

国内木浆价格持续反弹，国废价格明显回落

—轻工制造周报 20190304

轻工制造周报

2019年3月4日

报告摘要：
● 上周行情回顾

上周沪深300指数上涨6.52%，轻工制造板块指数上涨4.10%，跑输大盘2.42pct，在28个子行业中的涨跌幅排名为第24名。子板块中，造纸和文娱用品板块表现较好，上周分别上涨6.13%、5.94%。个股中，上周涨幅居前5名的是广东甘化(+18.87%)、永艺股份(+15.94%)、创新股份(+15.69%)、民丰特纸(+15.24%)、银鸽投资(+15.23%)；跌幅居前的是通产丽星(-13.51%)、实丰文化(-9.41%)、英联股份(-5.23%)、乐凯胶片(-5.19%)、东风股份(-4.61%)。

● 重点数据跟踪

3月1日，国内木浆价格为5645元/吨，较前一周上涨0.6%。国废价格为2215元/吨，较前一周下跌6.1%。2月27日，美废到岸均价为202美元/吨，较前一周下跌1.6%；日废到岸均价为215美元/吨，较前一周上涨2.4%；欧废到岸均价为150美元/吨，持平前一周。白板纸价格为4550元/吨，持平前一周；白卡纸价格为4900元/吨，持平前一周。箱板纸价格为4650元/吨，较前一周上涨1.1%；瓦楞纸价格为4105元/吨，较前一周上涨1.2%。铜版纸价格为5500元/吨，持平前一周；双胶纸价格为6250元/吨，较前一周上涨1.6%。3月1日，溶解浆价格为7200元/吨，较前一周下跌0.7%。2月17日至24日，全国30个大中城市的商品房销售套数为27756套，环比上升49.0%；销售面积为298.9万平方米，环比上升48.0%。

● 上周要闻及重要公告

行业新闻：2018年中国生活用纸总进口量为5.04万吨，同比增长42.42%。

重要公告：1、索菲亚：湖北索菲亚获得高新技术企业认证；2、劲嘉股份：公司获得高新技术企业认证；3、太阳纸业：2018年公司实现归母净利润22.34亿元，同比增长10.37%；4、哈尔斯：2018年公司实现收入18.07亿元，同比增长25.54%；5、中顺洁柔：2018年公司实现归母净利润4.04亿元，同比增长15.87%；6、尚品宅配：2018年公司实现归母净利润4.84亿元，同比增长27.46%；7、奥瑞金：2018年公司实现归母净利润7.16亿元，同比增长1.66%；8、索菲亚：2018年公司实现归母净利润9.59亿元，同比增长5.77%。

● 本周观点

家具：3月1日MSCI宣布将A股纳入因子由5%逐步提升至20%，推荐MSCI成分股欧派家居、顾家家居。

造纸：去年Q4国内经济下行压力较大以及贸易摩擦加剧导致造纸行业需求端整体疲软，终端纸价明显下行带动原材料木浆价格下跌。19年以来，国内木浆价格自底部反弹7.3%至5645元/吨，主要因为节后开工对需求端有所拉动，以及贸易摩擦也往积极方向发展。但目前港口库存仍然高企，1月底青岛、常熟港库存分别上升至历史高位的101万吨、59万吨。库存去化尚未开始，预计未来浆价持续上行仍有阻力，19年木浆价格中枢相较18年有望下移，推荐受益浆价下跌的中顺洁柔。

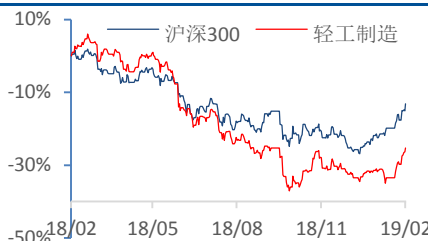
推荐组合：欧派家居、顾家家居、晨光文具、中顺洁柔。

● 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 20190225：第4批外废配额不足万吨，国内木浆及国废价格持续反弹
2. 民生轻工周报 20190218：国内木浆价格持续反弹，国废价格明显上涨
3. 民生轻工周报 20190211：18年家具制造业营收同增4.3%，外废价格明显下跌
4. 民生轻工周报 20190128：18年12月住宅竣工面积同比增长6.1%，关注家具反弹行情
5. 民生轻工周报 20190121：前三批废纸进口额度批复553万吨，外废价格明显下跌

