

# 轻工制造

## 波动中关注业绩确定性，聚焦家居终端调研情况

**造纸：**木浆现货价格小幅回调，关注文化纸下游订单情况。纸浆方面，库存压力缓解有限，国内现货浆价下滑，阔叶浆价格相对坚挺。文化纸方面，双胶纸价以稳为主，传统旺季涨价情况仍需关注后市订单增长。本周双胶纸市场稳中探涨为主，部分纸厂价格提涨，部分厂家仍表示价格需视后期订单情况而定。

**包装：**市场波动中寻找安全边际与成长弹性并存的标的。**劲嘉股份：**1) 行业：烟草库存及产量见底回升，高端烟草产品占比提升，短中细支起量较快。2) 3C彩盒及酒标业务19年有望加速上量。3) 新业务战略布局：公司先后与云南中烟、小米集团积极布局新型烟草板块。**奥瑞金：**1) 行业：公司二片罐业务放量在即，“奥瑞金-波尔-中粮”系协同格局成型，二片罐提价于19年逐步落实；2) 核心客户订单稳定增长：中国红牛产销稳定，预计19年销量维持10%增速。3) MSCI扩容奥瑞金在列，增量资金入场，低估值、现金流稳健、高ROE获外资青睐。**合兴包装：**1) 纸包装行业，规模扩张是主投资逻辑；2) 公司赋能型产业链服务模式是符合国内实际情况的整合路径；3) 并购合众创亚，盈利能力释放；4) 资本输出转向管理输出，公司整合步伐进入第二阶段。

**轻工消费类：**消费属性强抵抗周期波动，业绩增长稳定。**晨光文具：**1) 行业：大办公领域对应1.6万亿市场，专业化文具龙头企业具备规模、客户资源和供应链管理等优势，有望成为行业主导者。2) 传统文具业务：终端渠道优化升级，丰富产品品类促成品牌升级。3) 办公直销业务：晨光科力普持续发力，并购欧迪拓展市场。4) 生活馆&九木杂物社：新零售模式探索，提升品牌价值和调性。**中顺洁柔：**1) 行业：生活用纸行业需求稳步增长，产能供给放缓。2) 产品：定位中高端差异化，加速推陈出新进军个护领域。3) 渠道：四大渠道共同发力构建全面销售网络，助力产能向销量顺利转换。4) 产能：稳步扩张，全国化布局降低运输费用。

**家居：**天津欧派大家居调研，强力家装公司导流助推业绩。天津欧派大家居门店经营主体为天津经销商，利用欧派的品牌力，同当地强力家装公司合作，利用家装公司引流到大家居门店来促成订单，而后利用自身综合产品展示能力提升客户客单值，形成正循环。在天津家居市场中，随着今年天津交房工作进度加快，行业情况相继转好，配之销售力、产品力的提升，我们认为今年欧派在天津市场定下的3亿厨衣柜销售目标有望达成。

**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。

### 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	8.7	7.2	6.1	5.4
600308	华泰股份		0.58	0.72	0.80	0.88	8.5	6.8	6.1	5.6
002228	合兴包装		0.13	0.46	0.35	0.43	40.2	11.4	14.9	12.2
002831	裕同科技		2.33	2.34	2.99	3.74	21.0	20.9	16.4	13.1
002303	美盈森		0.23	0.28	0.37	0.44	22.3	18.4	13.9	11.7
603833	欧派家居	增持	3.09	3.61	4.11	5.27	32.5	24.8	19.5	15.4
603816	顾家家居	增持	1.92	2.52	3.31	4.14	27.6	21.0	16.0	12.8

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：文化纸涨价行情将起，关注轻工板块内摩情况》2019-03-03
- 《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》2019-02-24
- 《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



## 内容目录

一、周度观点.....	3
1.1 造纸：木浆现货价格小幅回调，关注文化纸下游订单情况.....	3
1.2 包装：市场波动中寻找安全边际与成长弹性并存的标的.....	3
1.3 轻工消费类：消费属性强抵抗周期波动，业绩增长稳定.....	4
1.4 家居：欧派家居新模式已成形，助推未来业绩.....	4
1.4 家居：欧派大家居调研天津篇，强力家装公司导流助力完成销售目标.....	5
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.....	7
风险提示.....	8

