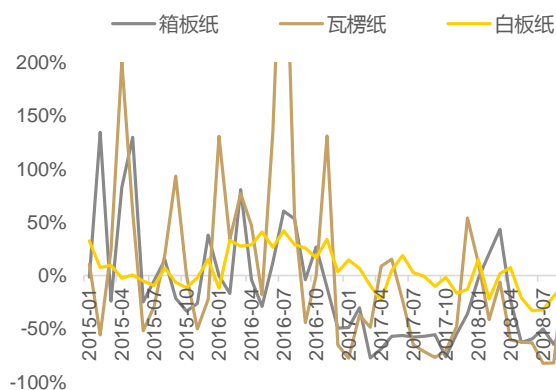
分纸种来看，各纸种出口量均持续下滑，进一步增加国内纸厂需求端压力。18 年 11 月铜版纸当月出口量 12.76 万吨，同比下降 11.26%；18 年 11 月双胶纸当月出口量 5.82 万吨，同比下降 20.69%；18 年 11 月箱板纸当月出口量 0.23 万吨，同比下降 37.27%；18 年 11 月瓦楞纸当月出口量 0.19 万吨，同比下降 33.83%；18 年 11 月白板纸当月出口量 15 万吨，持平 17 年。（预计 12 月数据将于 1 月 25 日后更新）

图 21：18 年 11 月铜版纸/双胶纸出口量分别同比下滑 11.3%/20.7%



资料来源：海关总署，天风证券研究所

图 22：18 年 11 月箱板纸/瓦楞纸出口量分别同比下滑 37.3%/33.8%，白板纸出口量持平



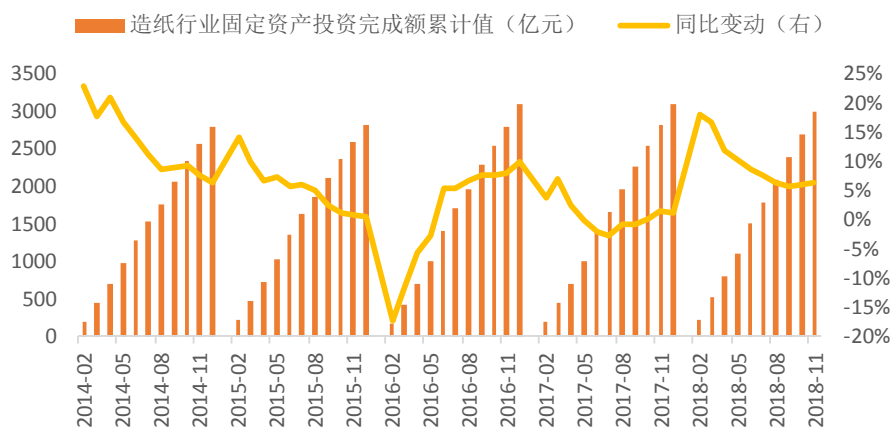
资料来源：海关总署，天风证券研究所

18 年造纸行业固定资产增加，收入利润下降

18 年造纸行业固定资产投资增加，考虑建设周期 12~18 个月，预计 19 年产能逐

步释放，供给端压力增大。18年11月造纸行业固定资产投资完成额301.99亿元，同比增加8.95%；1-11月造纸行业固定资产投资完成额累计值2991.36亿元，同比上升6.2%。（预计12月数据将于1月25日后更新）

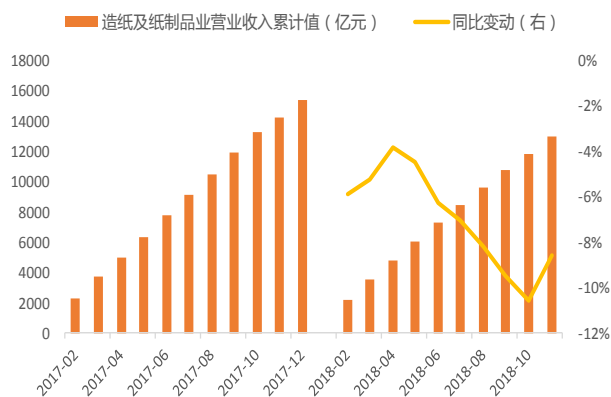
图 23：18年11月造纸行业固定资产投资完成额累计值2991.36亿元，同比上升6.2%。



资料来源：国家统计局，天风证券研究所

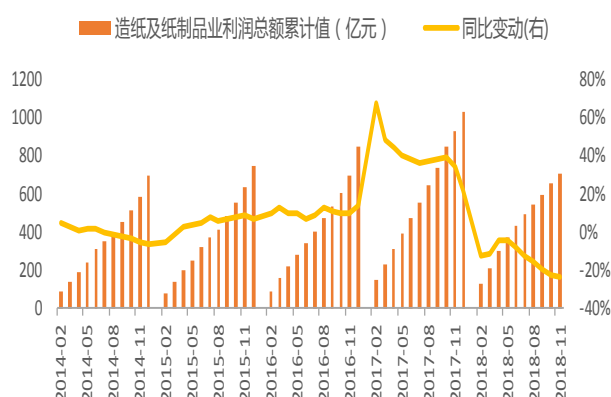
18年造纸行业收入和利润持续下滑。18年11月造纸行业营业收入1169亿元，同比增长18.79%；1-11月，造纸行业营业收入累计值13053亿元，同比下降8.55%。18年11月造纸行业利润总额53.6亿元，同比下降37.31%；1-11月造纸行业利润总额累计值710.3亿元，同比下降23.99%。（预计12月数据将于1月25日后更新）

