

轻工制造

关注下半年新型烟草政策驱动型机会

评级：增持（维持）

分析师：徐稚涵

执业证书编号：S0740518060001

电话：021-20315133

Email: xuzh01@r.qlzq.com.cn

研究助理：郭美鑫

Email: guomx@r.qlzq.com.cn

研究助理：徐偲

Email: xucai@r.qlzq.com.cn

基本状况

上市公司数	120
行业总市值(百万元)	722803
行业流通市值(百万元)	469516

行业-市场走势对比
相关报告
重点公司基本状况

简称	股价 (元)	EPS				PE				PEG	评级
		2018	2019E	2020E	2021E	2018	2019E	2020E	2021E		
帝欧家居	18.31	0.99	1.43	1.77	2.22	18.49	12.80	10.34	8.25	0.33	买入
欧派家居	107.62	3.74	4.65	5.57	6.52	28.78	23.14	19.32	16.51	1.04	买入
中顺洁柔	12.28	0.31	0.43	0.52	0.63	39.61	28.56	23.62	19.49	0.64	买入
晨光文具	43.97	0.88	1.1	1.38	1.64	49.97	39.97	31.86	26.81	1.30	买入
顾家家居	31.92	1.643	2.121	2.561	3.029	19.43	15.05	12.46	10.54	0.50	买入

备注：

投资要点

- **本周核心组合：中顺洁柔、晨光文具、欧派家居、帝欧家居、顾家家居**
- **新型烟草政策落地在即，本周对国内电子烟产业链投资机会进行专题梳理。国内HNB产业链：相关标的劲嘉股份、集友股份。国外HNB产业链：相关标的盈趣科技。烟油式电子烟产业链：相关标的亿纬锂能。**此外，Canfor减产公告对周五纸浆期货形成冲击，我们认为，纸浆需求疲软的背景下，供给端小幅波动不改浆价中期趋势。
- **定制+成品板块：看好下半年家居行情，建议把握左侧布局点，关注整装红利释放&精装房受益标的。**1，整装渠道红利释放标的。我们测算二手和存量房翻新市场带来的家居流量规模是未来5年增速最高的细分市场，中长期整装业务合作壁垒将加深龙头企业护城河，体现其成长性。建议关注全品类+客单价提升+整装渠道红利标的【欧派家居】【尚品宅配】。目前家居核心标的较高点已出现一定回落，业绩真空期建议提前左侧布局，长期看，一线品牌龙头有望凭借相对优质的渠道资源和品牌力形成范围经济差异，业绩持续增长同时促进行业格局优化。2，受益精装房渗透率提升的。精装房驱动力上从顶层设计到市场供需，产业链逻辑连贯。目前国内精装房渗透率仍较低，逐步从一二线向三四线推广，景气度具备持续性。市场格局上买方集中奠定高门槛，家居企业成本优势是核心。2019年交付订单以2017年新单为主，对应竣工周期小高峰，建议关注客户优势+规模效应提升的【帝欧家居】。
- **软体板块：短期出口承压，中长期促行业格局优化，估值形成安全垫。**贸易关税加征+床垫反倾销，短期软体企业出口业务承压。中长期，外部冲击利好行业产能出清，具备海外产能的头部企业优势明显，下半年成本红利有望对冲部分影响。建议关注市值历史底部，估值提供高安全边际，内销增速环比改善，管理架构调整逐步形成合力的【顾家家居】。
- **造纸板块：浆价维持低位，关注生活用纸板块机会。**当前港口库存依然处于高位，全球木浆出货量显著放缓且需求端并无重大改善。阔叶浆后市仍存在补跌机会，生活用纸企业成本压力有望继续释放。推荐生活用纸确定性较高的龙头标的中顺洁柔。
- **包装板块：推荐箱板瓦楞龙头合兴包装。**纸包装是包装行业最大的子行业，行业规模约3000亿元。当前行业格局极为分散，对标发达国家，市场率具备提升空间。从产业链附加值看，无论从行业天花板还是市占率基数上，我们均看好箱板瓦楞包装未来集中度提升的潜质。通过改变重资产扩张模式，能够快速提升龙头扩张的速度，降低扩张成本。传统业务上，公司全国化的产能布局大幅提升了大客户粘性。从行业盈利能力看，当前上游造纸业周期红利下行，有望为包装行业带来业绩改善机会。
- **消费升级：推荐文具行业龙头晨光文具。**公司下游消费端偏刚性需求，受基本面受宏观经济和外部冲击较小，为公司提供了更好的稳定性。近年公司C端呈现量价齐升势头，为业绩和现金流提供了较高的确定性。B端对公业务拥有万亿市场，政府集采阳光化保障了科力普中长期收入与净利率的持续提升潜质。
- **新型烟草：静待国内电子烟政策落地。**2019年，新型烟草有望在全球范围内迎来新风口。国际市场上，5月1日FDA正式批准IQOS在美国销售，有望催化全球新型烟草产业链变革。国内市场上，中烟对新型烟草的政策有望于今年落地，产业链将迎来份额集中和产业集群附加值提升

双重利好。建议关注**劲嘉股份**、**盈趣科技**。

- **风险提示：**原材料价格大幅上涨风险、宏观经济波动风险、地产景气度下滑风险、行业政策变化风险。

内容目录

专题一：新型烟草政策落地在即，关注产业链投资机会.....	- 6 -
专题二：浆价低位震荡，小幅减产不改中期趋势.....	- 12 -
板块回顾.....	- 14 -
行业数据跟踪.....	- 15 -
造纸板块.....	- 15 -
家具板块.....	- 20 -
重点公司公告.....	- 22 -
风险提示.....	- 22 -
原材料价格上涨风险.....	- 23 -
地产景气程度下滑风险.....	- 23 -

图表目录

图表 1：中烟关于新型烟草工作的描述.....	- 6 -
图表 2：中国烟草税利和上缴财政总额.....	- 7 -
图表 3：G20 国家单包卷烟价格和税率.....	- 7 -
图表 4：高税收下菲莫国际盈利能力持续萎缩.....	- 7 -
图表 5：新型烟草较传统烟草可大幅减害.....	- 7 -
图表 6：全球电子烟用户人数.....	- 8 -
图表 7：2017 年全球电子烟销售额（亿美元）.....	- 8 -
图表 8：日本 IQOS 销售量与市占率.....	- 8 -
图表 9：HNB 产品在日本高速发展.....	- 8 -
图表 10：以 IQOS 为代表的 HNB 产品粘性极高.....	- 9 -
图表 11：IQOS 韩国市场销售量与市占率.....	- 9 -
图表 12：IQOS 全球用户人数迅猛增长.....	- 9 -
图表 13：卷烟行业总资产规模.....	- 9 -
图表 14：卷烟行业销量基本保持稳定.....	- 10 -
图表 15：新型烟草行业规模高速增长.....	- 10 -
图表 16：我国烟标龙头企业市占率依然较低.....	- 10 -
图表 17：烟标与烟用接装纸在卷烟成本中占比低.....	- 10 -
图表 18：美国烟民群体约为日本的 2.5 倍（万人）.....	- 10 -
图表 19：全球烟民人数分布（亿人）.....	- 10 -
图表 20：国内电子烟行业 2016 年开始崛起.....	- 11 -
图表 21：麦克韦尔国内业务收入占比较低.....	- 11 -

图表 22: Canfor 近期减产情况.....	- 12 -
图表 23: Canfor 营收情况 (亿元)	- 12 -
图表 24: 2016-2020 年全球针叶浆与阔叶浆主要新增产能预计 (万吨)	- 12 -
图表 25: 我国木浆消耗量变化趋势 (万吨)	- 14 -
图表 26: 我国木浆进口量变化趋势 (万吨)	- 14 -
图表 27: 轻工板块涨跌幅行业排名	- 14 -
图表 28: 轻工二级子板块涨幅榜.....	- 14 -
图表 29: 轻工行业个股涨跌幅榜.....	- 14 -
图表 30: 中泰轻工核心组合涨跌幅排行.....	- 15 -
图表 31: 本周造纸关键数据一览.....	- 16 -
图表 32: 铜板纸价格 (元/吨)	- 17 -
图表 33: 铜板纸吨盈利 (元/吨)	- 17 -
图表 34: 白卡纸价格 (元/吨)	- 17 -
图表 35: 白卡纸吨盈利 (元/吨)	- 17 -
图表 36: 双胶纸价格 (元/吨)	- 17 -
图表 37: 双胶纸吨盈利 (元/吨)	- 17 -
图表 38: 瓦楞纸价格 (元/吨)	- 18 -
图表 39: 瓦楞纸吨盈利 (元/吨)	- 18 -
图表 40: 箱板纸价格 (元/吨)	- 18 -
图表 41: 箱板纸吨盈利 (元/吨)	- 18 -
图表 42: 废黄板纸价格 (元/吨)	- 18 -
图表 43: 美废 11# (元/吨)	- 18 -
图表 44: 美废 13# 价格 (元/吨)	- 19 -
图表 45: 内外废价差 (元/吨)	- 19 -
图表 46: 针叶浆价格 (元/吨)	- 19 -
图表 47: 阔叶浆价格 (元/吨)	- 19 -
图表 48: 青岛港木浆库存量 (万吨)	- 19 -
图表 49: 瓦楞箱板纸库存天数	- 20 -
图表 50: 白板纸库存天数.....	- 20 -
图表 51: 白卡纸库存天数.....	- 20 -
图表 52: 废纸库存天数	- 20 -
图表 53: TDI 价格 (元/吨)	- 20 -
图表 54: 18 厘细木工板价格 (元/张)	- 21 -
图表 55: 18 厘指接板价格 (元/张)	- 21 -
图表 56: 18 厘刨花板价格 (元/张)	- 21 -

图表 57: 18 厘中纤板价格 (元/张)	- 21 -
图表 58: 家具零售额 (亿元) 及同比.....	- 21 -
图表 59: 住宅新开工面积 (万方) 及同比	- 22 -
图表 60: 全国商品住宅竣工面积 (万方) 及同比	- 22 -
图表 61: 全国商品住宅销售面积 (万方) 及同比	- 22 -
图表 62: 12 大城市二手房成交套数 (套)	- 22 -

专题一：新型烟草政策落地在即，关注产业链投资机会

- 国内新型烟草政策预计于年内推出，有望催生产业链变革。从 2014 年开始，每年中烟的工作会议均有涉及新型烟草发展战略的内容。如云南中烟等中烟集团子公司也相继推出新型烟草试点产品。但迄今为止，中烟尚无针对国内市场的新型烟草政策及产品推出，从国外经验看，政策是决定新型烟草行业发展的核心要素之一。今年中烟若推出新型烟草政策法规，行业有望迎来新一轮的发展机遇，新型烟草产业链相关标的也有望因此受益。

