

证券研究报告—深度报告

轻工

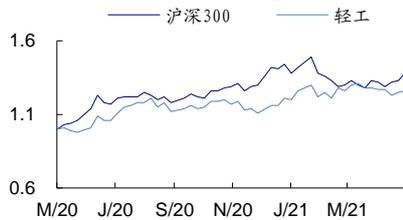
轻工行业 6 月投资策略

超配

(维持评级)

2021 年 05 月 30 日

一年该行业与沪深 300 走势比较



相关研究报告:

《造纸行业跟踪: 淡季纸价分化, 影响各异》——2021-05-19
《轻工行业 5 月投资策略: 短期风险缓释, 关注三类变化》——2021-05-01
《造纸行业跟踪: 纸价震荡, 关注后续边际变化》——2021-04-20

证券分析师: 荣泽宇

电话: 010-88005307
E-MAIL: rongzeyu@guosen.com.cn
证券投资咨询执业资格证书编号: S0980519060003

联系人: 蔡志明

电话: 010-88005330
E-MAIL: caizhiming@guosen.com.cn

行业投资策略

电子烟行业短期仍以政策落地为核心关切

● 业绩回顾: 整体跑输沪深 300

轻工制造板块(截至 2021 年 5 月 28 日)近月整体上涨 1.32%, 同期沪深 300 指数涨幅 4.23%, 跑输沪深 300。轻工制造板块 5 月至今涨幅在 28 个申万一级行业中排名第 23 位, 位于全行业下游。近一个月以来各细分指数均跑输沪深 300, 造纸、生活用纸、包装印刷、家居、文具收益率分别为 3.48%、2.98%、-3.87%、-2.18%、-1.98%。轻工板块近月表现较好的标的类型主要如下: 1) 前期业绩得到验证的消费属性龙头。2) 业绩得到验证的低估值中小市值公司。3) 受短期信息和情绪影响而有一定表现的小市值企业。

● 政策决定电子烟行业发展空间速度与路径

电子烟作为一种新型的减害烟草产品, 目前仍然处于快速发展期, 产业格局尚未固化。更多具备资金、技术实力的企业进入电子烟代工领域是行业能够良性发展假设下的必然趋势。当前全球和国内电子烟市场空间充足, 行业集中度有限, 能够容纳不止一家巨头, 行业短期格局不会因为新企业的进入而大幅恶化。电子烟的监管政策, 将会决定行业的空间、格局、企业发展逻辑和成长路径。在政策未落地前, 行业的格局存在不确定性, 同业之间的影响仍需进一步观察。期待新老玩家未来能够在政策落地后, 共同享受行业快速成长的红利, 并通过良性竞争带动行业长期健康有序发展。

● 生活用纸或受益于浆价下跌, 包装纸价有望阶段性表现

淡季中不同纸种的差异化表现或使得公司表现有所分化: 1) 由于文化纸需求与价格弹性相对小于包装纸, 故这一轮淡季中文化纸占比大的企业受冲击可能更小。2) 由于纸替塑新增部分需求, 且白卡纸供给集中度较高, 纸企对白卡纸价格的把控能力或强于箱板、瓦楞、白板等纸种, 故白卡收入占比高的纸企受冲击也可能小于箱板瓦楞白板为主的企业。短期来看, 包装纸淡季中受益于电商购物节纸价或有阶段性的表现。生活用品方面此前终端纸品经历一轮提价, 由于价格粘性的存在, 近期纸浆价格下跌后相应企业利润空间或因此拓宽, 建议投资者关注。

● 推荐标的:

重点推荐优质赛道中业绩成长确定性较强的行业龙头思摩尔国际、晨光文具、中顺洁柔、公牛集团等。

● 风险提示:

宏观环境发生变化, 影响当前定价体系; 行业竞争格局恶化影响公司长期成长空间与利润率。

独立性声明:

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道, 分析逻辑基于本人的职业理解, 通过合理判断并得出结论, 力求客观、公正, 其结论不受其它任何第三方的授意、影响, 特此声明

