

轻工制造

纸包装、金属包装龙头价值被低估，维持推荐合兴包装、奥瑞金

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：纸包、金包龙头价值被低估，关注合兴包装、奥瑞金。合兴包装：1) 行业：市场充分竞争，龙头企业增速超额，纸包装行业品牌溢价显现。2) 公司PSCP赋能型整合平台加速整合进程。3) PSCP平台目前利润贡献较低，营收增速远超利润增速。4) 合兴包装运营效率及利润增长合理性提出质疑，市场尚未消化质疑观点。**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。4) 咸宁厂客户陆续进场，产能爬坡基础坚实，异性罐释放盈利能力。

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：瓦楞纸包装成本之我见—长期看多合兴包装理由一》2019-03-27
- 《轻工制造：双胶纸价格稳中看涨，烟标行业去库存拐点已现》2019-03-24
- 《轻工制造：315点名电子烟，客观看待新型烟草行业》2019-03-19

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	9.2	7.5	6.4	5.7
600308	华泰股份		0.58	0.72	0.80	0.88	10.2	8.2	7.4	6.7
002228	合兴包装	买入	0.13	0.20	0.30	0.43	46.7	30.4	20.3	14.1
002831	裕同科技		2.33	2.34	2.99	3.74	24.4	24.3	19.0	15.2
002303	美盈森		0.23	0.28	0.37	0.44	25.9	21.3	16.1	13.5
603833	欧派家居	增持	3.09	3.61	4.11	5.27	39.3	30.0	23.6	18.5
603816	顾家家居	增持	1.92	2.52	3.31	4.14	30.8	23.5	17.9	14.3

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：国内纸浆港口库存开始下降，双胶铜板纸提价较为顺畅	3
1.2 包装：纸包、金包龙头价值被低估，关注合兴包装、奥瑞金	3
二、轻工造纸行业周数据	4
2.1 各纸种价格变化情况	4
2.2 原材料价格变化情况	5
三、轻工家居行业周数据	6
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)	5
图表 4: 白板纸价格变化趋势 (元/吨)	5
图表 5: 箱板纸价格变化趋势 (元/吨)	5
图表 6: 瓦楞纸价格变化趋势 (元/吨)	5
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)	6
图表 10: 美废价格变化趋势 (美元/吨)	6
图表 11: 期货结算价(连续):纸浆 (单位: 元/吨)	6
图表 12: 期货持仓量:纸浆 (单位: 手)	6
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 (%)	7
图表 16: 住宅销售面积 (万平方米) 及同比增速 (%)	7
图表 17: 板材价格变化趋势	7
图表 18: 五金材料价格变化趋势	7

一、周度观点

1.1 造纸：国内纸浆港口库存开始下降，双胶铜板纸提价较为顺畅

木浆系：木浆现货价格本周下跌 60 元/吨至 5,482.50 元/吨；铜版纸本周维持在 5,583.33 元/吨；双胶纸本周维持在 6,083.33 元/吨；白卡纸本周上涨 133 元/吨至 5,176.67 元/吨，白板纸本周维持在 4,337.50 元/吨。

废纸系：国废价格本周下跌 14 元/吨至 2,339.33 元/吨；箱板纸本周下跌 33 元/吨至 4,393.33 元/吨，瓦楞纸本周下跌 25 元/吨至 3,670 元/吨。

纸浆期货：本周五主力合约结算价为 5,274 元/吨，较上周五下跌 0.98%；持仓量为 13 万手，较上周五下跌 15.69%。

内盘浆价下滑，双胶铜板提价顺畅。已公布 4 月份外盘木浆价格多报涨 10~20 美元/吨，但本周内盘木浆价格下调 50 元/吨左右，国内木浆港口库存已开始下滑。文化纸方面，铜版纸纸厂积极推进涨价函内容，接单尚可。双胶纸规模纸厂接单尚可，出版社需求呈现向好态势。预计短期内文化纸厂仍以推进涨价函为主，幅度 100-200 元/吨，市场价格亦将随之跟涨。

