

轻工制造

文化纸后期提价空间大，包装利润弹性稳步提升

造纸：文化纸后期提价空间大，外废配额继续向龙头集中。纸浆方面，内盘浆价走势疲软，其中针叶浆价格下滑 50-150 元/吨，阔叶浆价格下滑 100-200 元/吨，外盘报价坚挺，目前 4 月份已报价的国外企业浆价均报涨。

供需矛盾仍存，国废和箱板瓦楞纸价格继续下滑。 本周国废价格环比下跌 1.2% 至 2233 元/吨，主要因玖龙各基地废纸库存快速增加。箱板瓦楞纸市场延续疲软下滑走势，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，4 月份开始规模纸厂仍推行降价抢占市场份额策略，价格战愈演愈烈。包装纸价格持续下跌一方面因为下游需求依旧疲软，另一方面，原料废纸价格下跌明显，在下游需求持续疲软的背景下，叠加成本支撑动能不足

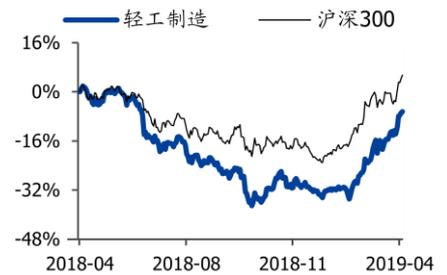
第五批外废批文审核了 222.19 万吨，配额继续向龙头集中，龙头企业成本优势继续凸显。 国内对限制固废进口的态势还是没有改变，未来进口废纸政策可能继续趋严。从配额分配角度来看，龙头包装纸企成本优势将持续凸显。第五批配额中，玖龙/理文/山鹰份额占比为 44%/19%/11%，共占比 74%；前五批配额这三家纸企审核总量占比 58%。

包装：下游稳定行业洗牌，原材料价格提供利润弹性。劲嘉股份： 1) 行业：烟酒稳步增长，新型烟草有望受益。2) 烟标行业去库存周期接近尾声，烟标主业回暖提动力。3) 新业务战略布局：与国内多家中烟公司达成合作协议，并于 2018 年底与云南中烟推出新型烟具，公司有望获得超额收益。
奥瑞金： 1) 行业：存量产能整合，行业集中度提升；2) 核心客户订单稳定增长：中国红牛产销稳定，预计红牛 18、19 年业绩将维持 10% 的增速。
合兴包装： 1) 瓦楞纸行业整合空间较大，行业优势促进公司业绩增长；2) 公司 PSCP 赋能型整合平台加速整合进程，带动公司业绩发展 3) 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。

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：美国考虑食品饮料添加 CBD 合法化，未来 CBD 应用有望进一步产业化》2019-04-03
- 《轻工制造：我们此时继续看多木浆系造纸的五个理由》2019-04-01
- 《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》2019-03-31

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	10.5	8.7	7.4	6.6
600308	华泰股份		0.58	0.72	0.80	0.88	10.1	8.1	7.3	6.7
002228	合兴包装	买入	0.12	0.20	0.30	0.43	47.3	13.4	17.6	14.3
002831	裕同科技		2.33	2.34	2.99	3.74	24.2	24.1	18.9	15.1
002303	美盈森		0.23	0.28	0.37	0.44	28.9	23.8	18.0	15.1
603833	欧派家居	增持	3.09	3.61	4.11	5.27	40.4	30.8	24.2	19.1
603816	顾家家居	增持	1.92	2.52	3.31	4.14	30.2	23.0	17.5	14.0

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：文化纸后期提价空间大，外废配额继续向龙头集中	3
1.2 包装：下游稳定行业洗牌，原材料价格提供利润弹性	4
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	6
三、轻工家居行业周数据	6
风险提示	8

图表目录

图表 1: 2019 年废纸审批配额	5
图表 2: 玖龙、理文、山鹰进口废纸配额占据绝对优势	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: 美废价格变化趋势 (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 (%)	7
图表 16: 建材家居卖场销售额 (亿元) 及同比增速 (%)	7
图表 17: 商品房销售面积 (万平方米) 及同比增速 (%)	7
图表 18: 住宅销售面积 (万平方米) 及同比增速 (%)	7
图表 19: 板材价格变化趋势	7
图表 20: 五金材料价格变化趋势	7

一、周度观点

1.1 造纸：文化纸后期提价空间大，外废配额继续向龙头集中

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%。

纸浆方面，内盘浆价走势疲软，外盘报价坚挺。受税改政策及下游需求迟迟未有效放量影响，4月初进口木浆现货市场价格继续承压下滑，其中针叶浆价格下滑 50-150 元/吨，阔叶浆价格下滑 100-200 元/吨。**外盘浆报价坚挺，目前 4 月份已报价的国外企业浆价均报涨，Catalyst 针叶浆报涨 10 美元/吨，智利明星针叶浆/阔叶浆分别报涨 10/40 美元/吨，俄罗斯针叶/阔叶浆分别报涨 20/30 美元/吨。**