部分相关公司盈利预测及投资评级

公司代码	公司名称	投资评级	昨收盘(元)	总市值(亿元)	EPS		PE	
					2021E	2022E	2021E	2022E
06969	思摩尔国际	买入	42.46	2532.68	0.97	1.28	43.77	33.17
002511	中顺洁柔	买入	33.56	440.29	0.85	1.14	39.48	29.44
603195	公牛集团	买入	204.90	1230.58	4.54	5.45	45.13	37.60
603899	晨光文具	买入	85.00	788.00	1.78	2.06	47.75	41.26

资料来源: Wind, 国信证券经济研究所预测

内容目录

整体跑输，绩优龙头与中小市值活跃.....	4
整体跑输指数.....	5
公募基金持仓占比大幅提升.....	6
行业重要公告.....	7
电子烟：代工蓝海引千帆竞逐.....	8
造纸：关注纸价波动的季节效应.....	9
成品纸：包装纸阶段反弹，文化纸淡季中小幅下行.....	9
原材料：纸浆内外盘价格倒挂，废纸持续上扬.....	11
家居：同比增速高点已过，行业渐回常态.....	13
包装：常态经营下考验综合服务能力.....	14
下游恢复常态，综合服务能力是长期锚点.....	14
推荐标的.....	15
风险提示.....	15
国信证券投资评级.....	16
分析师承诺.....	16
风险提示.....	16
证券投资咨询业务的说明.....	16

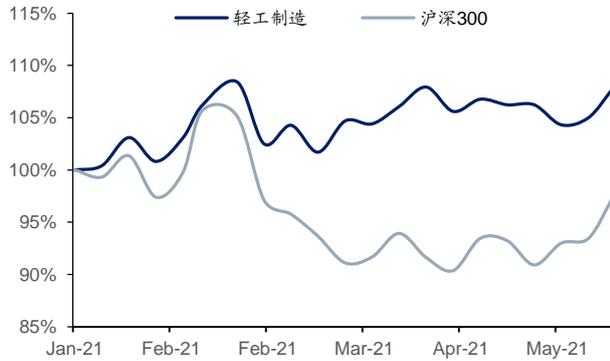
图表目录

图 1: 轻工 2021 年年初至今涨跌幅 (截至 5 月 27 日)	4
图 2: 轻工 2021 年近月涨跌幅 (截至 5 月 27 日)	4
图 3: 申万一级行业 5 月至今涨跌幅排名 (截至 2021.5.27)	4
图 4: 造纸指数 2021 年 5 月至今涨跌幅 (不含生活用纸)	5
图 5: 生活用纸指数 2021 年 5 月至今涨跌幅	5
图 6: 包装印刷指数 2021 年 5 月至今涨跌幅	5
图 7: 家居指数 2021 年 5 月至今涨跌幅	5
图 8: 文具指数 2021 年 5 月至今涨跌幅	6
图 9: 前十大重仓股中轻工行业标的市值之与环比 (亿元)	6
图 10: 轻工行业重仓股市值占公募基金重仓股市值比例	6
图 11: 电子雾化设备市场规模和同比增速 (亿美元)	8
图 12: 电子烟代工市占率	8
图 13: PPI (%)	9
图 14: 出口额当月同比	9
图 15: 箱板纸价格 (元/吨)	10
图 16: 瓦楞纸价格 (元/吨)	10
图 17: 双胶纸和铜版纸价格 (元/吨)	11
图 18: 白卡纸和白板纸价格 (元/吨)	11
图 19: 国废黄板纸和美废 11# 价格 (元/吨)	12
图 20: 漂针浆和漂阔浆价格 (美元/吨)	12
图 21: 国内纸浆期货库存 (吨)	12
图 22: 房屋开工与竣工面积增速 (%)	13
图 23: 商品房累计销售面积和同比增速 (万平方米)	13
图 24: 住宅销售面积和同比增速 (万平方米)	13
图 25: 社会消费品零售总额当月同比 (%)	14
图 26: 烟酒类零售总额当月同比 (%)	14
图 27: 快递发件数和同比增速 (亿件)	14
图 28: 通讯器材零售额和同比增速 (亿元)	14
表 1: 轻工各细分行业在公募基金前十大重仓股中的市值 (亿元)	6
表 2: 近 8 个季度轻工行业在公募基金十大重仓股中被持有市值排名前 20 的标的及持有市值 (亿元)	7
表 3: 重点覆盖公司估值表 (截至 2021.5.28)	15

