

轻工制造

轻工行业周报

关税加征情况更新：造纸行业全面征税

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

《轻工业周报 0721：造纸行业关税影响专题回顾》

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	19.25	0.99	1.43	1.77	2.22	19.44	13.46	10.88	8.67	0.33	买入
欧派家居	99.28	3.74	4.65	5.57	6.52	26.55	21.35	17.82	15.23	1.04	买入
中顺洁柔	12.99	0.31	0.43	0.52	0.63	41.90	30.21	24.98	20.62	0.64	买入
太阳纸业	7.06	0.78	0.86	0.71	0.85	9.05	8.21	9.94	8.31	0.85	买入
顾家家居	30.32	1.64	2.12	2.56	3.03	18.45	14.29	11.84	10.01	0.33	买入

备注：

投资要点

- 本周核心组合：中顺洁柔、太阳纸业、欧派家居、帝欧家居、顾家家居**
- 中美贸易磋商更新：**据中国商务部称，美国拟对3000亿美元中国商品加征10%关税，于9月1日正式加征。本次加征关税轻工造纸相关条目主要为印刷品（如书本、绘本等）、卫生用品（如卫生巾、纸尿裤）、电子烟组件等。加征后中国对美国出口轻工造纸行业实现全覆盖征税，中国尚未出台反制税目。我们认为，加征关税对浆、纸直接出口影响不大。18年中国出口至美：生活用纸约1.4万吨，占总需求1.4%，文化纸、包装纸分别约1.9万吨、1.4万吨，占文化纸、包装纸总需求不及0.1%。加征关税或间接影响包装纸类需求。
- 造纸板块：**我们认为今年一季度吨盈低位导致市场对造纸板块19年的悲观预期提前释放。当下时点，我们认为文化纸有望迎来业绩拐点。1) 企业主动补库存的意愿在增强。以铜版纸为例，一季度末行业库存水平降至近三年低点，反应了大家对于价格的悲观预期。但近两个月以来市场重新进入加库存状态，表明市场对于纸价见底的预期在增强。2) 目前成品文化纸价格已经企稳，而上游木浆价格较年初显著下跌，导致企业吨盈水平明显回升。目前双胶纸、白卡纸的吨盈水平基本持平于去年同期，铜版纸吨盈优于去年同期水平。我们认为，文化纸行业二季度业绩有望超预期，若后续库存企稳，伴随造纸传统旺季来临，企业盈利能力有望持续回升。推荐成本控制能力优于同行的文化纸龙头【太阳纸业】。生活用纸板块：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。
- 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年新房为主，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】。
- 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服务粘性。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

专题更新：贸易关税加征对造纸行业的影响	- 4 -
相关事件	- 4 -
关键结论	- 4 -
核心逻辑框架	- 5 -
板块回顾	- 7 -
行业数据跟踪	- 8 -
造纸板块	- 8 -
家具板块	- 12 -
重点公司公告	- 14 -
风险提示	- 15 -
原材料价格上涨风险	- 15 -
地产景气程度下滑风险	- 15 -

专题更新：贸易关税加征对造纸行业的影响

相关事件

- 据中国商务部称,8月2日美国宣布拟对3000亿美元中国商品加征10%关税,于9月1日正式加征。本次加征关税轻工造纸相关条目主要为印刷品(如书本、绘本等)、卫生用品(如卫生巾、纸尿裤)等成品纸类加工品、电子烟组件,加征后中国对美国出口的浆类、成品纸全覆盖征税,中国尚未出台反制税目。

■ 造纸相关进出口税额变动。

图表 1: 造纸相关进出口税额变动

税项简称	进口税率	出口税率	相关产品
9619	-	10%	卫生巾/纸尿裤/棉条
9613	-	3.9%+10%	电子烟组件
4901-4911	-	10%	印刷品: 书本/宣传册/字典/儿童绘本/地图/卡片
4821, 4820, 4819	25%	25%	练习本、相簿、纸盒、纸袋等纸制品
4819	20%	25%	非瓦楞纸箱
4819	20%	25%	瓦楞纸箱
4818	20%	25%	生活用纸
4818	-	10%	失禁卫生用品/纸床褥
4811, 4808, 4805, 4800	20%	25%	其他文化纸
4814	-	10%	墙纸
4810	20%	25%	铜版纸
4810	20%	25%	双胶纸
4809	20%	25%	复写纸
4808	25%	25%	瓦楞纸
4807	25%	25%	文化纸
4805	25%	25%	箱板纸
4805	25%	25%	瓦楞原纸
4804	20%	25%	牛皮纸
4804	5%	25%	牛皮纸
4803	20%	25%	生活用纸
4802	25%	25%	印刷纸
4801	25%	25%	新闻纸
4706	20%	25%	废纸浆
4705	5%	25%	机化浆
4704, 4703	5%	25%	针叶浆/阔叶浆
4702	5%	25%	化学浆
4701	5%	25%	机械浆