图 24：18年11月造纸行业营业收入累计值13053亿元，同比下降8.55%。



资料来源：国家统计局，天风证券研究所

图 25：18年11月造纸行业利润总额累计值710.3亿元，同比下降23.99%。



资料来源：国家统计局，天风证券研究所

交叉验证指标

生活用纸——四季度终端售价没有提降价趋势

从四大生活用纸品牌淘宝全网（包括天猫超市、各自旗舰店、专营店等所有淘宝店铺）销售来看，销量和销售额排名顺序为维达、心相印、清风、洁柔：

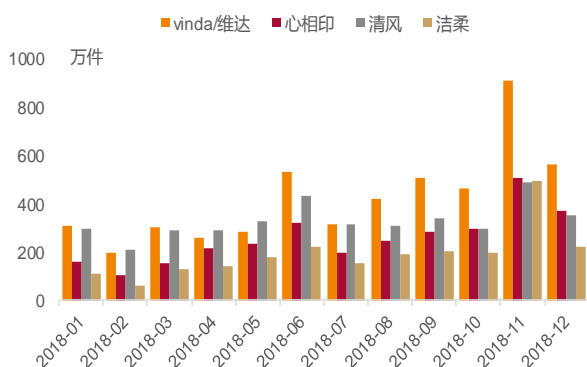
维达 18年12月销量565.18万件，前12个月累计销量5071.07万件；12月销售额2.52亿元，前12个月累计销售额19.69亿元。

心相印 18年12月销量369.56万件，前12个月累计销量3086.96万件；12月销售额1.64亿元，前12个月累计销售额13.31亿元。

清风 18年12月销量348.99万件，前12个月累计销量3942.98万件；12月销售额1.62亿元，前12个月累计销售额17.15亿元。

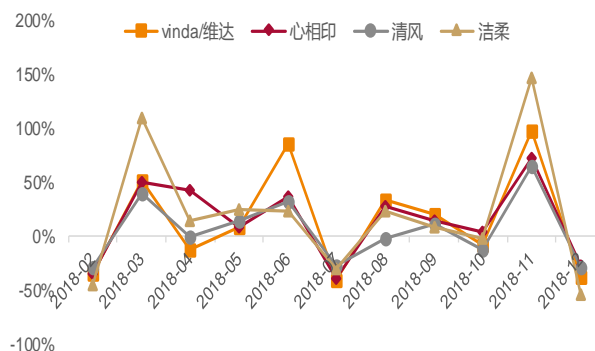
洁柔 18年12月销量224.07万件，前12个月累计销量2307.20万件；12月销售额1.03亿元，前12个月累计销售额10.29亿元，预计在总销售额中占比7.08%（根据我们预测中顺洁柔18年生活用纸收入58.15亿元，假设终端加价率为2.5倍）。

图 26：18 年维达、心相印、清风、洁柔淘宝全网月销量情况



资料来源：淘数据，天风证券研究所

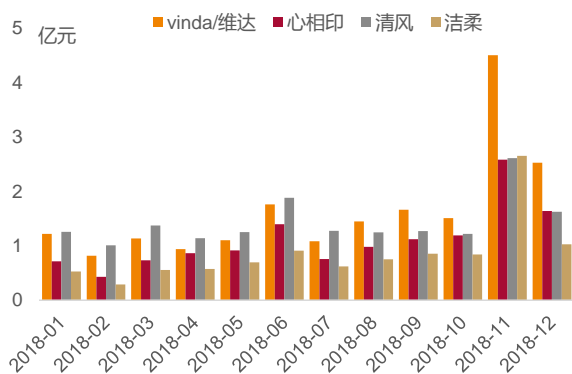
图 27：18 年维达、心相印、清风、洁柔全网月销量环比变动情况。



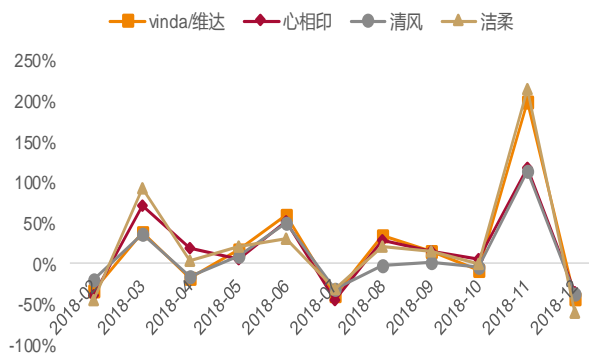
资料来源：淘数据，天风证券研究所

图 28：18 年维达、心相印、清风、洁柔淘宝全网月销售额情况

图 29：18 年维达、心相印、清风、洁柔淘宝全网月销售额环比变动情况。



资料来源：淘数据，天风证券研究所



资料来源：淘数据，天风证券研究所

由于生活用纸 SKU 众多导致较难对其产品价格进行跟踪，但是每个品牌在卷纸、抽纸和手帕纸三个品类中均有主推 SKU。因此，我们根据洁柔、维达、心相印、清风天猫旗舰店中“热销宝贝”排名，选出三个品类中热销且具备可比性的 SKU，并就其月度价格进行跟踪，以此观测四大生活用纸品牌对价格的调整情况。

表 2：洁柔、维达、心相印、清风可比 SKU

卷纸标准化为：140g/卷的价格	可比 SKU	层数	净含量	卷数	原材料
洁柔	黑 face140g*27 卷组合	4 层	140g/卷	27 卷	木浆
维达	蓝色经典 140g	3 层	140g/卷	27 卷	原生浆
心相印	卷纸有芯心柔 140g 三层 27 粒	3 层	140g/卷	27 卷	原生浆
清风	卷纸原木金装卷筒纸家庭装 32 卷	4 层	140g/卷	32 卷	原生浆
抽纸标准化为：130 抽/包的价格	可比 SKU	层数	抽数	包数	原材料
洁柔	敞篷无香 120 抽 20 包套装	3 层	120 抽	20 包	木浆
维达	抽纸超韧纸巾 3 层 S 码 130 抽 24 包	3 层	130 抽	24 包	原生浆
心相印	抽纸家庭用餐巾软抽纸巾 3 层 24 包/箱	3 层	130 抽	24 包	原生浆
清风	抽纸原木纸巾整箱 24 包	3 层	130 抽	24 包	原生浆
手帕纸标准化为：8 片/包单价	可比 SKU	层数	片数	包数	原材料
洁柔	可湿水纸巾 4 层加厚整箱 5 条 60 包	4 层	8 片	60 包	木浆
维达	手帕纸 4 层小包纸巾 36 包*3 共 108 包	4 层	8 片	108 包	原生浆
心相印	品诺黑白经典便携手帕纸 6 条 72 包四层	4 层	7 片	72 包	原生浆
清风	原木金装手帕纸 4 层 8 片/包 60 包整箱	4 层	8 片	60 包	原生浆

