

港口库存高企，国内木浆价格持续下跌

—轻工制造周报 20190610

轻工制造周报

2019年06月10日

报告摘要：

● 上周行情回顾

上周沪深300指数下跌1.79%，轻工制造板块指数下跌5.30%，跑输大盘3.50pct，在28个子行业中的涨跌幅排名为第24名。子板块中，造纸板块表现相对较好，上周下跌4.87%。个股中，上周涨幅居前5名的是奥瑞金(+4.16%)、王子新材(+1.62%)、欧派家居(+0.73%)、通产丽星(+0.55%)、安妮股份(+0.37%)；跌幅居前5名的是银鸽投资(-17.41%)、顺灏股份(-15.95%)、德尔未来(-13.47%)、帝王洁具(-13.12%)、青岛金王(-12.86%)。

● 重点数据跟踪

6月6日，国内木浆价格为4710元/吨，较前一周下跌3.4%；国废价格为2096元/吨，较前一周下跌0.6%。白板纸价格为4138元/吨，持平前一周；白卡纸价格为5510元/吨，较前一周上涨0.6%。箱板纸价格为4043元/吨，持平前一周；瓦楞纸价格为3383元/吨，持平前一周。铜版纸价格为5833元/吨，持平前一周；双胶纸价格为6200元/吨，持平前一周。6月6日，溶解浆内盘价格为6600元/吨，较前一周下跌1.5%。年初至今(截至6月6日)，30个大中城市商品房成交套数66.49万套，同比增长11%，其中一线城市13.53万套，同比增长33%，二线城市29.24万套，同比降低7%，三线城市23.71万套，同比增长28%。成交面积7011.98万平方米，同比增长10%，其中一线城市1395.31万平方米，同比增长33%，二线城市3289.83万平方米，同比降低3%，三线城市2326.84万平方米，同比增长21%。

● 上周要闻及重要公告

行业新闻：1、理文造纸新热电联产项目拟于2020年在东莞工厂投入使用；2、玖龙纸业签订新天然气热电联产项目；3、《电子烟》强制性国家标准已处于批准状态。

重要公告：1、博汇纸业：拟投资17.19亿元建设年产45万吨高档信息用纸项目；2、金牌厨柜：部分监事、高管及股东承诺不减持首发限售解禁股份共15.74万股；3、美克家居：累计以均价4.57元/股回购1.02亿股；4、裕同科技：实际控制人王华君、吴兰兰夫妇建议回购1亿元至2亿元股份用于员工持股计划；5、索菲亚：累计以均价18.58元/股回购1088.20万股；6、山鹰纸业：累计以均价3.47元/股回购6335.98万股；7、江山欧派：子公司江山花木匠家居获储物柜发明专利证书；8、志邦家居：完成本次股份回购计划，累计以均价25.30元/股回购199.99万股；9、晨鸣纸业：董事长陈洪国以均价5.19元/股增持54.32万股。

● 本周观点

5月末青岛港纸浆总库存109万吨，环比持平，同比增长137%；常熟港49万吨，环比增长2.9%，木浆港口库存仍有较大压力。此外，除生活用纸外木浆系纸种下游需求疲软，纸厂开工率下行。目前浆价已跌破4800元/吨，预计短期浆价仍将下行，推荐成本端持续改善的**中顺洁柔**。

本周推荐组合是**欧派家居、顾家家居、晨光文具、中顺洁柔**。

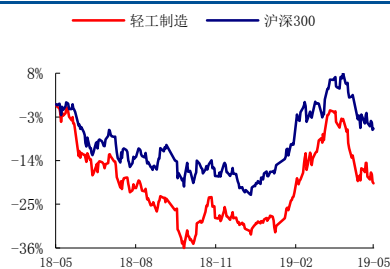
● 风险提示

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 20190401：1-2月家具制造业营收同增2.8%，地产数据回暖利好家具板块
- 2.民生轻工周报 20190325：国内木浆价格微降，美废价格持续下跌
- 3.民生轻工周报 20190318：1-2月住宅竣工面积同比下降7.8%，同期家具零售额同比增长0.7%
- 4.民生轻工周报 20190311：国内木浆价格微跌，关注减税对行业的影响
- 5.民生轻工周报 20190304：国内木浆价格持续反弹，国废价格明显回落

盈利预测与财务指标

代码	重点公司	现价 6月6日	EPS			PE			评级
			2018	2019E	2020E	2018	2019E	2020E	
603833	欧派家居	114.93	3.77	4.48	5.30	30	26	22	推荐
603816	顾家家居	28.13	2.36	2.02	2.40	12	10	8	推荐
603899	晨光文具	39.25	0.88	1.10	1.38	45	36	28	推荐
002511	中顺洁柔	10.33	0.32	0.40	0.49	32	26	21	推荐