来源: 中国海关, 中泰证券研究所

*加粗部分为新增税项

关键结论

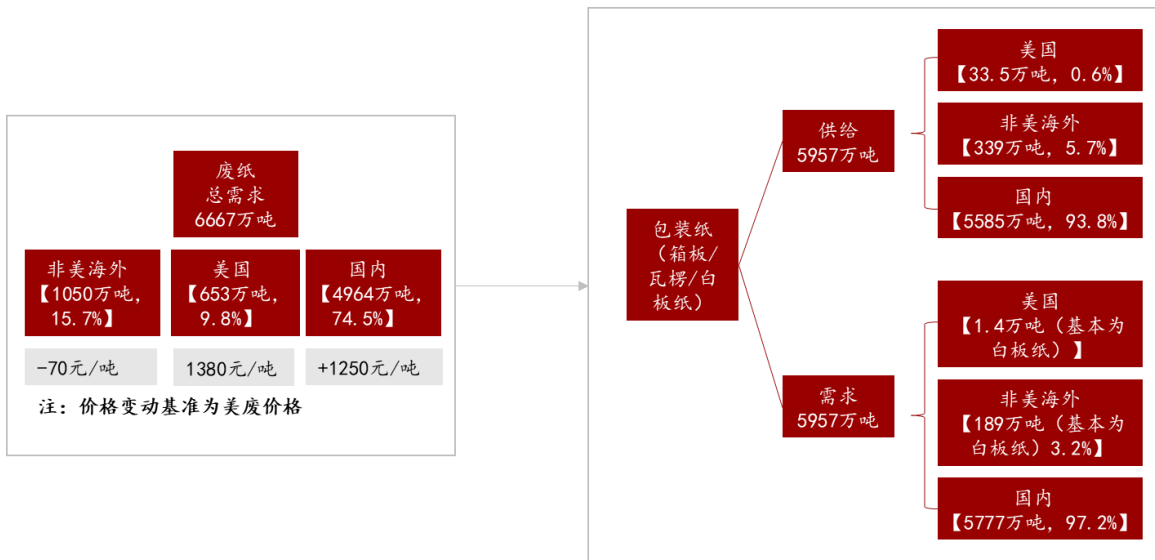
- 对造纸行业而言: 此次关税加征对浆、纸出口影响不大。
 - 1) 此次加征关税的3000亿美元商品中,轻工造纸相关条目主要为96、49以及48除上次加征部分以外的剩余项目,相关产品有印刷品(如书本、绘本等)、卫生用品(如卫生巾、纸尿裤)等成品纸类加工品,为下游附加产品。此次加征后,中国对美国出口的纸品及浆类产品关税全面提升,中国尚未出台反制税目。依据下列分析框架,加征关税对轻工造纸板块出口影响不大。

- 2) 成品纸端：以满足内需为主，受贸易冲击小；原材料对美进口依赖不大，原材料可替代性强；加征关税对包装纸企影响性最大，对文化纸企影响最小。18年中国出口至美：生活用纸约1.4万吨，占总需求1.4%，文化纸、包装纸分别约1.9万吨、1.4万吨，占文化纸、包装纸总需求不及0.1%。加征关税对成品纸出口直接影响不大，但或可能间接影响包装纸类需求。
- 3) 原材料端：木浆对美依赖小，关税不影响对美国木浆的购买意愿，同时全球木浆供应充足，原材料替代性来源非常广泛；废纸进口量主要受配额影响，加税会带来少量进口结构变动，但不影响到国废价格。原材料基本没有出口需求。