图表 1：中烟关于新型烟草工作的描述

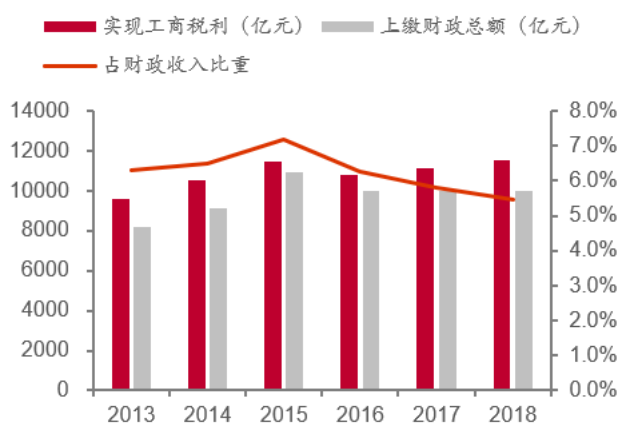
时间	内容
2019/3/26	面向新型烟草制品新领域，突出产业化、品牌化。在行业统筹上下功夫，在提升创新能力上下功夫，在国际市场开拓上下功夫。
2018/11/28	【湖北中烟】努力打造“四个领先”优势：一是针式加热技术领先，成为行业 HNB 产品发展标杆；二是产品质量领先，对标国际一流；三是产品标准领先，积极推进自主专利技术体系向标准体系的跨越，力争构建“中国标准”；四是速度和效率领先，用“做手机的思维”做新型烟草产品，快速推进更新迭代、推层出新。
2018/10/16	1.将加热不燃烧卷烟、电子烟及其他新型烟草制品按照烟草制品进行管理。2.将新型烟草制品产业国际化发展纳入国家战略性新兴产业国际化发展战略。3.云南建设成为国家新型烟草制品产业国际化发展基地。
2018/8/1	以“中华”品牌为核心的高端集群、中端转型和打造新型烟草制品的新“1+3”品牌发展战略成为上烟集团的“品牌布局图”，在新旧动能的转换中追求品牌发展水平和竞争能力
2018/7/17	1.推进新型烟草制品监管的政策法规研究。2.推进新型烟草制品全产业链创新发展。3.推进新型烟草制品产品国际拓展。开拓国际市场投放渠道，推进新型烟草制品产品国际市场投放试销，并开展配套政策研究。
2018/7/6	抓好“一个市场拓展”，即抓好国际市场的拓展。对新型烟草制品的目标市场、品牌培育、营销体系、分工协作等进行统筹规划，有序指引产品市场投放工作。“三个扎实推进”：一是扎实推进产品研发创新。二是扎实推进政策措施配套。三是扎实推进法律法规保障。
2018/6/26	【河南中烟】一是加强组织领导，强化顶层设计。二是加快产品定型，推动关键技术创新。三是抓实产能布局，形成产业链全覆盖。四是加强市场研究，推动国外市场布局。五是加快工作节奏，迎头赶上全国步伐。
2017/12/18	解决“两烟”和新型烟草制品等供给侧结构性矛盾，提升供给体系质量，是当前和今后一个时期烟草行业质量管理的重要任务。
2017/10/19	新型烟草制品是烟草新兴战略产业。要抢占世界新型烟草制品技术最前沿，掌控新兴战略产业发展主动权，超前研发储备一批战略性产品，稳步提升新型烟草制品产业化、品牌化发展能力。
2016/4/18	进一步深化新型烟草制品创新改革。继续推进新型烟草制品监管法律法规体系建设；继续推进新型烟草制品研发创新改革
2016/3/28	在新型烟草制品研发方面，要在技术研发上下功夫，在平台建设上下功夫
2016/1/16	不断强化卷烟包装标识警示，持续推进降焦减害，推动电子烟等新型烟草制品监管，继续严厉打击烟草制品非法贸易
2015/5/20	高度重视加热不燃烧卷烟、电子烟、口含烟等新型烟草制品研发，将其作为关系行业可持续发展的战略性、全局性、长远性重大课题，超前谋划、系统设计、突出重点、有序推进。
2015/5/4	新型卷烟研制重大专项要继续深入开展新型烟草制品专利分析、市场及政策研究，做好产品标准研究，着力强化基础研究和共性技术研究，促进成果的转化应用。
2014/3/18	加强新型烟草制品发展趋势的研究，促进行业可持续发展

来源：烟草专卖网、中泰证券研究所

- 新型烟草是政府/烟草公司/烟民三大群体的博弈平衡体。烟草作为一种对人体有害的成瘾性产品，在各国政府的控烟政策干预下，行业的税收

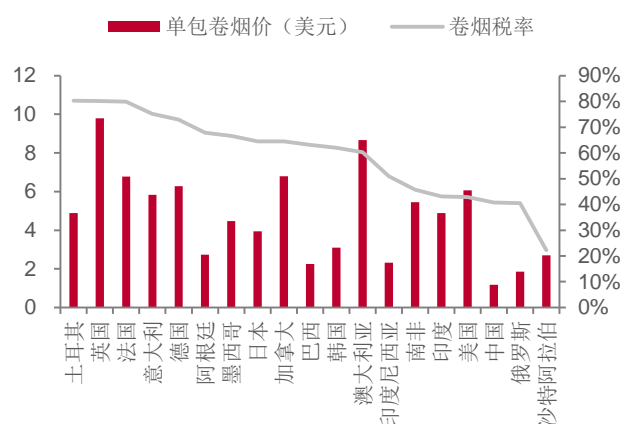
标准持续提升。以菲莫国际为例，2012年以来持续提升的综合税率压缩着公司的盈利能力，也敦促企业通过新型烟草的变革寻找行业突围之路。而从政府税收角度而言，烟草行业的特殊性决定了其在财政收入体系中的重要地位，例如我国烟草行业已连续四年上缴财政总额超万亿，占国家财政收入的比重约为6%，这一特点决定了新型烟草的政策推进在一定程度上会影响到国家财政体系规划。从终端消费者角度看，相较于传统烟草，无论是烟油式电子烟还是加热不燃烧产品都可以在一定程度上降低对人体的伤害，且产品在口味多样、产品新潮等多个方面的特质决定了新型烟草的产品先进性。因此我们认为，如果政策法规的设立上可以平衡政府/烟草公司/烟民三方的利益诉求，中长期新型烟草有望逐步实现对传统烟草产品的延伸和替代。

图表 2: 中国烟草税利和上缴财政总额



来源: wind、中泰证券研究所

图表 3: G20 国家单包卷烟价格和税率



来源: WHO、中泰证券研究所

图表 4: 高税收下菲莫国际盈利能力持续萎缩

单位: 百万美元	2012	2013	2014	2015	2016	2017
收入	77,393	80,029	80,106	73,908	74,953	78,098
税金	46,016	48,812	50,339	47,114	48,268	49,350
税后收入	31,377	31,217	29,767	26,794	26,685	28,748
成本	10,373	10,410	10,436	9,365	9,391	10,432
毛利	21,004	20,807	19,331	17,429	17,294	18,316
税率	59.5%	61.0%	62.8%	63.7%	64.4%	63.2%
毛利率	27.1%	26.0%	24.1%	23.6%	23.1%	23.5%

来源: PMI、中泰证券研究所

图表 5: 新型烟草较传统烟草可大幅减害

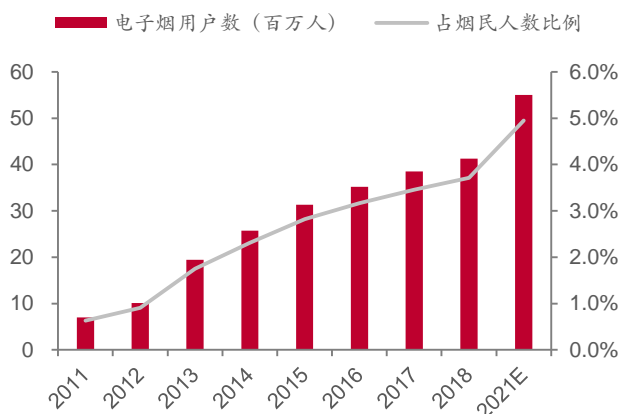
	烟油式电子烟	加热不燃烧式电子烟
工作原理	雾化烟油，将含尼古丁的液体雾化形成气状物吸入口腔	外部热源加热而不点燃烟草
释放物	传统卷烟的8%	传统卷烟的5%
细胞毒性	传统卷烟的9%	传统卷烟的14%
价格	便宜，价格优势明显	昂贵，成本略高于传统卷烟
品种	品种多样，有大烟、小烟等品种	选择有限，目前以IQOS产品为主
口味	种类多样	选择有限
口感	产品中不含烟草，口感不及加热不燃烧式电子烟	将传统卷烟再度深加工，更接近真烟

来源: 蒸汽巴士、中泰证券研究所

■ **从全球视角看国内新型烟草的行业成长性。**我们认为，从中长期视角看新型烟草行业的成长性可以被赋予较高的期许。**全球范围内:**2011年电子烟用户人数不足700万，至2018年用户突破4000万，欧睿预计2021年用户人数将达到5500万人，占烟民总数比重接近5%。**美国市场:**美国是全球电子烟最成熟的市场，2017年销售额46.3亿美元，占全球规模的38.6%。美国电子烟用户数约900万人，占烟民总数的16.4%。日

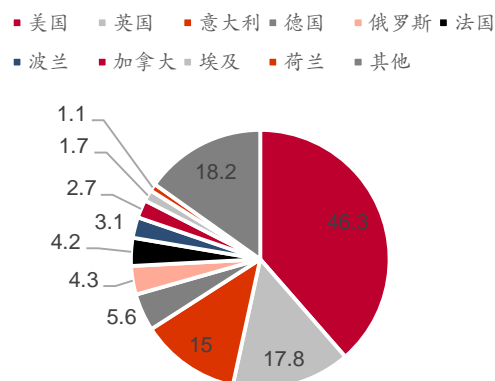
本市场：日本是加热不燃烧产品的主战场，领军产品 IQOS 烟弹销售量占烟草市场总量的 15.2%，加热不燃烧产品占比为 24.7%，IQOS 设备保有人数占烟民总数超过三分之一。**长期成长性：**以菲莫国际对 IQOS 的长期规划为例，2025 年全球（不含美国）IQOS 用户目标数 4000 万人，仅该产品就将占据全球烟民总数的 4%。烟弹出货量 2500 亿支，占公司烟弹总出货量的 40%左右。因此，我们认为，从全球视角来看，新型烟草对传统烟草的延伸和替代正在加速推进，若未来国内新型烟草行业能够实现 10%的市占率，意味着行业规模将达到约 1500 亿元。