资料来源：Wind、公司公告，民生证券研究院

目录

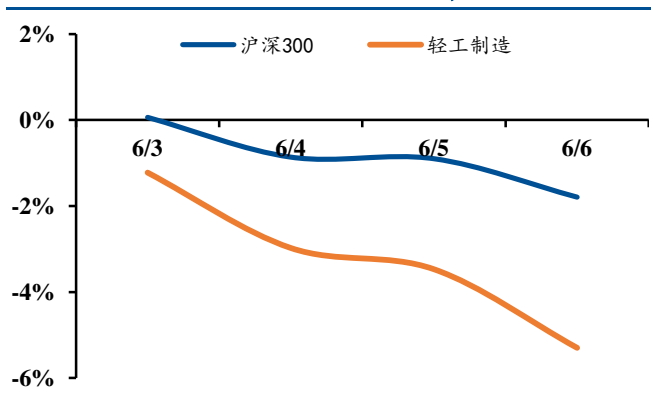
一、上周行情回顾	4
(一) 上周轻工板块指数下跌 5.30%，跑输大盘 3.50PCT	4
(二) 奥瑞金、王子新材和欧派家居表现最佳	4
二、重点数据跟踪	5
(一) 造纸 (5.31-6.7)：国内木浆价格明显下跌	5
(二) 家具：30 个大中城市商品房销售套数及面积同比上升	8
三、上周要闻及重要公告	9
(一) 行业重要新闻	9
(二) 上市公司重要公告	10
四、本周观点	11
五、风险提示	13
插图目录	14
表格目录	14

一、上周行情回顾

(一) 上周轻工板块指数下跌 5.30%，跑输大盘 3.50pct

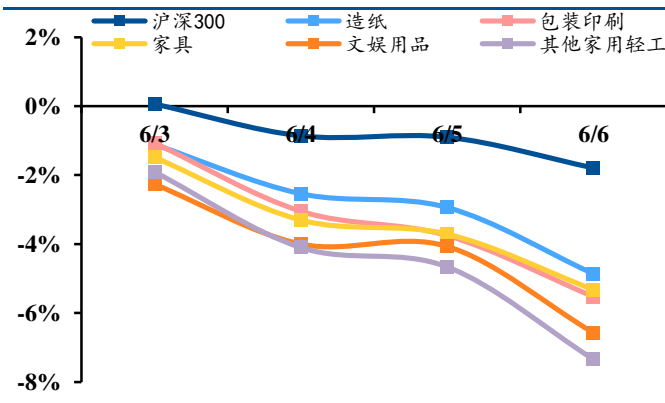
上周沪深 300 指数下跌 1.79%，轻工制造板块指数下跌 5.30%，跑输大盘 3.50pct，在 28 个子行业中的涨跌幅排名为第 24 名。子板块中，造纸板块表现相对较好，上周下跌 4.87%。

图 1：上周轻工制造板块指数下跌 5.30%，跑输大盘



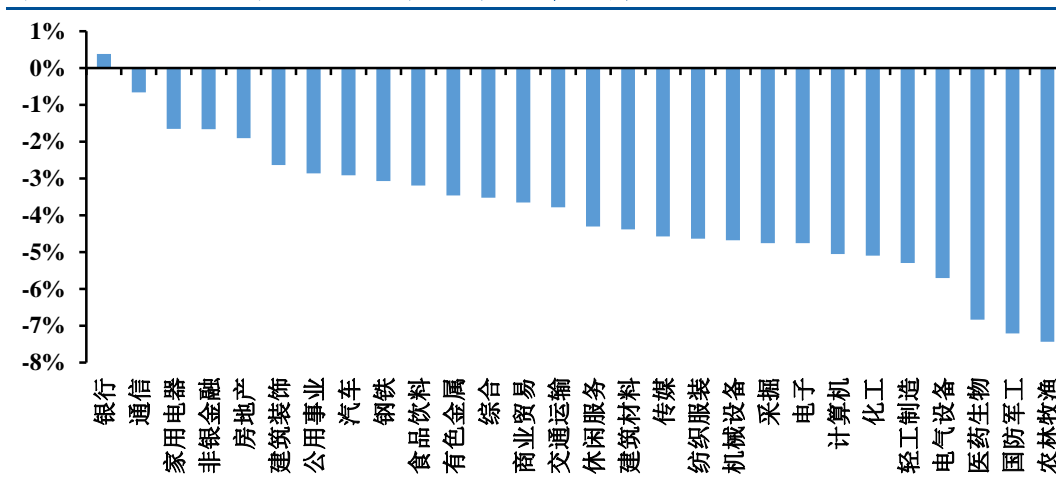
资料来源：Wind，民生证券研究院

图 2：造纸板块表现相对较好



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) 奥瑞金、王子新材和欧派家居表现最佳

个股中，上周涨幅居前 5 名的是奥瑞金 (+4.16%)、王子新材 (+1.62%)、欧派家居 (+0.73%)、通产丽星 (+0.55%)、安妮股份 (+0.37%)；跌幅居前 5 名的是银鸽投资 (-17.41%)、顺灏股份 (-15.95%)、德尔未来 (-13.47%)、帝王洁具 (-13.12%)、青岛金王 (-12.86%)。

