

轻工制造

客观看待 315 点名电子烟，双胶纸提价较为顺畅

造纸：国内港口纸浆开始走货，双胶纸提价较为顺畅。目前国内港口纸浆已经在大量走货，接单主体为太阳纸业、恒安集团、中顺洁柔，全球主要供应商 2 月发运量下滑，预计 3-4 月港口库存将有明显下滑。纸浆方面，国内现货浆价下跌。文化纸方面，本周双胶纸市场价格稳中上调，预计文化纸纸厂提价进程将延续。包装纸供求压力大，后期涨价阻力较大。白卡纸本周市场行情稳中偏弱，箱板瓦楞纸本周市场交投放缓呈现疲软下滑走势，原料废纸价格下行，成本面利好支撑丧失。

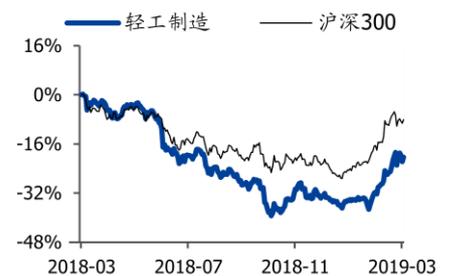
包装：315 点名电子烟，对烟标龙头影响有限。针对电子烟有害物质释放和成瘾性，央视 315 晚会点名电子烟产品。国内电子烟监管趋严，加热不燃烧产品 HNB 成为主流新型烟草产品可能性较大。**劲嘉股份：1)**未来两年的业绩增长仍来自于烟标主业和彩盒包装放量，电子烟概念并没有兑现到业绩端。受益行业持续整合，以及公司高端烟标业务占比提升，未来传统烟标主业仍将稳步增长。公司在精品烟盒、酒标和 3C 包装业务上拓展顺利，彩盒业务开始放量，预计 18 年实现收入 5.7 亿元，同比增长 79.81%。**2)**公司积极布局新型烟草，合作中烟公司，聚焦 HNB 产品而非电子烟。**3)**从市场角度看目前估值合理。预计 19 年的 PE 估值也只有 16 倍左右，低于业绩增速，市场投资人并没有因为电子烟概念而超配这个公司。

家居：一、三线城市房屋成交尚可，地产投资支撑仍在。2019 年 1-2 月住宅销售面值为 1.23 亿平方米，同比下降 3.2%，下调幅度明显。一、三线城市成交尚可，而二线城市相对逊色，分别同比增加 17.12%、-21.43%、19.08%。房地产投资方面，2019 年 1-2 月房地产投资同比增加 11.6%，增速创下 2014 年以来新高，而 1-2 月房地产新开工面积增速下滑 11.2pct 至 6%，施工面积则回升至 6.8%。土地方面，2019 年 1-2 月土地购置面积、土地成交价款累计增速出现断崖下跌，购置费对房地产行业拖累力度明显。估计今年整体房地产调控力度略有松动，家居等房地产后周期行业将会顺应地产力度降低而显著受益。

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：波动中关注业绩确定性，聚焦家居终端调研情况》2019-03-10
- 《轻工制造：文化纸涨价行情将起，关注轻工板块入摩情况》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

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	11.9	6.6	7.4	6.4
600308	华泰股份		0.58	0.72	0.80	0.88	10.9	6.9	6.1	5.7
002228	合兴包装		0.13	0.46	0.35	0.43	35.3	21.5	17.2	13.6
002831	裕同科技		2.33	2.34	2.99	3.74	24.0	17.0	18.8	15.0
002303	美盈森		0.23	0.28	0.37	0.44	31.0	17.5	16.1	13.4
603833	欧派家居	增持	3.09	3.61	4.11	5.27	32.6	27.9	24.5	19.1
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

请仔细阅读本报告末页声明



内容目录

一、周度观点	3
1.1 造纸：国内港口纸浆开始走货，双胶纸提价较为顺畅	3
1.2 包装：315点名电子烟，对烟标龙头影响有限	3
1.3 家居：一、三线城市房屋成交尚可，地产投资支撑仍在	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	7
风险提示	9