图表 6：全球电子烟用户人数



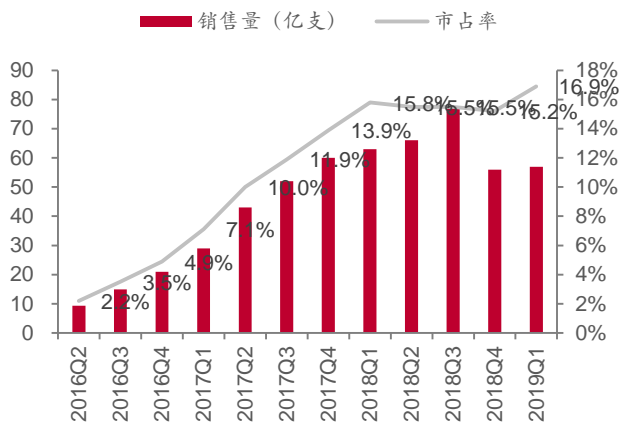
来源：Euromonitor、中泰证券研究所

图表 7：2017 年全球电子烟销售额 (亿美元)



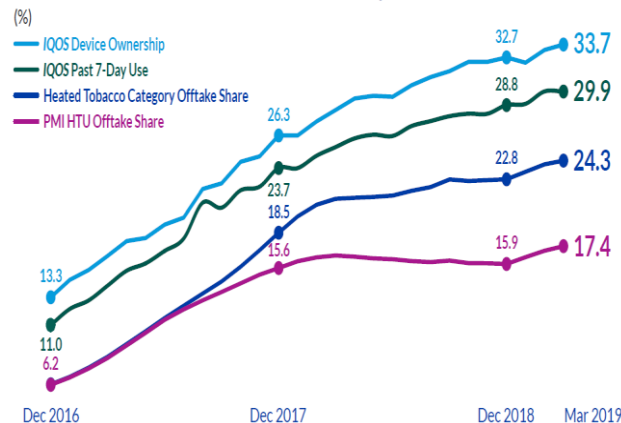
来源：Euromonitor、中泰证券研究所

图表 8：日本 IQOS 销售量与市占率



来源：PMI、中泰证券研究所

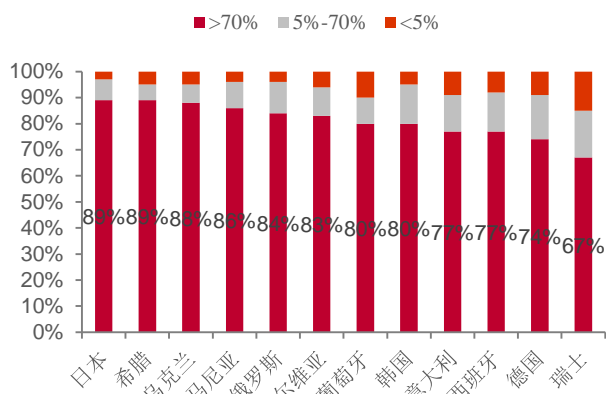
图表 9：HNB 产品在日本高速发展



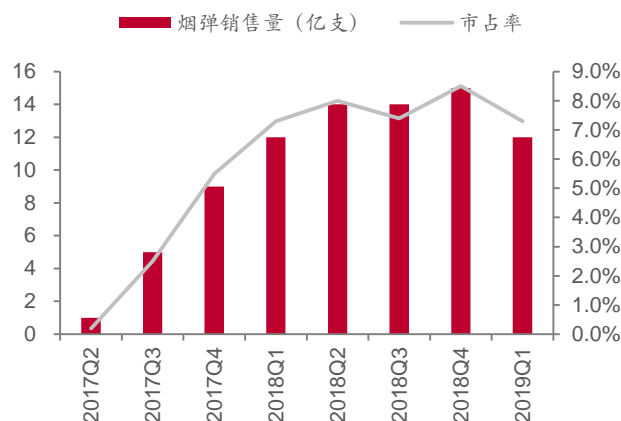
来源：PMI、中泰证券研究所

- 从产业视角对中烟新型烟草政策的研判。我们认为，从产品形态来看中烟对新型烟草政策很可能遵循加热不燃烧产品为主线，辅助发展烟油式电子烟的战略思路。1) 加热不燃烧产品 (HNB) 在东亚市场已有成功先例。与欧美消费者尝新诉求不同，HNB 用户群体更加关注产品的戒烟减害需求，故而在成年烟民中具有更高的粘性。以 IQOS 为例，使用 IQOS 后，保持 70%以上 IQOS 烟弹使用占比的人群达到 67%-89%。这一优势良好契合了东亚消费者的诉求，使得 IQOS 在东亚市场推广十分成功，除了日本市场外，韩国市场 IQOS 市占率也接近 8%。2) 加热不燃烧产品推广更加契合《烟草专售法》的监管要求。产品形态和口味上，加热

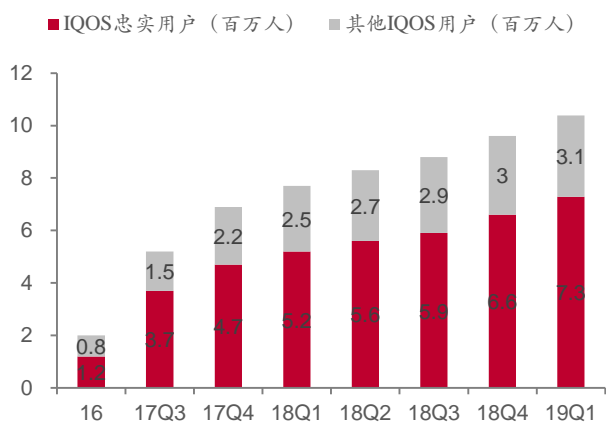
不燃烧产品更加贴近真烟，烟丝等原材料的制备较烟油式电子烟而言也更贴近传统烟草，因此更容易按照烟草标准进行监管。**3) 基于国有资产利用效率的考虑。**2017年我国卷烟制造业固定资产约1.4万亿元，若中烟在新型烟草发展上优先选择烟油式电子烟，势必涉及大面积固定资产的更替，因此我们认为中烟在产品选择上将会倾向于与传统烟草联系更加紧密的HNB产品。

图表 10: 以 IQOS 为代表的 HNB 产品粘性极高


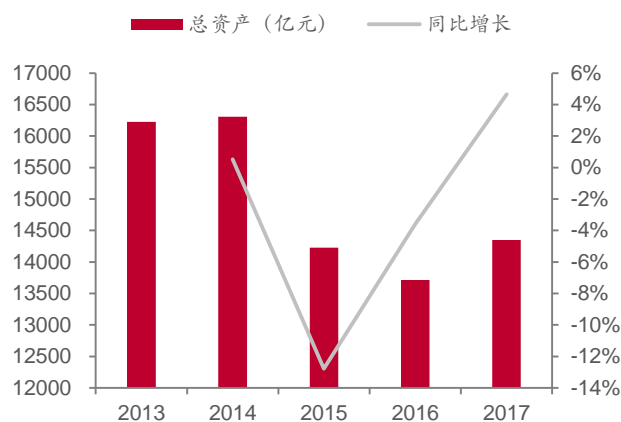
来源: PMI、中泰证券研究所

图表 11: IQOS 韩国市场销售量与市占率


来源: PMI、中泰证券研究所

图表 12: IQOS 全球用户人数迅猛增长


来源: PMI、中泰证券研究所

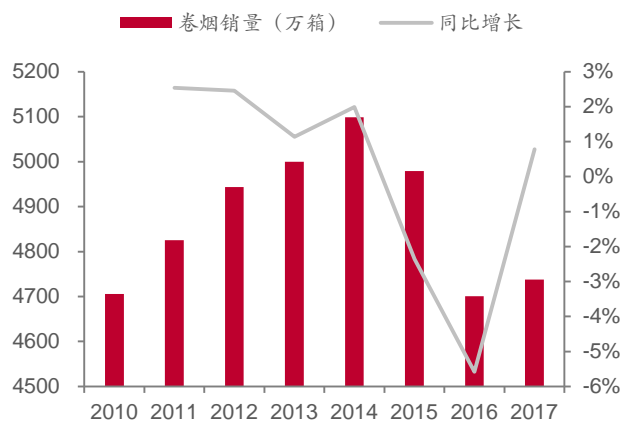
图表 13: 卷烟行业总资产规模


来源: wind、中泰证券研究所

- **下半年新型烟草产业链投资逻辑。**2019年下半年，我们推荐新型烟草行业三大投资主线：
- **国内 HNB 产业链：**相关标的**劲嘉股份、集友股份**。基于行业高速扩容逻辑，新型烟草短期应较传统烟草被赋予更高的估值。而中长期看烟用耗材企业切入新型烟草的业绩兑现模式在于产业集群附加值提升。主要表现在：**1) 在中烟供应链体系中份额的提升。**我国烟用耗材领域格局分散，以烟标为例，60%-70%的市场份额掌握在地方性中小企业和三产公司手中，行业龙头劲嘉股份、东风股份等市占率仅 7%。由于新型烟草生产技术壁垒远高于传统烟草（例如 IQOS 正在申请和已授权专利已近万项），行业有望逐步呈现向龙头集中的趋势。**2) 供应链份额提升。**我国卷烟行业年收入约 1.5 万亿元，行业毛利率在 70%左右，据此计算

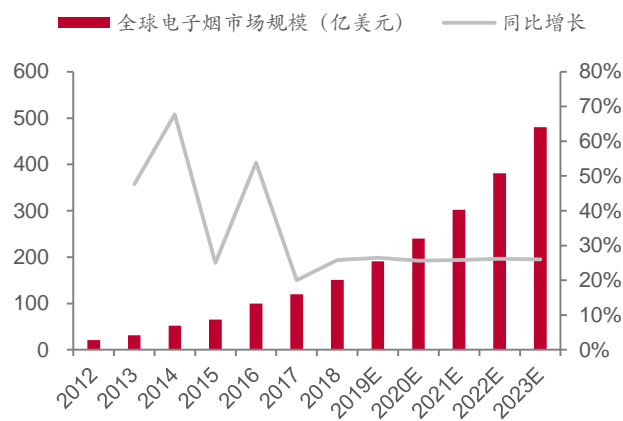
卷烟生产成本约 4000-5000 亿元。现存 A 股标的主要为中烟提供烟标与接装纸，占卷烟成本不足 10%。其他烟丝等环节则因烟草专售制度难以触及。新型烟草的出现可以为企业提供拓展附加值的机会。