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 (%)
002701.SZ	奥瑞金	4.16%	600069.SH	银鸽投资	-17.41%
002735.SZ	王子新材	1.62%	002565.SZ	顺灏股份	-15.95%
603833.SH	欧派家居	0.73%	002631.SZ	德尔未来	-13.47%
002243.SZ	通产丽星	0.55%	002798.SZ	帝王洁具	-13.12%
002235.SZ	安妮股份	0.37%	002094.SZ	青岛金王	-12.86%

资料来源：Wind，民生证券研究院

二、重点数据跟踪

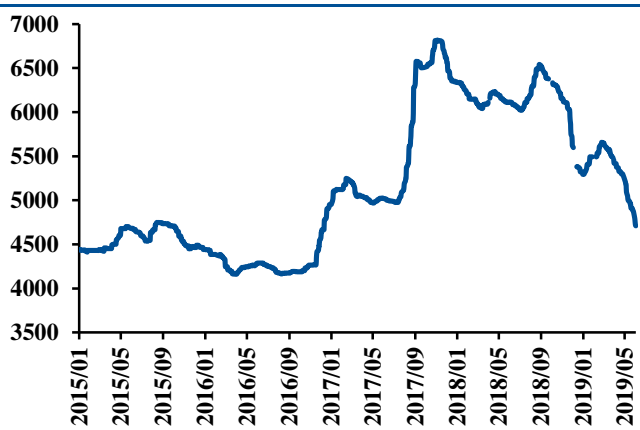
(一) 造纸 (5.31-6.7)：国内木浆价格明显下跌

1、原材料：木浆、国废价格有所下跌

Wind 数据显示，6 月 6 日，国内木浆价格为 4710 元/吨，较前一周下跌 3.4%，较去年同期下跌 1400 元/吨，同比下跌 22.9%；年初至今平均价为 5349 元/吨，同比下跌 830 元/吨，跌幅为 13.4%。

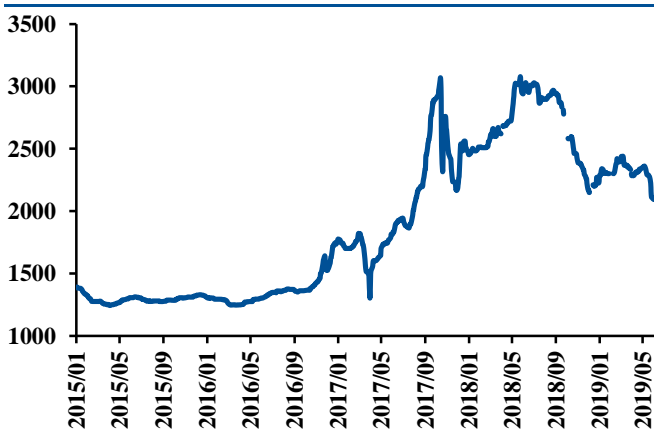
国废价格为 2096 元/吨，较前一周下跌 0.6%，较去年同期下跌 880 元/吨，同比下跌 29.6%；年初至今平均价为 2316 元/吨，同比下跌 360 元/吨，跌幅为 13.1%。

图 4：国内木浆价格近期有所下跌 (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)

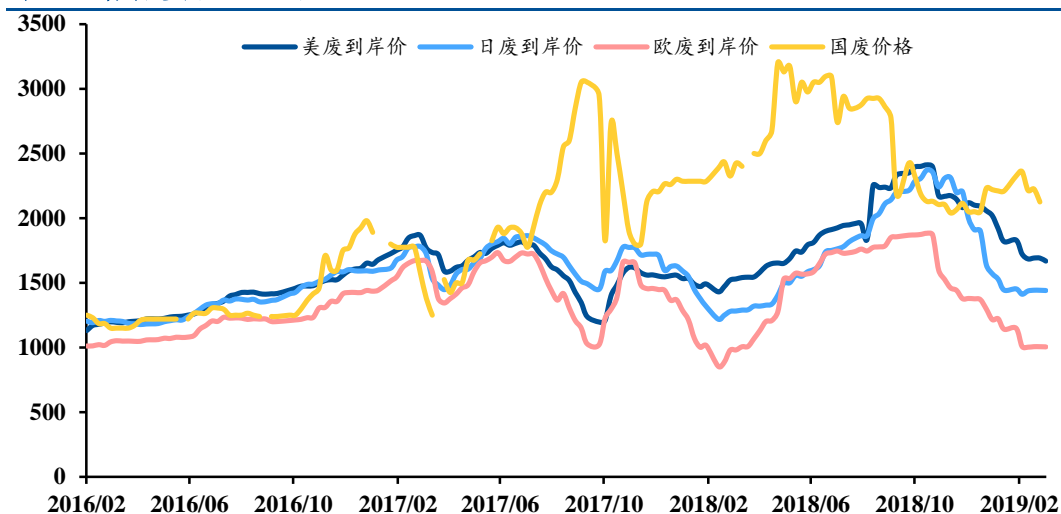


资料来源：Wind，民生证券研究院

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，3 月 20 日，美废到岸均价为 199 美元/吨，较前一周下跌 1.2%；日废到岸均价为 215 美元/吨，持平前一周；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