原纸进口渠道逐步成熟，进口纸价压制下，国内箱板瓦楞纸价难大涨大跌。国内箱板瓦楞纸价格再难出现大涨大跌现象，原因在于过去两年持续高位的箱板瓦楞纸价格已经迫使国内原纸贸易商及大型纸板厂开拓了较为成熟的原纸进口渠道。进口原纸价格将成为国内箱板瓦楞纸价格的压制线，进口原纸价格的趋势也将呈中枢平稳下行的趋势。下游订单增长有限，本周国废黄板纸价格下滑至 2260 元/吨，箱板瓦楞纸价本周同样下调 50~100 元/吨至 4427/3708 元/吨。当前进口箱板瓦楞纸价（含税）为 4800/4000 元/吨，对包装纸价上涨形成抑制作用，预计未来包装纸纸价价格中枢较为稳定。

本周 SP1906 下跌主要因金鱼未减产，且增值税税率下调降低现货价格。一方面是应对金鱼不减产情况，APP 近期有向市场放货动作，量不大，但 APP 浆价普遍低于巴按 1-200 元/吨是常态。另一方面，我们认为和增值税率下调有一定关系。外盘浆进口，普遍都是下游纸厂和贸易商负责清关缴纳增值税，这部分利润大概在 150 元左右留到了纸厂和贸易商手中，那么以人民币计价的现货价格成本就有所下滑。

1.2 包装：纸包、金包龙头价值被低估，关注合兴包装、奥瑞金

合兴包装：我们在 3 月 26 日发布的《合兴包装：九千亿纸包装红海破局者》报告中，从行业特性、合兴 PSCP 云平台轻资产整合路径等角度，阐述了对合兴包装的推荐理由。行业层面：

- 瓦楞纸包装接近 4000 亿元的市场规模仍有增长，龙头相对于行业增速超额增长，且市场份额提升空间巨大：2017 年行业 CR5 仅 6.7%；
- 行业经历了从高毛利的蓝海到目前低毛利的红海历练，充分竞争已是现状，新进入玩家减少，未来行业参与者核心竞争力在于效率与规模。
- 客户品牌升级诉求下，对包装供应质量及稳定性要求不断加强，与龙头公司能力匹配，2B 的纸包装行业正在出现品牌溢价。
- 当下时点，行业从业者面临代际更替，中小纸包企业产业继承断代，龙头企业职业经理人公司架构完善，将大量承接代际更替过程中中小企业流失的产能和市场。

公司层面：

- 公司 PSCP 赋能型整合平台加速整合进程。在收入快速增长的过程中，资产负债表和现金流量表出现稳步优化，表明平台扩张具备持续性和改善性。

我们认为当前市场对合兴包装价值存在明显低估，主要来源于两方面：**1、PSCP 平台目前利润贡献较低，营收增速远超利润增速，当前估值方式没有体现平台价值。**我们认为，平台内含合作产能及客户增加的边际成本增长有望由负转正，且平台潜在赢利点将随流量提升逐步凸显，平台未来盈利提升具备较大空间。加之平台规模增长为集团提升上下游议价能力及产能利用率贡献巨大，但公司目前估值体系为 PE 估值，平台当前利润贡献较少，平台在当前估值方式中未享有合理估值。**2、18 年 10 月证券市场周刊一篇文章对合兴包装运营效率及利润增长合理性提出质疑，市场尚未消化质疑观点。**我们于 3 月 31 日发布《再读质疑报告，我们的思考》，对该篇文章所质疑的盈利质量、阶段性经营性现金流净额为负、资产负债率上升、并购标的后利润增长合理性进行逐条梳理，我们通过逐条分析梳理发现，公司并不存在运营质量及虚增利润的问题。