## 图表目录

图表 1: 铜版纸价格变化趋势 (元/吨).....	5
图表 2: 双胶纸价格变化趋势 (元/吨).....	5
图表 3: 白卡纸价格变化趋势 (元/吨).....	6
图表 4: 白板纸价格变化趋势 (元/吨).....	6
图表 5: 箱板纸价格变化趋势 (元/吨).....	6
图表 6: 瓦楞纸价格变化趋势 (元/吨).....	6
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).....	7
图表 10: 美废价格变化趋势 (美元/吨).....	7
图表 11: 期货结算价(连续):纸浆 (单位: 元/吨).....	7
图表 12: 期货持仓量:纸浆 (单位: 手).....	7
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 (%).....	8
图表 16: 住宅销售面积 (万平方米) 及同比增速 (%).....	8
图表 17: 板材价格变化趋势.....	8
图表 18: 五金材料价格变化趋势.....	8

## 一、周度观点

### 1.1 造纸：木浆现货价格小幅回调，关注文化纸下游订单情况

**木浆系：**木浆现货价格本周下跌 30 元/吨至 5,622.5 元/吨；铜版纸本周上涨 17 元至 5,583 元/吨；双胶纸本周维持在 6,033.33 元/吨；白卡纸本周维持在 5,043.33 元/吨，白板纸本周在 4,412.50 元/吨。

**废纸系：**国废价格本周上涨 44 元/吨至 2,439 元/吨；箱板纸本周维持在 4,660 元/吨，瓦楞纸本周维持在 3,932.50 元/吨。

**纸浆期货：**本周五主力合约结算价为 5,408 元/吨，较上周五下跌 3.36%；持仓量为 16.69 万手，较上周五下跌 2.43%。

**纸浆方面，库存压力缓解有限，国内现货浆价下滑，阔叶浆价格相对坚挺。**3 月份以来，进口木浆现货市场主要地区纸浆库存下降速度缓慢，部分商家有资金回笼需求，加之下游原纸涨价落实情况不明朗，进口木浆前期高位报盘出现回落，其中针叶浆、阔叶浆、化机浆价格下滑 50 元/吨左右，但进口阔叶浆货源较集中，价格相对坚挺。

**文化纸方面，双胶纸价以稳为主，传统旺季涨价情况仍需关注后市订单增长。**本周双胶纸市场稳中探涨为主，部分纸厂价格提涨，部分厂家仍表示价格需视后期订单情况而定。下游经销商多表示进入三月份以来，订单并未见明显好转，故目前操盘依旧以谨慎为主，暂未有大量采购计划。本周铜版纸市场行情波动不大，盘整为主。部分纸厂价格提涨，然接单量略有影响。下游经销商及印刷厂库存水平不高，目前大量采购意向偏低，依旧以谨慎操盘为主，对后市多持观望态度。短期内下游需求为影响价格的重要因素，需重点关注出版社招标情况，预计下周铜版纸依旧延续稳中探涨态势。

### 1.2 包装：市场波动中寻找安全边际与成长弹性并存的标的

近期市场波动较大，我们聚焦业绩确定性强，基本面扎实稳健，中长期高增长可期的龙头标的。我们看重主业订单稳定增长、现金流稳健、未来成长性突出，兼具业绩弹性，在中长期视角具备突出优势，同时具备安全边际和强劲成长弹性：

**劲嘉股份：大包装叠加新型烟种齐发力。**1) 行业：烟草库存及产量见底回升，高端烟草产品占比提升，短中细支起量较快，目前每年以约 30% 的增速投入市场，高端烟种对应的新品种烟标可以重新定价，且原材料使用较少，毛利率方面相对传统产品相对更高，高端烟草占比提升有望提高烟标行业整理毛利率水平。2) 3C 彩盒及酒标业务 19 年有望加速上量。公司前期为小米、OV 等客户提供彩色包装供应，前期认证阶段投入较大，近期逐步上量，2019 年有望扭亏为盈；与茅台三产公司合作，为贵州茅台供应彩盒包装亦有望再 19 年进一步上量。3) 新业务战略布局：公司先后与云南中烟、小米集团合作研发新型电子烟产品，积极布局新型烟草板块。电子烟生产销售一旦在国内开放，公司有望参与产业链中烟弹及加热器生产环节。