盈利预测与财务指标

代码	重点公司	现价 3月1日	EPS			PE			评级
			2017	2018E	2019E	2017	2018E	2019E	
603833	欧派家居	91.36	3.21	3.86	4.73	25	20	16	推荐
603816	顾家家居	50.37	1.96	2.46	3.12	22	17	14	推荐
603899	晨光文具	30.96	0.69	0.88	1.11	36	29	23	推荐
002511	中顺洁柔	7.73	0.46	0.32	0.40	27	22	18	推荐

资料来源：Wind、公司公告，民生证券研究院

目录

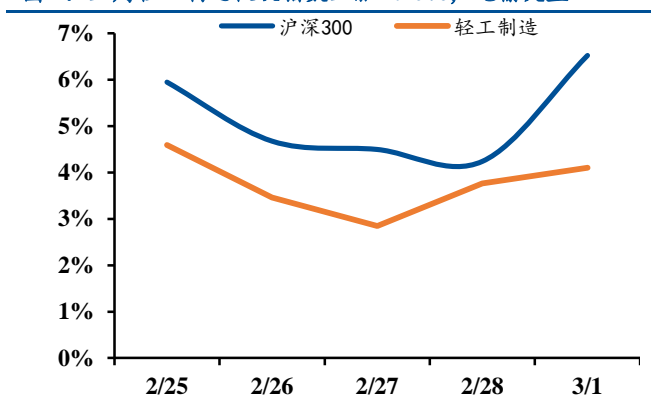
一、上周行情回顾	4
(一) 上周轻工板块指数上 4.10%，跑输大盘 2.42PCT	4
(二) 广东甘化、永艺股份表现最佳	4
二、重点数据跟踪	5
(一) 造纸 (2.22-3.1): 国内木浆价格持续反弹，国废价格回落	5
(二) 家具: 30 个大中城市商品房销售套数及面积环比上升	8
三、上周要闻及重要公告	9
(一) 行业重要新闻	9
(二) 上市公司重要公告	9
四、本周观点	10
五、风险提示	12
插图目录	14
表格目录	14

一、上周行情回顾

(一) 上周轻工板块指数上 4.10%，跑输大盘 2.42pct

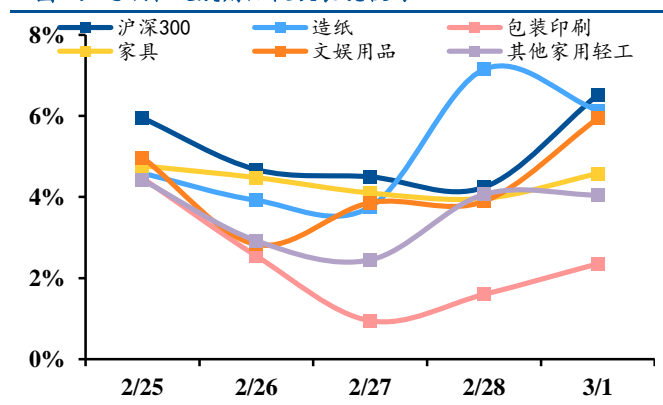
上周沪深 300 指数上涨 6.52%，轻工制造板块指数上涨 4.10%，跑输大盘 2.42pct，在 28 个子行业中的涨跌幅排名为第 24 名。子板块中，造纸和文娱用品板块表现较好，上周分别上涨 6.13%、5.94%。