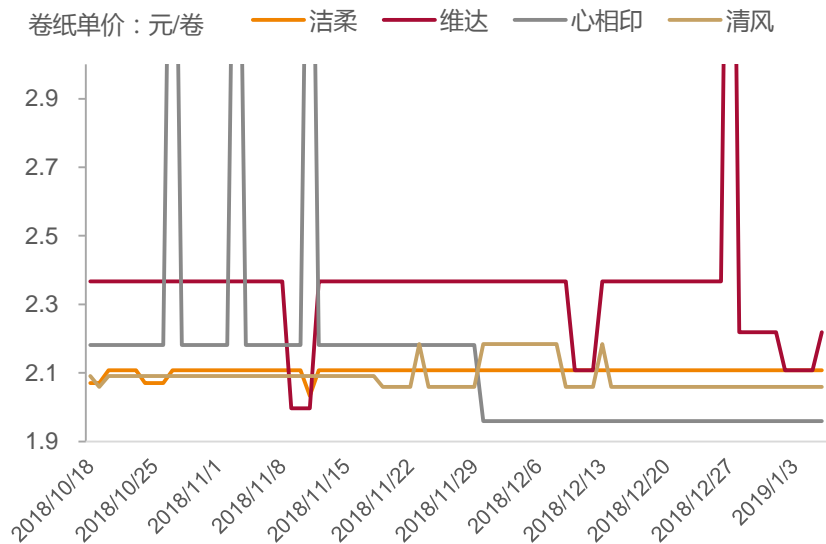
资料来源：淘数据，天风证券研究所

我们选择四大品牌可比 SKU 后，分别将卷纸、抽纸和手帕纸价格标准化为 140g/卷、130 抽/包、8 片/包的单价，就四个品牌可比 SKU 月度价格进行跟踪。就 18 年 12 月调价情况来看，洁柔和心相印个类产品价格均保持不变；清风卷纸和抽纸价格

围绕稳定价格变动，手帕纸价格维稳；维达三个品类产品均调价频繁，其中抽纸和手帕纸 12 月底价格下调，较原稳定价格分别下降 7.5%/4.8%。但就生活用纸行业调价整体情况来看，18 年 12 月并未观测到明显的价格下调趋势。

18 年 12 月，卷纸中，维达稳定价格最高，为 2.37 元/卷；洁柔次之为 2.11 元/卷；清风和心相印价格为 2.06/1.96 元/卷。洁柔和心相印卷纸价格一直保持在 2.11/1.96 元不变。维达卷纸价格出现抬升，18 年 12 月 27 日最大涨幅为 86%至 3.92 元/卷，第二日价格下调至 2.22 元/卷，仍较稳定价格上涨 5%。清风卷纸 18 年 12 月价格下调 6%至 2.06 元/卷。

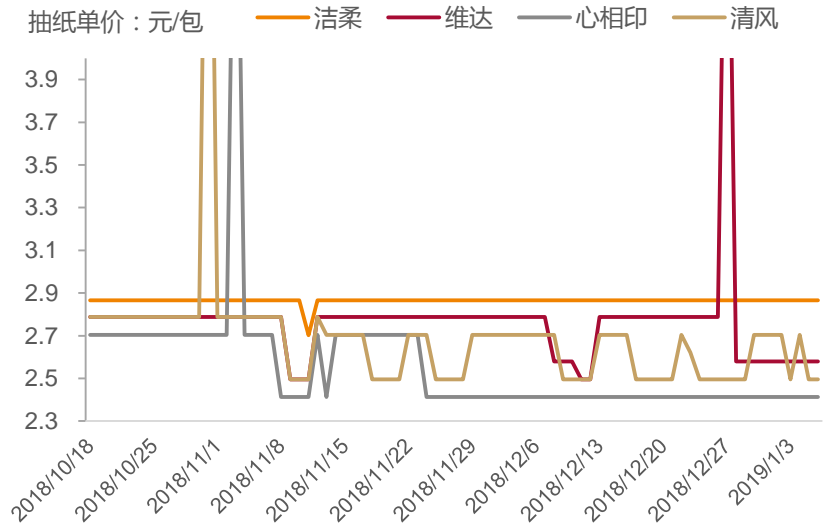
图 30：四大品牌卷纸日度价格监测



资料来源：淘数据，天风证券研究所

18 年 12 月，抽纸中，洁柔稳定价格最高为 2.87 元/卷；维达、清风和心相印价格分别为 2.58/2.5/2.41 元/卷。洁柔和心相印抽纸价格一直保持在 2.87 /2.41 元不变。维达抽纸价格 18 年 12 月 27 日提价 100%至 5.58 元，次日下调至 2.58 元/卷，总体下跌 8%。清风抽纸价格在 2.7 元与 2.5 元之间来回波动，18 年 12 月 30 日恢复至 2.7 元/卷。

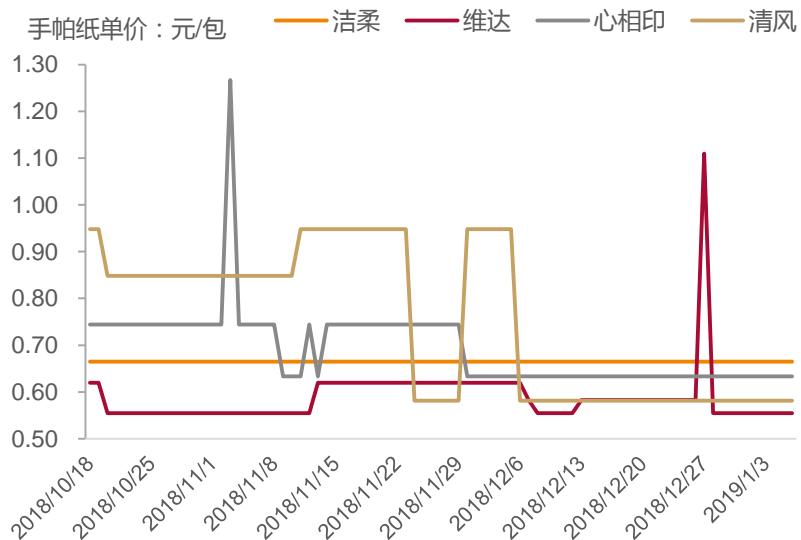
图 31：四大品牌抽纸日度价格监测



资料来源：淘数据，天风证券研究所

18年12月，手帕纸中，洁柔价格最高为0.67元/包，心相印、清风、维达价格分别为0.63/0.58/0.55元。洁柔、心相印、清风均保持价格稳定在0.67/0.58/0.63元。维达价格有一定波动，18年12月8日下调价格6.78%至0.55元，12月13日回调至0.58元，12月27日大幅上涨91.37%至1.11元，次日下调至0.55元，总跌幅6.78%。