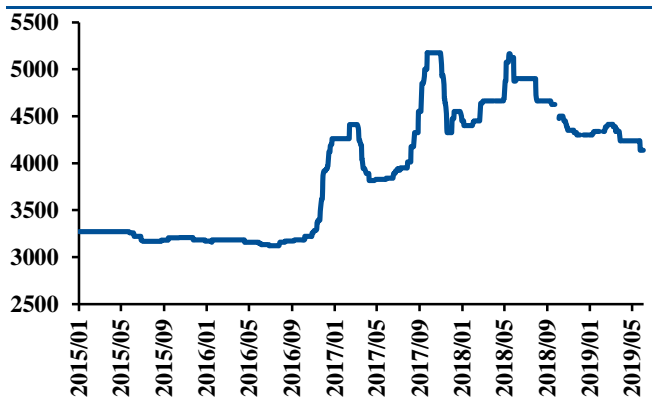
注: 外废计算所用汇率为美元兑人民币即期汇率, 中美废自 2018 年 8 月 23 日开始征收 25% 关税。国内废纸价格取自 Wind 数据浙江 A 级黄板纸价格, 为不含税价。

2、包装纸: 18 年中以来纸价在下行区间

6 月 6 日, 白板纸价格为 4138 元/吨, 持平前一周, 较去年同期下跌 988 元/吨, 同比下跌 19.3%; 年初至今平均价为 4297 元/吨, 同比下跌 368 元/吨, 跌幅为 7.9%。

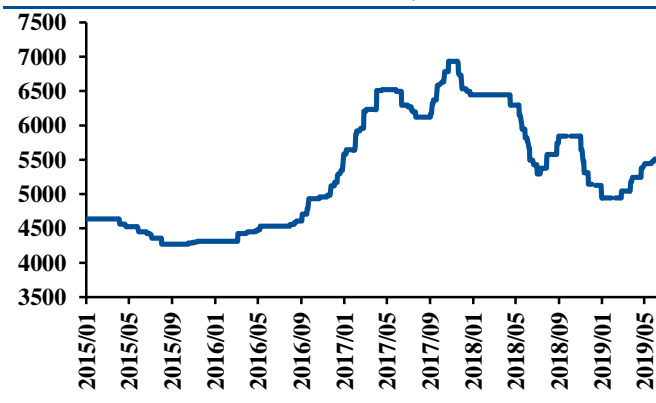
白卡纸价格为 5510 元/吨, 较前一周上涨 0.6%, 较去年同期下跌 435 元/吨, 同比下跌 7.3%; 年初至今平均价为 5155 元/吨, 同比下跌 1209 元/吨, 跌幅为 19.0%。

图 7: 白板价格自 18 年 5 月开始下行 (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, 近期有所反弹 (元/吨)



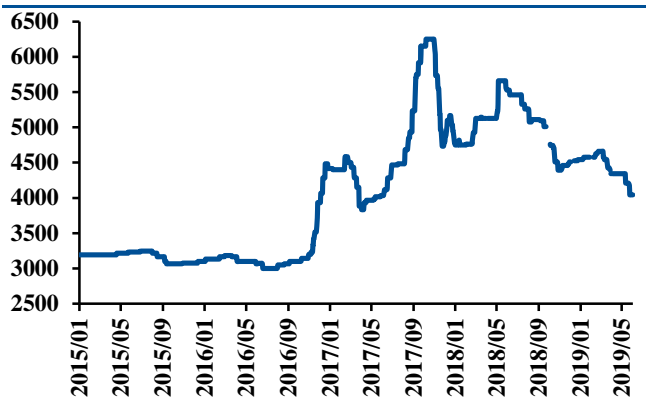
资料来源: Wind, 民生证券研究院

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。

6 月 6 日, 箱板纸价格为 4043 元/吨, 持平前一周, 较去年同期下跌 1617 元/吨, 同比下跌 28.6%; 年初至今平均价为 4441 元/吨, 同比下跌 650 元/吨, 跌幅为 12.8%。

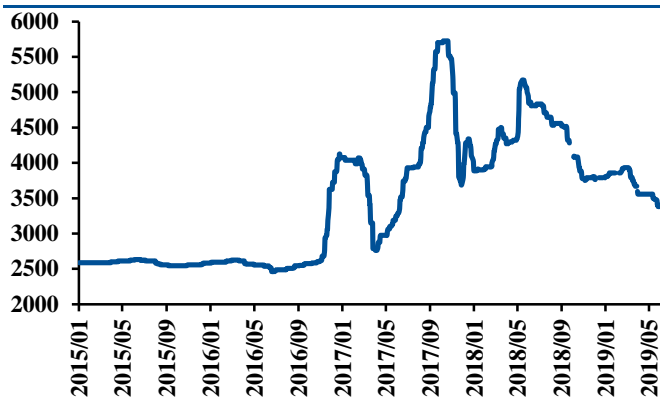
瓦楞纸价格为 3383 元/吨, 持平前一周, 较去年同期下跌 1663 元/吨, 同比下跌 33.0%; 年初至今平均价为 3704 元/吨, 同比下跌 629 元/吨, 跌幅为 14.5%。