图表 14: 卷烟行业销量基本保持稳定



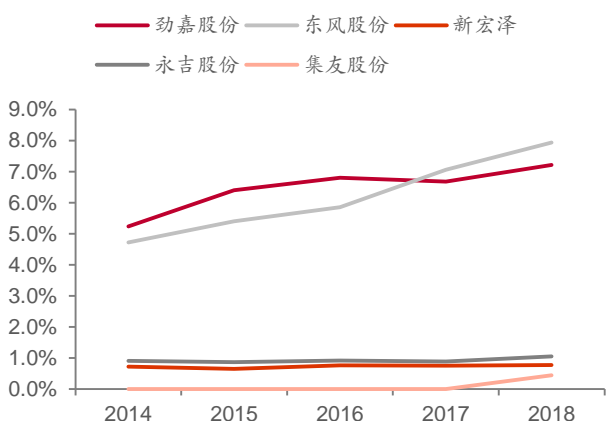
来源: wind、中泰证券研究所

图表 15: 新型烟草行业规模高速增长



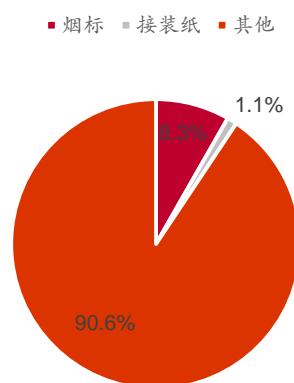
来源: 前瞻产业研究院、中泰证券研究所

图表 16: 我国烟标龙头企业市占率依然较低



来源: 公司公告、中泰证券研究所

图表 17: 烟标与烟用接装纸在卷烟成本中占比低

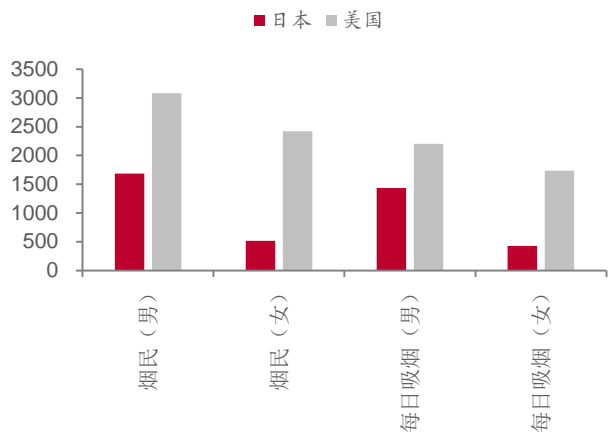


来源: wind、中泰证券研究所

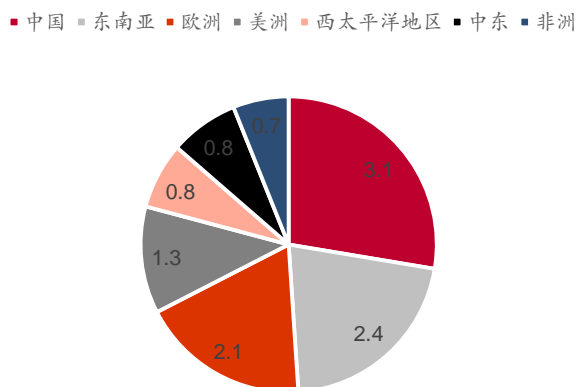
- **国外 HNB 产业链:** 相关标的**盈趣科技**。FDA 5 月批准 IQOS 在美销售。奥驰亚计划 2019Q3 于亚特兰大等地开始销售 IQOS 产品,有望为 IQOS 在全球市场打开新的成长空间。中长期来看, IQOS 获得 FDA 审批通过后产品口碑有望逐步提升,并推动产品在欧洲、中东等市场的推进。

图表 18: 美国烟民群体约为日本的 2.5 倍 (万人)

图表 19: 全球烟民人数分布 (亿人)



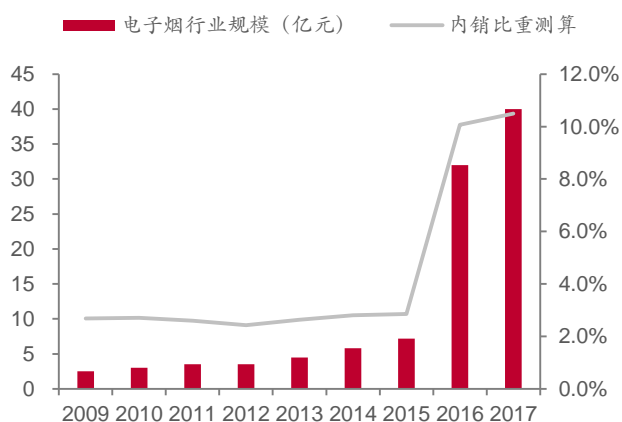
来源：WHO、中泰证券研究所



来源：WHO、中泰证券研究所

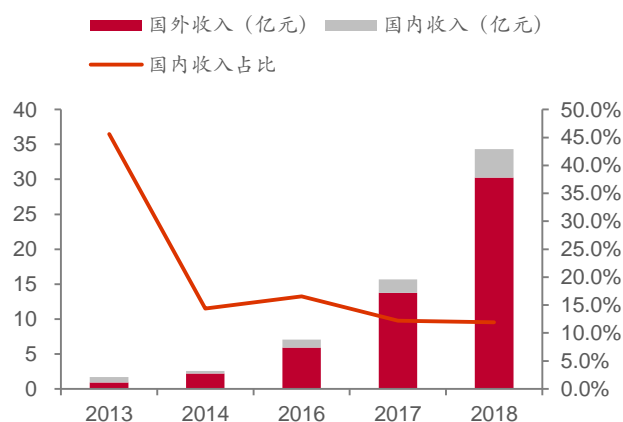
- **烟油式电子烟产业链：相关标的亿纬锂能。国内电子烟 C 端悄然崛起，关注产业链新增量。** 2015 年之前，我国电子烟行业定位以为国际品牌提供代工服务为主。2015 年国内行业规模约 7 亿元，电子烟行业总产值则超过 80 亿元，以出厂价：终端价=1:3 测算，自主品牌占比不足 3%。但 2016 年起，国内 C 端市场迅速崛起，至 2017 年行业规模约 40 亿元，自主品牌占比提升至 10%以上。以 Relx（悦刻）、YOOZ（柚子）为代表的国产品牌正高速崛起并抢占市场份额。
- **烟油式电子烟国产品牌并无上市企业，但行业的高速成长有望为烟油式电子烟龙头麦克韦尔打造新的增长极：**1) 2018 年公司国内市场收入 4.1 亿元，占营收比重为 11.9%，国内业务的推进有望平衡公司的营收结构。2) 2016 年以前，公司国内营收约占行业产值的 1%-2%，头部品牌的崛起有望提升客户对产品品质的要求，并对行业集中度提升起到助力。我们假设烟油式电子烟行业以每年 30% 的速度成长，且 CR3 品牌占比为 50%，预计将产生 11.3 亿元左右的 ODM 业务需求，约相当于麦克韦尔 2018 年国内营收的 2.8 倍。

图表 20：国内电子烟行业 2016 年开始崛起



来源：WHO、中泰证券研究所

图表 21：麦克韦尔国内业务收入占比较低



来源：公司公告、中泰证券研究所

专题二：浆价低位震荡，小幅减产不改中期趋势

- Canfor Corporation (加拿大综合森林产品公司) 从事软木木材、纸浆和纸制品的生产业务，包括再生木材产品、工程木制品、木质颗粒燃料和能源服务，拥有两个经营部门：木材部门、纸浆和纸业部门。其木材部门包括伐木作业，制造和销售各种等级，宽度和长度的木材，工程木制品、木片和木质颗粒燃料等。
- Canfor 浆纸公司于 6 月 13 日宣布，由于市场环境疲软和锯木业限产导致的木材供应受限，位于不列颠哥伦比亚省 Taylor 化机浆厂将于 6 月 29 日至 8 月 5 日期间减产 BCTMP, Taylor 工厂具有 BCTMP 产能约 22 万吨/年，此次减产将减少供应约 2.5 万吨。从全球供需角度出发，我们认为供给端小幅减产不对中期浆价形成明显上行动力。

图表 22: Canfor 近期减产情况

时间	减产情况
2018 年 Q4 和 2019 年 Q1 初	削减约 1.5 亿板英尺的产量
2019 年 1 月 30 日	加拿大 B.C. 省的三家锯木厂缩减运营，产量减少大约 0.4 亿板英尺
2019 年 4 月 24 日	削减 B.C. 省所有工厂运营，涵盖了所有尺寸木材的生产，产量减少大约 1 亿板英尺
2019 年 6 月 13 日	Taylor 浆厂将减产 BCTMP 供应约 2.5 万吨

来源：淘木 world、中泰证券研究所

图表 23: Canfor 营收情况 (亿元)


来源：Wind、中泰证券研究所

- 供给端：过去两年是全球木浆新增产能大年。2017-2018 年是全球木浆新增产能的大年，据《Capacity Growth Could Undermine Recent Gains in Market Pulp Grades》文中统计 2017 年和 2018 年针叶浆新增产能分别为 137 万吨和 102.5 万吨，阔叶浆新增产能为 190 万吨和 236.5 万吨。2017 和 2018 年全球木浆市场合计新增供给 327 和 339 万吨。国内预估 2017 年和 2018 年木浆新增产能 58 万吨和 30 万吨。其他产能出清方面，Fibria 统计 2017-2018 年行业额外淘汰产能 93 万吨和 43 万吨。据此计算 2017 和 2018 年世界范围内木浆净新增产能分别为 292 万吨和 326 万吨。

图表 24: 2016-2020 年全球针叶浆与阔叶浆主要新增产能预计 (万吨)

针叶浆:

公司地区	浆厂	2016	2017	2018	2019	2020	合计
加拿大	Various	0.5	0	0	0	0	0.5
Nordie	瑞典 Sodra (Varo 浆厂)、芬兰 Aankoski 纸厂、瑞典爱生雅 (SCA)	-4	42	89.5	32	0	159.5
欧洲	Poels	18.5	0	0	0	0	18.5