图 1：上周轻工制造板块指数上涨 4.10%，跑输大盘



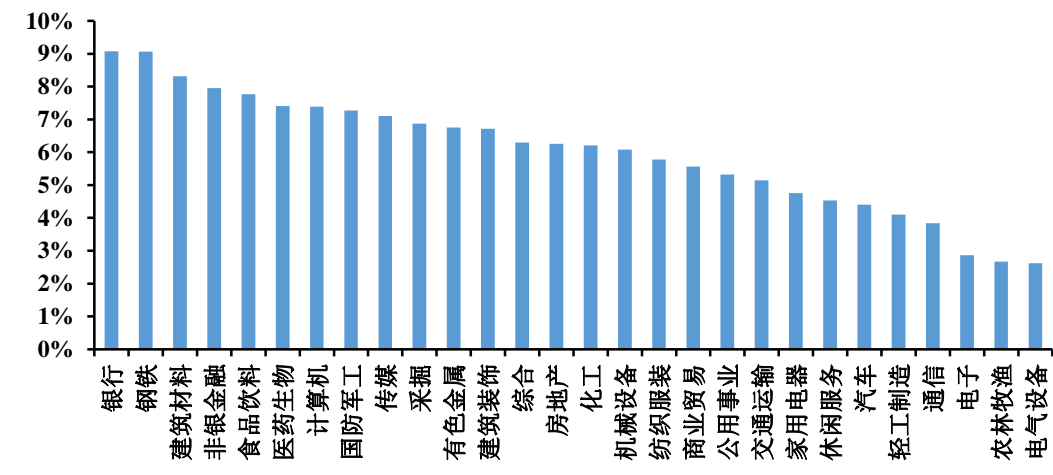
资料来源：Wind，民生证券研究院

图 2：造纸和文娱用品板块表现较好



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 24 名



资料来源：Wind，民生证券研究院

(二) 广东甘化、永艺股份表现最佳

个股中，上周涨幅居前 5 名的是广东甘化 (+18.87%)、永艺股份 (+15.94%)、创新股份 (+15.69%)、民丰特纸 (+15.24%)、银鸽投资 (+15.23%)；跌幅居前的是通产丽星 (-13.51%)、实丰文化 (-9.41%)、英联股份 (-5.23%)、乐凯胶片 (-5.19%)、东风股份 (-4.61%)。

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 (%)
000576.SZ	广东甘化	18.87%	002243.SZ	通产丽星	-13.51%
603600.SH	永艺股份	15.94%	002862.SZ	实丰文化	-9.41%
002812.SZ	创新股份	15.69%	002846.SZ	英联股份	-5.23%
600235.SH	民丰特纸	15.24%	600135.SH	乐凯胶片	-5.19%
600069.SH	银鸽投资	15.23%	601515.SH	东风股份	-4.61%

资料来源: Wind, 民生证券研究院

二、重点数据跟踪

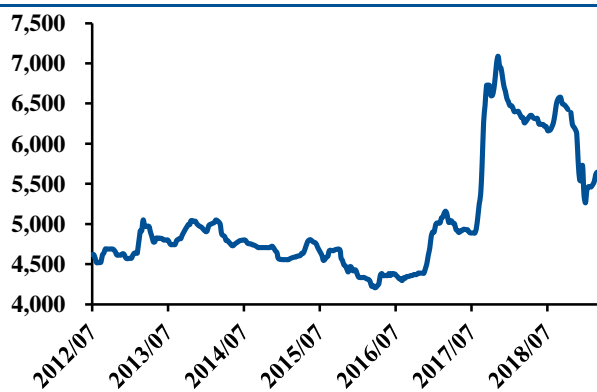
(一) 造纸 (2.22-3.1): 国内木浆价格持续反弹, 国废价格回落

1、原材料: 近期国内木浆及国废价格明显反弹, 外废价格明显下跌

Wind 数据显示, 3 月 1 日, 国内木浆价格为 5645 元/吨, 较前一周上涨 0.6%, 较去年同期下跌 680 元/吨, 同比下跌 10.8%; 年初至今平均价为 5483 元/吨, 同比下跌 933 元/吨, 跌幅为 14.5%。

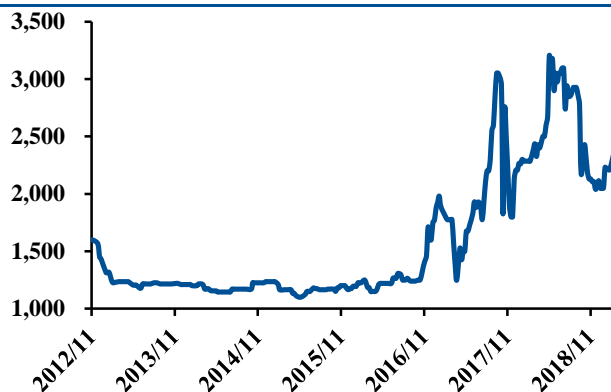
国废价格为 2215 元/吨, 较前一周下跌 6.1%, 较去年同期下跌 170 元/吨, 同比下跌 7.1%; 年初至今平均价为 2208 元/吨, 同比下跌 88 元/吨, 跌幅为 3.9%。

