

轻工制造

看好包装龙头管理输出整合模式，文化纸迎旺季补库行情

造纸：文化纸迎传统旺季，后期涨价动力充足。外盘浆价报价坚挺，对内盘浆价形成支撑。铜板双胶纸价自18年5月开始持续下跌，目前已处历史低位，并且库存较低。需求回暖叠加成本端浆价上涨支撑，补库需求存在，后市铜板双胶纸涨价动力较为充足。看好太阳纸业。废纸审批配额收窄，龙头纸企成本端优势将凸显。在此影响下，国废价格开始上涨，由于外废配额限制，预计国内将产生1500万吨的废纸缺口，将推升国废价格上涨。拥有外废配额的龙头企业将享受成本端优势，加速市场整合。

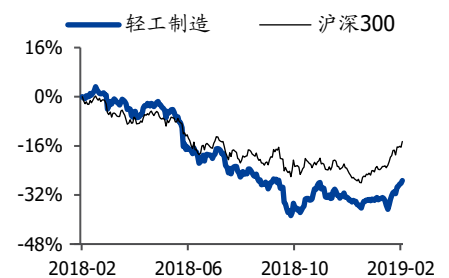
包装：奥瑞金下游稳健成本收益，看好合兴包装 pscp 平台进化。奥瑞金：短期看原材料价格回落释放盈利能力，中期看下游客群需求稳中向好、新客户持续开拓，长期看行业集中度提升议价能力增强。行业集中度提升，议价能力改善：伴随公司拟收购波利亚太中国业务，“奥瑞金-波尔-中粮系”协同格局成形，二片罐盈利拐点将至。**合兴包装：**看好 pscp 赋能型整合平台由资本输出向管理输出进化。随着产业升级及互联网技术在包装产业的运用逐步深化，公司在产业链上下游之间整合能力不断提升，pscp 平台利用互联网信息化技术建立资源整合与共享平台，1) 实现跨地域产业集群，促进产业结构优化升级。2) 促进交易，提升供需资源对接精准度；3) 优化流程，实现信息化、可视化、缩短交易流程及周期；4) pscp 平台提供研发、设计等无形服务支持，管理性输出提升客户粘性，整合行业资源提升规模效益。

家具：家居卖场存量逆周期，租金提升促发展。18年地产景气度下行，地产三大指标全年回落情况，家居卖场作为地产后周期行业受到显著影响。细分到家居商城方面，2019年01月，建材家居卖场销售额为617.00亿元，同比下跌9.46%，影响较为深远。家居卖场方面，利用自身提租金，淘汰盈利差的门店，以提升家具门店集中化，利用存量逻辑谋发展模式被印证是促发展的好方法。截至2018年末红星美凯龙开店数量达310家，位列国内家居卖场门店数量第一。且美凯龙入股梦百合，共持有股份1.5%，为梦百合第四大股东。梦百合能借此深度绑定国内连锁家居卖场龙头，将借流量龙头之势向全国铺设，提升C端市场触点及单店运营效率。**建议关注：美凯龙、梦百合。**

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

- 《轻工制造：浆价坚挺利好文化纸企业，马口铁铝价下行奥瑞金受益》2019-02-17
- 《轻工制造：轻工板块18年业绩分化，包装板块增长较为稳健》2019-02-11
- 《轻工制造：等待纸张提价落实，地产政策放松带动家居板块估值修复》2019-01-27

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
002078	太阳纸业		0.78	0.95	1.11	1.25	9.5	7.8	6.7	5.9
600308	华泰股份		0.58	0.72	0.80	0.88	8.0	6.4	5.8	5.3
002228	合兴包装		0.13	0.46	0.35	0.43	39.1	11.0	14.5	11.8
002831	裕同科技		2.33	2.34	2.99	3.74	22.1	22.1	17.3	13.8
002303	美盈森		0.23	0.28	0.37	0.44	21.3	17.5	13.2	11.1
603833	欧派家居	增持	3.09	3.61	4.11	5.27	29.57	25.31	22.23	17.34
603816	顾家家居	增持	1.92	2.52	3.31	4.14	26.23	19.99	15.22	12.17