图 32：四大品牌手帕纸日度价格监测



资料来源：淘数据，天风证券研究所

从18年12月四个品牌三个品类调价情况来看，维达调价最为频繁，其次为清风，洁柔和心相印价格保持不变，为观测到生活用纸行业内明显的价格下调趋势。维达的抽纸和手帕纸12月底价格下调，较原稳定价格分别下降7.5%/4.8%。清风价格围绕稳

定价格波动。

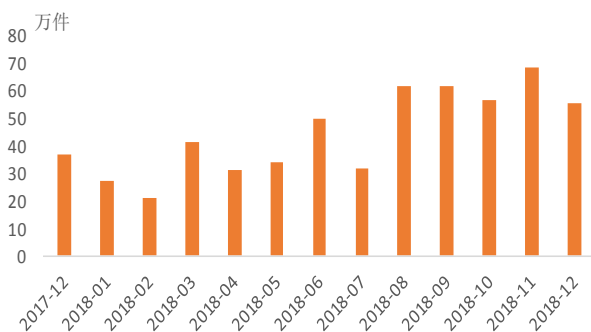
文具——18年12月晨光文具线上销售增长强劲

晨光文具天猫旗舰店线上18年12月销量55.47万件，同比上升50.8%，1-12月累计销量539.89万件；12月销售额1228万元，同比上升41.7%，1-12月累计销售额9934.95万元。

从晨光淘宝全网（天猫、淘宝、天猫超市）销售数据来看，18年12月晨光品牌销量731.09万件，1-12月累计销量7058.03万件；18年12月销售额9342.59万元，1-12月累计销售额8.43亿元。

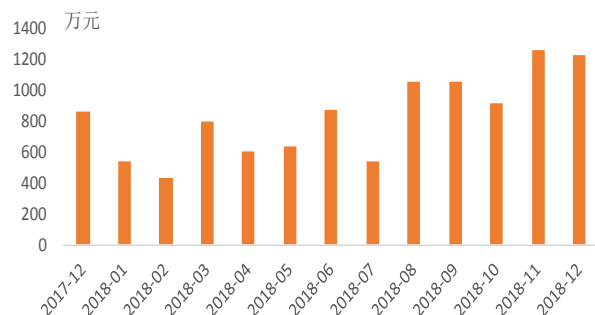
由于晨光通过经销商开设多家天猫店铺，因此全网销售额远超天猫旗舰店。天猫旗舰店销售产品单位价值较高，销售量占全网近7.6%，贡献全网13.1%销售额。18年12月天猫旗舰店销售量/销售额在全网占比分别为7.6%/13.1%，1-12月天猫旗舰店累计销量/销售额在全网占比分别为7.6%/11.8%。

图 33：18 年 12 月晨光文具天猫旗舰店销量 55.47 万件，同比上升 50.8%。



资料来源：淘数据，天风证券研究所

图 34：18 年 12 月晨光文具天猫旗舰店销售额 1227.95 万元，同比上升 41.7%



资料来源：淘数据，天风证券研究所

新型烟草——18Q3 IQOS 在日本销售不及预期，出货量下滑

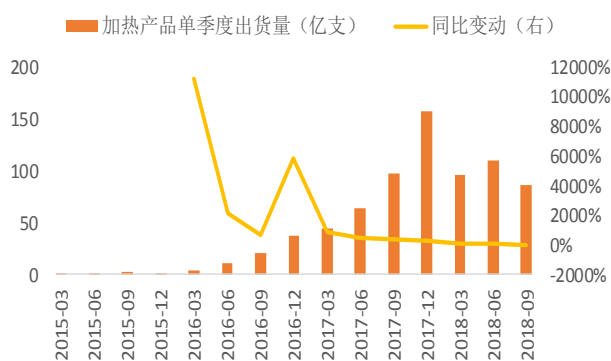
日本市场销售不及预期，18Q3 菲莫 IQOS 出货量和净收入出现下滑。菲莫国际

RRP 类产品（IQOS+电子烟）18Q3 净收入 823 百万美元，同比下降 13.1%；18Q1-3

累计净收入 2970 百万美元，同比上升 48.7%，增速较前两季度下降 55.8pct。菲莫国际

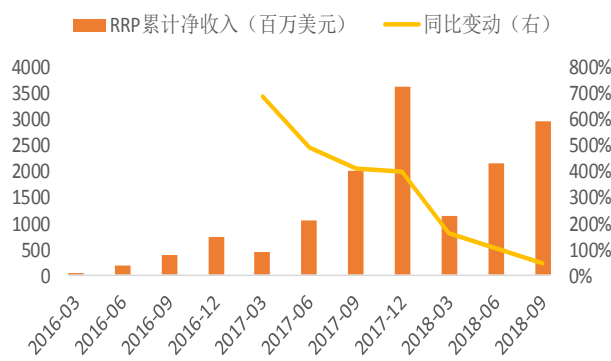
加热烟草产品 18Q3 出货量 86.52 亿支，同比下降 11%，环比下降 21%。