图 9：箱板纸价格自 18 年 5 月开始下行（元/吨）



资料来源：Wind，民生证券研究院

图 10：瓦楞纸价格自 18 年 5 月开始下行（元/吨）



资料来源：Wind，民生证券研究院

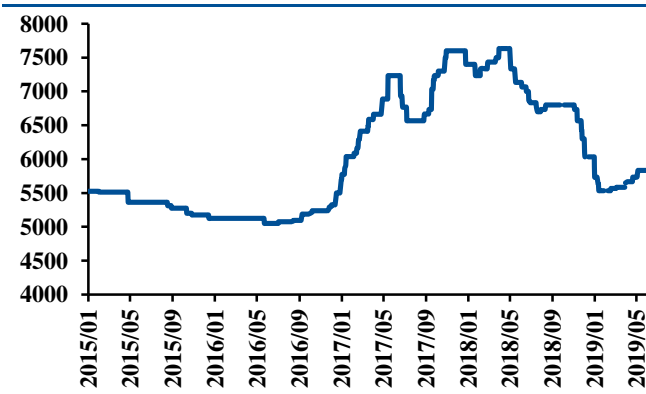
注：箱板纸价格取自广东地区地龙 120g 均价，为含税价。瓦楞纸价格取自天津地区玖龙 120g 均价，为含税价。

3、文化纸：18 年年中以来铜版、双胶纸价明显下跌

6 月 6 日，铜版纸价格为 5833 元/吨，持平前一周，较去年同期下跌 1300 元/吨，同比下跌 18.2%；年初至今平均价为 5666 元/吨，同比下跌 1738 元/吨，跌幅为 23.5%。

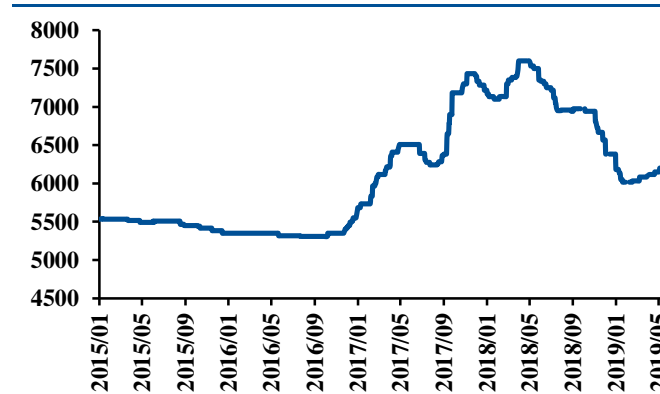
双胶纸价格为 6200 元/吨，持平前一周，较去年同期下跌 1150 元/吨，同比下跌 15.6%；年初至今平均价为 6114 元/吨，同比下跌 1246 元/吨，跌幅为 16.9%。

图 11：18 年年中以来铜版纸价明显下跌，近期持平（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，近期持平（元/吨）



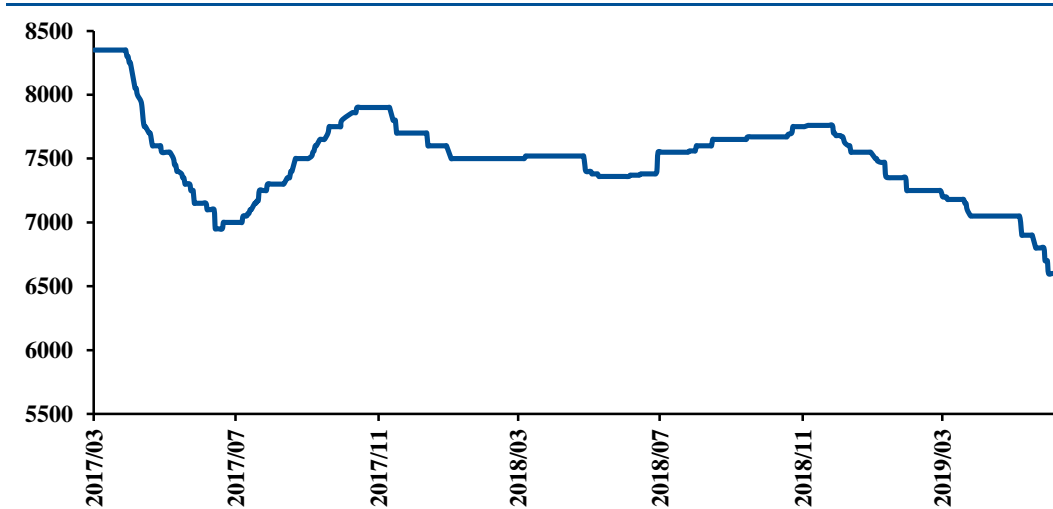
资料来源：Wind，民生证券研究院

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

6 月 6 日，溶解浆内盘价格为 6600 元/吨，较前一周下跌 1.5%，较去年同期下跌 770 元/吨，同比下跌 10.4%；年初至今平均价为 7108 元/吨，同比下跌 364 元/吨，跌幅为 4.9%。