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：文化纸迎传统旺季，后期涨价动力充足	3
1.2 包装：奥瑞金下游稳健成本收益，看好合兴包装 pscp 平台进化	4
1.3 家具：家居卖场存量逆周期，租金提升促发展	4
二、轻工造纸行业周数据	5
2.1 各纸种价格变化情况	5
2.2 原材料价格变化情况	6
三、轻工家居行业周数据	8
风险提示	9

图表目录

图表 1: 废纸进口量统计 (单位: 万吨)	3
图表 2: 2017 年国内知名家居卖场门店数量及辐射区域	5
图表 3: 铜版纸价格变化趋势 (元/吨)	5
图表 4: 双胶纸价格变化趋势 (元/吨)	5
图表 5: 白卡纸价格变化趋势 (元/吨)	6
图表 6: 白板纸价格变化趋势 (元/吨)	6
图表 7: 箱板纸价格变化趋势 (元/吨)	6
图表 8: 瓦楞纸价格变化趋势 (元/吨)	6
图表 9: 木浆价格变化趋势 (元/吨)	6
图表 10: 国废价格变化趋势 (元/吨)	6
图表 11: 国际进口浆价格变化趋势 (美元/吨)	7
图表 12: 国际进口浆价格变化趋势 (美元/吨)	7
图表 13: 期货结算价(连续):纸浆 (单位: 元/吨)	7
图表 14: 期货持仓量:纸浆 (单位: 手)	7
图表 15: 家具零售额 (亿元) 及同比增速 (%)	8
图表 16: 建材家居卖场销售额 (亿元) 及同比增速 (%)	8
图表 17: 商品房销售面积 (万平方米) 及同比增速 (%)	8
图表 18: 住宅销售面积 (万平方米) 及同比增速 (%)	8
图表 19: 板材价格变化趋势	8
图表 20: 五金材料价格变化趋势	8

一、周度观点

1.1 造纸：文化纸迎传统旺季，后期涨价动力充足

木浆系：木浆现货价格本周上涨 77.50 元/吨至 5,612.50 元/吨；铜版纸本周上涨 33 元/吨至 5,566.67 元/吨；双胶纸本周上涨 17 元/吨至 6,033.33 元/吨；白卡纸本周持平在 4,943.33 元/吨，白板纸本周上涨 50 元/吨至 4,387.50 元/吨。

废纸系：国废价格本周上涨 108 元/吨至 2,42.30 元/吨；箱板纸本周上涨 50 元至 4,627.67 元/吨，瓦楞纸本周上涨 62.50 元/吨至 3,920.00 元/吨。

纸浆期货：本周五主力合约结算价为 5,626 元/吨，较上周五上涨 4.42%；持仓量为 22.26 万手，较上周五上涨 59.60%。

外盘浆报价坚挺，推升内盘涨价，订单支撑力度不足。目前俄罗斯依利姆和智利针叶、阔叶浆公布 3 月份报价，继续报涨报涨 30 美元/吨，分别环比上月上涨 4.2%/4.5%至 747/698 美元/吨。外盘浆价报价坚挺，对内盘浆价形成支撑，但根据卓创统计，目前进口木浆成交无明显改观，业者对提涨后价格接受度偏低。国外浆厂、国内纸厂报盘上涨，提振市场交投信心，但实单跟进情况需视纸厂纸品库存下降速度及纸价执行情况而定。

文化印刷纸传统旺季 3 月即将来临，叠加成本端支撑，文化纸价上涨动力较为充足。铜板双胶纸价自 18 年 5 月开始持续下跌，目前已处历史低位，并且库存较低。开学及开工因素影响下，3 月份为文化印刷纸传统旺季，预计铜板双胶纸订单将增加。本周规模纸厂陆续发布涨价函，山东太阳纸业、山东晨鸣纸业、山东华泰纸业、江苏金东纸业及海南金海浆纸计划 2 月下旬或 3 月上调价格 200 元/吨。需求回暖叠加成本端浆价上涨支撑，补库需求存在，后市铜板双胶纸涨价动力较为充足。看好太阳纸业。