图 35：18 年菲莫加热产品 Q3 出货量 86.52 亿支，同比下降 11%。



资料来源：PMI，天风证券研究所

图 36：18 年菲莫国际 RRP 类产品 Q1-3 累计净收入 2970 百万美元，同比上升 48.7%。

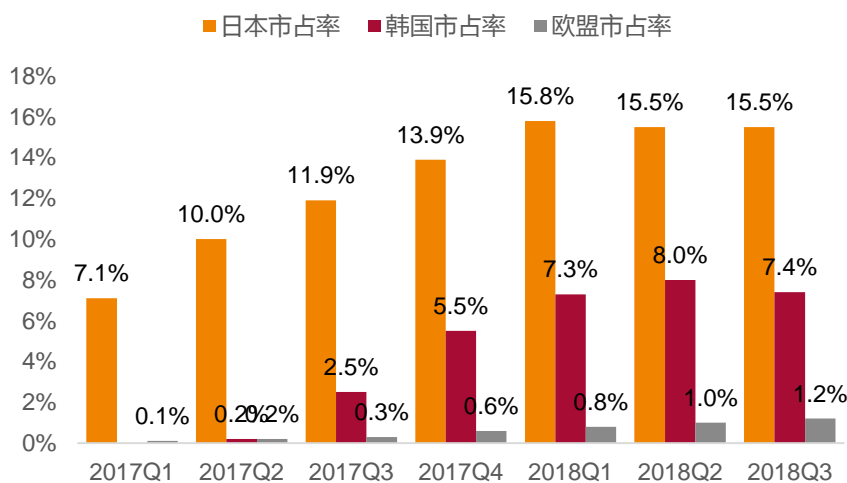


资料来源：PMI，天风证券研究所

菲莫国际加热烟草产品市占率近年来提升迅速。18Q3 菲莫国际加热烟草产品在

日本/韩国/欧盟市占率分别为 15.5%/7.4%/1.2%，同比上升 3.6/4.9/0.9pct。

图 37：菲莫国际 HTU 市占率



资料来源：PMI，天风证券研究所

原材料价格数据

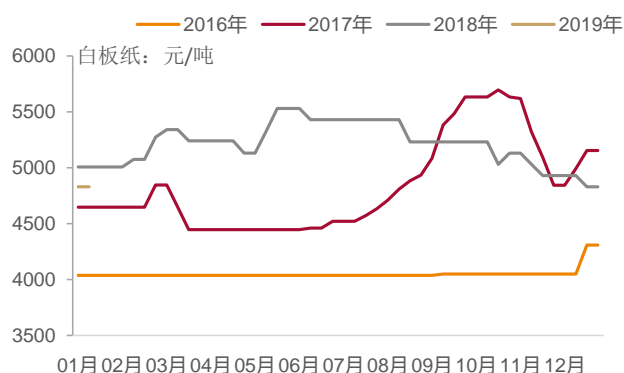
纸包装原材料——白卡纸价降至近三年低位，传统旺季下箱板瓦楞纸价小幅回升

成品纸价数据来自纸业联讯，我们根据多个品牌成品纸价计算平均值。根据江鹰、玖龙、建晖三个品牌报价计算白板纸均价；根据华夏太阳、博汇、白杨三个品牌报价计算白卡纸均价；根据玖龙和理文两个品牌报价计算箱板纸均价；瓦楞纸价格为玖龙报价。

受到下游需求疲软影响，今年下半年包装纸价格均呈现下降趋势。但自 11 月开始大型包装纸厂均相继发布涨价函，一方面纸价已处于全年相对低位，另一方面春节临近备货需求增加，且纸厂休假停机增加，因此 11 月开始箱板瓦楞纸价有所回升。

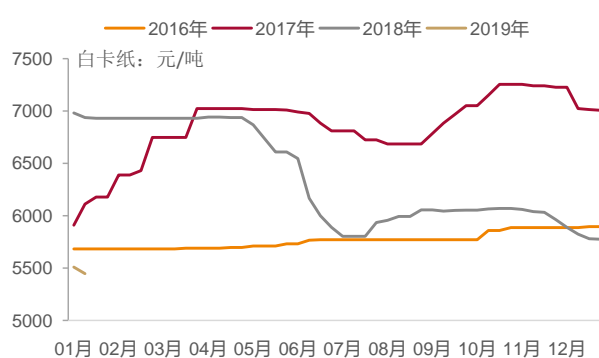
受下游消费疲软影响，用于中高端的包装的白板白卡需求不畅，18 年 12 月白板白卡价格环比同比均回落，白卡纸价降至近三年低位，利好中高端纸包装企业。18 年 12 月，白板纸 4830 元/吨，环比下降 1.5%，同比下降 5.5%；白卡纸 5667 元/吨，环比下降 3.4%，同比下降 19.2%。

图 38：18 年 12 月白板纸 4830 元/吨，环比下降 1.5%，同比下降 5.5%



资料来源：纸业联讯，天风证券研究所

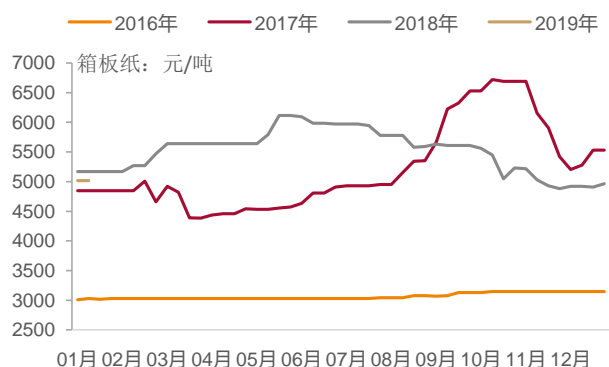
图 39：18 年 12 月白卡纸 5667 元/吨，环比下降 3.4%，同比下降 19.2%



资料来源：纸业联讯，天风证券研究所

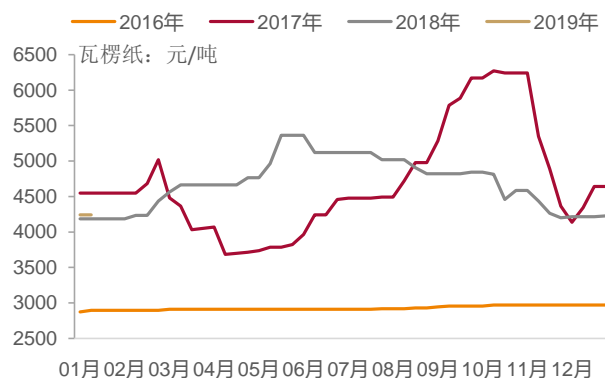
18 年受到需求疲软影响，箱板瓦楞纸价同比下滑；春节来临前，箱板瓦楞纸厂停机增加，叠加传统旺季，纸价格环比出现小幅回升。18 年 12 月，箱板纸 4235 元/吨，环比上升 0.6%，同比下降 6.4%；瓦楞纸 4995 元/吨，环比上升 1.8%，同比下降 7.9%。