图 4: 国内木浆价格近期有所反弹 (元/吨)



资料来源: Wind, 民生证券研究院

图 5: 国废价格自 18 年 5 月开始下跌, 近期有所反弹 (元/吨)

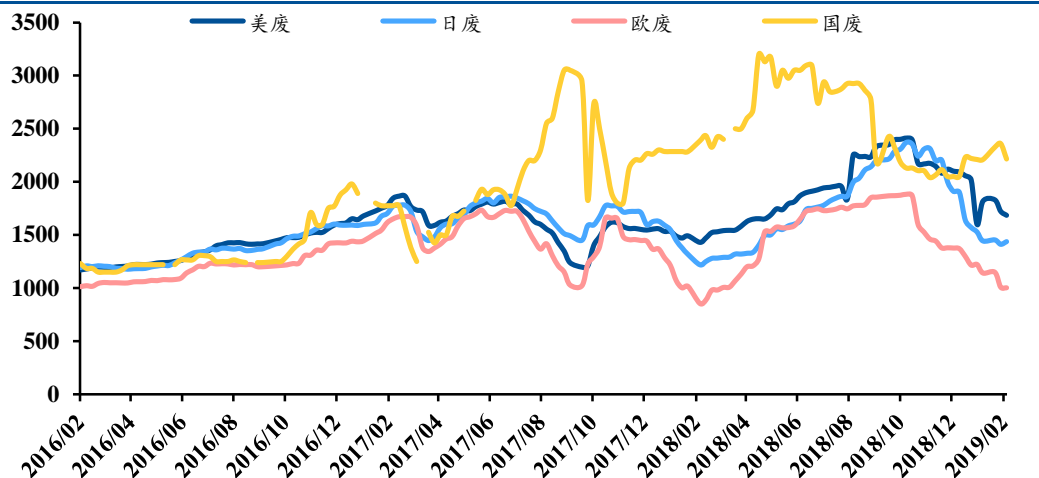


资料来源: Wind, 民生证券研究院

注: 国内木浆价格取自 wind 数据华北地区木浆平均价, 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, 2 月 27 日, 美废到岸均价为 202 美元/吨, 较前一周下跌 1.6%; 日废到岸均价为 215 美元/吨, 较前一周上涨 2.4%; 欧废到岸均价为 150 美元/吨, 持平前一周。

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

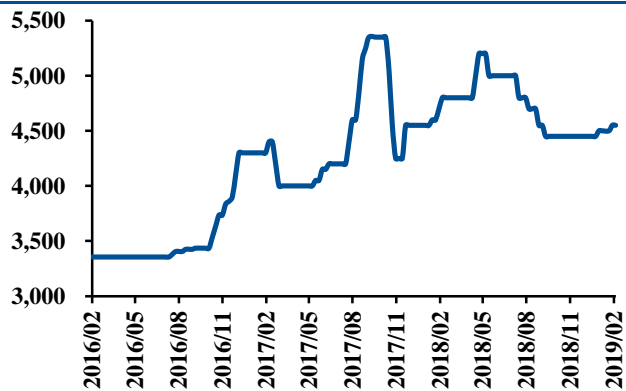
注：外废计算所用汇率为美元兑人民币即期汇率，中美废自 2018 年 8 月 23 日开始征收 25% 关税。国内废纸价格取自 Wind 数据浙江 A 级黄板纸价格，为不含税价。

2、包装纸：18 年中以来纸价在下行区间

2 月 27 日，白板纸价格为 4550 元/吨，持平前一周，较去年同期下跌 250 元/吨，同比下跌 5.2%；年初至今平均价为 4494 元/吨，同比下跌 100 元/吨，跌幅为 2.2%。