整体跑输，绩优龙头与中小市值活跃

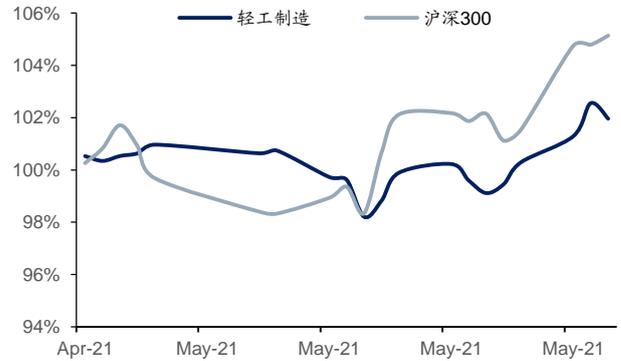
轻工制造板块（截至 2021 年 5 月 28 日）近月整体上涨 1.32%，同期沪深 300 指数涨幅 4.23%，跑输沪深 300。根据申万一级行业划分，轻工制造板块 5 月至今涨幅在 28 个行业中排名第 23 位，位于全行业下游。

图 1：轻工 2021 年年初至今涨跌幅（截至 5 月 27 日）



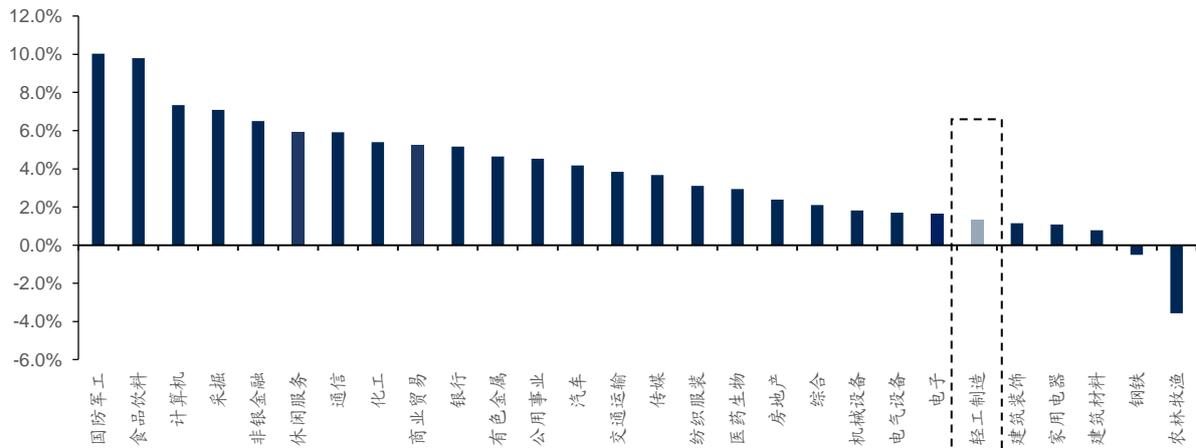
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图 2：轻工 2021 年近月涨跌幅（截至 5 月 27 日）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图 3：申万一级行业 5 月至今涨跌幅排名（截至 2021.5.27）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

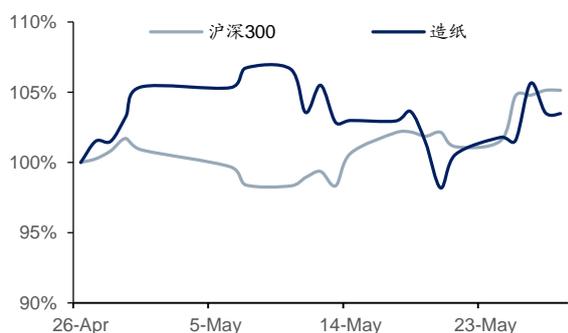
整体跑输指数

近一个月以来(2021年4月26日至5月28日)各细分指数均跑输沪深300,造纸、生活用纸、包装印刷、家居、文具收益率分别为3.48%、2.98%、-3.87%、-2.18%、-1.98%。