**奥瑞金：核心客户产销稳定，产业结构优化，二片罐业务量利齐升值得期待。**1) 行业：伴随并购亚太波尔，承接百威啤酒、青岛啤酒、燕京啤酒等优质客户，公司二片罐业务放量在即，“奥瑞金-波尔-中粮”系协同格局成型，协同市占率约达 37.8%，龙头整合行业议价能力提升，二片罐提价于 19 年逐步落实；2) 核心客户订单稳定增长：中国红牛产销稳定，预计 19 年销量维持 10% 增速。咸宁厂客户陆续进场，新客户包括百威啤酒、达能、安利等，为产能利用率爬坡奠定基础。3) MSCI 扩容奥瑞金在列，增量资金入场，低估值、现金流稳健、高 ROE 获外资青睐。

**合兴包装：1) 纸包装行业，规模扩张是主投资逻辑：**国内纸包装行业产能接近 7000 亿，龙头市占率仍处在较低水平，与 CR4 接近 80% 的欧美成熟市场相差甚远，未来发展方向必然趋于集中，因此行业龙头收入规模提升潜力巨大，对上下游议价能力提升、综合费用率下降，利润率水平将上一台阶。**2) 公司赋能型产业链服务模式是符合国内实际情况的整合路径：**我国纸包行业集中度低，究其原因，其一为行业多数从业者经营规范程度低导致大企业并购风险大，其二为下游客户暂未对包装供应行业形成严格质量标准要求，导致大企业在项目竞争中，管理技术及规模优势得不到体现。合兴包装赋能型平台整合模式营造多赢局面，符合各方利益，我们认为该模式是资产最轻、风险最小的可复制扩张路径；**3) 并购合众创亚，盈利能力释放：**18 年公司完成对合众创亚的并购，承接优质客户。收购前合众创亚管理运营层面效率较低，收购完成后，公司精简组织架构，下放经营权，显著提升了公司经营效率，合众创亚盈利能力回归。**4) 资本输出转向管理输出，公司整合步伐进入第二阶段：**公司产业链供应平台 PSCP 前期以资金支持与原材料集采支持的方式与其产能空白区域优质包装公司建立合作关系，随着合作模式进一步成熟，公司将通过 PSCP 平台向合作方租赁产能，由公司负责运营，实现由资本支出向管理支出的进化，赋能型整合模式进入即将进入第二阶段。

### 1.3 轻工消费类：消费属性强抵抗周期波动，业绩增长稳定

**晨光文具：文具行业领军者，持续发力办公直销和精品文创。1) 行业：**国内文具市场规模 1500 亿元，人均消费量 105 元，不足全球平均水平一半，消费升级趋势下存翻倍空间。大办公领域对应 1.6 万亿市场，目前参与者均处发展初期，竞争格局尚优，专业化文具龙头企业具备规模、客户资源和供应链管理等优势，有望成为行业主导者。**2) 传统文具业务：**终端渠道优化升级，丰富产品品类促成品牌升级。公司终端网点数量稳步增加，预计 18 年净增 2000 家左右，并加大新开店中盈利更优的加盟店比例，并持续对存量渠道优化升级，丰富产品种类和迭代升级，提升单店收入和毛利率。**3) 办公直销业务：**晨光科力普持续发力，并购欧迪拓展市场。晨光科力普自 2013 年开展以来拓展迅速，16 年开始探索科力普加盟模式，客户拓展顺利，仓库全国化布局逐步完善，公司运输费用存下降空间。17 年零对价收购欧迪办公 100% 股权，欧迪专注中间客户，进一步完善晨光办公直销业务的客户矩阵，并有利于未来直销业务毛利率提升。**4) 生活馆&九木杂物社：**新零售模式探索，提升品牌价值和调性。18 年公司开始探索九木杂物社加盟模式，截止 18Q3 已开设 145 家生活馆，79 家九木杂物社（69 家自营+10 家加盟），预计 18 年新增 100 家九木杂物社。新模式探索提升公司品牌价值，公司通过生活馆和杂物社销售的精品文创产品毛利率在 45% 左右（传统业务 30% 左右），带来毛利率有上升空间。