- **盈利质量：16 年应收大幅增加主要因并表和 PSCP 规模扩张。**其一因 2016 年合众创亚与公司完成报表合并，营收规模亦同步增长；其二为 16 年为 PSCP 平台起步元年，公司需要投入较多现金为合作伙伴缩短账期，作为起步吸引合作方的优惠方式。
- **现金流：17 年出现阶段性经营性现金流净额为负，主要因公司储备原材料并且拍哦据延迟贴现。**其一，17 年瓦楞纸价格快速上涨，公司为锁定纸价而加大原材料库存备货，17 年末公司库存同增 2.23 亿元；其二，由于 17 年票据贴现利率较高，公司未将营收票据贴现。**17 年经营性现金流净额下滑，只是资产结构的临时调整，并非上下游账期结构出现恶化。**
- **资产负债率上升：16 年资产负债率上升主要受合并合众创亚资产影响，且公司 17-18 年资产负债率逐步下行，并购对资产负债表的影响已经消除。**
- **并购合众创亚后利润增长合理性：公司收购对价合理，且 19 年对 16-17 年报表进行重述调整，基本消除由于收购的营业外收入导致 18 年利润激增的影响。**

奥瑞金：市场已经充分消化红牛影响，但预期并未改善，红牛销售稳健增长。自 2016 年 10 月开始经历红牛商标许可协议扰动、2017 年一季度红牛短暂停产，红牛业绩并无实质性影响，市场预期尚无改善。2018 年红牛业绩进入企稳回升期，我们预计红牛 18、19 年业绩将维持 10% 的增速。公司当前估值处于历史低点，叠加 MSCI 扩容奥瑞金在列，估值提升值得期待。**咸宁厂客户陆续进场，产能爬坡基础坚实，异性罐释放盈利能力。**2018 年咸宁厂产能利用率约 40%，设计产能 10 亿罐。当前新客户陆续进场，包括百威、达能、安利等，产能爬坡基础坚实。咸宁新型包装项目自动化、智能化程度为国际最高水平，用以满足市场日益剧增的异型罐需求，异性罐盈利能力比普通产品更强，咸宁厂将成为 19 年公司业绩弹性坚实支持点。

我们认为当前**纸包装、金属包装龙头合兴包装、奥瑞金存在预期与价值低估。**纸包、金包行业产业趋势向上，纸包装行业龙头整合已成趋势，合兴包装轻资产整合模式破除行业整合痛点。金属包装二片罐行业盈利拐点已至，19 年提价逐步落实，第一龙头奥瑞金基于产能布局密集、快速响应能力突出有望有限受益于行业回暖。传统业务扎实稳健，护城河不断加深，龙头优势不断凸显，新业务快速放量，在中长期视角具备安全边际与成长弹性。

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 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)



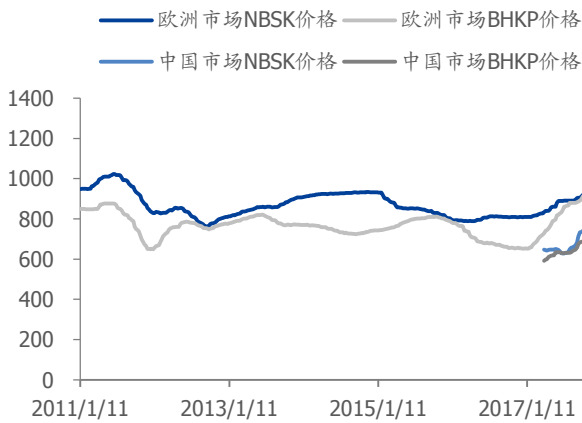
资料来源: 纸业联讯、国盛证券研究所

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

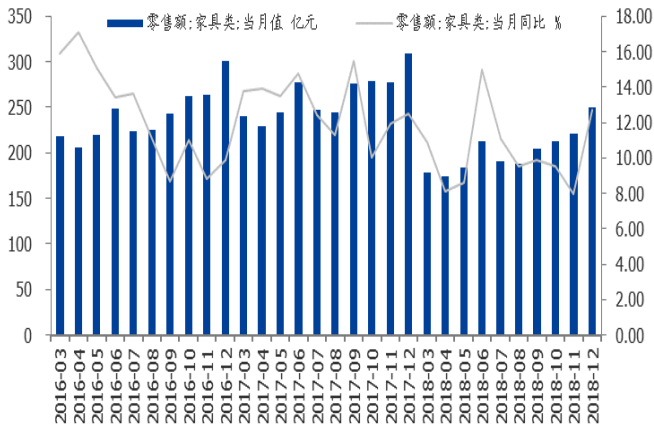
图表 12: 期货持仓量:纸浆 (单位: 手)