废纸进口额度方面，2019 年第四批进口废纸名单仅 1 家企业，总核定量为 9720 吨，而 2018 年第四批进口废纸额度为 111.46 万吨，呈现数量级减少。截止目前，2019 年的批次中共 72 家企业获批，总核定量达 553.68 万吨，2018 年 1-3 批次共获批 419.09 万吨，相较提升 32.1%。

废纸审批配额收窄，龙头纸企成本端优势将凸显。2019 年前四批外废配额总量为 553.68 万吨，玖龙/理文/山鹰获得配额在总量中分别占比 26.0%/11.7%/14.2%，前三龙头企业占比 51.9%。国内对废纸审批配额趋紧，18 年总量同比下降 35.4%，预计今年配额总量还将继续下降。在外废配额限制下，国内对外废进口量下降，外废价格均出现下降，本周美废 #8 价格 200 美元/吨，较去年同期下降 10%。在此影响下，国废价格开始上涨，由于外废配额限制，预计国内将产生 1500 万吨的废纸缺口，将推升国废价格上涨。拥有外废配额的龙头企业将享受成本端优势，加速市场整合。

图表 1：废纸进口量统计（单位：万吨）

批次	2018-2019 年度第一至第三批核定废纸进口量	
	2018 年	2019 年
第一批	226.57	503.52
第二批	34.43	43.15
第三批	46.63	6.04
第四批	111.46	0.97
合计	419.09	553.68

资料来源：中国固废化学品管理网，国盛证券研究所

1.2 包装：奥瑞金下游稳健成本收益，看好合兴包装 pscp 平台进化

奥瑞金：短期看原材料价格回落释放盈利能力，中期看下游客群需求稳中向好、新客户持续开拓，长期看行业集中度提升议价能力增强。**成本端：**马口铁（镀锡板）当前价格 6700 元/吨，同比下降 13.0%，上海铝 A00（含税价）13680 元/吨，同比下降 1.39%。2017 年公司直接材料费用占主营业务比重 81.25%，属成本密集型企业，且向下游转移成本能力较弱。看好马口铁及铝价下行释放公司业绩弹性。**核心客户红牛销售情况向好：**华彬集团总裁表示，2019 年中国红牛创造了单月销售历史新高，取得开门红。经历 2017 年 1 季度停产短期扰动，预计中国红牛 2018 年销售额 218.19 亿元，同比提升 11.32%，销售数量 43-44 亿罐。截至当前，中国红牛拥有超过 400 万个销售网点，形成 60 万家核心终端，形成了由经销售、分销售及终端网点组成的多层次快消品销售网络体系，我们认为红牛销售情况在 2019 将延续稳中向好的趋势，奥瑞金需求端增长基础扎实。**行业集中度提升，议价能力改善：**伴随公司拟收购波尔亚太中国业务，“奥瑞金-波尔-中粮系”协同格局成形，协同市占率约达 50%左右，龙头整合有望重筑议价体系，2019 年二片罐提价在即，二片罐盈利拐点将至。

合兴包装：看好 pscp 赋能型整合平台由资本输出向管理输出进化。随着产业升级及互联网技术在包装产业的运用逐步深化，公司在产业链上下游之间整合能力不断提升，psc p 平台利用互联网信息化技术建立资源整合与共享平台，1) 实现跨地域产业集群，促进产业结构优化升级。2) 促进交易，提升供需资源对接精准度；3) 优化流程，实现信息化、可视化、缩短交易流程及周期；4) psc p 平台提供研发、设计等无形服务支持，管理性输出提升客户粘性，整合行业资源提升规模效益。

1.3 家具：家居卖场存量逆周期，租金提升促发展

在 18 年地产景气度下行，地产三大指标全年回落情况下，家居卖场作为地产后周期行业受到显著影响。细分到家居商城方面，2019 年 01 月，建材家居卖场销售额为 617.00 亿元，同比下跌 9.46%，影响较为深远。而在当前行业环境下，只有那些龙头企业在当前行情下有相对优势：