轻工板块近月表现较好的标的类型主要如下:1)前期业绩得到验证的消费属性龙头。2)业绩得到验证的低估值中小市值公司。3)受短期信息和情绪影响而有一定表现的小市值企业。

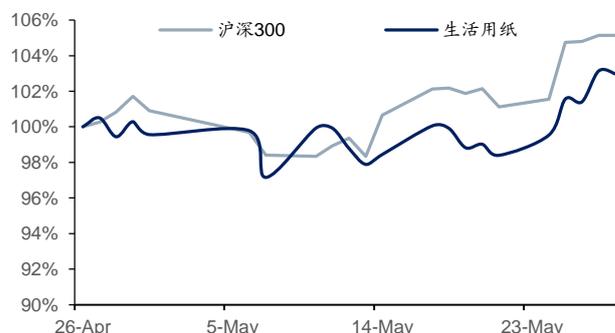
展望后市,我们认为应重点关注:1)偏消费属性、基本面坚实的标的在年报和一季报业绩得到市场验证后,其估值一定程度上被业绩消化,较年初估值仍有一定回归空间。2)受经济周期影响稍大的细分板块可能在业绩兑现后因部分短期炒作资金的退出而遭受一定的回撤。3)部分业绩优良的中小市值标的在市场资金再平衡的过程中受到资金青睐,从而有较好的市场表现。

图 4: 造纸指数 2021 年 5 月至今涨跌幅(不含生活用纸)



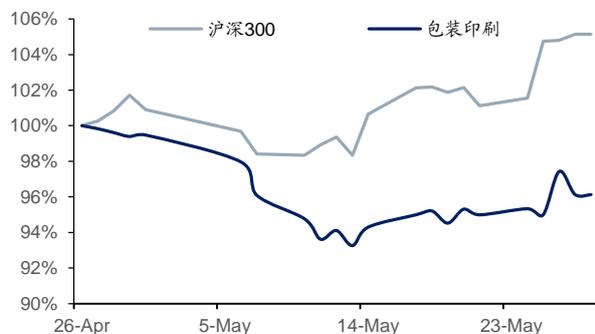
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图 5: 生活用纸指数 2021 年 5 月至今涨跌幅



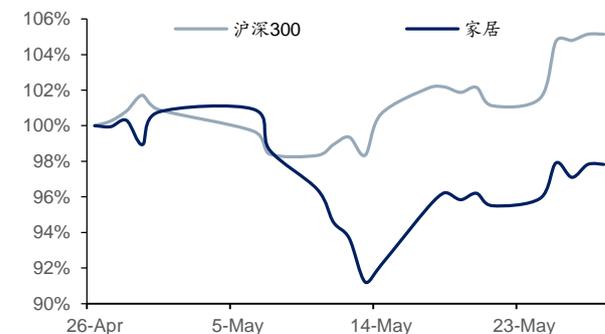
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图 6: 包装印刷指数 2021 年 5 月至今涨跌幅



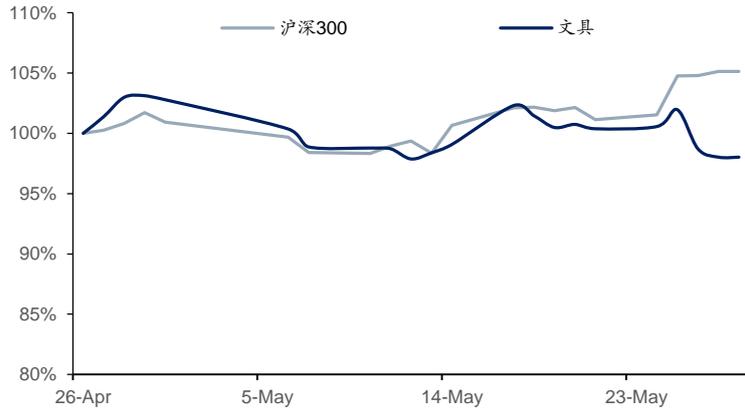
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图 7: 家居指数 2021 年 5 月至今涨跌幅