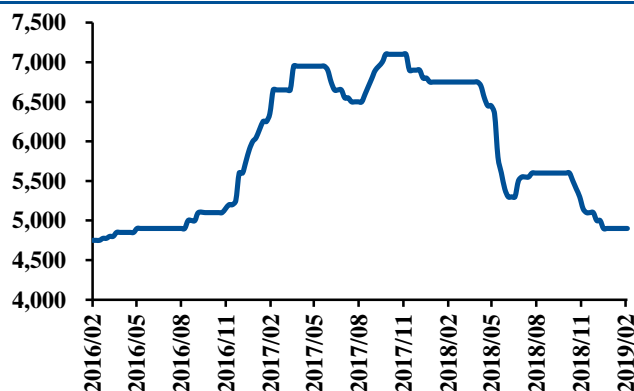
白卡纸价格为 4900 元/吨，持平前一周，较去年同期下跌 1850 元/吨，同比下跌 27.4%；年初至今平均价为 4913 元/吨，同比下跌 1850 元/吨，跌幅为 27.4%。

图 7：白板价格自 18 年 5 月开始下行，近期反弹（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）

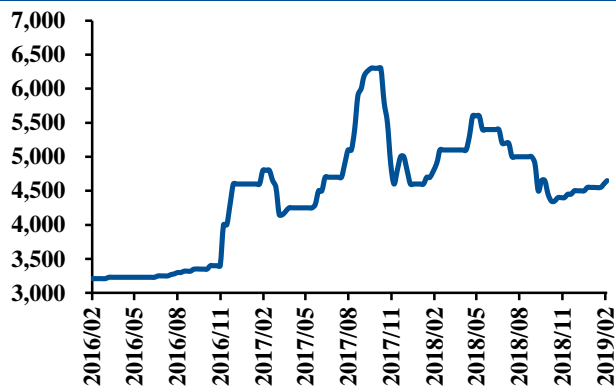


资料来源：Wind，民生证券研究院

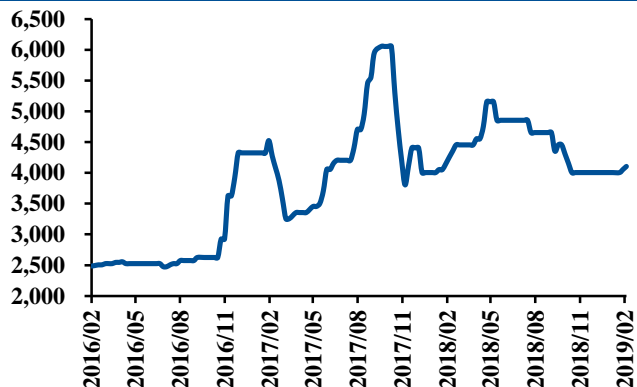
注：白板纸价格取自江浙地区太仓玖龙（250g）平均价，为含税价。白卡纸价格取自北京地区博汇白卡平均价，为含税价。

2 月 27 日，箱板纸价格为 4650 元/吨，较前一周上涨 1.1%，较去年同期下跌 250 元/吨，同比下跌 5.1%；年初至今平均价为 4556 元/吨，同比下跌 106 元/吨，跌幅为 2.3%。

瓦楞纸价格为 4105 元/吨，较前一周上涨 1.2%，较去年同期下跌 150 元/吨；年初至今平均价为 4024 元/吨，同比下跌 25 元/吨，跌幅为 0.6%。