图表目录

图表 1: 住宅销售面积 (万平方米) 及同比增速 (%)	5
图表 2: 全国 30 大中城市商品房成交套数	5
图表 3: 房屋新开工米娜及和房屋施工面积累计同比 (%)	5
图表 4: 土地成交价款和购置土地面积累计同比 (%)	5
图表 5: 铜版纸价格变化趋势 (元/吨)	6
图表 6: 双胶纸价格变化趋势 (元/吨)	6
图表 7: 白卡纸价格变化趋势 (元/吨)	6
图表 8: 白板纸价格变化趋势 (元/吨)	6
图表 9: 箱板纸价格变化趋势 (元/吨)	6
图表 10: 瓦楞纸价格变化趋势 (元/吨)	6
图表 11: 木浆价格变化趋势 (元/吨)	7
图表 12: 国废价格变化趋势 (元/吨)	7
图表 13: 国际进口浆价格变化趋势 (美元/吨)	7
图表 14: 美废价格变化趋势 (美元/吨)	7
图表 15: 期货结算价(连续):纸浆 (单位: 元/吨)	7
图表 16: 期货持仓量:纸浆 (单位: 手)	7
图表 17: 家具零售额 (亿元) 及同比增速 (%)	8
图表 18: 建材家居卖场销售额 (亿元) 及同比增速 (%)	8
图表 19: 商品房销售面积 (万平方米) 及同比增速 (%)	8
图表 20: 住宅销售面积 (万平方米) 及同比增速 (%)	8
图表 21: 板材价格变化趋势	8
图表 22: 五金材料价格变化趋势	8

一、周度观点

1.1 造纸：国内港口纸浆开始走货，双胶纸提价较为顺畅

木浆系：木浆现货价格本周下跌 37.5 元/吨至 5585 元/吨；铜版纸本周维持在 5,583 元/吨；双胶纸本周上涨 50 元至 6083 元/吨；白卡纸本周维持在 5,043.33 元/吨，白板纸本周在 4,387.50 元/吨。

废纸系：国废价格本周下降 71 元至 2368 元/吨；箱板纸本周下降 117 元至 4,543 元/吨，瓦楞纸本周下降 137.5 元至 3795 元/吨

纸浆期货：本周五主力合约结算价为 5,418 元/吨，较上周五上涨 0.18%；持仓量为 15.59 万手，较上周五下跌 6.59%。

国内港口纸浆开始走货，双胶纸提价较为顺畅。目前国内港口 SUZANO 品牌纸浆已经在大量走货，接单主体为太阳纸业、恒安集团、中顺洁柔，销售均价为 680 美元/吨，全球主要供应商 2 月发运量下滑，预计 3-4 月港口库存将有明显下滑。**前端木浆系纸张双胶纸走货顺畅提价落实情况较好**，本周双胶纸市场价格稳中上调，规模纸厂价格多数落实 100-200 元/吨，中小规模纸厂稳中上调 100 元/吨，接单量略好，库存水平不高。铜板价格稍弱，但亦有小幅提价，本周铜版纸市场行情主流平稳，金东纸业（江苏）、海南金海浆纸业再发涨价函，计划下月上调铜版纸价格 200 元/吨，预计文化纸纸厂提价进程将延续。

包装纸供求压力大，后期涨价阻力较大。白卡纸方面，本周市场行情稳中偏弱，下游客户多看淡后市需求，购货维持刚需，市场需求面利好相对有限，交投氛围不浓，看涨预期随之减弱。就龙头白卡纸价格策略来看，博汇纸业存在求协同限产提价的诉求，但 App 态度暂不明朗，预计今年白卡产能将增加 50~400 万吨，未来价格随行就市概率较大。**箱板瓦楞纸方面**，本周市场交投放缓呈现疲软下滑走势，原料废纸价格下行，成本面利好支撑丧失。市场需求跟进一般，加之成交重心下移，在买涨不买跌心理影响下，下游采购热情进一步受到抑制，从而导致市场交投气氛转淡，箱板纸价格下调 50~150 元/吨，瓦楞纸下调 100~200 元/吨。3 月 8 日山东博汇纸业年产 150 万吨包装纸项目第一条生产线出纸，19 年预计将新增箱板瓦楞产能 500 万吨，供求压力大，未来提价较为困难。

1.2 包装：315 点名电子烟，对烟标龙头影响有限

针对电子烟有害物质释放和成瘾性，央视 315 晚会点名电子烟产品。央视 315 晚会曝光电子烟也会释放有害物质，危害吸烟者和被动吸烟人群健康，长时间吸食电子烟同样会产生对尼古丁的依赖。315 晚会上，央视报道称，通过科学实验可以证明，电子烟同样含有不少有害成分，危害一点不比香烟少。有些电子烟烟液尼古丁含量标识不规范，有些甚至存在尼古丁含量严重超标的问题。