图 40：18 年 12 月箱板纸 4235 元/吨，环比上升 0.6%，同比下降 6.4%



资料来源：纸业联讯，天风证券研究所

图 41：18 年 12 月瓦楞纸 4995 元/吨，环比上升 1.8%，同比下降 7.9%



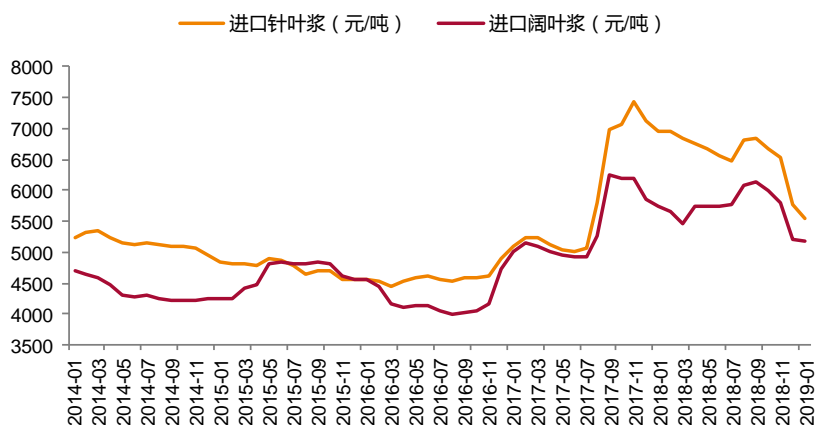
资料来源：纸业联讯，天风证券研究所

木浆——库存高位缺乏需求端支撑，内外盘浆价均下降

可以观测到自 11 月内外盘木浆价格持续下调，主要因为下游需求支撑不足。国内木浆港口库存处在历史高位，木浆进口量同比下降，自 11 月全球木浆出运量开始回落，表明国内和全球木浆需求均较为疲软，对后市浆价支撑力度不足。

18 年 12 月内盘浆价下滑。18 年 12 月进口针叶浆均价 5778 元/吨，环比下降 11.4%，同比下降 18.9%；12 月进口阔叶浆均价 5221 元/吨，环比下降 9.9%，同比下降 11.1%。

图 42：18 年 12 月进口针叶浆/阔叶浆价格下降

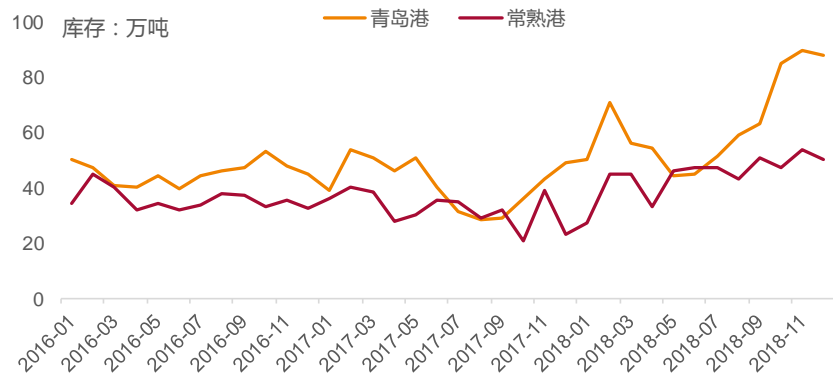


资料来源：纸业联讯，天风证券研究所

国内主要进口木浆港口，库存增长明显。截止 18 年 12 月，青岛港木浆库存 88 万吨，同比上升 79.6%；常熟港木浆库存 50 万吨，同比上升 117.4%。

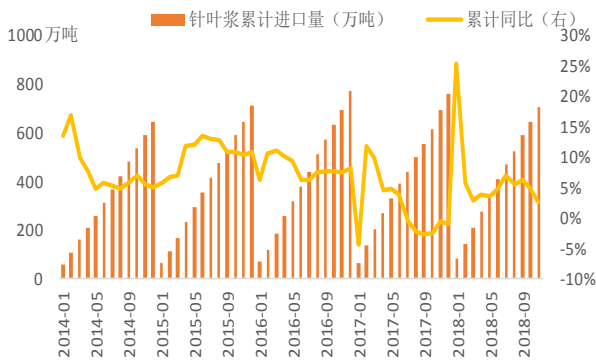
18年11月木浆进口量明显下滑，我国60%以上木浆依赖进口，反映国内下游需求疲软。18年11月针叶浆当月进口量62.48万吨，同比下降14.08%；累计来看，针叶浆1-11月进口量705.13万吨，同比上升2.58%，较前十个月减少1.98pct。18年11月阔叶浆当月进口量99.17万吨，同比下降7.42%；累计来看，阔叶浆1-11月进口量1020.96万吨，同比上升9.89%，较前十个月减少2.25pct。