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）


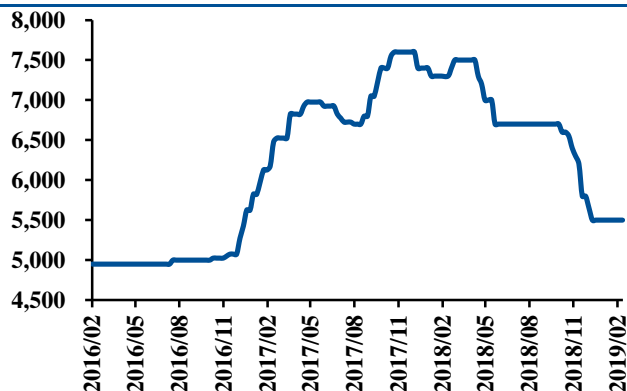
资料来源：Wind，民生证券研究院

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。

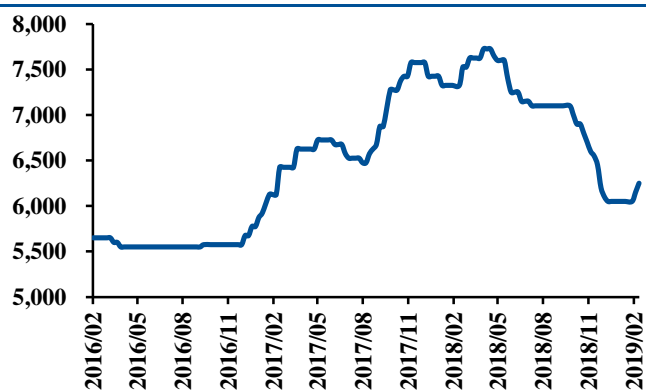
3、文化纸：18 年年中以来铜版、双胶纸价明显下跌

2 月 27 日，铜版纸价格为 5500 元/吨，持平前一周，较去年同期下跌 1800 元/吨，同比下跌 24.7%；年初至今平均价为 5500 元/吨，同比下跌 1838 元/吨，跌幅为 25.0%。

双胶纸价格为 6250 元/吨，较前一周上涨 1.6%，较去年同期下跌 1075 元/吨，同比下跌 14.7%；年初至今平均价为 6088 元/吨，同比下跌 1275 元/吨，跌幅为 17.3%。

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 年年中以来双胶价格明显下跌，近期反弹（元/吨）


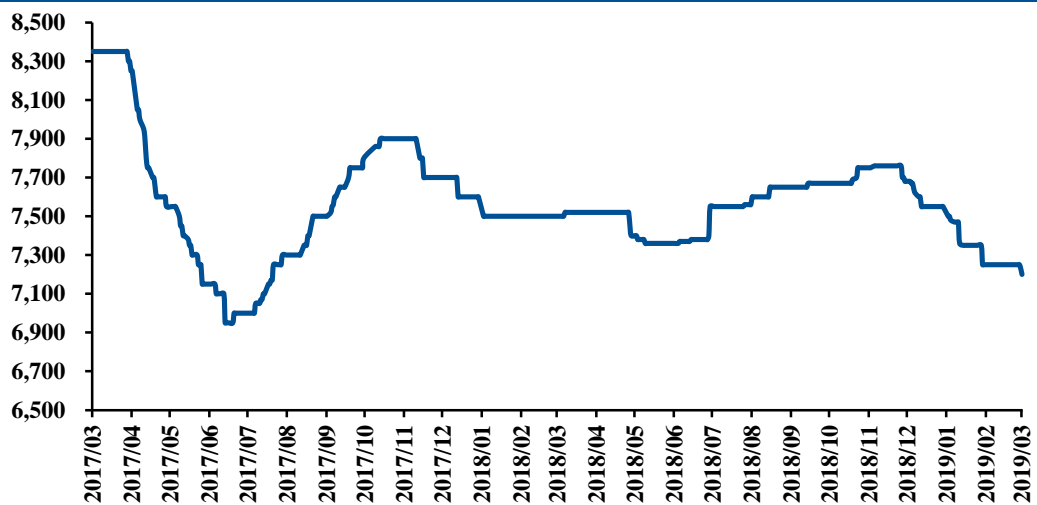
资料来源：Wind，民生证券研究院

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 70-100g 均价，为含税价。

4、溶解浆：近期价格有所下跌

3 月 1 日，溶解浆内盘价格为 7200 元/吨，较前一周下跌 0.7%，较去年同期下跌 300 元/吨，同比下跌 4.0%；年初至今平均价为 7322 元/吨，同比下跌 178 元/吨，跌幅为 2.4%。