区别电子烟和加热不燃烧产品（HNB），国内电子烟监管趋严，HNB 成为主流新型烟草产品可能性较大。

电子烟烟油一般由 5 大类化学成分构成，分别是 PG（丙二醇）、VG（蔬菜甘油又叫丙三醇）、香精、尼古丁、口感改善添加剂。**多个国家和地区认为，电子烟在加热过程中产生的化合物以及排放的气体中仍存在有害物质**，并不能帮助戒烟或相较于传统香烟有利于健康。**18 年 10 月香港特首林郑月娥在 2018 年施政报告中表示，香港将禁止电子烟。**香港一些医学界及病人组织宣布成立禁电子烟大联盟表示，公众对电子烟普遍存在误解，误以为电子烟可有助戒烟，但其实电子烟和传统香烟相比，烟雾中同样含有尼古丁、甲

醛等有害化合物，影响人们身体健康。并且未成年人追逐潮流，吸食电子烟人数增加，2018年9月美国FDA提出电子烟对青少年危害，并就此就行管制。国内杭州自**19年1月1日**日期将禁止公共领域使用电子烟，北京公共场所拟禁止使用电子烟。

加热不燃烧烟草制品（HNB）通过加热烟弹（由烟片制成，使用烟草，电子烟中不含烟草）而非燃烧的方式，将烘烤温度控制在300度左右，能够烘烤出尼古丁，减少焦油和其他有害物质的释放。以主流产品PMI的IQOS为例，**PMI称IQOS可减少90%有害物质释放，FDA若对其减害性申请的通过，将起到HNB产品有减害效果的国际示范作用。**PMI对IQOS的测试超过7年时间，众多的气溶胶化学和物理测量表明，IQOS加热后气雾的有害成分含量较传统香烟减少90%~95%。通过为期6个月的人体临床实验，PMI证明转换为IQOS的患者八项生物反应指标与持续吸烟相比得到改善。PMI已将实验结果提交FDA，**FDA下属的委员会TPSAC认同了完全转换到IQOS可以显著减少对有害化学物质的接触，最终能否通过MRTPA仍有待FDA审核。**由于**FDA对MRTP申请极为严格，若FDA审核通过PMI的MRTP申请，则表明HNB产品的确存在减害效果。**相较于对健康影响不明确的电子烟，更有可能成为替代传统烟草的主流新型烟草产品。

315点名电子烟，对带有电子烟概念的劲嘉股份影响有限。主要基于以下几个原因：

1) 劲嘉股份未来两年的业绩增长仍来自于烟标主业和彩盒包装放量，电子烟概念并没有兑现到业绩端。烟标行业400亿元市场规模，受益三产退出，市场持续整合，18年公司实现烟标销量同比增长7.97%，预计共销售353万箱，其中细支烟烟标销量同比增长12.49%。公司细支烟等新兴品种订单丰富，17年烟标业务毛利率提升4pct，预计18年及未来仍将提升。因此，受益行业持续整合，以及公司高端烟标业务占比提升，未来传统烟标主业仍将稳步增长。

公司在精品烟盒、酒标和**3C包装业务上拓展顺利，彩盒业务开始放量**，预计18年实现收入5.7亿元，同比增长79.81%。公司彩盒业务在维持“中华（金中支）”、“南京（九五之尊）”、“云烟（大重九）”、“茅台醇”、“洋河”等知名烟酒品牌的精品彩盒包装市场份额的同时，不断引入新客户拓展新产品，如第四套人民币纪念币套装盒、多款新型烟草彩盒包装、知名白酒品牌如“劲酒”、“五粮液”、“江小白”的外包装等。