核心逻辑框架

- **废纸系企业供需分析：**自美需求原料端占比较大，成品端基本无影响。

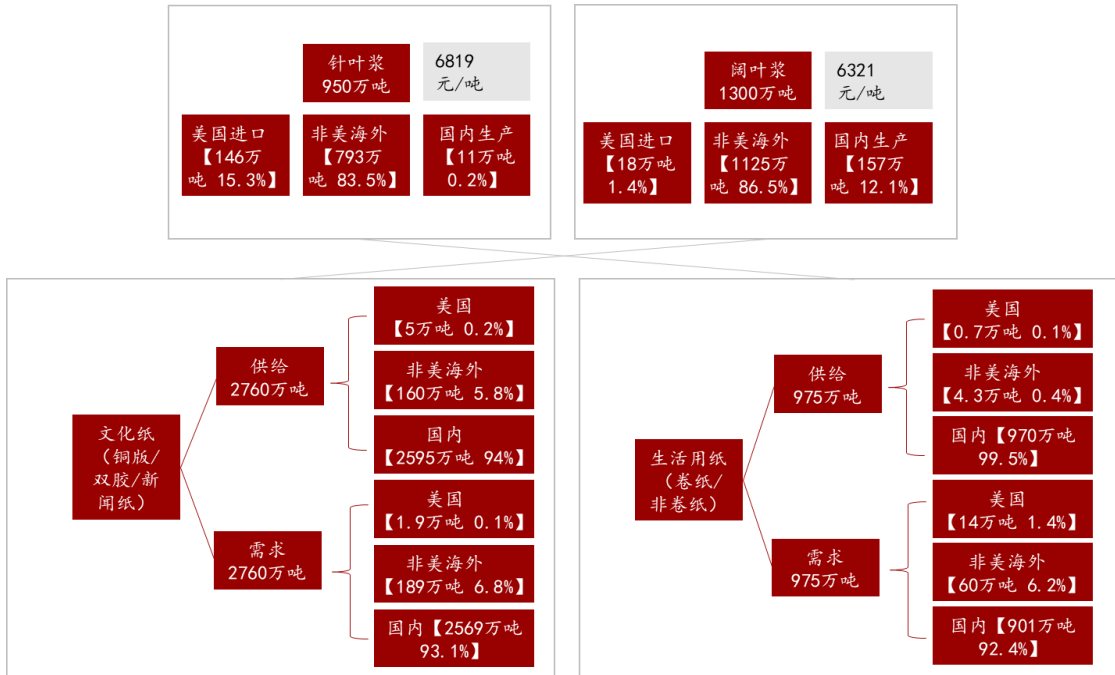
图表 2：废纸系企业供需分析



来源：wind, 中泰证券研究所

- **木浆系企业供需分析：**针叶浆自美需求较大，成品端并无影响。

图表 3: 木浆系企业供需分析



来源: wind, 中泰证券研究所

图表 4: 上期关税专题结构梳理

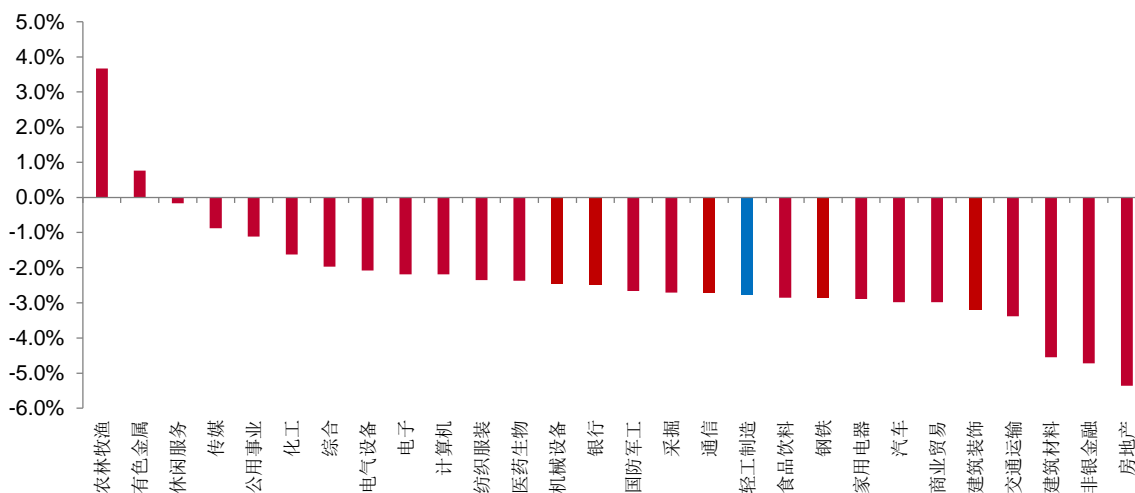


来源: 卓创资讯, 中泰证券研究所

板块回顾

- 上周（2019年7月29日-2019年8月2日）轻工制造指数下跌2.76%，同期沪深300指数下跌2.88%。在28个一级行业指数中，轻工指数涨幅排名第18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-2.11%、-3.04%、-2.90%。

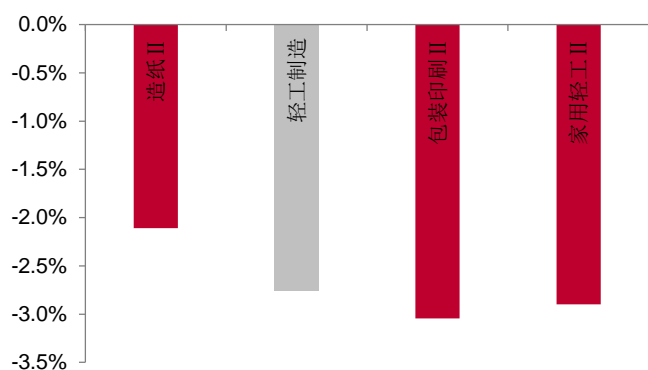
图表5：轻工板块涨跌幅行业排名



来源:wind、中泰证券研究所

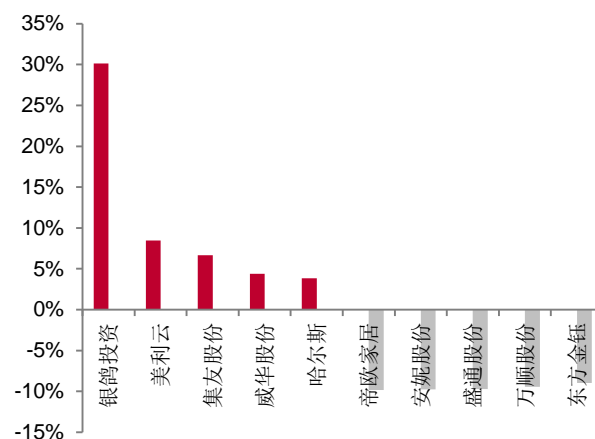
- 个股方面，周涨幅居板块前五的个股分别为：银鸽投资（30.13%↑）、美利云（8.45%↑）、集友股份（6.64%↑）、威华股份（4.38%↑）、哈尔斯（3.83%↑）；跌幅居前的个股分别为帝欧家居（9.84%↓）、安妮股份（9.76%↓）、盛通股份（9.72%↓）、万顺股份（9.46%↓）、东方金钰（8.99%↓）。

图表6：轻工二级子板块涨幅榜



来源:wind、中泰证券研究所

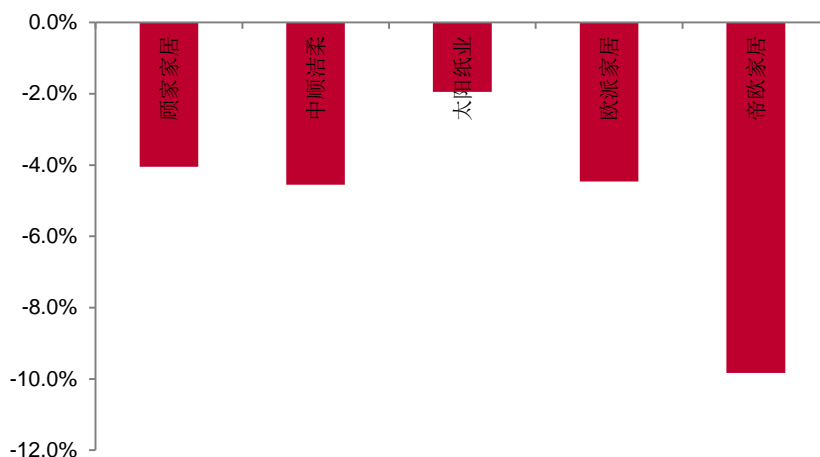
图表7：轻工行业个股涨跌幅榜



来源:wind、中泰证券研究所

- 本周中泰轻工核心组合：欧派家居、帝欧家居、太阳纸业、中顺洁柔、顾家家居。

图表8：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 9: 本周造纸关键数据一览

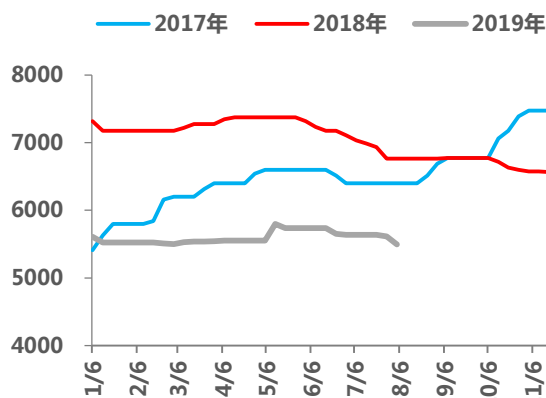
关键纸种价格				
纸种	本周价格 (元/吨)	环比	同比	年初至今涨跌幅
铜版纸	5494	-2.1%	-18.8%	-2.1%
白卡纸	5050	-1.0%	-7.8%	3.4%
双胶纸	5925	-2.1%	-14.0%	-3.2%
瓦楞纸	3100	0.0%	-18.8%	-13.0%
箱板纸	3877	-0.4%	-25.3%	-12.2%
原材料价格				
原材料	本周价格 (元/吨)	环比	同比	年初至今涨跌幅
国废黄板纸	2088	-0.1%	-28.0%	-6.7%
美废 11#	113	0.0%	-51.1%	-40.8%
美废 13#	149	0.0%	-55.0%	-40.6%
国废与外废价差	1,182	-0.8%	19.5%	373.0%
针叶浆外盘	613	0.1%	-32.1%	-25.9%
阔叶浆外盘	664	-0.2%	-21.5%	-13.8%
化机浆	4250	0.0%	-9.6%	-9.6%
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	733	5.0%	672	436
白卡纸	796	2.2%	802	-549
双胶纸	1035	3.7%	971	584
瓦楞纸	307	-1.5%	315	201
箱板纸	-50	-12.0%	-13	-62