**中顺洁柔：中高端纸品先锋，迎接成长期。1) 行业：**生活用纸行业需求稳步增长，产能供给放缓。国内生活用纸人均消费不及欧美日发达国家的一半，市场需求存在翻倍空间。国内浆价上涨幅度大叠加环保督察趋严，中小企业出清加速。受环保限制生活用纸准入门槛抬升，未来产能和市场将继续向头部企业集中。**2) 产品：**定位中高端差异化，加速推陈出新进军个护领域。精选 SKU 聚焦核心中高端生活用纸产品“face+Lotion+自然木”，19 年三个品牌收入占比有望提升至 70%。**3) 渠道：**依托经销商加速渠道下沉，四大渠道共同发力构建全面销售网络，助力产能向销量顺利转换。经销网络覆盖全国 2000 个城市并加大辅导力度，推进渠道下沉，扫除空白区域；重点卖场经销转直营；电商渠道收入增长迅猛，产品结构升级维持高利润率；商销持续加大开发力度。**4) 产能：**稳步扩张，全国化布局降低运输费用。18 年新增 15 万吨产能，当前逐步释放，持续贡献内生增长动力，未来预计每年投放 10 万吨新增产能。18 年公司产能扩张后，运输费用增长已经开始放缓，占比有所回落，预计未来仍有下降空间。

### 1.4 家居：欧派家居新模式已成形，助推未来业绩

## 1.4 家居：欧派大家居调研天津篇，强力家装公司导流助力完成销售目标

天津欧派大家居店开业于 2016 年 10 月，与现行集团整装大家居运作模式不同，其经营主体为天津现有经销商，力图探索大家居模式。在此门店中，总部不设立任何考核指标，而是力求拓品类，同当地最有影响力的家装公司合作，通过强力的家装公司为其导流，将其精确到社区，将客户引流到大家居门店来促成订单，与此同时，大家居店的综合展示以及全屋设计师的整体设计方案亦有利于提升客户客单值，形成正循环。欧派以其强劲的品牌力吸引实力家装公司合作，为其导流，19 年天津欧派可能不会新增门店数量，而是在现有门店基础上做大客单值，提高转化效率。

**欧派天津经销商销售情况：**受 18 年整体房地产降温，交房速度缓慢而导致赚钱效应变差，并伴有部分家装公司和少量家居公司淘汰而产能出清等影响，全年销售额为 3 亿元，其中衣橱含 1.5 亿，而今年随着天津交房工作进度加快，行业情况相继转好，加之利用前期大家居新模式的高客单值、高转化率和 42 家经销门店的强劲渠道力，配之今年加大“315”活动力度加大和策略转向木门、卫浴等产品而促进销售力、产品力的提升，我们认为今年欧派在天津市场定下的 3 亿厨衣柜销售目标有望达成。

## 二、轻工造纸行业周数据

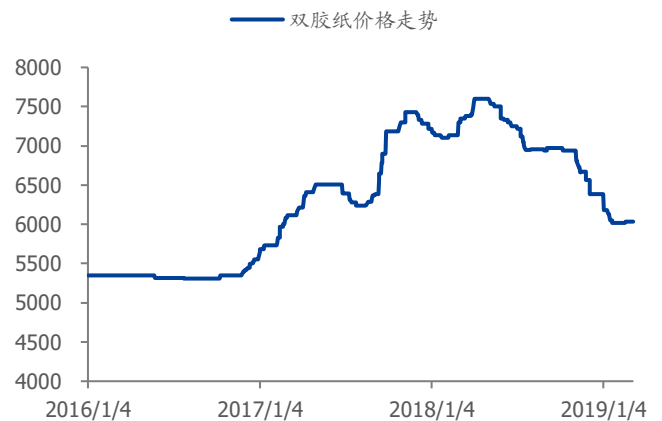
### 2.1 各纸种价格变化情况

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: 白纸板价格变化趋势 (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)