2) 公司积极布局新型烟草，合作中烟公司，聚焦HNB产品而非电子烟。HNB产品与电子烟存在差别，315点名电子烟是因为电子烟释放有害物质并存在成瘾性。但是HNB与电子烟工作原理不同，通过加热烟片的方式释放尼古丁而减少焦油等有害物质的释放。目前FDA正在审核PMI的IQOS产品，若FDA通过IQOS的MRTPA（Modified Risk Tobacco Products Application，减害烟草产品申请），很大程度上验证HNB产品的减害性，该产品仍有可能成为风口。而劲嘉自18年以来积极与中烟公司合作，尤其是在**HNB研发制造和销售领先的云南中烟，致力于HNB产品的研发生产和销售，而非电子烟。**国内目前对HNB产品监管并未放开，但从国内部分消费者对健康和戒烟需求以及HNB产品走私泛滥来看，国内仍存在对HNB产品的需求，若未来国内政策放开，劲嘉仍有望乘上新型烟草的早班车。

3) 从市场角度来看，目前估值合理。我们推荐的主要原因也是因为其在风险偏好较高的近期市场中并没有因为这个概念而有超额收益，预计19年的PE估值也只有16倍左右，低于业绩增速。我们认为市场投资人并没有因为电子烟概念而超配这个公司。

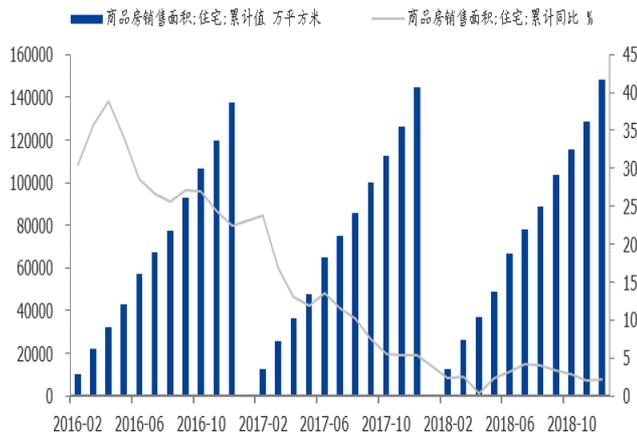
1.3 家居：一、三线城市房屋成交尚可，地产投资支撑仍在

2019年1-2月住宅销售面值为1.23亿平方米，同比下降3.2%，较18年12月增速下调5.7pct，下调幅度明显。细分到30大中城市商品房销售，其2月商品房成交面积为787.91万平方米，同比上升8.3%，以累计来看，2019年开年至2月底已成交2068万平方米，同比下降4.68%。分一至三线来看，一、三线城市成交尚可，而二线城市相

对逊色，2019年1-2月一线、二线、三线城市商品房分别成交374万、988万、706万平方米，同比增加17.12%、-21.43%、19.08%。

再看房地产投资方面，2019年1-2月房地产投资同比增加11.6%，较18全年提升2.1pct，增速巨大且创下2014年以来新高，而1-2月房地产新开工面积增速下滑11.2pct至6%，施工面积则回升至6.8%。土地方面，2019年1-2月土地购置面积、土地成交价款累计增速出现断崖下跌，购置费对房地产行业拖累力度明显。结合国家“住房而非炒房”的理念，我们估计今年整体房地产调控力度略有松动，各地将会根据其自身情况出台相关政策降低调控力度，故地产投资支撑仍在，家居等房地产后周期行业将会顺应地产力度降低而显著受益。

图表1: 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2: 全国30大中城市商品房成交套数



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表3: 房屋新开工面积及房屋施工面积累计同比(%)



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表4: 土地成交价款和购置土地面积累计同比(%)



资料来源: Wind, 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 5: 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 6: 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 7: 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 8: 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 9: 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 10: 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 11: 木浆价格变化趋势 (元/吨)



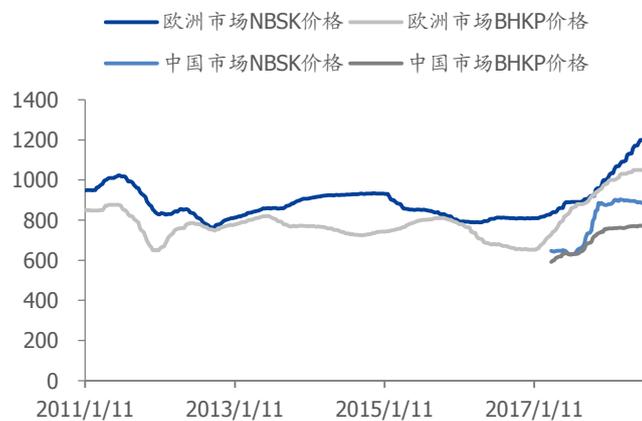
资料来源: 纸业联讯、国盛证券研究所

图表 12: 国废价格变化趋势 (元/吨)