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	82.8	-5.2	85.0	-2.2
箱板纸	68.9	-2.1	74.0	-5.1
瓦楞纸	62.9	-4.1	71.4	-8.5
白板纸	84.2	-3.8	77.0	7.2
生活用纸	58.6	0.6	65.2	-6.6

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	23	5	17	6
白板纸库存天数	25	3	30	-6
白卡纸库存天数	25	1	25	-1
废纸库存天数	6	-1	7	-1
木浆库存量(万吨)	110	5	45	65

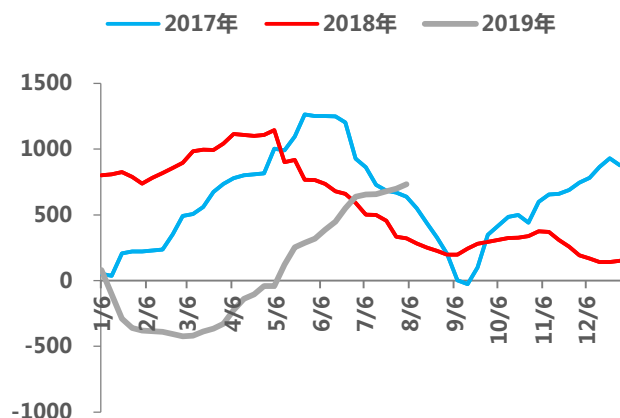
来源：中泰证券研究所

图表 10: 铜板纸价格 (元/吨)



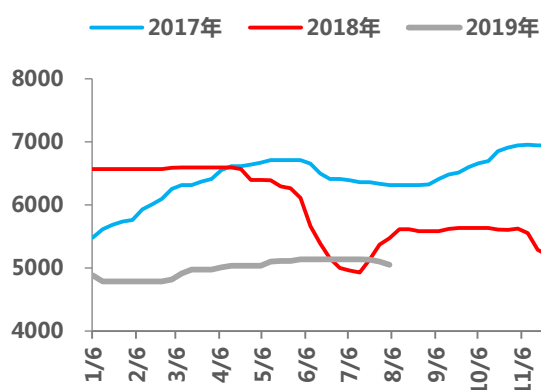
来源：百川资讯、中泰证券研究所

图表 11: 铜板纸吨盈利 (元/吨)



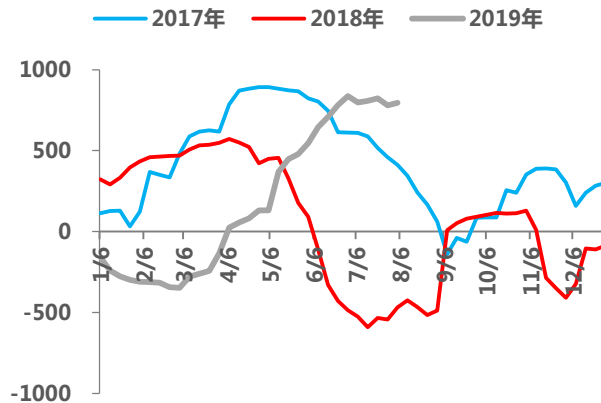
来源：卓创资讯、中泰证券研究所

图表 12: 白卡纸价格 (元/吨)

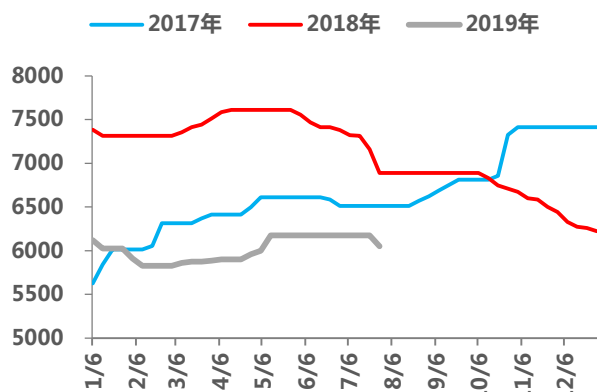


来源：百川资讯、中泰证券研究所

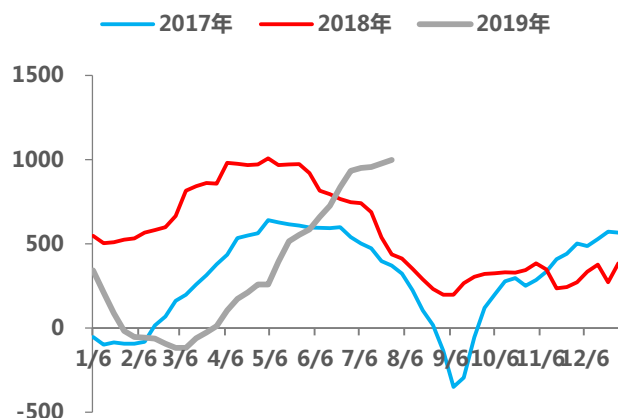
图表 13: 白卡纸吨盈利 (元/吨)