图 13：2018 年 11 月以来溶解浆价格有所下跌（元/吨）

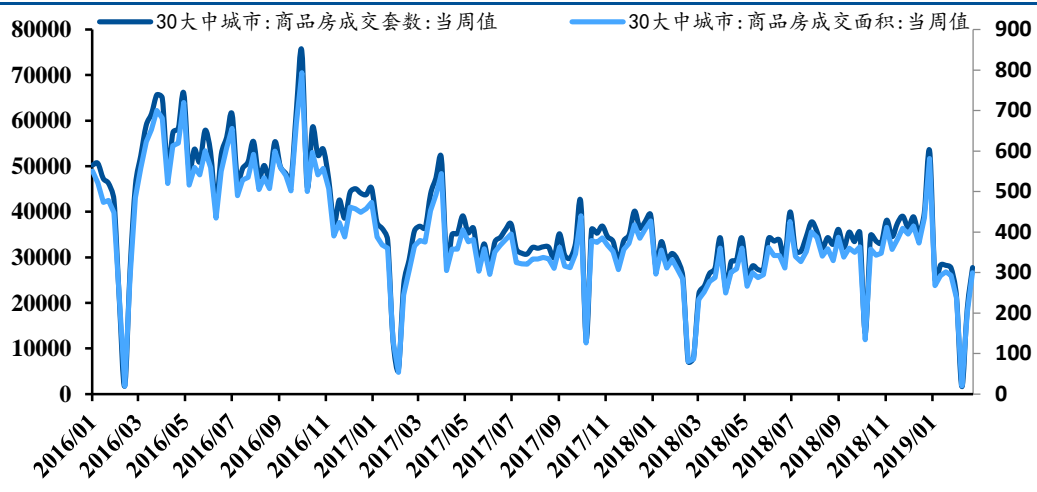


资料来源：Wind，民生证券研究院

（二）家具：30 个大中城市商品房销售套数及面积环比上升

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。2 月 17 日至 24 日，全国 30 个大中城市商品房销售套数为 27756 套，环比上升 49.0%；销售面积为 298.9 万平方米，环比上升 48.0%。

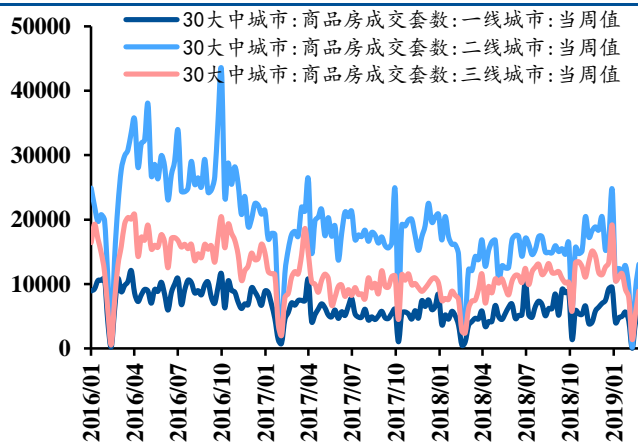
图 14：16 年 3 月份以来 30 个大中城市周商品房销售套数及面积整体下行（套，左轴；万平方米）



资料来源：Wind，民生证券研究院

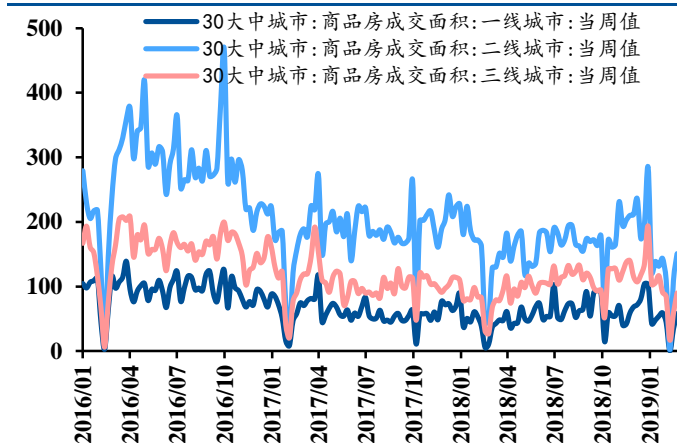
2 月 17 日至 24 日，全国 30 个大中城市商品房销售套数中一线城市成交 5756 套，环比上升 41.7%；二线城市成交 13074 套，环比上升 43.9%；三线城市成交 8926 套，环比上升 62.8%。销售面积中一线城市成交 58.2 万平米，环比上升 69.6%；二线城市成交 150.8 万平米，环比上升 38.4%；三线城市成交 89.9 万平米，环比上升 53.3%。

图 15: 2 月 10 日至 17 日一、三线城市成交套数环比上升(套)



资料来源: Wind, 民生证券研究院

图 16: 2 月 10 日至 17 日一、三线城市成交面积环比上升(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、2018 年中国生活用纸总进口量为 5.04 万吨, 同比增长 42.42%

2018 年中国生活用纸总进口量为 5.04 万吨, 同比增长 42.42%; 总进口额 7,654.9 万美元, 同比增长 26.86%; 平均进口价格 1517.8 美元/吨, 统一下降 10.93%。进口产品仍以原纸为主, 占总进口量的 78.7%。生活用纸总出货量 73.78 万吨, 同比下降 0.24%。出口额同比增长 18.93%, 平均价格 2,796.9 美元/吨, 同比增长 19.22%。出口产品仍以成品为主, 占总出口量的 73.1%。(来源: 中国纸业网)