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

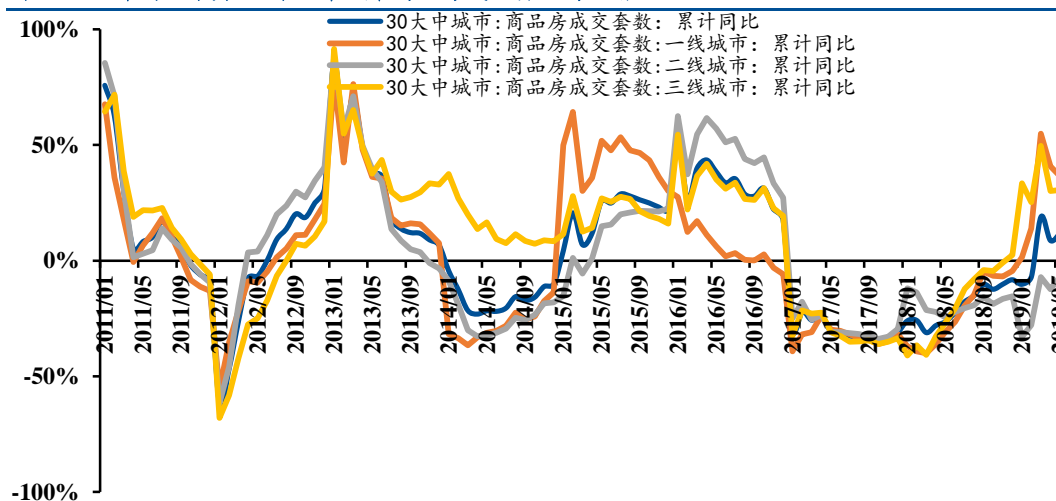
（二）家具：30 个大中城市商品房销售套数及面积同比上升

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。2019 前五个月 30 个大中城市商品房成交 61.63 万套，同比增长 12%，其中一线城市 12.57 万套，同比增长 36%，二线城市 26.93 万套，同比降低 7%，三线城市 22.12 万套，同比增长 31%。成交面积 6489.70 万平方米，同比增长 11%，其中一线城市 1292.76 万平方米，同比增长 36%，二线城市 3035.83 万平方米，同比降低 3%，三线城市 2161.11 万平方米，同比增长 22%。

年初至今（截至 6 月 6 日），30 个大中城市商品房成交套数 66.49 万套，同比增长 11%，其中一线城市 13.53 万套，同比增长 33%，二线城市 29.24 万套，同比降低 7%，三线城市 23.71 万套，同比增长 28%。成交面积 7011.98 万平方米，同比增长 10%，其中一线城市 1395.31 万平方米，同比增长 33%，二线城市 3289.83 万平方米，同比降低 3%，三线城市 2326.84 万平方米，同比增长 21%。

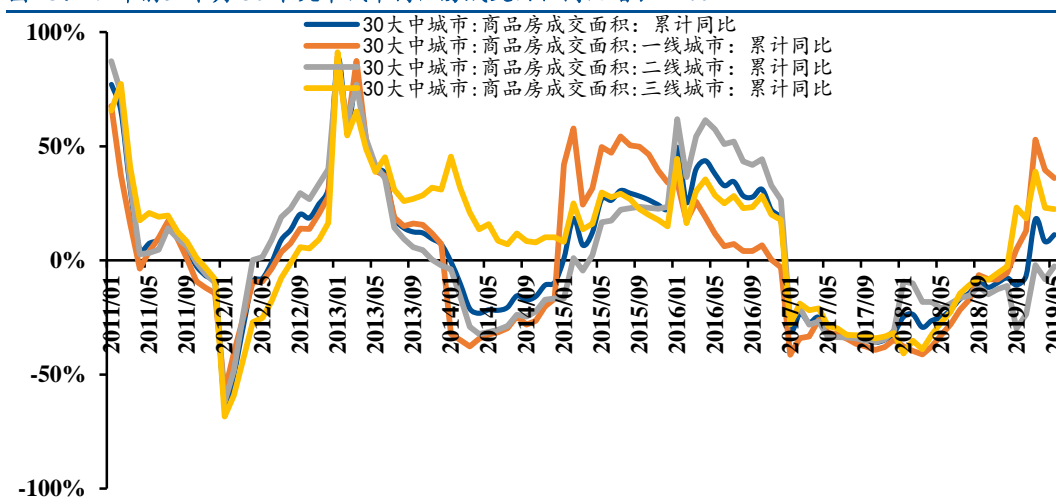
单 6 月至今（截至 6 月 6 日），30 个大中城市商品房成交套数 27671 套，同比增长 1%，其中一线城市 4929 套，同比增长 3%，二线城市 12282 套，同比降低 7%，三线城市 10460 套，同比增长 11%。成交面积 297.41 万平方米，同比增长 5%，其中一线城市 51.87 万平方米，同比增长 7%，二线城市 135.25 万平方米，同比降低 9%，三线城市 110.29 万平方米，同比增长 27%。