- 1、渠道：进取性龙头逆势扩张加大终端开店力度。
- 2、成本：龙头企业产能布局完善，规模化生产摊薄整体成本，多生产基地可更灵活得实现成本可控。
- 3、产品力：销售增速放缓，突破口之一在于产品服务升级，在低潮中修炼内功。

对应家居卖场方面，在租金上升，家具销售行业景气度下降的大环境下，商场必将关闭盈利效应差的门店，从而有龙头集中化优势，各家具公司顺应此种趋势，纷纷在商场内容流量大等位置开设新门店，形成了门店集中化逻辑；商场亦能利用此行业背景下提升租金率，淘汰落后门店，为以后存量发展打下坚实基础。

自 2017 年以来家居行业先后有 6 家家居公司上市，叠加异业进入家居行业，渠道之争日益激烈，红星美凯龙、居然之家等家居卖场的进驻权，及卖场中的处于优势位置的铺面，往往一票难求，中小品牌受制于大型连锁卖场租金成本较高，进入难度大。而截至 2018 年末红星美凯龙开店数量达 310 家，位列国内家居卖场门店数量第一，家居卖场形象深入人心，品牌力突出。且美凯龙入股梦百合，共持有股份 1.5%，为梦百合第四大股东，利益绑定两两结合。美凯龙本次能顺应家具行业情况淘汰盈利状况差的门店，并提升自己租金情况，加强自身渠道、品牌效应，而梦百合深度绑定国内连锁家居卖场龙头，将借流量龙头之势向全国铺设，提升 C 端市场触点及单店运营效率。**建议关注：美凯龙、梦百合。**

图表 2: 2017 年国内知名家居卖场门店数量及辐射区域

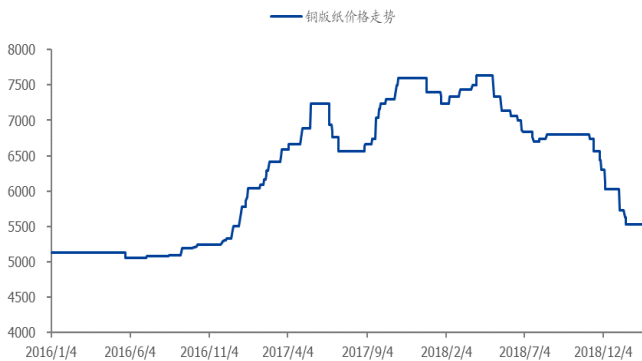
品牌名称	发起城市	门店数量	分布城市
红星美凯龙	上海	259 家	28 个省
居然之家	北京	223 家	29 个省
欧亚达	武汉	50 家	9 个城市
百安居	英国/上海	40 家	北上广深等
宜家	瑞典/上海	27 家	19 个城市
富森美	成都	15 家	四川省
月星家居	上海	15 家	5 个城市
第六空间	杭州	14 家	11 个城市
华美立家	北京	11 家	10 个城市
集美家居	北京	10 家	北京、厦门
简爱家居	中山	9 家	珠三角
好百年家居	深圳	5 家	3 个城市
城外诚	北京	1 家	北京

资料来源: 新浪家居, 国盛证券研究所

二、轻工造纸行业周数据

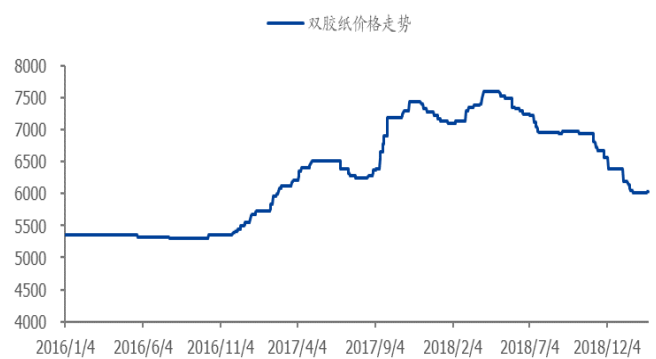
2.1 各纸种价格变化情况

图表 3: 铜版纸价格变化趋势 (元/吨)