资料来源: Wind、国盛证券研究所

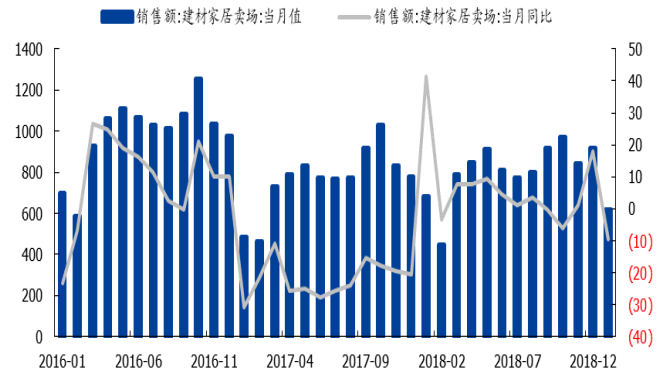
三、轻工家居行业周数据

图表 13: 家具零售额 (亿元) 及同比增速 (%)



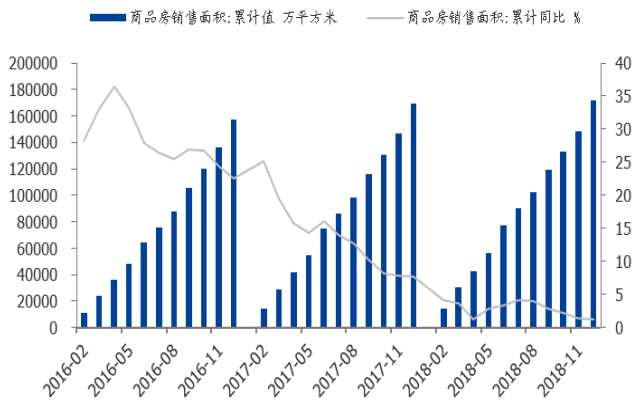
资料来源: Wind、国盛证券研究所

图表 14: 建材家居卖场销售额 (亿元) 及同比增速 (%)



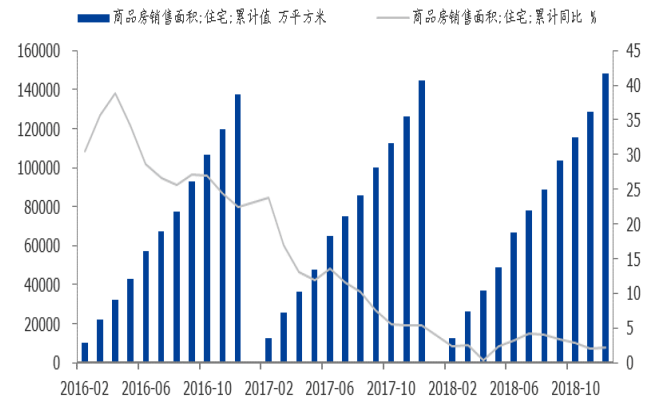
资料来源: Wind、国盛证券研究所

图表 15: 商品房销售面积 (万平方米) 及同比增速 (%)



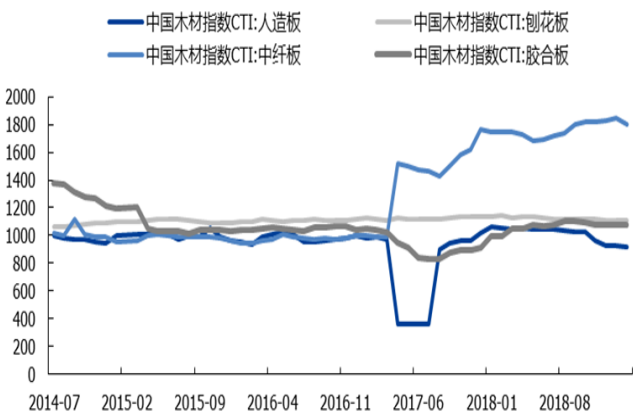
资料来源: Wind、国盛证券研究所

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