图 14：19 年前五个月 30 个大中城市商品房成交套数同比增长 12%



资料来源：Wind，民生证券研究院

图 15：19 年前五个月 30 个大中城市商品房成交面积同比增长 11%



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、理文造纸新热电联产项目拟于 2020 年在东莞工厂投入使用

理文造纸公布新签订的热电联产项目，哈尔滨广瀚燃气轮机有限公司将向理文造纸有限公司天然气热电联产自备电厂提供 2 台 H-25 型燃机。该机组将在满足厂内电力供应的同时提供约 150 吨/小时的工艺蒸汽。设备将用于东莞工厂的自备电厂，计划于 2020 年投入运行。（来源：纸业联讯）

2、玖龙纸业签订新天然气热电联产项目

玖龙纸业公布新签订的天然气热电联产项目，中国能源建设集团规划设计有限公司拟将玖龙纸业现有的7台燃煤发电机组全部改为5×127兆瓦燃气轮机+5台余热锅炉供汽+1×50兆瓦高压抽凝发电机组，新建低温低压循环流化床垃圾炉。（来源：纸业联讯）

3、《电子烟》强制性国家标准已处于批准状态

《电子烟》强制性国家标准已审查完毕，目前正处于批准状态，预计将于年内发布。（来源：第一财经）

（二）上市公司重要公告

1、博汇纸业：拟投资 17.19 亿元建设年产 45 万吨高档信息用纸项目

6月3日，公司发布公告称，公司拟投资17.19亿元建设年产45万吨高档信息用纸项目，项目建设期为2年。

2、金牌厨柜：部分监事、高管及股东承诺不减持首发限售解禁股份共 15.74 万股

6月3日，公司发布公告称，公司部分监事、高级管理人员及股东承诺自6月3日起至2020年5月12日止不减持公司首发限售解禁股份共15.74万股。

3、美克家居：累计以均价 4.57 元/股回购 1.02 亿股

6月3日，公司发布公告称，截至5月31日，公司本次累计已回购1.02亿股，占公司目前总股本的比例为5.74%。成交均价为4.57元/股，成交的最高价为5.68元/股，成交的最低价为3.84元/股，累计支付的总金额为4.65亿元人民币。

4、裕同科技：实际控制人王华君、吴兰兰夫妇建议回购 1 亿元至 2 亿元股份用于员工持股计划

6月3日，公司发布公告称，公司实际控制人王华君、吴兰兰夫妇建议通过集中竞价交易回购资金总额人民币1亿元至2亿元的公司股份用于员工持股计划，回购价格不超过（含）人民币31.832元/股。

5、索菲亚：累计以均价 18.58 元/股回购 1088.20 万股

6月3日，公司发布公告称，截至5月31日，公司股份回购专用账户已累计回购股份数量为1088.20万股，占公司总股本的1.1784%；其中，最高成交价为22.085元/股，最低成交价为15.570元/股，成交均价为18.579元/股，成交总金额为2.02亿元（成交价格取自营业部下发的交割单数据，成交总金额不含交易费用）。

6、山鹰纸业：累计以均价 3.47 元/股回购 6335.98 万股

6月4日，公司发布公告称，截至2019年5月31日，公司累计回购股份数量为6335.98万股，占公司目前总股本的比例为1.38%，成交最高价为3.65元/股，成交最低价为3.35

元/股，成交均价为 3.47 元/股，已支付的资金总额为人民币 2.20 亿元（不含交易费用）。

7、江山欧派：子公司江山花木匠家居获储物柜发明专利证书

6月4日，公司发布公告称，子公司江山花木匠家居获得发明专利证书，该发明涉及储物柜领域，能够克服现有储物柜重心前倾或侧翻的缺陷。

8、志邦家居：完成本次股份回购计划，累计以均价 25.30 元/股回购 199.99 万股

6月5日，公司发布公告称，截至6月4日，公司累计回购股份 199.99 万股，占公司总股本的 0.90%（因回购期间公司实施分红转赠，已回购股份不享有利润分配的权利，导致回购股份占总股本的比例被动降至 1% 以下），最高成交价为 36.44 元/股，最低成交价为 18.72 元/股，成交均价为 25.30 元/股，支付的总金额为人民币 5060.70 万元（不含交易费用）。公司本次回购股份方案已经实施完毕。

9、晨鸣纸业：董事长陈洪国以均价 5.19 元/股增持 54.32 万股

6月6日，公司发布公告称，董事长陈洪国先生增持公司股份 54.32 万股，增持均价 5.19 元/股，增持金额 281.85 万，占总股本比例为 0.0187%。本次增持后，陈洪国先生持有公司 A 股 1108.00 万股，占总股本比例为 0.3815%。