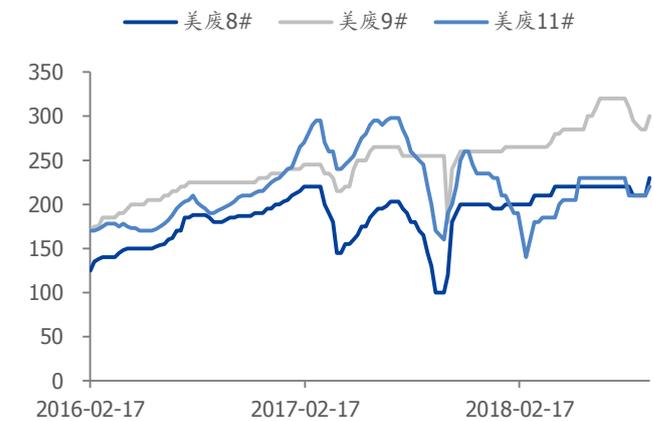
资料来源: 纸业联讯、国盛证券研究所

图表 13: 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 14: 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 15: 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

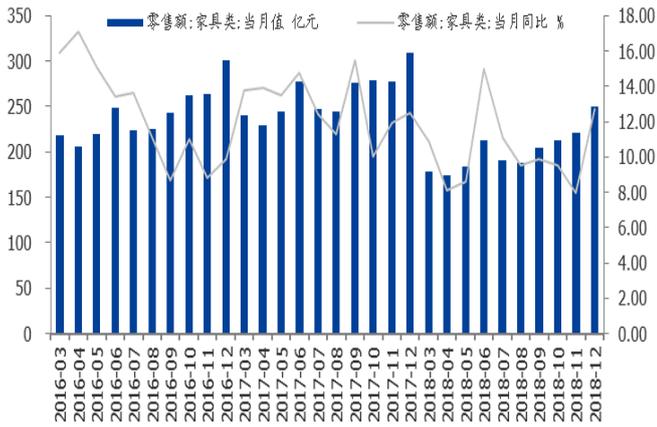
图表 16: 期货持仓量:纸浆 (单位: 手)



资料来源: Wind、国盛证券研究所

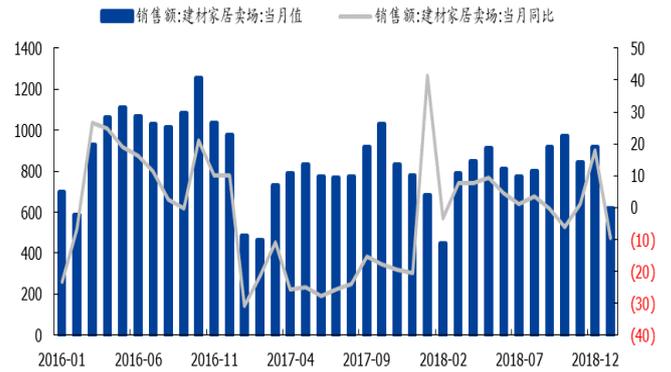
三、轻工家居行业周数据

图表 17: 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 18: 建材家居卖场销售额 (亿元) 及同比增速 (%)



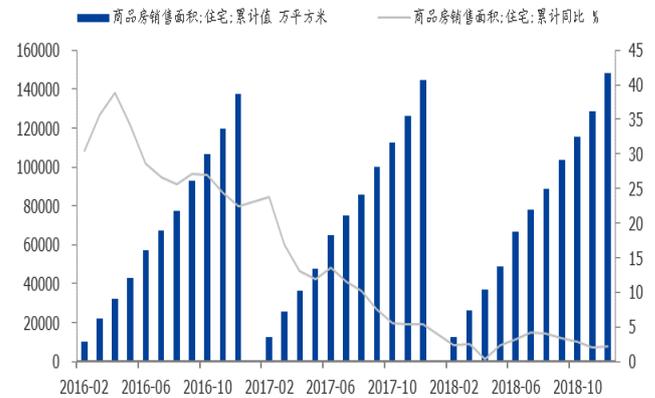
资料来源: Wind、国盛证券研究所

图表 19: 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 20: 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 21: 板材价格变化趋势



资料来源: Wind、国盛证券研究所

图表 22: 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