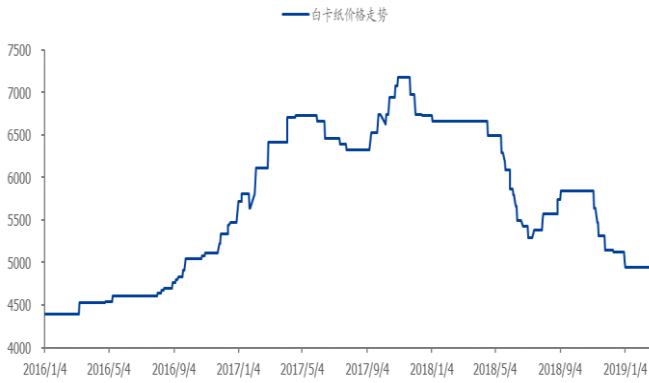
资料来源: 纸业联讯, 国盛证券研究所

图表 4: 双胶纸价格变化趋势 (元/吨)



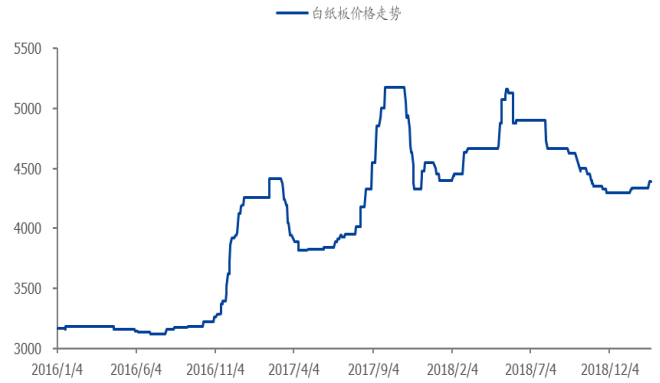
资料来源: 纸业联讯, 国盛证券研究所

图表 5: 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 6: 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 7: 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 8: 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 9: 木浆价格变化趋势 (元/吨)



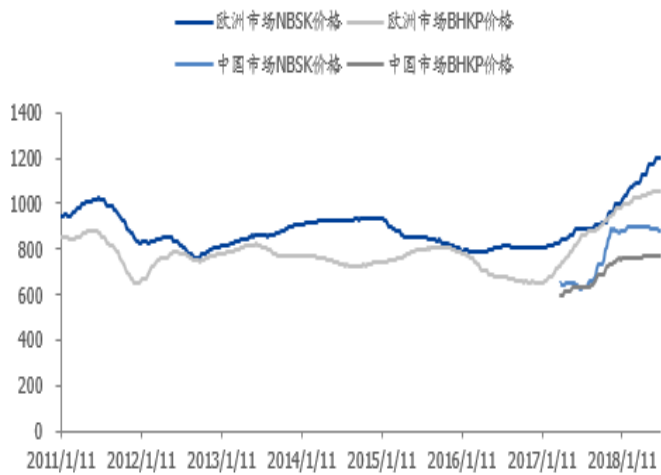
资料来源: 纸业联讯、国盛证券研究所

图表 10: 国废价格变化趋势 (元/吨)