其他		0	27	23	10	0	60
美国	Ashdown (Domtar)、Riegelwood、Jesuso	9	44	0	-3	0	50
拉美	Arauco、Klabin Puma	26	14	-10	-20	-10	0
其他	ARPIL 日照、Various	4.5	10	0	0	0	14.5
	针叶浆合计	54.5	137	102.5	19	-10	303

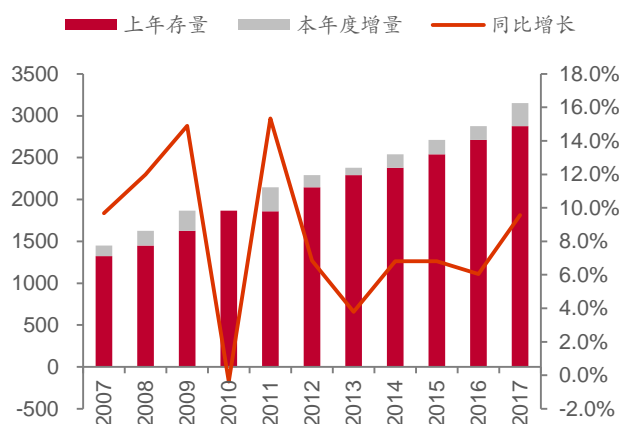
阔叶浆:

公司地区	浆厂	2016	2017	2018	2019	2020	合计
西班牙 Iberia	ENCE、Alvi、PortuoeI	7	3.5	3	2	0	15.5
巴西 Suzano	Sao Paulo、Maranhao	9.5	5	23	0	0	37.5
巴西 Klabin	Puma	64	44	2	0	0	110
巴西 CMPC	Guaiba	70	5.5	0	0	0	75.5
巴西 Fibria	Tres Lagoas	0	17.5	165	12.5	0	195
巴西 Eldorado	Tres Lagoas	0	0	0	60	145	205
巴西其他		-8.5	-0.5	0	0	0	-9
乌拉圭	Monies Dei Plata	7	0	0	0	0	7
智利	Arauce & CMPC	13	0	-12	0	0	1
中国	王子纸业(南通)、April 日照	-1	-10	0	0	0	-11
印尼	APP (OKI、Kerinci、Toba)	-11.5	130	32.5	5	-5	151
东欧	Ilim	0	0	10	0	0	10
西欧	Paper Excellence	18.5	3	13	0	0	34.5
北美	Sappi、Woodland、Old town、Resolute	-20.5	-8	0	0	0	-28.5
阔叶浆合计		147.5	190	236.5	79.5	140	793.5

来源:《Capacity Growth Could Undermine Recent Gains in Market Pulp Grades》、中泰证券研究所

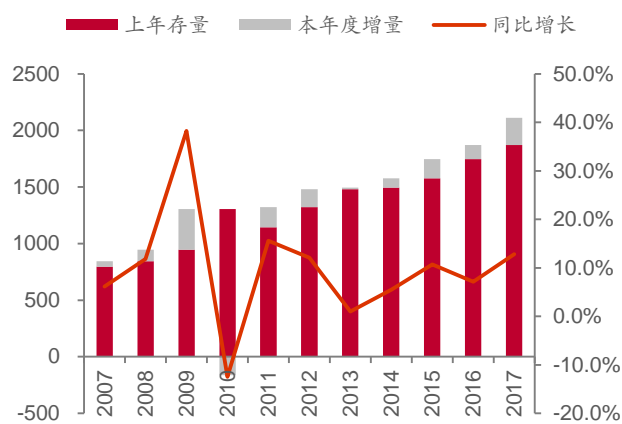
- 需求端: 木浆需求增长维持不变。**2007-2017年,我国木浆市场消耗量由1450万吨提升至3152万吨,CAGR为8.1%,年均增量为170万吨。由于我国森林资源匮乏,木浆产量不能满足国内市场需求,因此木浆对进口依赖极大,2017年我国木浆进口依赖度达到67%。在此背景下,需求端的高速增长带动了进口量的提升,2007年后的10年中,我国木浆进口量从845万吨提升至2112万吨,CAGR为9.6%,占全球商品浆的份额也从12%提升至29%。
- 从2019年全球木浆市场格局看,国外新增木浆产能预计约98万吨。**国内晨鸣纸业预计新增产能60万吨,太阳纸业预计新增产能10万吨,全球木浆新增产能预计约168万吨。考虑落后产能淘汰,预估最终净新增产能约120万吨。从需求端看,中国市场作为新增需求的主力,红利难以继续维系。纸种需求方面,2018年文化纸下游需求不振格局难以好转,除预估生活用纸将带来额外需求外,其他纸种产量增长并不乐观。预计各纸种产量增长将消化52万吨新增产能;非木浆转化红利减弱,预估消化产能10万吨;作为2017年需求增量主力的吨纸浆耗因素,在当前造纸周期红利下滑、企业吨盈难有提升的背景下预计将出现负值。全球供需紧平衡格局被打破,最为直接的影响是木浆价格回落。本次Canfor减产,不对上述供需格局形成冲击。

图表 25: 我国木浆消耗量变化趋势 (万吨)



来源: PPPC、中泰证券研究所

图表 26: 我国木浆进口量变化趋势 (万吨)

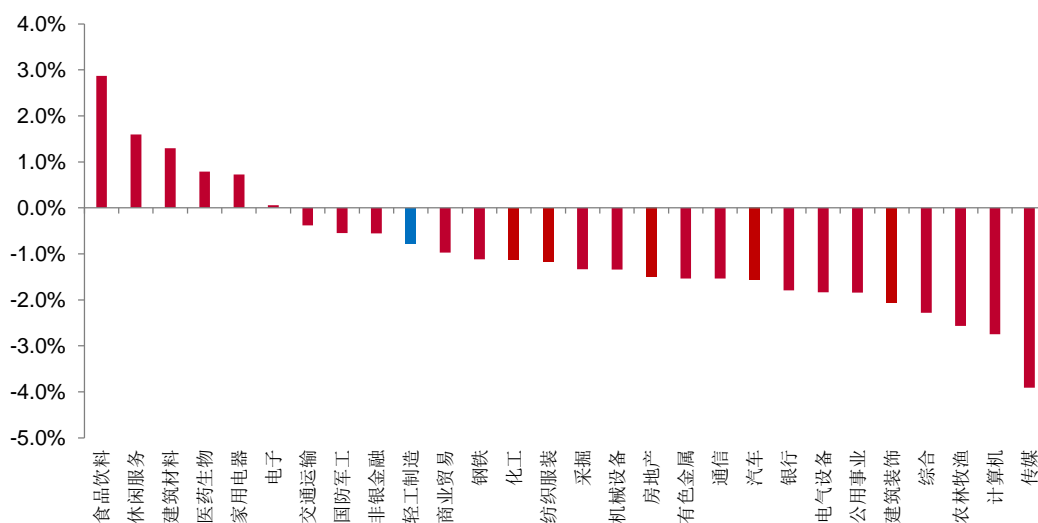


来源: PPPC、中泰证券研究所

板块回顾

- 上周(2019年6月24日-2019年6月28日)轻工制造指数下跌0.77%，同期沪深300指数下跌0.22%。在28个一级行业指数中，轻工指数涨幅排名第10位；轻工二级子板块造纸、包装印刷、家用轻工指数周涨幅分别为-0.16%、-1.89%、-0.39%。

图表 27: 轻工板块涨跌幅行业排名

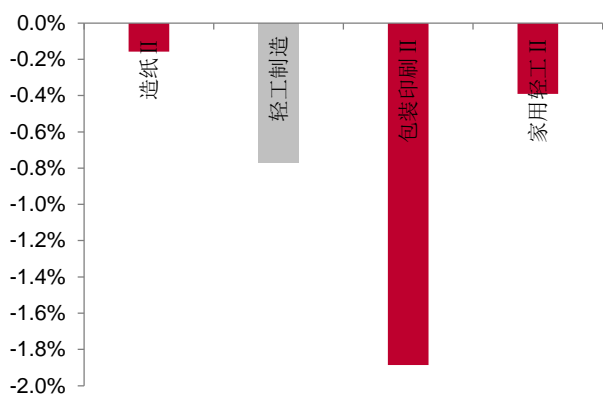


来源: wind、中泰证券研究所

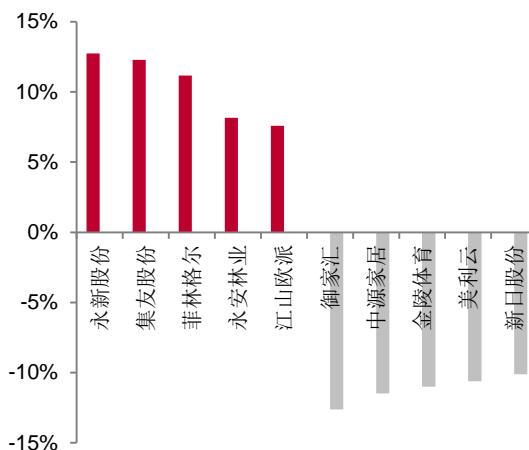
- 个股方面，周涨幅居板块前五的个股分别为：永新股份(12.72%↑)、集友股份(12.28%↑)、菲林格尔(11.17%↑)、永安林业(8.14%↑)、江山欧派(7.59%↑)；跌幅居前的个股分别为御家汇(12.61%↓)、中源家居(11.48%↓)、金陵体育(11.00%↓)、美利云(10.61%↓)、新日股份(10.12%↓)。