图 43：国内港口木浆库存情况



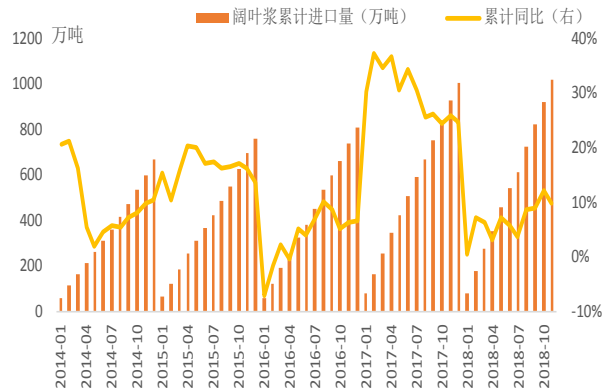
资料来源：卓创资讯，天风证券研究所

图 44：18年针叶浆前11个月进口量705.13万吨，同比上升2.58%。



资料来源：Wind，天风证券研究所

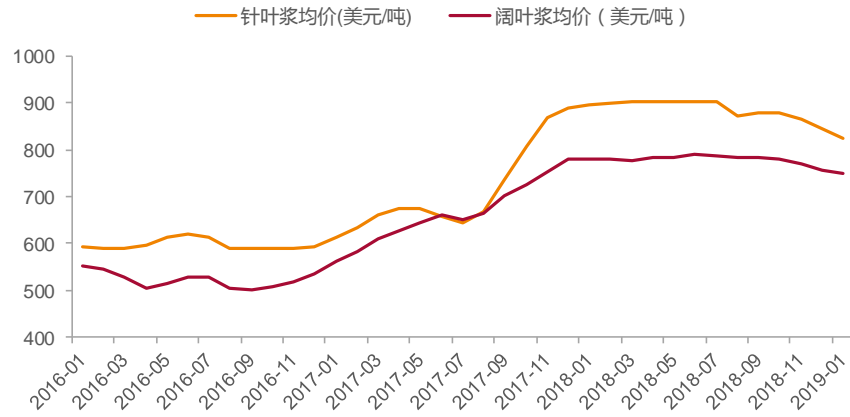
图 45：18年阔叶浆前11个月进口量1020.96万吨，同比上升9.89%



资料来源：Wind，天风证券研究所

19年1月外盘浆报价下调。外盘针叶浆价格823美元/吨，环比下降2.4%，同比下降8.2%；外盘阔叶浆价格751美元/吨，环比下降0.7%，同比下降3.8%。

图 46：19年1月外盘浆报价下调

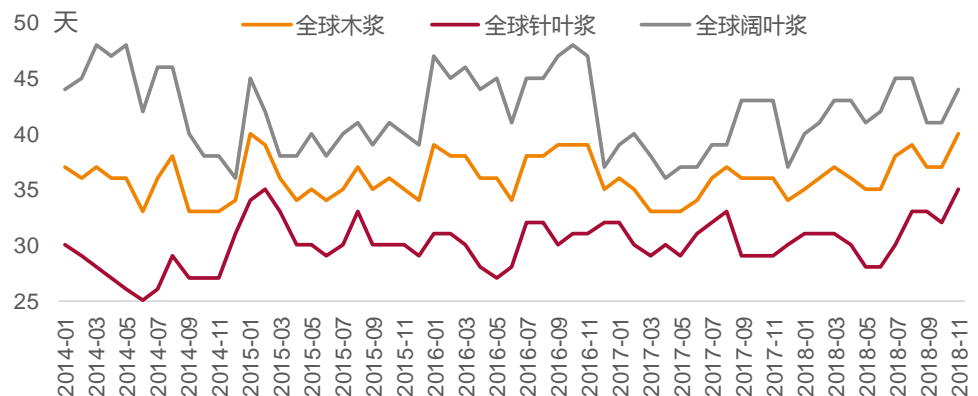


资料来源：卓创资讯，天风证券研究所

18年11月全球木浆库存天数增长。18年11月全球木浆、针叶浆、阔叶浆库存天数分别为40/35/44天，较上月分别增加了4/6/1天。

18年全球木浆出运量下降，反映全球木浆下游需求较为疲软。18年11月全球木浆出运量为398.5万吨，同比下降了5.84%，累计来看，1-11月全球木浆出运量为4662.7万吨，同比上升了1.86%，较前10个月增速下降了0.79pct。18年11月全球针叶浆当月出运量为180.6万吨，同比下降了9.34%；18年11月全球阔叶浆当月出运量205.7万吨，同比下降了3.25%。

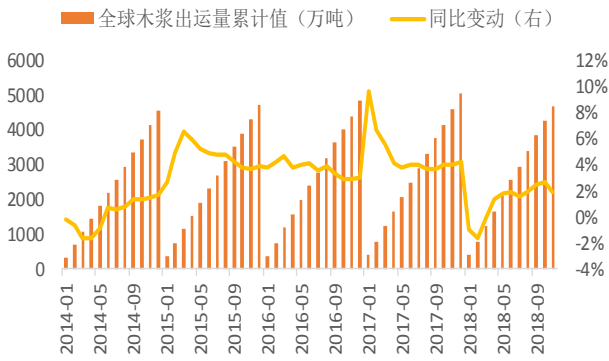
图 47：全球木浆、针叶浆、阔叶浆库存天数变动情况



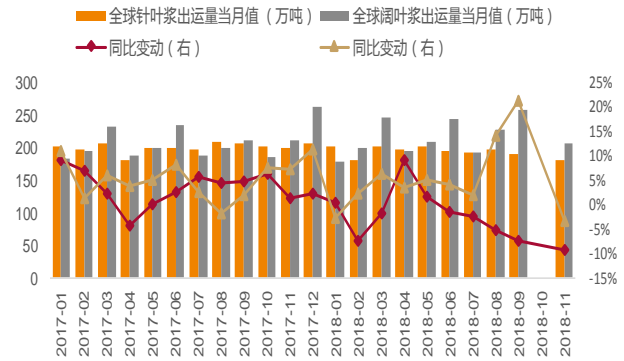
资料来源：纸业联讯,天风证券研究所

图 48：18年前11个月全球木浆出运量为4662.7万吨，同比上升1.86%。

图 49：全球针叶浆、阔叶浆出运量当月值变动情况



资料来源: Wind, 天风证券研究所

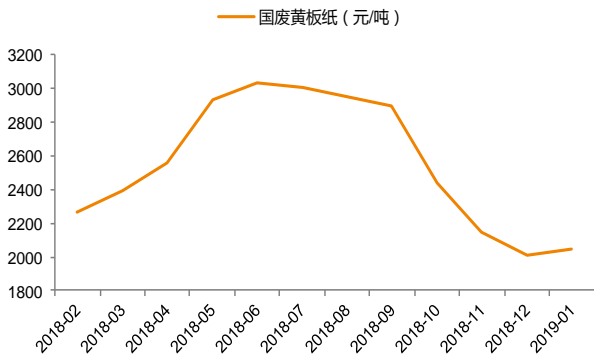


资料来源: Wind, 天风证券研究所

废纸——国废库存降至低位，价格反弹可能性大

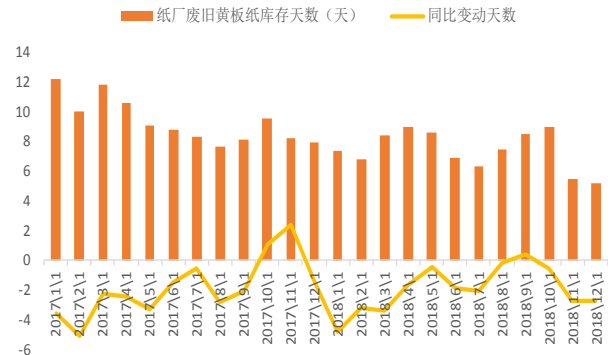
受下游需求疲软影响，国废价格回落，进入去库存阶段，目前库存天数已处于历史地位，未来价格反弹可能性大。18年12月国废黄纸板2111元/吨，环比下降6.5%。纸厂废旧黄板纸库存天数5.2天，基本持平上月，同比减少2.73天。