供需矛盾仍存，国废和箱板瓦楞纸价格继续下滑。本周国废价格环比下跌 1.2%至 2233 元/吨，主要因玖龙各基地废纸库存快速增加，并下调采购价格，同时成品纸价格继续下跌。箱板瓦楞纸市场延续疲软下滑走势，4 月份开始规模纸厂仍推行降价抢占市场份额策略，价格战愈演愈烈。包装纸价格持续下跌一方面因为下游需求依旧疲软，目前纸厂订单同比萎缩明显，而供应压力有增无减，供需矛盾下，价格弱势下行为主；另一方面，原料废纸价格下跌明显，在下游需求持续疲软的背景下，叠加成本支撑动能不足。

第五批外废批文审核了 222.19 万吨，配额继续向龙头集中，龙头企业成本优势继续凸显。19 年 3 月没有外废配额发放，只到本周四固废中心才公布第五批的外废审批批文，共计审核了 44 家纸企 222.19 万吨的审批额度，截止目前已发放配额总量 775.87 万吨。此次审批总量虽较大，但较 18 年 4 月配额量 879.34 万吨，同比下降 11.8%，低于市场预期，表明国内对限制固废进口的态势还是没有改变，未来进口废纸政策可能继续趋严。从配额分配角度来看，龙头包装纸企成本优势将持续凸显。第五批配额中，玖龙/理文/山鹰份额占比为 44%/19%/11%，共占比 74%；前五批配额这三家纸企审核总量占比 58%。玖龙、理文和山鹰多有自己的进口渠道，且议价能力较强。而其他纸企的批文较少，对外废的拉动还是有限，即便配额发放，外废价格上升可能性较低。还有人民币汇率相对坚挺，及国内将增值税下调到 13%，均降低了进口的成本。

图表 1: 2019 年度废纸审批配额

公示时间	批次	额度(万吨)	在总额中占比
2018/12/14	第一批	503.52	64.9%
2018/12/29	第二批	43.15	5.6%
2019/1/18	第三批	6.04	0.8%
2019/2/19	第四批	0.97	0.1%
2019/4/4	第五批	222.19	28.6%
合计		775.87	100.0%

资料来源：中国固废化学品管理网，国盛证券研究所

图表 2: 玖龙、理文、山鹰进口废纸配额占据绝对优势

龙头包装纸企	获批配额 (万吨)	在总额中占比
玖龙纸业	241.83	31.2%
理文造纸	106.44	13.7%
山鹰纸业	103.41	13.3%
合计	451.68	58.2%

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: 下游稳定行业洗牌, 原材料价格提供利润弹性

包装下游稳定, 叠加行业洗牌 (如奥瑞金五年供产过剩价格跌至低估, 收购波尔亚太行业洗牌提升议价能力) 使得小产能出清, 加之原材料下行周期提供利润弹性; 新型包装业务抬升公司业务相关估值 (劲嘉股份与云南中烟合作研发生产新型烟具)。

合兴包装: 瓦楞纸行业整合空间较大, 行业优势促进公司业绩增长, PSCP 平台持续赋能, 带动公司业绩发展。瓦楞纸包装行业规模 4000 亿元, 且保持持续增长态势, 充分竞争已成行业现状, 新入产能较少, 未来洗牌将加速; 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。

奥瑞金: 存量产能整合, 行业集中度提升, 话语权增加, 盈利能力修复。奥瑞金的为用户提供红牛, 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。公司原材料马口铁、铝处在加和回落周期, 享有业绩弹性。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, 我们预计咸宁厂将成为 19 年公司业绩弹性坚实支持点, 为公司业绩提供强劲动力。

劲嘉股份: 烟酒稳步增长, 新型烟草有望受益。烟标行业去库存周期接近尾声, 烟标主业回暖提动力, 加之侧重“短中细爆”烟烟标, 单支售价价格提升; 彩盒业务精心与茅台醇持续合作, 叠加多家公司高档彩盒包装, 各消费领域稳步增长为彩盒业务市场份额提升提供动力。在烟酒两大业务稳增情况下, 公司亦卡位新型烟草赛道, 与国内多家中烟公司达成合作协议, 并于 2018 年底与云南中烟推出新型烟具, 并结合公司后续在渠道方面的进展, 公司有望获得超额收益。

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)



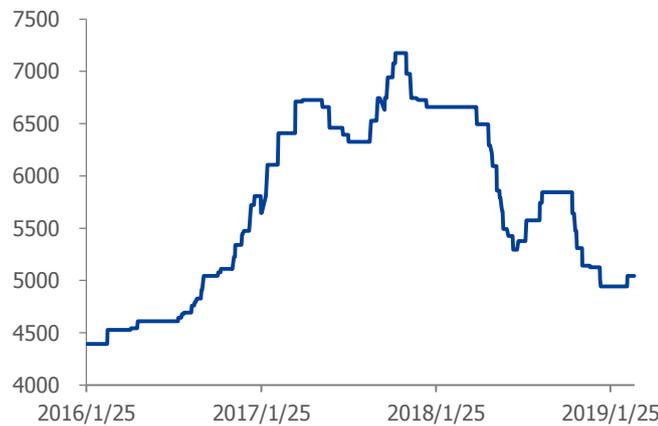
资料来源: 纸业联讯、国盛证券研究所

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)