图表 28: 轻工二级子板块涨幅榜

图表 29: 轻工行业个股涨跌幅榜



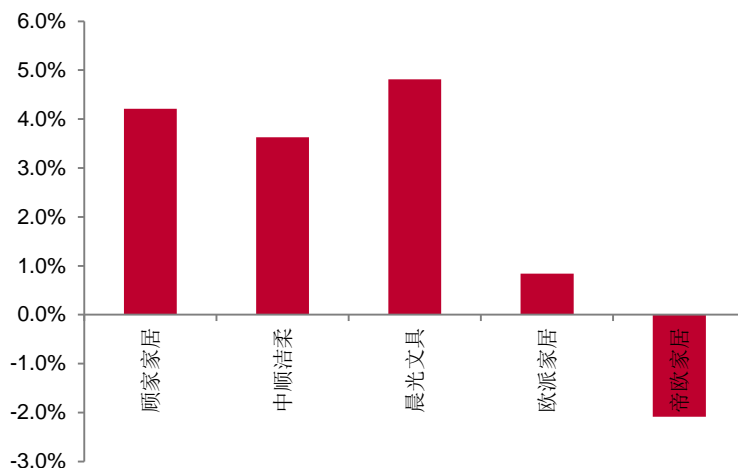
来源: wind、中泰证券研究所



来源: wind、中泰证券研究所

- 本周中泰轻工核心组合调出合兴包装，调入顾家家居：欧派家居、帝欧家居、晨光文具、中顺洁柔、顾家家居。

图表 30: 中泰轻工核心组合涨跌幅排行



来源: wind、中泰证券研究所

行业数据跟踪

造纸板块

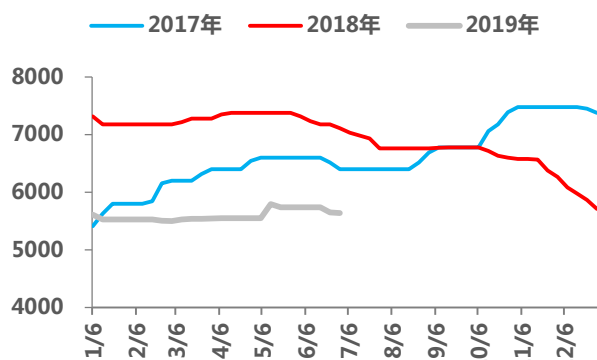
图表 31: 本周造纸关键数据一览

关键纸种价格				
纸种	本周价格(元/吨)	环比	同比	年初至今涨跌幅
铜版纸	5638	-0.2%	-20.7%	0.5%
白卡纸	5138	0.0%	2.8%	5.2%
双胶纸	5138	0.0%	-30.4%	-16.1%
瓦楞纸	5138	0.0%	-20.7%	44.1%
箱板纸	4043	0.0%	-24.1%	-8.4%
原材料价格				
原材料	本周价格(元/吨)	环比	同比	年初至今涨跌幅
国废黄板纸	2143	0.0%	-28.8%	-4.2%
美废11#	113	0.0%	-51.1%	-40.8%
美废13#	149	0.0%	-53.6%	-40.6%
国废与外废价差	1,246	0.1%	3.3%	398.5%
针叶浆外盘	629	-3.1%	-30.3%	-24.0%
阔叶浆外盘	688	-1.0%	-18.3%	-10.6%
化机浆	4350	0.0%	-7.4%	-7.4%

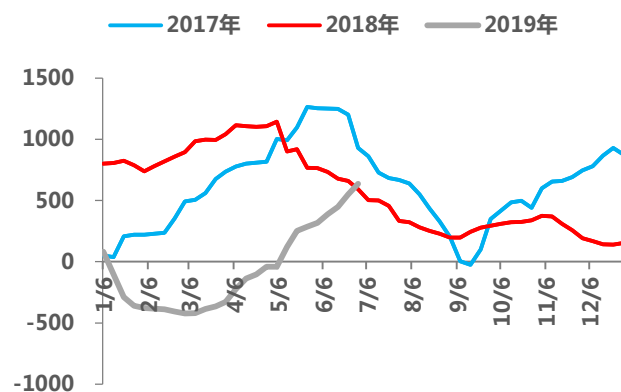
注: 外盘浆价单位为美元/吨

吨纸盈利				
纸种	周吨盈利(元/吨)	环比	月吨盈利(元/吨)	去年月同期(元/吨)
双铜纸	637	15.8%	245	883
白卡纸	837	7.0%	460	304
双胶纸	933	11.5%	512	970
瓦楞纸	338	-7.9%	307	377
箱板纸	34	-6.3%	-10	94
开工率				
纸种	本月开工率(%)	环比变化	去年同期开工率(%)	同比变化
白卡纸	88.0	-1.0	86.0	2.0
箱板纸	71.0	-1.0	76.1	-5.1
瓦楞纸	67.0	-2.0	73.0	-6.0
白板纸	88.0	0.0	94.0	-6.0
生活用纸	58.0	-7.0	60.7	-2.7
库存				
	本月库存	环比变化	去年同期库存	同比变化
箱板瓦楞纸库存天数	18	4	18	0
白板纸库存天数	22	1	30	-8
白卡纸库存天数	24	2	25	-1
废纸库存天数	6	-1	9	-2
木浆库存量(万吨)	105	-2	44	61
进出口				
	进口量(万吨)	同比	累计值(万吨)	累计同比
废纸进口总量	76.0	-40%	216.0	-14%
木浆进口量	158.9	-22%	386.3	-6%
阔叶浆进口量	48.8	-26%	116.3	-22%
针叶浆进口量	71.1	-30%	179.4	0%

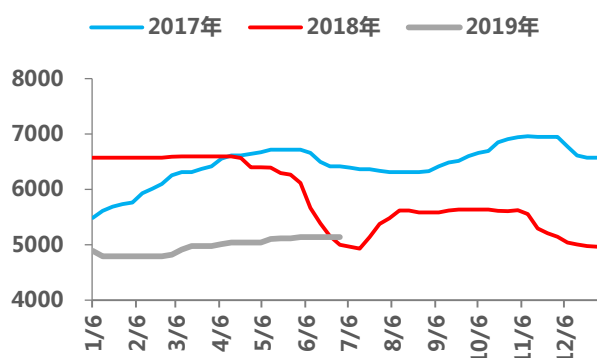
来源: 中泰证券研究所

图表 32: 铜板纸价格 (元/吨)


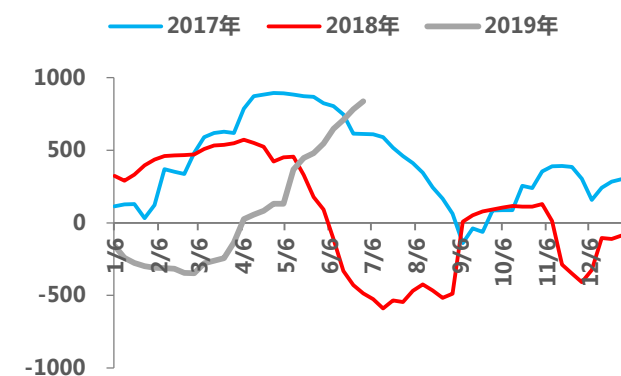
来源: 百川资讯、中泰证券研究所

图表 33: 铜板纸吨盈利 (元/吨)


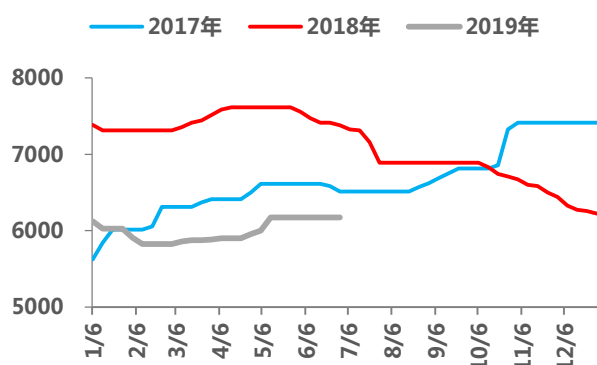
来源: 卓创资讯、中泰证券研究所

图表 34: 白卡纸价格 (元/吨)


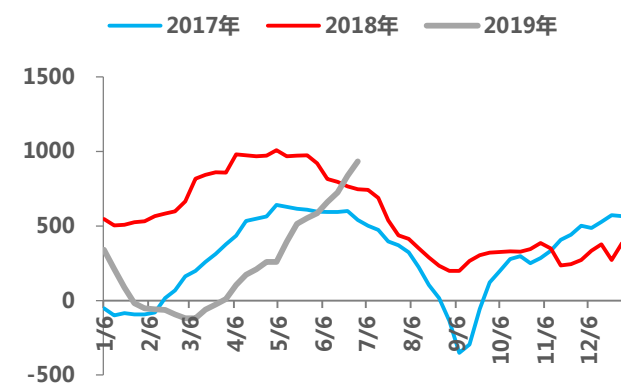
来源: 百川资讯、中泰证券研究所

图表 35: 白卡纸吨盈利 (元/吨)


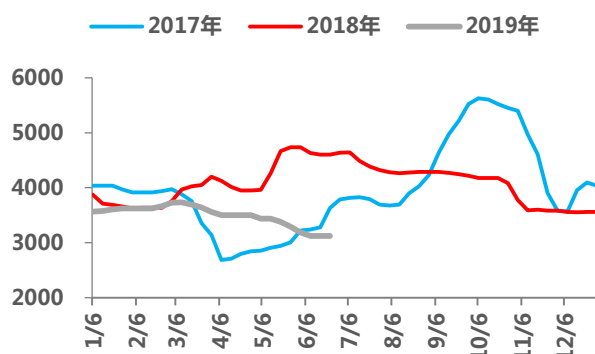
来源: 卓创资讯、中泰证券研究所

图表 36: 双胶纸价格 (元/吨)


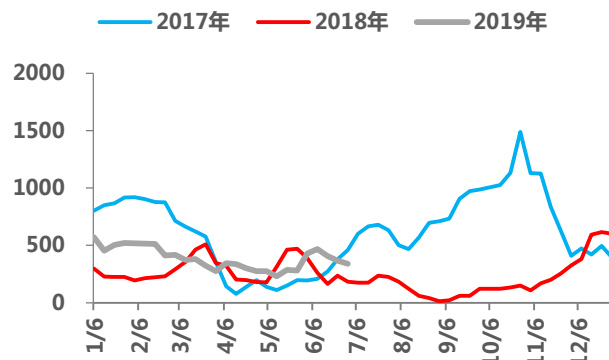
来源: 百川资讯、中泰证券研究所

图表 37: 双胶纸吨盈利 (元/吨)


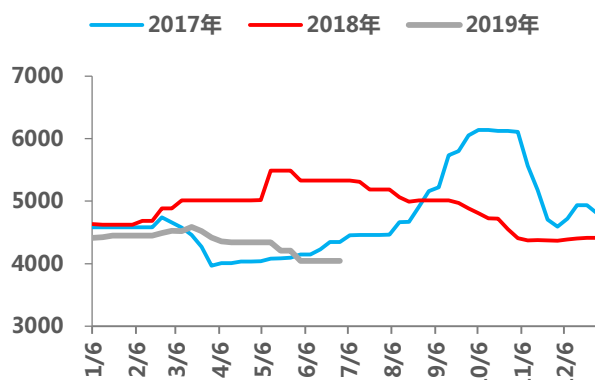
来源: 卓创资讯、中泰证券研究所

图表 38: 瓦楞纸价格 (元/吨)