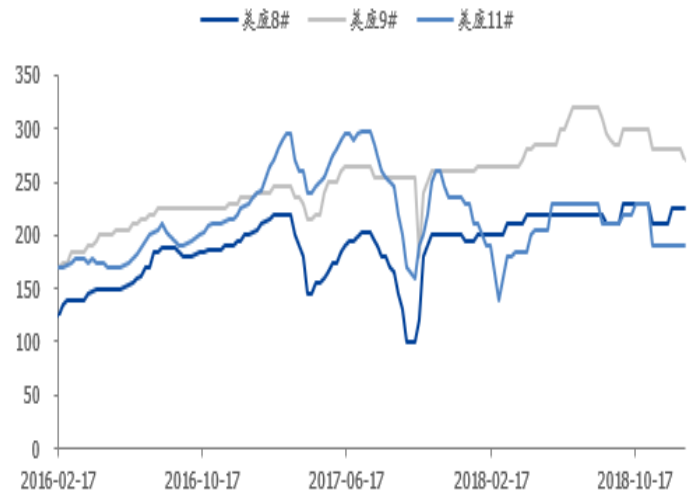
资料来源: 纸业联讯、国盛证券研究所

图表 11: 国际进口浆价格变化趋势 (美元/吨)



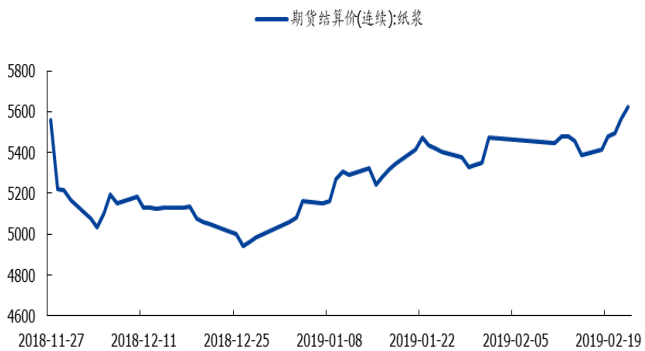
资料来源: 纸业联讯、国盛证券研究所

图表 12: 国际进口浆价格变化趋势 (美元/吨)



资料来源: 纸业联讯、国盛证券研究所

图表 13: 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

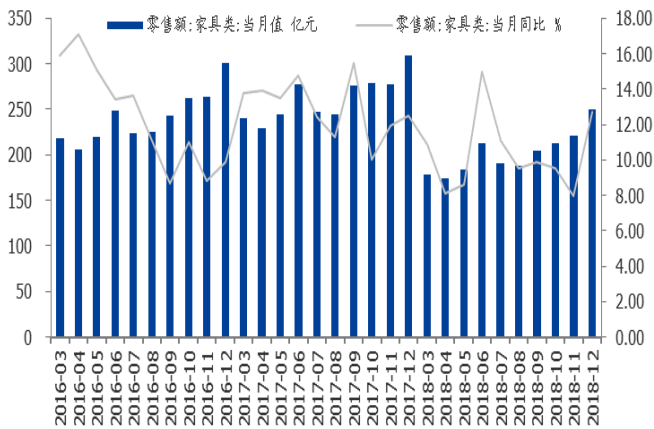
图表 14: 期货持仓量:纸浆 (单位: 手)



资料来源: Wind、国盛证券研究所

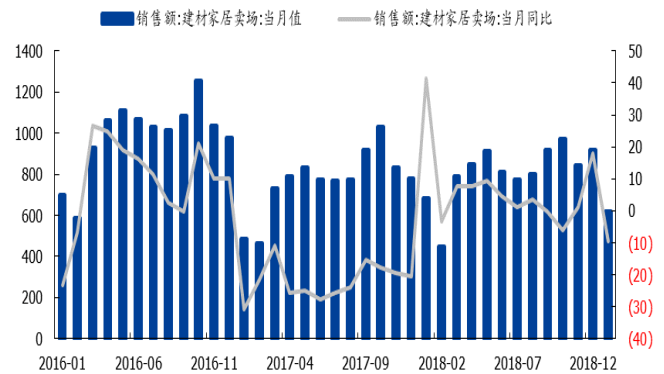
三、轻工家居行业周数据

图表 15: 家具零售额 (亿元) 及同比增速 (%)