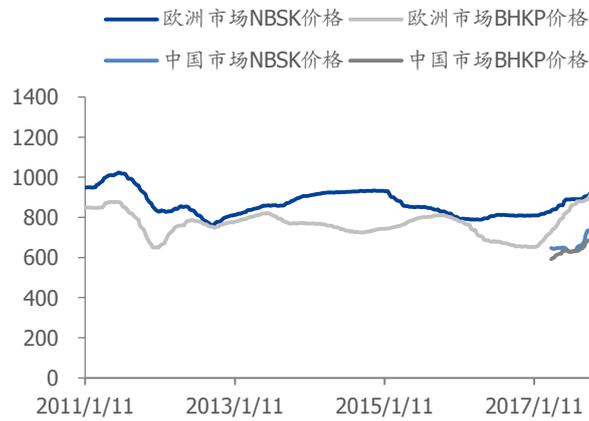
资料来源: 纸业联讯、国盛证券研究所

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: 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 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

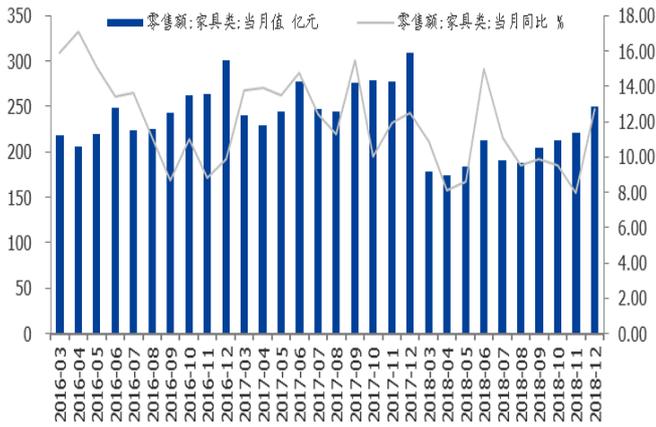
图表 14: 期货持仓量:纸浆 (单位: 手)



资料来源: Wind、国盛证券研究所

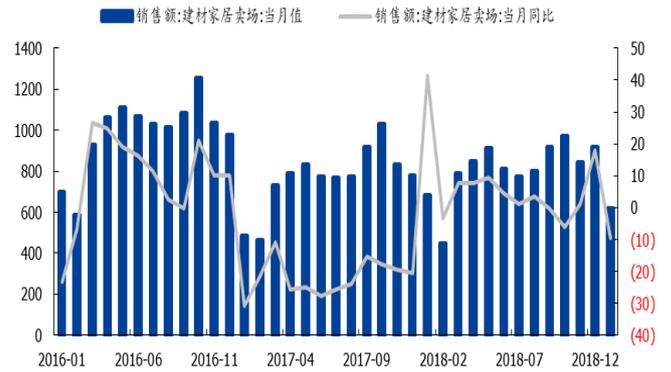
三、轻工家居行业周数据

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 (%)



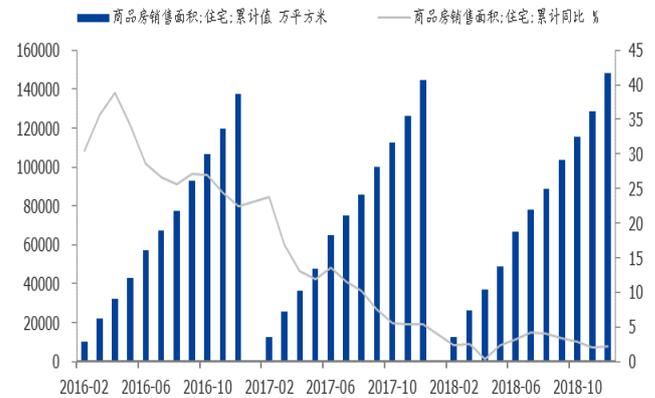
资料来源: Wind、国盛证券研究所

图表 17: 商品房销售面积 (万平方米) 及同比增速 (%)



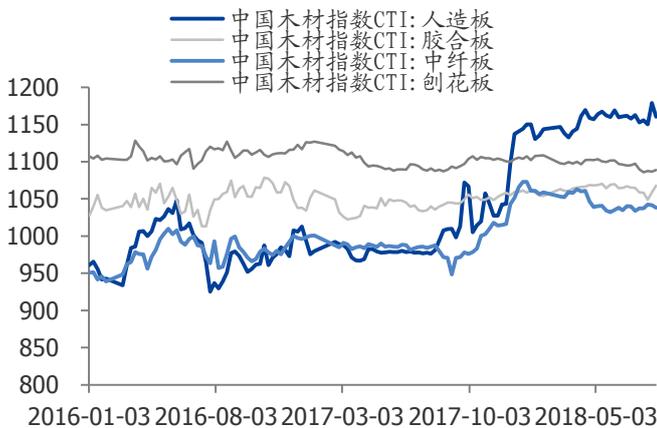
资料来源: Wind、国盛证券研究所

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