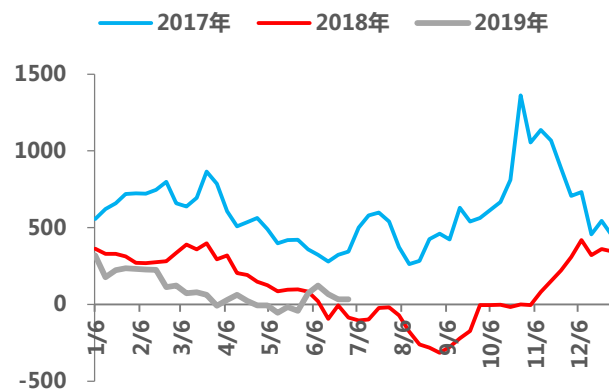
来源: 百川资讯、中泰证券研究所

图表 39: 瓦楞纸吨盈利 (元/吨)


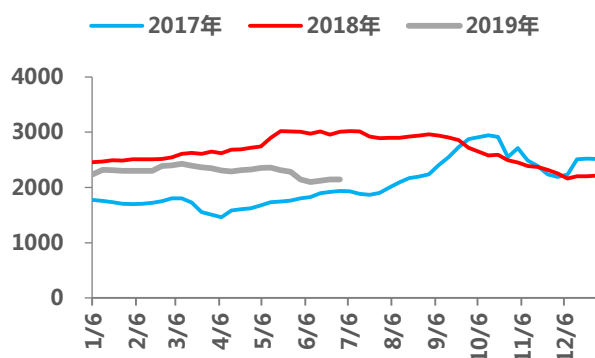
来源: 卓创资讯、中泰证券研究所

图表 40: 箱板纸价格 (元/吨)


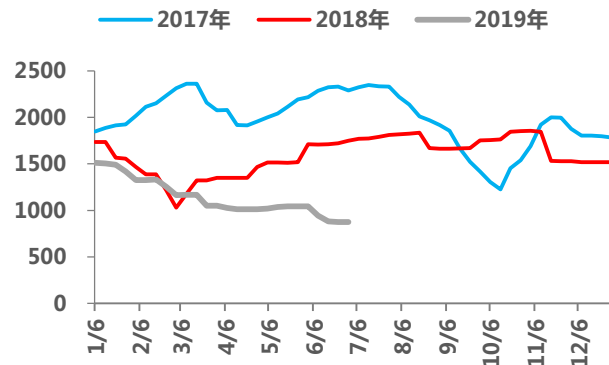
来源: wind、中泰证券研究所

图表 41: 箱板纸吨盈利 (元/吨)


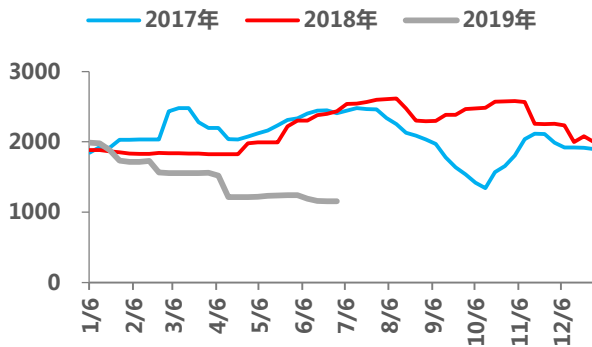
来源: 卓创资讯、中泰证券研究所

图表 42: 废黄板纸价格 (元/吨)


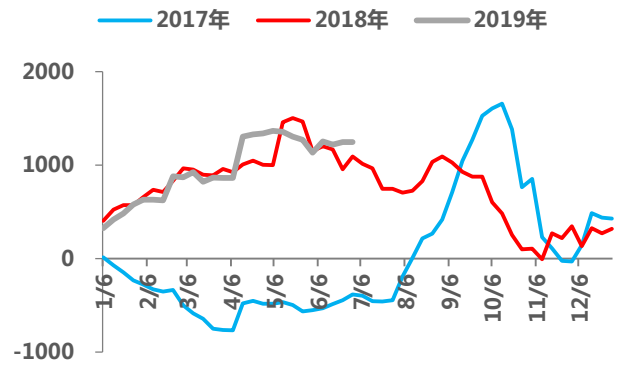
来源: wind、中泰证券研究所

图表 43: 美废 11# (元/吨)


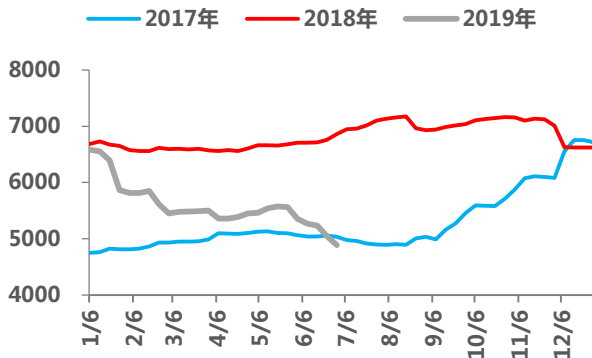
来源: wind、中泰证券研究所

图表 44: 美废 13# 价格 (元/吨)


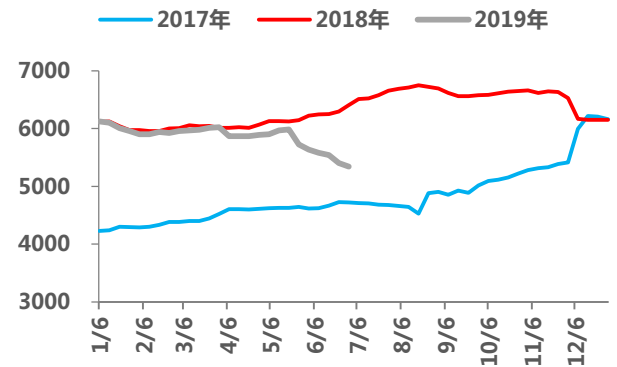
来源: wind、中泰证券研究所

图表 45: 内外废价差 (元/吨)


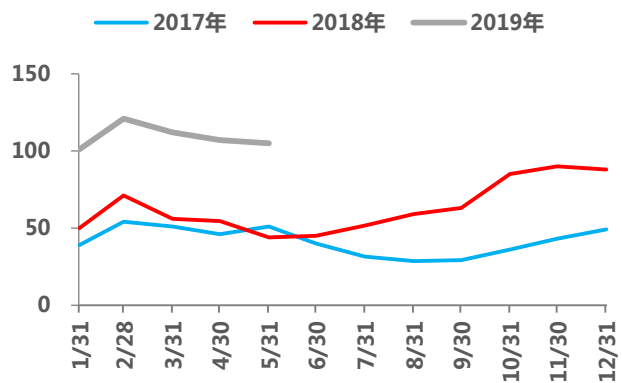
来源: wind、中泰证券研究所

图表 46: 针叶浆价格 (元/吨)


来源: 百川资讯、中泰证券研究所

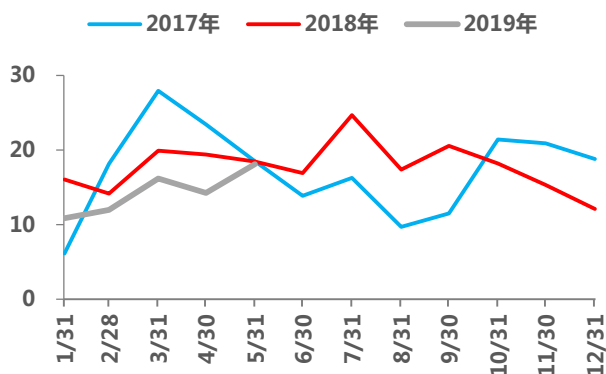
图表 47: 阔叶浆价格 (元/吨)


来源: 百川资讯、中泰证券研究所

图表 48: 青岛港木浆库存量 (万吨)


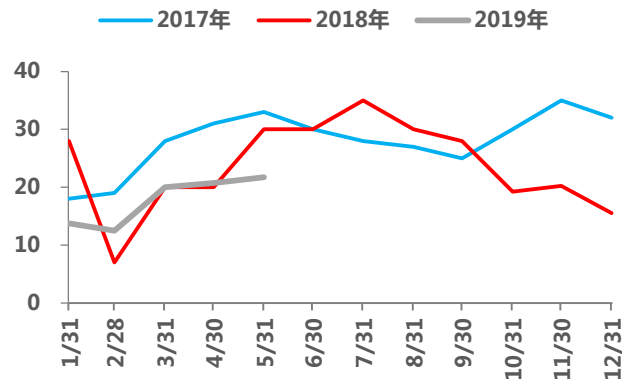
来源: 卓创资讯、中泰证券研究所

图表 49: 瓦楞箱板纸库存天数



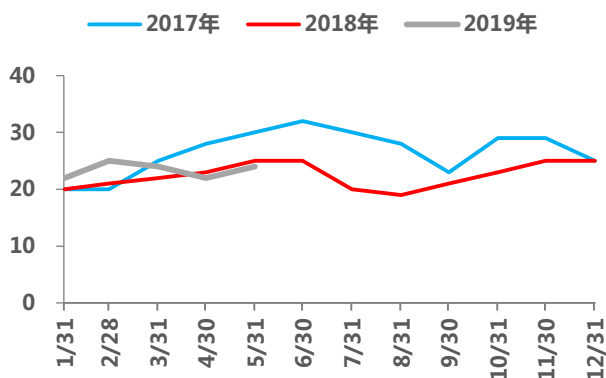
来源: 卓创资讯、中泰证券研究所

图表 50: 白板纸库存天数



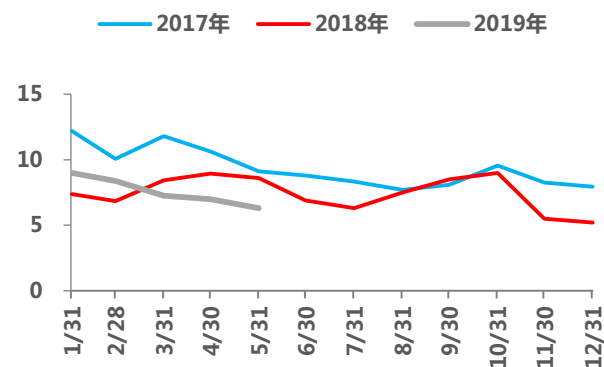
来源: 卓创资讯、中泰证券研究所

图表 51: 白卡纸库存天数



来源: 卓创资讯、中泰证券研究所

图表 52: 废纸库存天数

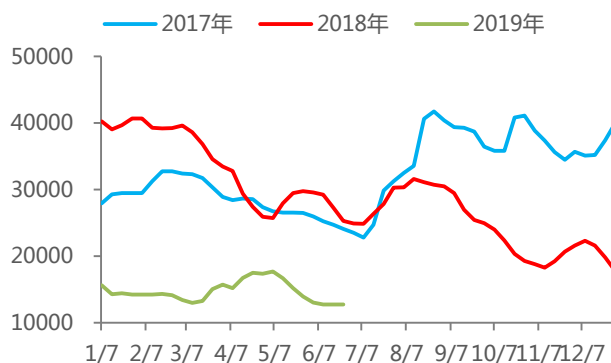


来源: 卓创资讯、中泰证券研究所

家具板块

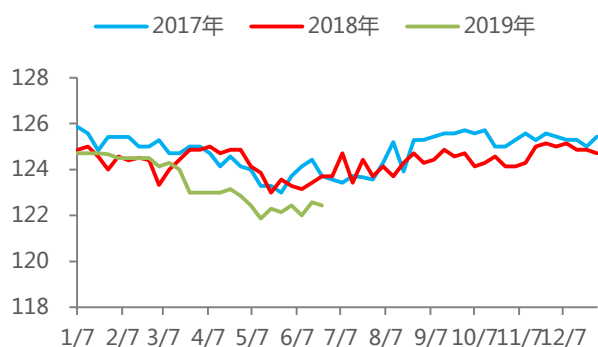
- 1, 原材料价格: TDI 本周均价 12785.71 元/吨, 环比 0.3%, 年初至今 -18.4%。