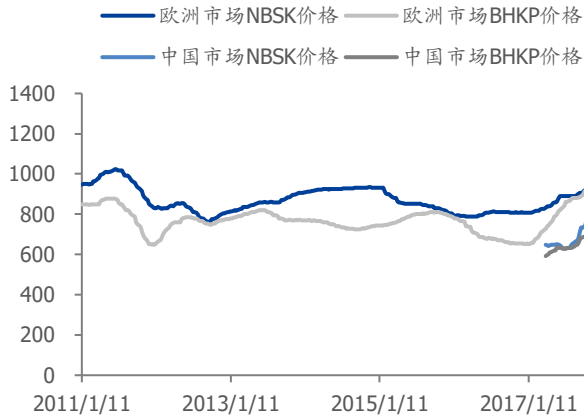
资料来源: 纸业联讯、国盛证券研究所

图表 8: 国废价格变化趋势 (元/吨)



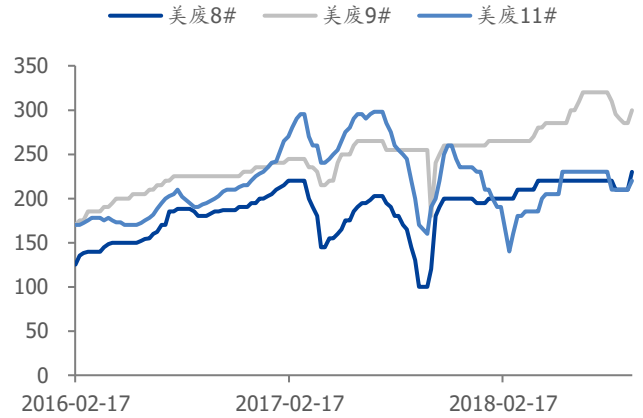
资料来源: 纸业联讯、国盛证券研究所

图表 9: 国际进口浆价格变化趋势 (美元/吨)



资料来源: 纸业联讯、国盛证券研究所

图表 10: 美废价格变化趋势 (美元/吨)



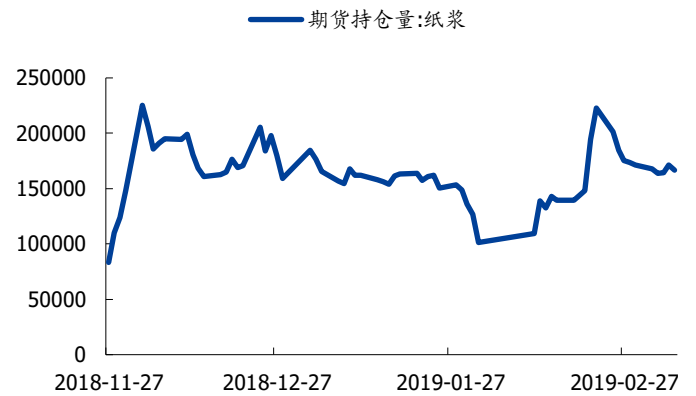
资料来源: 纸业联讯、国盛证券研究所

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

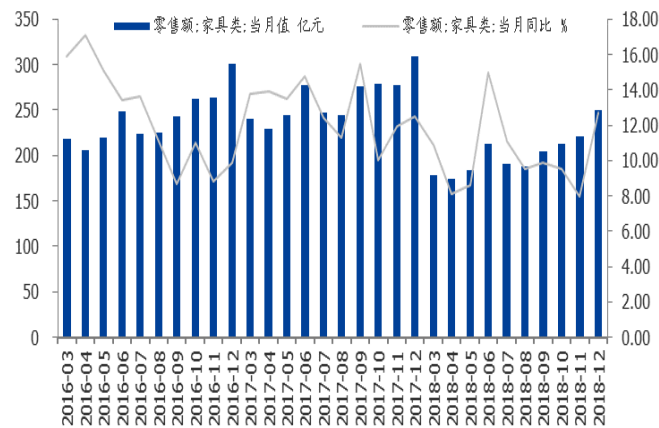
图表 12: 期货持仓量:纸浆 (单位: 手)