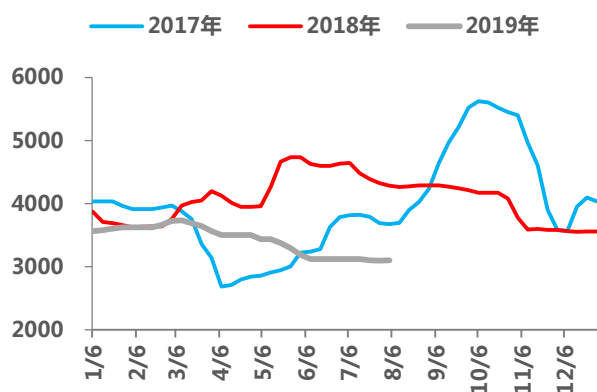
来源：卓创资讯、中泰证券研究所

图表 14: 双胶纸价格 (元/吨)


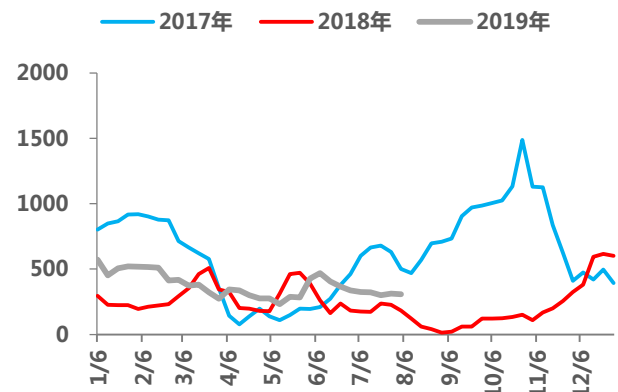
来源: 百川资讯、中泰证券研究所

图表 15: 双胶纸吨盈利 (元/吨)


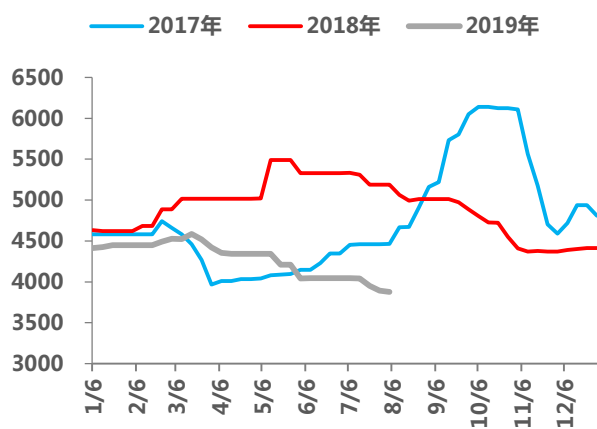
来源: 卓创资讯、中泰证券研究所

图表 16: 瓦楞纸价格 (元/吨)


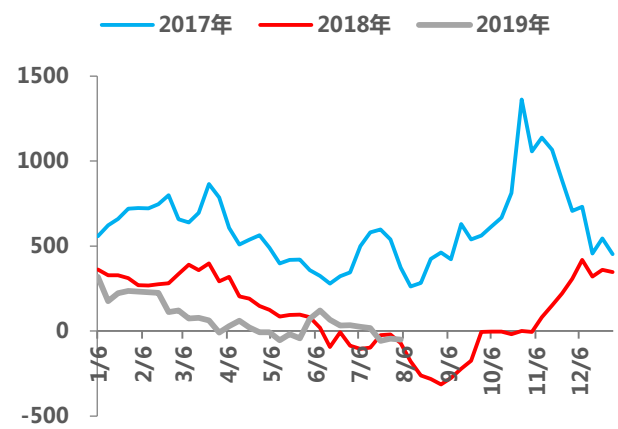
来源: 百川资讯、中泰证券研究所

图表 17: 瓦楞纸吨盈利 (元/吨)


来源: 卓创资讯、中泰证券研究所

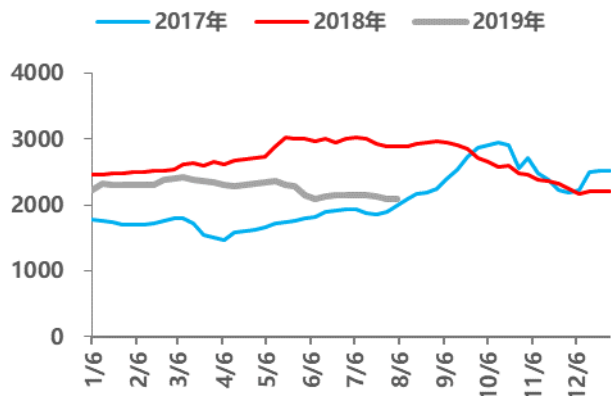
图表 18: 箱板纸价格 (元/吨)


来源: wind、中泰证券研究所

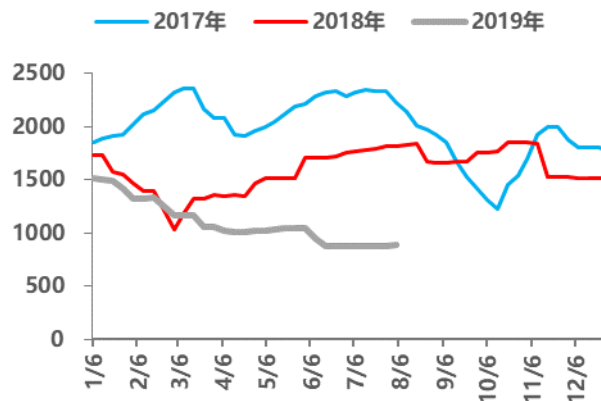
图表 19: 箱板纸吨盈利 (元/吨)


来源: 卓创资讯、中泰证券研究所

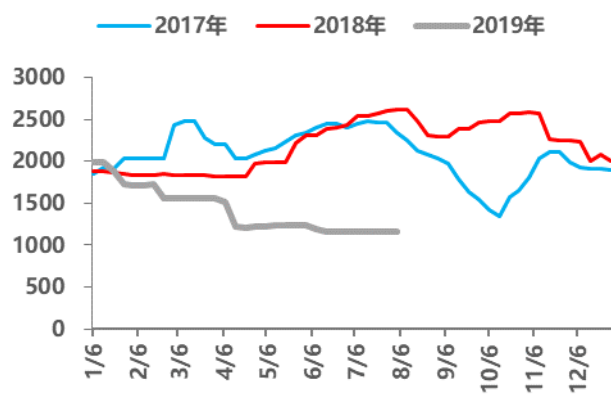
图表 20: 废黄板纸价格 (元/吨)
图表 21: 美废 11# (元/吨)