(二) 上市公司重要公告

1、索菲亚: 湖北索菲亚获得高新技术企业认证

2 月 25 日, 公司发布公告称湖北索菲亚获得高新技术企业认证。根据国家对高新技术企业的相关税收优惠政策, 高新技术企业自认定合格当年起三年内, 按 15% 的税率征收企业所得税。湖北索菲亚高新技术企业证书有效期为 2018 年 11 月 15 日至 2021 年 11 月 15 日, 2018 年度至 2020 年度湖北索菲亚企业所得税可按 15% 的税率计缴。

2、劲嘉股份: 公司获得高新技术企业认证

2 月 25 日, 公司发布公告称其 2019 年 2 月 25 日收到由深圳市科技创新委员会、深圳市财政委员会、国家税务总局深圳市税务局联合颁发的《高新技术企业证书》, 发证时间为 2018 年 10 月 16 日, 有效期三年。根据相关规定, 公司将在 2018 年-2020 年按 15% 税率征收企业所得税。2018 年公司已按 15% 的税率预缴企业所得税, 因此本次公司高新

技术企业认证事项对公司 2018 年度业绩无重大影响，对公司未来两年业绩有一定积极作用。

3、太阳纸业：2018 年公司实现归母净利润 22.34 亿元，同比增长 10.37%

2 月 26 日，公司发布 2018 年度业绩快报。报告期内，公司实现收入 216.51 亿元，同比增长 14.59%；实现归母净利润 22.34 亿元，同比增长 10.37%；实现基本每股收益 0.86 元。

4、哈尔斯：2018 年公司实现收入 18.07 亿元，同比增长 25.54%

2 月 26 日，公司发布 2018 年度业绩快报。报告期内，公司实现收入 18.07 亿元，同比增长 25.54%；实现归母净利润 1.06 亿元，同比下降 3.81%；实现基本每股收益 0.26 元。

5、中顺洁柔：2018 年公司实现归母净利润 4.04 亿元，同比增长 15.87%

2 月 27 日，公司发布 2018 年度业绩快报。报告期内，公司实现收入 56.79 亿元，同比增长 22.43%；实现归母净利润 4.04 亿元，同比增长 15.87%；实现基本每股收益 0.32 元。

6、尚品宅配：2018 年公司实现归母净利润 4.84 亿元，同比增长 27.46%

2 月 27 日，公司发布 2018 年度业绩快报。报告期内，公司实现收入 66.45 亿元，同比增长 24.83%；实现归母净利润 4.84 亿元，同比增长 27.46%；实现基本每股收益 2.48 元。

7、奥瑞金：2018 年公司实现归母净利润 7.16 亿元，同比增长 1.66%

2 月 27 日，公司发布 2018 年度业绩快报。报告期内，公司实现收入 81.75 亿元，同比增长 11.35%；实现归母净利润 7.16 亿元，同比增长 1.66%；实现基本每股收益 0.31 元。

8、索菲亚：2018 年公司实现归母净利润 9.59 亿元，同比增长 5.77%

2 月 27 日，公司发布 2018 年度业绩快报。报告期内，公司实现收入 73.11 亿元，同比增长 18.66%；实现归母净利润 9.59 亿元，同比增长 5.77%；实现基本每股收益 1.04 元。

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 3.86 元、4.73 元、5.77 元,对应 2018、2019、2020 年 PE 分别为 25X、20X、16X。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 22X、17X、14X。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 36X、29X、23X。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 0.32、0.40、0.48 元，对应 2018、2019、2020 年 PE 分别为 27X、22X、18X。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 4.10%, 跑输大盘.....	4
图 2: 造纸和文娱用品板块表现较好.....	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 24 名.....	4
图 4: 国内木浆价格近期有所反弹 (元/吨).....	5
图 5: 国废价格自 18 年 5 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, 近期反弹 (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 年年中以来双胶价格明显下跌, 近期反弹 (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: 2 月 10 日至 17 日一、三线城市成交套数环比上升 (套).....	9
图 16: 2 月 10 日至 17 日一、三线城市成交面积环比上升 (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。