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。分品牌看，18 年欧派实现收入 103.94 亿元，同比增长 16.9%；欧铂丽完成代理商调整、深化套餐营销，通过搭建天猫平台为全国门店引流，全年实现收入 4.62 亿元，同比增长 32.0%；欧铂尼木门打通橱柜衣柜花色，加强对经销商帮扶，实现收入 4.75 亿元，同比增长 47.7%。分产品看，橱柜推出整装、旧厨改造等新模式，实现收入 57.65 亿元，同比增长 7.67%，其中整装接单业绩突破 3.5 亿；衣柜持续优化 19800 套餐，增加送床垫、保险柜等活动，实现收入 41.48 亿元，同比增长 25.86%；淋浴房、智能马桶等单品快速增长，全卫空间定制解决方案日趋完善，卫浴实现收入 4.53 亿元，同比增长 49.51%。

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，公司快速推进整装、电商、国美、社区等多层次渠道建设。18 年橱柜、衣柜、卫浴、木门分别净增 126、271、116、191 家至 2276、2113、559、825 家；欧铂丽经销商进行优化调整，门店优化率达 13%，全年净增 96 家至 935 家，国美店、社区店试点也初见成效。线上方面，电商渠道引流有效赋能零售终端，其中橱柜电商引流业绩销售占比达 20%，木门电商引流接单业绩达 1.13 亿，同比增长 159%。信息化方面，公司全新规划综合橱、衣、木、卫四大定制品类的统一订单 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 2019、2020、2021 年能够实现基本每股收益 4.48 元、5.30 元、6.17 元，对应 PE 分别为 26X、22X、19X。**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。2018 年沙发实现收入 51.44 亿元，同比增长 39%；床类产品实现收入 11.32 亿元，同比增长 28%；配套品实现收入 12.92 亿元，同比增长 32%；定制家具、红木家具分别实现收入 2.12 亿元、1.58 亿元，分别同比增长 146%、40%。公司品类延伸效果显著，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。

渠道加速扩张，产能建设持续推进。渠道方面，报告期内公司自主品牌直营店净增 19 家至 207 家，经销店净增 937 家至 4015 家；其他品牌门店净增 185 家至 1854 家；总共净增 1141 家至 6076 家。产能方面，嘉兴王江泾年产 80 万标准套软体家具项目（一期）项目主体建设已基本接近尾声，预计 2021 年底前达产，达产后预计实现年收入 28.8 亿元。华中（黄冈）基地年产 60 万标准套软体及 400 万方定制家居产品项目已启动基建建设，计划 19 年底完工，预计 2022 年底前达产，预计实现年产值 30 亿元。

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 2019、2020、2021 年能够实现基本每股收益 2.02 元、2.40 元、2.79 元，对应 PE 分别为 10X、8X、7X。**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，18 年同比增长 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,18年晨光科力普、晨光科技、晨光生活馆新业务保持同比增长106%的高增速。(1)科力普全国供应链体系初见成效、大客户订单不断落地,全年实现收入25.86亿元,同比增长106%。(2)晨光生活馆(含九木)快速发展,Q3开放加盟,2018年净增门店78家至255家,目前已进驻32个城市,实现收入3.06亿元,同比增长49%。实现净利润-3030万元,相比去年减亏1085万元。

收购上海安硕拓展木杆铅笔业务,有望发挥协同效应。上海安硕是木杆铅笔行业领先品牌,产品出口至全球超过80个国家和地区。2017年安硕实现收入7.36亿元,净利润881.46万元,净利率1.20%。2018年前三季度亏损6136万元,但核心客户并未流失。公司通过收购安硕拓展木杆铅笔业务,在获得全球领先的木杆铅笔供应链资源的同时,安硕内销业务也有望借助公司的渠道及运营体系产生协同效应。

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2019、2020、2021年实现基本每股收益1.10、1.38、1.71元,对应PE分别为36X、28X、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:不断研发推出Face、Lotion、自然木、新棉初白等新品,销售占比已达60%以上。(3)成本:19Q1公司毛利率环比提升3.05pct,主因18Q4以来浆价大幅下跌以及1个季度左右浆库存影响。截至3月底青岛港、常熟港木浆库存分别为110万吨、63万吨,分别同比上涨96%、40%,尽管环比有所下降,但仍在历史高位,短期上涨存在压力;同时参考木浆期货价格已经趋向稳定,预计19年木浆价格中枢将相较18年明显下移,公司毛利率有望持续改善。

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2019、2020、2021年实现基本每股收益0.40、0.49、0.59元,对应PE分别为26X、21X、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下跌 5.30%, 跑输大盘.....	4
图 2: 造纸板块表现相对较好.....	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下跌 (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 (元/吨)	6
图 8: 白卡价格自 18 年 4 月开始下行, 近期有所反弹 (元/吨)	6
图 9: 箱板纸价格自 18 年 5 月开始下行 (元/吨)	7
图 10: 瓦楞纸价格自 18 年 5 月开始下行 (元/吨)	7
图 11: 18 年年中以来铜版纸价明显下跌, 近期持平 (元/吨)	7
图 12: 18 年年中以来双胶价格明显下跌, 近期持平 (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: 19 年前五个月 30 个大中城市商品房成交套数同比增长 12%.....	9
图 15: 19 年前五个月 30 个大中城市商品房成交面积同比增长 11%.....	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。