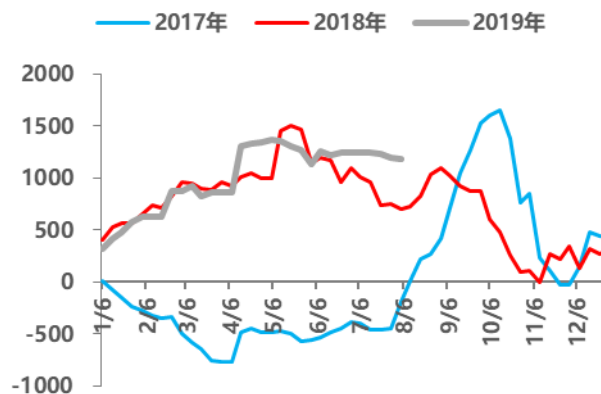
来源: wind、中泰证券研究所



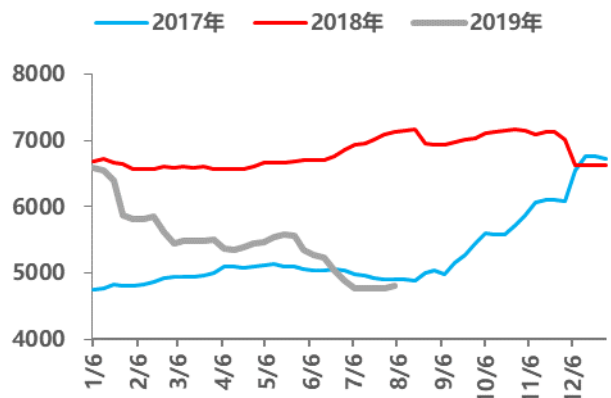
来源: wind、中泰证券研究所

图表 22: 美废 13# 价格 (元/吨)
图表 23: 内外废价差 (元/吨)


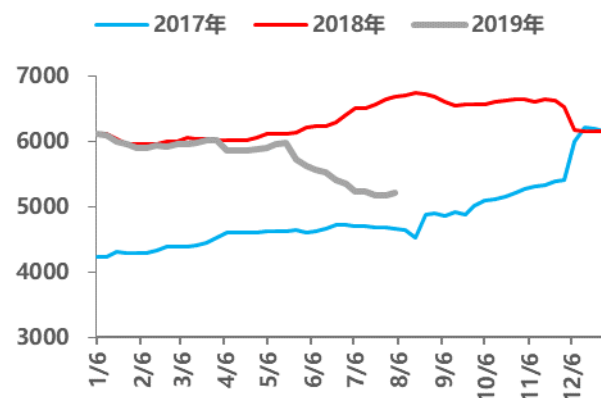
来源: wind、中泰证券研究所



来源: wind、中泰证券研究所

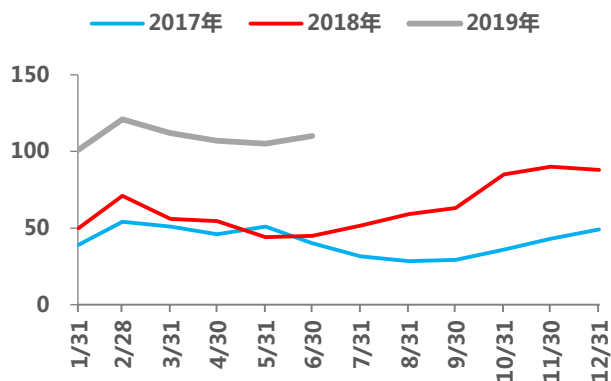
图表 24: 针叶浆价格 (元/吨)
图表 25: 阔叶浆价格 (元/吨)


来源: 百川资讯、中泰证券研究所



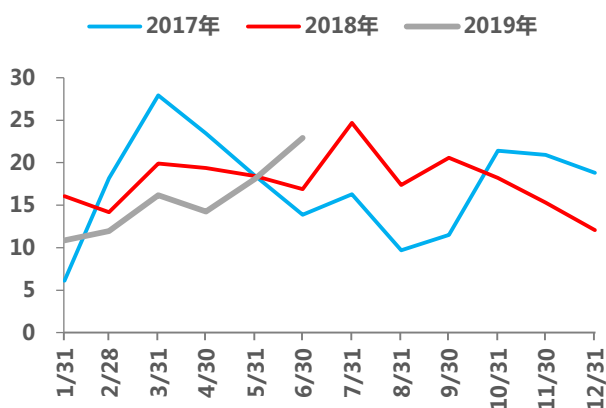
来源: 百川资讯、中泰证券研究所

图表 26: 青岛港木浆库存量 (万吨)