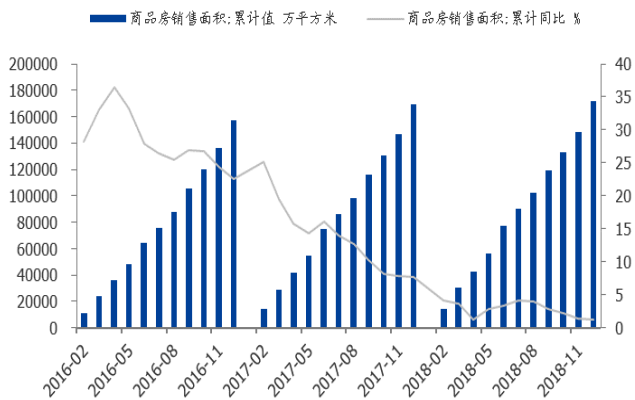
资料来源: Wind、国盛证券研究所

图表 16: 建材家居卖场销售额 (亿元) 及同比增速 (%)



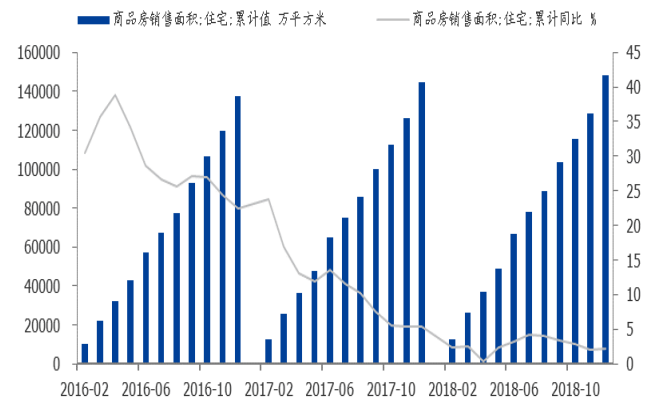
资料来源: Wind、国盛证券研究所

图表 17: 商品房销售面积 (万平方米) 及同比增速 (%)



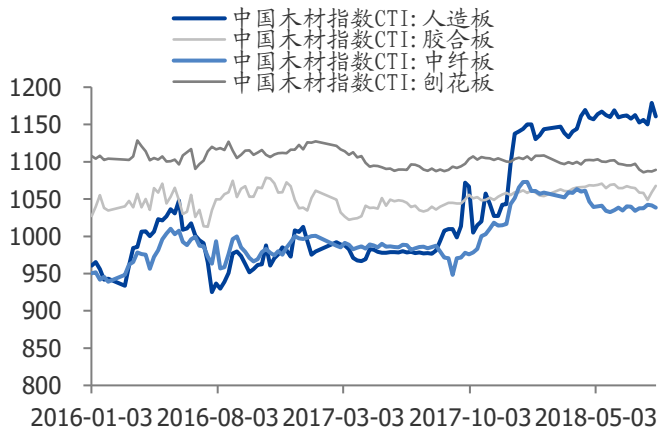
资料来源: Wind、国盛证券研究所

图表 18: 住宅销售面积 (万平方米) 及同比增速 (%)



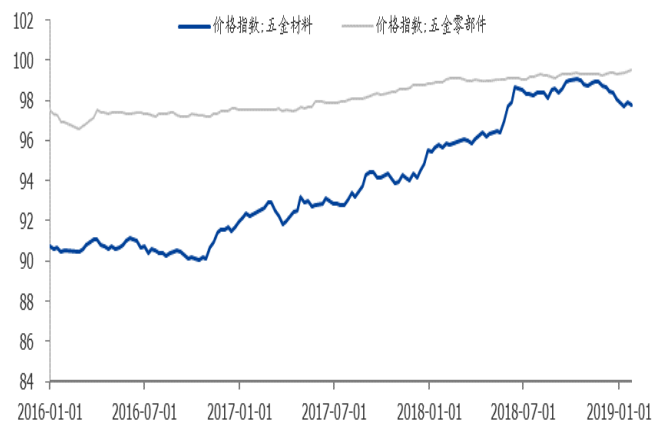
资料来源: Wind、国盛证券研究所

图表 19: 板材价格变化趋势



资料来源: Wind、国盛证券研究所

图表 20: 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