

轻工制造

交易性波动导致山鹰、太阳尾盘下跌，行业基本面持续向好

山鹰纸业、太阳纸业股价尾盘下跌，预计与26日MSCI国外指数型基金调仓举动有关，属交易性波动。我们认为山鹰和太阳尾盘下跌主要受到MSCI被动型基金调仓影响，行业和公司基本面并未发生异常变化，基本面持续向好，继续推荐废纸系产业链相关标的。

废纸系价格上升趋势延续，自成品纸提价后，上周废纸开始提价。国废价格9月中旬触底2033元/吨，9~11月震荡上行至2084元/吨，从底部提价50元/吨。箱板纸价格8月触底3860元，9~11月共提价6次至4060元/吨，从底部提价落实200元/吨。瓦楞纸价格8月触底3207元/吨，8月底~11月共提价9次至3370元/吨，提价落实163元/吨。

Q4旺季箱瓦纸需求修复，产业链库存低位，预计涨价行情延续至农历新年后。废纸系产业链各环节库存均处于低位，Q4旺季催化下需求持续修复，9~11月纸价上提顺畅，Q4纸厂吨净利有望提升150元左右。11月玖龙、理文相继发布春节停机函，预计纸厂将持续维持低库存运行，进一步制造成品纸涨价预期，预计本轮提价将延续至20年农历新年后。

2020年废纸缺口有望显现，箱瓦纸价格将上涨。废纸政策17年开始趋严，18~19年废纸进口量相较于17年累计预计减少2241万吨，考虑其他渠道替代，实际废纸纤维减少量2306万吨，占到全国需求总量的30%。16~19年行业内经历了一个完整的库存周期调整，18~19年废纸缺口未显现是因为产业链库存下降消耗这部分纤维减少量。19年库存去化完毕，20年失去库存缓冲，需求较19年修复，并且在补库预期下，20年原材料供应缺口预计接近1000万吨。预计供求矛盾将在20年凸显，国废和箱瓦纸价格将出现上涨，利好拥有小部分外废配额、已经提前海外布局废纸浆和其他原材料的企业。

受制于原材料供给，20年成品纸供求紧张，造纸环节利润中枢有望上移。20年箱瓦纸实际可输出产量将受到原材料供应量的影响，由于废纸供应量出现下滑，预计20年成品纸供应量进一步下滑，造纸环节出现供求紧张时，上游涨价将顺利向下传导，并且受到需求大于供给影响，造纸环节的利润中枢将上移。并且从历史数据来看，纸价和原材料价格上升周期，吨纸盈利将增加。

20年废纸系涨价过程中，产业链相关标的将受益，首先推荐**山鹰纸业**，持续推荐**太阳纸业**、**玖龙纸业**、**理文造纸**、**合兴包装**。

风险提示：原材料价格波动，下游需求不及预期，项目建设不及预期，废纸进口政策的不确定性。

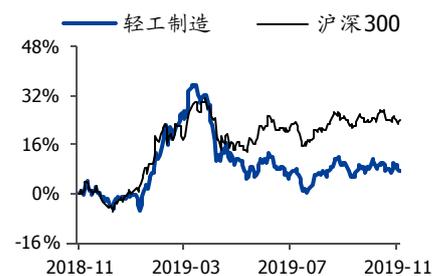
重点标的

股票代码	股票名称	投资评级	EPS (元)				PE			
			2018A	2019E	2020E	2021E	2018A	2019E	2020E	2021E
600567	山鹰纸业	买入	0.70	0.41	0.41	0.45	4.66	7.95	7.95	7.24
002078	太阳纸业	买入	0.86	0.82	0.98	1.19	10.29	10.79	9.03	7.44
02689	玖龙纸业		1.68	0.82	1.06	1.16	5.02	7.41	6.73	6.15
02314	理文造纸		0.96	0.82	0.86	0.85	5.97	6.43	6.20	6.21
002228	合兴包装	买入	0.20	0.25	0.37	0.52	19.45	15.56	10.51	7.48

资料来源：贝格数据，国盛证券研究所（玖龙、理文为Wind一致预测）

增持（维持）

行业走势



作者

分析师 严大林

执业证书编号：S0680519100001

邮箱：yandalin@gszq.com

相关研究

- 《轻工制造：APP对博汇的介入持续进行，造纸行业协同性将逐步提升》2019-11-13
- 《轻工制造：2020年2000万吨的废纸缺口怎么补？》2019-10-11
- 《轻工制造：造纸19Q2盈利修复启动，包装细分领域表现差异化，消费轻工增长稳健》2019-09-05



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：北京市西城区平安里西大街26号楼3层
 邮编：100032
 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 1号楼10层
 邮编：200120
 电话：021-38934111
 邮箱：gsresearch@gszq.com

深圳

地址：深圳市福田区福华三路100号鼎和大厦24楼
 邮编：518033
 邮箱：gsresearch@gszq.com