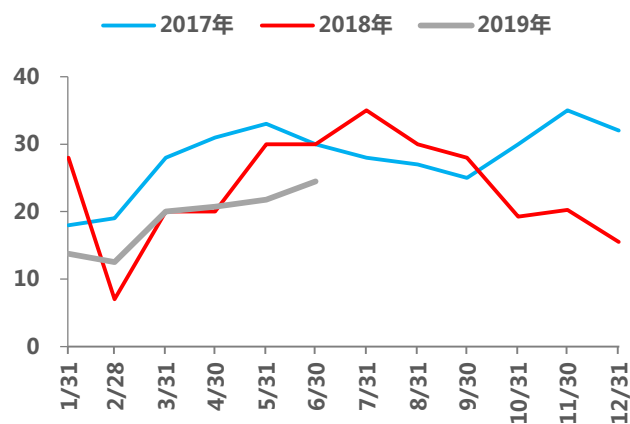
来源：卓创资讯、中泰证券研究所

图表 27: 瓦楞箱板纸库存天数



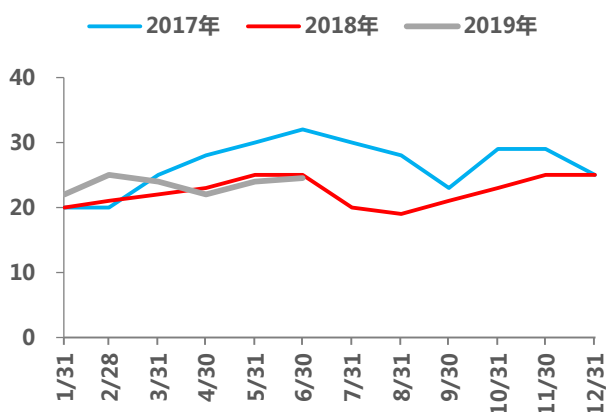
来源：卓创资讯、中泰证券研究所

图表 28: 白板纸库存天数



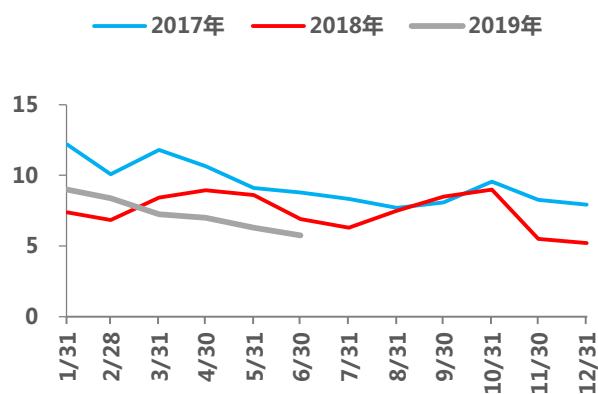
来源：卓创资讯、中泰证券研究所

图表 29: 白卡纸库存天数



来源：卓创资讯、中泰证券研究所

图表 30: 废纸库存天数

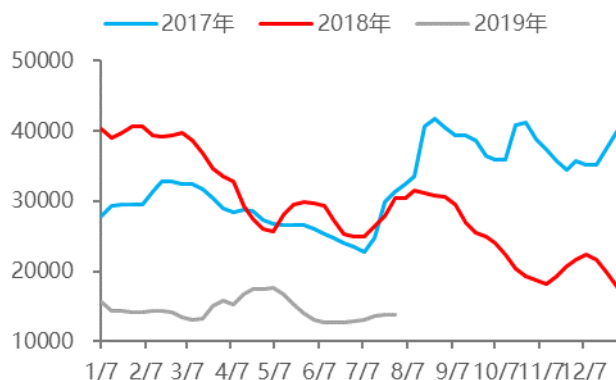


来源：卓创资讯、中泰证券研究所

家具板块

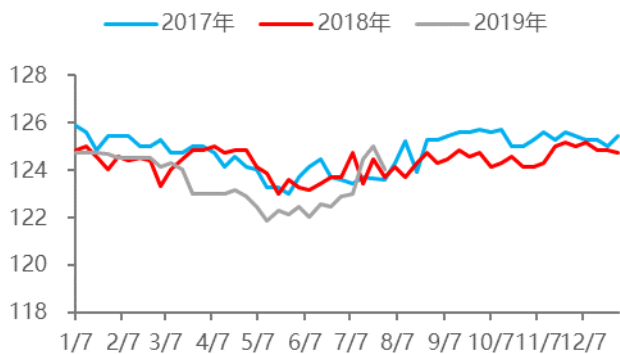
- 1, 原材料价格: TDI 本周均价 13847.62 元/吨, 环比 5.5%, 年初至今 -11.6%。

图表 31: TDI 价格 (元/吨)



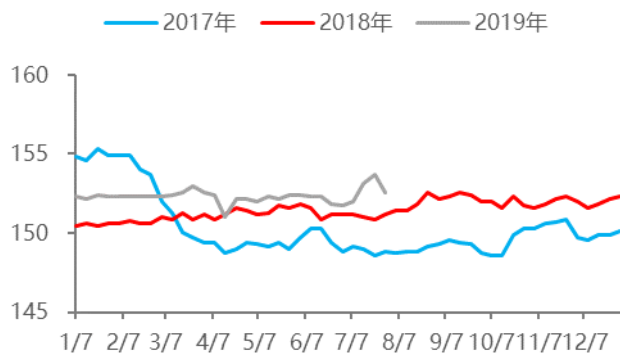
来源: wind、中泰证券研究所

图表 32: 18 厘细木工板价格 (元/张)



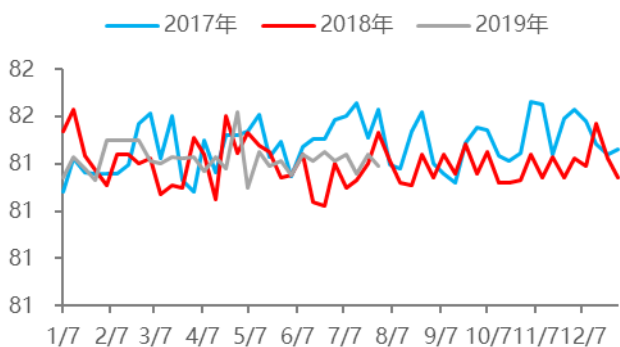
来源: wind、中泰证券研究所

图表 33: 18 厘指接板价格 (元/张)



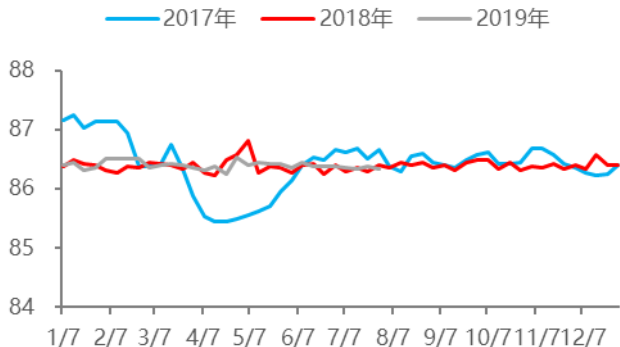
来源: wind、中泰证券研究所

图表 34: 18 厘刨花板价格 (元/张)



来源: wind、中泰证券研究所

图表 35: 18 厘中纤板价格 (元/张)