资料来源: Wind、国盛证券研究所

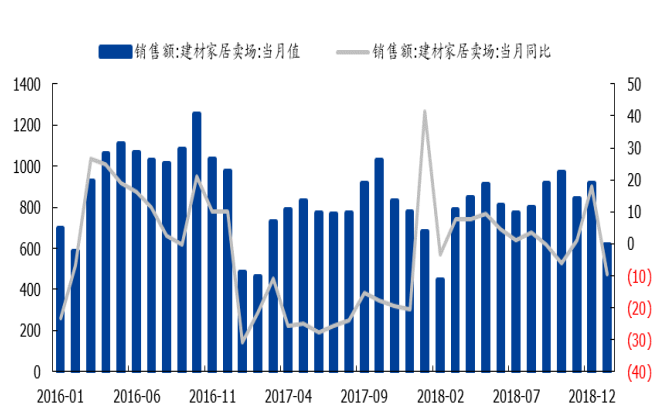
### 三、轻工家居行业周数据

图表 13: 家具零售额 (亿元) 及同比增速 (%)



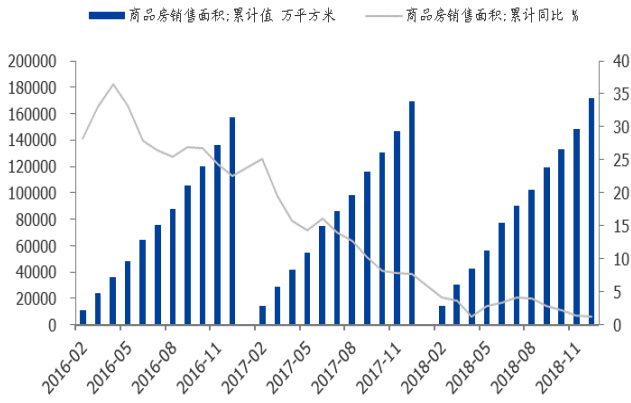
资料来源: Wind、国盛证券研究所

图表 14: 建材家居卖场销售额 (亿元) 及同比增速 (%)



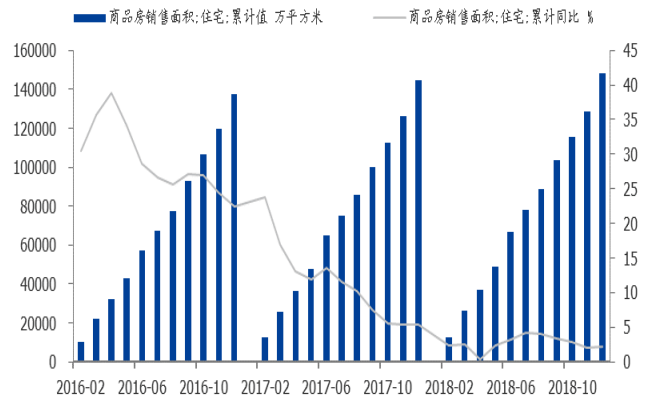
资料来源: Wind、国盛证券研究所

图表 15: 商品房销售面积 (万平方米) 及同比增速 (%)



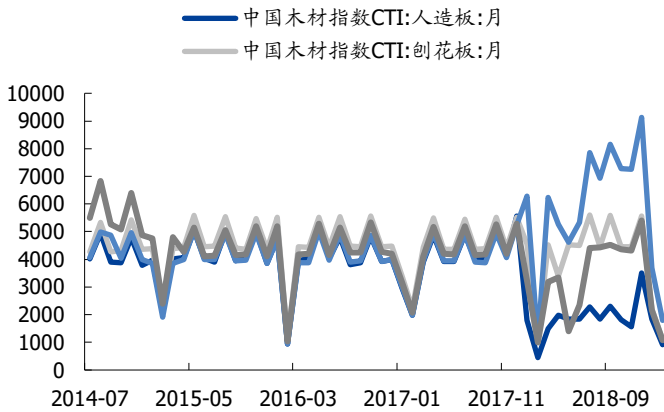
资料来源: Wind、国盛证券研究所

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

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