图表 53: TDI 价格 (元/吨)



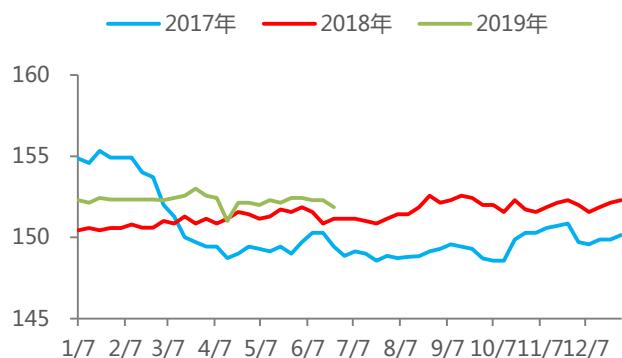
来源: wind、中泰证券研究所

图表 54: 18 厘细木工板价格 (元/张)



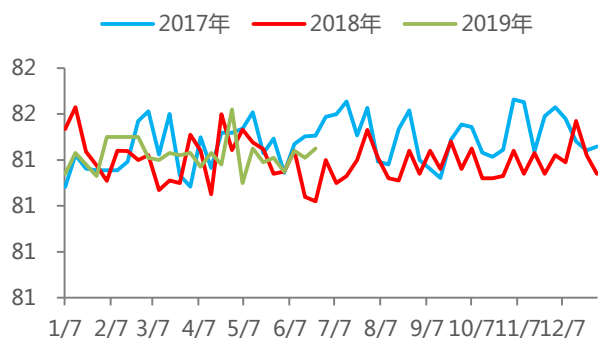
来源: wind、中泰证券研究所

图表 55: 18 厘指接板价格 (元/张)



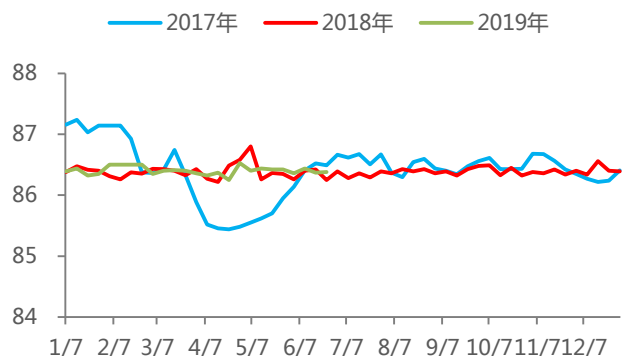
来源: wind、中泰证券研究所

图表 56: 18 厘刨花板价格 (元/张)



来源: wind、中泰证券研究所

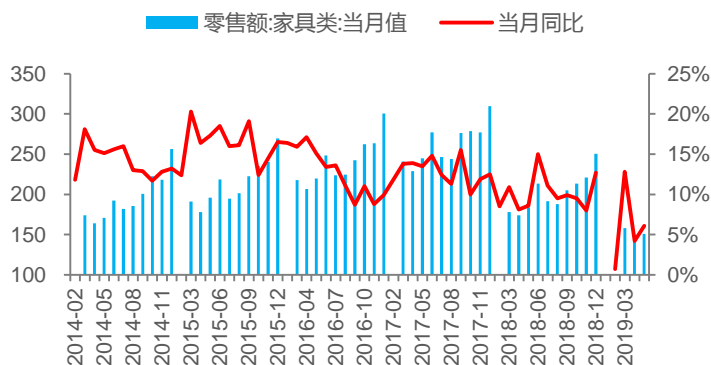
图表 57: 18 厘中纤板价格 (元/张)



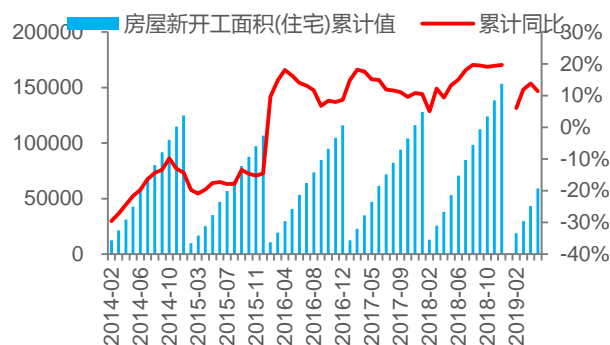
来源: wind、中泰证券研究所

- 5 月, 家具零售额同比+6.1%, 零售额为 151.0 亿元。2, 上游地产数据:**
 5 月, 全国房屋住宅新开工累计面积 5.91 亿方, 同比+11.4%; 商品住宅竣工累计面积 1.88 亿方, 同比-10.9%; 商品住宅销售累计面积 4.87 亿方, 同比-0.73%; **2019 年 5 月**, 12 大城市二手房合计成交 7.51 万套, 环比-6.3%、同比 0.42%。

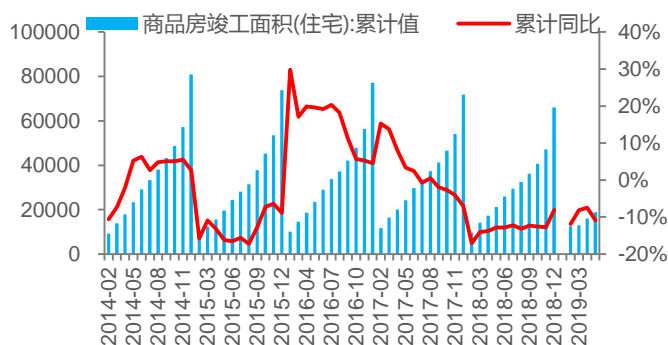
图表 58: 家具零售额 (亿元) 及同比



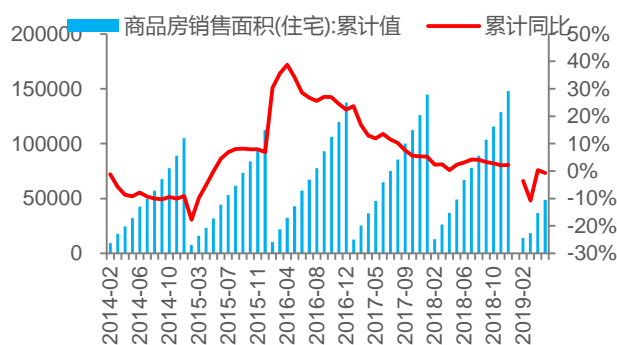
来源: wind、中泰证券研究所

图表 59: 住宅新开工面积 (万方) 及同比


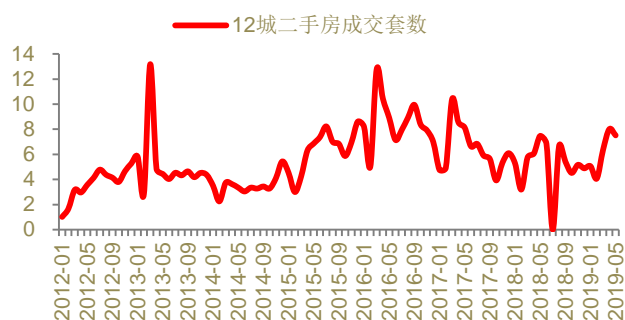
来源: wind、中泰证券研究所

图表 60: 全国商品住宅竣工面积 (万方) 及同比


来源: wind、中泰证券研究所

图表 61: 全国商品住宅销售面积 (万方) 及同比


来源: wind、中泰证券研究所

图表 62: 12 大城市二手房成交套数 (套)


来源: wind、中泰证券研究所

重点公司公告

- > **【志邦家居】**志邦家居于 2018 年 4 月 10 日召开的 2017 年度股东大会审议通过了《关于使用部分闲置募集资金进行现金管理的议案》，同意公司（含子公司）在确保不影响募集资金投资项目建设和公司正常运营的情况下，使用不超过 3 亿元的暂时闲置募集资金，用于购买安全性高、流动性好的保本型银行理财产品，使用期限为自公司董事会审议通过之日起 12 个月。在上述使用期限及额度范围内，资金可循环滚动使用。
- > **【顾家家居】**TB Home 将其持有的公司限售流通股 2100 万股（占公司总股本 6.02 亿股的 3.49%，占 TB Home 持有公司股份 1.58 亿股的 13.25%）质押给上海华富利得资产管理有限公司，并于 2019 年 6 月 24 日在中国证券登记结算有限公司办理了证券质押登记，质押期限 24 个月。

风险提示

原材料价格上涨风险

- 上游木材、板材、及纸浆、纸品等主要原材料价格大幅上涨可能给家用轻工、造纸和包装印刷板块的盈利水平带来不利影响。

地产景气程度下滑风险

- 房地产市场是家用轻工板块的上游市场，地产景气程度直接影响到家用轻工板块各公司的需求，其景气程度下滑可能削弱板块盈利能力。

投资评级说明:

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上

备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 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（另有说明的除外）。

重要声明:

中泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员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。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。但本公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。本公司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。

市场有风险，投资需谨慎。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。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并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。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“中泰证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。