图 50：18 年 12 月国废黄纸板 2111 元/吨，环比下降 6.5%。



资料来源: 卓创资讯, 天风证券研究所

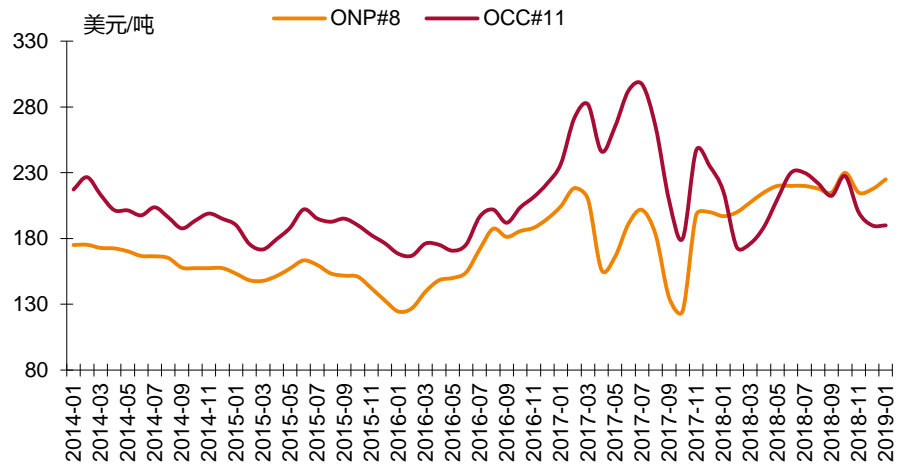
图 51：纸厂废旧黄板纸库存天数变动情况



资料来源: 卓创资讯, 天风证券研究所

中美贸易战叠加低价国废影响，外废遇冷，价格回落。18年12月，美废 ONP #8 均价 218 美元/吨，环比上升 1.2%，同比上升 8.7%；12 月 OCC#11 均价 190 美元/吨，环比下降 5%，同比下降 19.1%。

图 52：本周美废 ONP、OCC 价格走势



资料来源：RISI，天风证券研究所

2019 年外废审批配额进一步收紧，向头部企业集中趋势明显。2019 年前两批进口废纸配额合计 546.67 万吨，其中玖龙纸业获批 143.85 万吨，占比 26%；理文造纸获批 64.76 万吨，占比 11.8%；山鹰纸业获批 78.72 万吨，占比 14.4%；前三家企业总配额 287.33 万吨，占比 52.6%。2019 年第二批进口废纸审批配额 43.15 万吨，其中玖龙纸业获批 6.18 万吨，占比 14.3%；山鹰纸业获批 13.21 万吨，占比 30.6%；前三家企业总配额 19.39 万吨，占比 44.9%。

表 3：进口废纸配额表

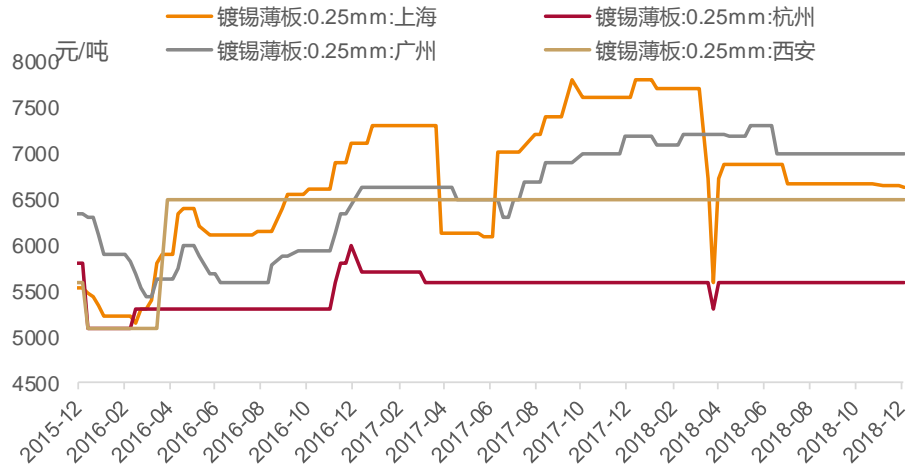
	17 年	18 年	2019 年前两批合计	2019 年第一批	2019 年第二批
进口废纸配额总量，万吨	2810.76	1815.57	546.668	503.52	43.15
玖龙纸业	841.10	621.79	143.85	137.67	6.18
占比	29.9%	34.2%	26%	27.3%	14.3%
理文造纸	398.25	269.84	64.76	64.76	
占比	14.2%	14.9%	11.8%	12.9%	
山鹰纸业	256.20	214.49	78.72	65.51	13.21
占比	9.1%	11.8%	14.4%	13.0%	30.6%
前三家企业总配额	1495.55	1106.11	287.33	267.94	19.39
占比	53.2%	60.9%	52.6%	53.2%	44.9%

资料来源：环保部，天风证券研究所

金属包装原材料——马口铁价格维稳，铝价回落

18 年马口铁价格基本保持稳定。马口铁年均价 6499 元/吨，同比上涨 1.54%，近 3 个月均价 6442 元/吨，环比下降 0.31%，同比下降 3.69%。

图 53：马口铁价格走势



资料来源：Wind，天风证券研究所

18 年铝的价格明显下降。根据上海金属网 A00 铝锭的平均报价，18 年铝均价 12480 元/吨，同比下降 8.4%，近 3 个月均价 13823 元/吨，环比下降 3.63%，同比下降 8.57%。

图 54：铝价格走势



资料来源：wind，天风证券研究所

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，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将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。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司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。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	湖北武汉市武昌区中南路 99	上海市浦东新区兰花路 333	深圳市福田区益田路 5033 号
邮编：100031	号保利广场 A 座 37 楼	号 333 世纪大厦 20 楼	平安金融中心 71 楼
邮箱：research@tfzq.com	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518000
	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-68815388	电话：(86755)-23915663
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-68812910	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com