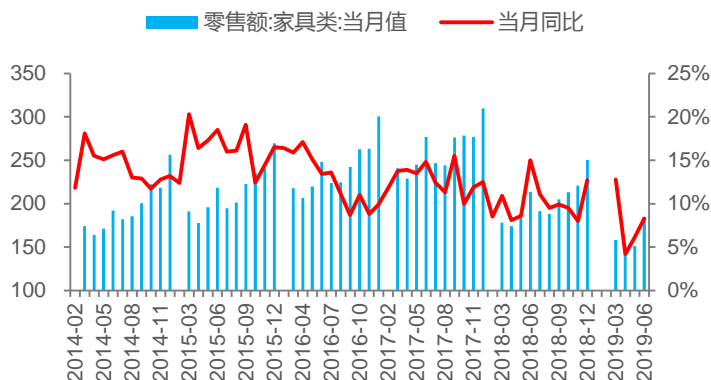


来源: wind、中泰证券研究所

- 6 月, 家具零售额同比+8.3%, 零售额为 184.3 亿元。2, 上游地产数据: 6 月, 全国房屋住宅新开工累计面积 7.80 亿方, 同比+10.5%; 商品住宅竣工累计面积 2.29 亿方, 同比-11.7%; 商品住宅销售累计面积 6.62 亿方, 同比-1.0%; 2019 年 6 月, 12 大城市二手房合计成交 6.04 万套,

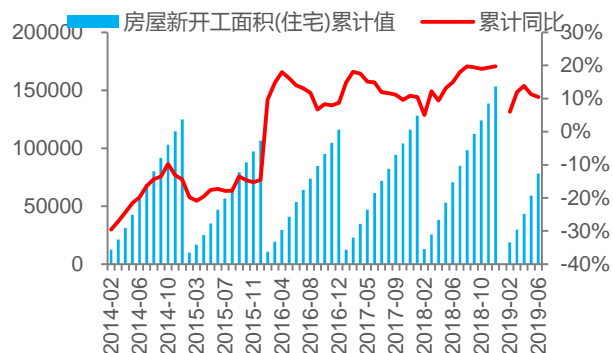
环比-19.6%、同比-11.75%。

图表 36: 家具零售额 (亿元) 及同比



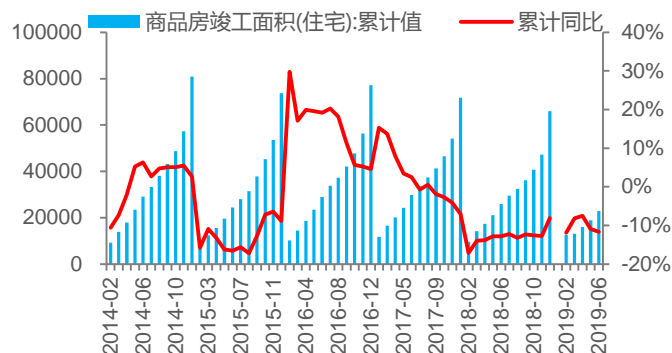
来源: wind、中泰证券研究所

图表 37: 住宅新开工面积 (万方) 及同比



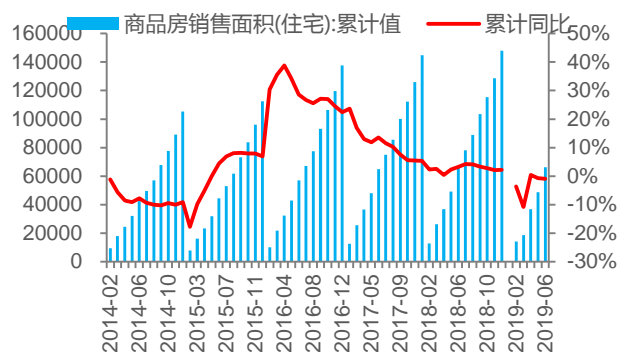
来源: wind、中泰证券研究所

图表 38: 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 39: 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 40: 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

- **【集友股份】**公司于8月3日发布中报: 报告期内公司实现营业收入 291,081,970.78 元, 较上年同期增长 57.75%; 实现归属于上市公司股

东的净利润 76,362,014.37 元,较上年同期增长 40.78%;实现归属于上市公司股东的扣非净利润 71,934,367.64 元,较上年同期增长 49.28%;截至 2019 年 6 月 30 日,公司总资产为 1,036,587,448.93 元,较上年年末增长 0.64%,归属于上市公司股东的所有者权益为 658,363,254.84 元,较上年年末增长 6.17%。

- **【好莱客】**公司于 2019 年 8 月 1 日公开发行可转债,债券代码为“113542”。本次发行人民币 6.3 亿元可转债,每张面值为人民币 100 元,共计 630 万张(63 万手),按面值发行。8 月 2 日发布网上中签率及优先配售结果:根据上交所提供的网上优先配售数据,最终向原股东优先配售的好客转债总计为 349,183 手,即 3.49 亿元,占本次发行总量的 55.43%;发行最终确定的网上向社会公众投资者发行的好客转债总计为 280,817 手,即 280,817,000 元,占本次发行总量的 44.57%。
- **【晨光文具】**公司于 2019 年 3 月 22 日召开第四届董事会第十五次会议审议通过了《关于收购安硕文教用品(上海)股份有限公司 56%股权的议案》,同意公司与标的公司及其股东懿琳投资(上海)有限公司、倍林投资(上海)有限公司及 Highton Limited,前实际控制人徐沛枫先生、Andre Francis Viegas 先生签订《有关安硕文教用品(上海)股份有限公司之股份转让协议》以下简称“《股份转让协议》”)。标的公司已取得《外商投资企业变更备案回执》,并完成工商变更登记手续,取得了上海市市场监督管理局换发的《营业执照》。
- **【帝欧家居】**公司于 2019 年 7 月 31 日发布中报:2019 年 1-6 月,公司实现了营业收入 249,848.66 万元,同比去年同期增长 30.13%;归属于上市公司股东的净利润 23,342.97 万元,同比增长 48.18%。其中:1)2019 年 1-6 月,母公司实现营业收入 20,655.46 万元,同比减少 4.21%;2)2019 年 1-6 月,欧神诺实现营业收入 224,618.95 万元,同比欧神诺去年同期增长 37.44%;实现净利润 19,638.82 万元,同比欧神诺去年同期增长 19.89%。扣除合并摊销费用影响 1,103.6 万元后,实现净利润为 18,535.22 万元。

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。