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图 8: 文具指数 2021 年 5 月至今涨跌幅



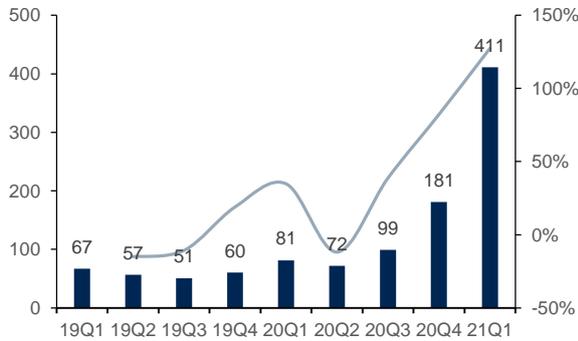
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

公募基金持仓占比大幅提升

我们选取全市场股票基金+偏股型基金共 3530 支, 对其各报告前十大重仓股中出现的轻工行业标的进行统计。

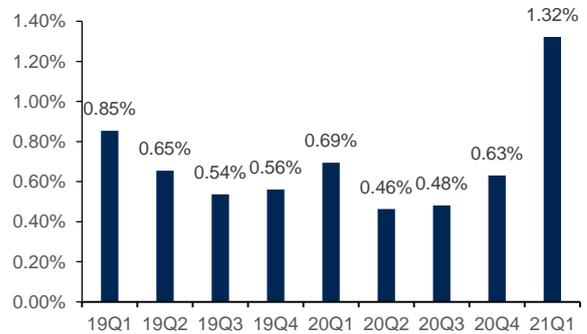
截至 2021 年一季度末, 公募基金前十大重仓股中轻工行业持仓市值为 411 亿, 占公募基金前十大重仓股总市值比例为 1.32%, 较 2020 三季度末增长了 0.69%。公募基金在 2020 年四季度到 2021 年一季度间对轻工行业配置的大幅增加。

图 9: 前十大重仓股中轻工行业标的市值之与环比 (亿元)



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图 10: 轻工行业重仓股市值占公募基金重仓股市值比例



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

表 1: 轻工各细分行业在公募基金前十大重仓股中的市值 (亿元)

细分行业	19Q2	19Q3	19Q4	20Q1	20Q2	20Q3	20Q4	21Q1
珠宝首饰	2.30	2.05	1.22	1.73	7.33	7.55	15.54	53.23
造纸	13.04	6.67	7.71	24.17	17.62	24.61	30.87	93.77
包装印刷	9.39	1.80	5.43	8.53	7.97	9.06	21.60	21.31
家具	12.37	17.85	35.39	30.39	27.21	34.03	70.78	169.71
文娱用品	19.50	22.25	9.48	14.32	10.25	21.83	17.87	34.40
其他家用轻工	0.11	0.00	0.99	2.02	1.16	2.18	24.18	38.75

资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

被重仓标的方面。2021 年一季度被公募基金持有市值前五的公司分别为太阳纸业、顾家家居、欧派家居、老凤祥、晨光文具, 被持有市值分别为 45.01、42.67、38.00、33.41、33.40 亿元。

表 2：近 8 个季度轻工行业在公募基金十大重仓股中被持有市值排名前 20 的标的及持有市值（亿元）

2019Q2	2019Q3	2019Q4	2020Q1	2020Q2	2020Q3	2020Q4	2021Q1
晨光文具:19.11	晨光文具:21.91	索菲亚:17.71	中顺洁柔:15.33	中顺洁柔:8.92	晨光文具:19.57	欧派家居:23.63	太阳纸业:45.01
中顺洁柔:6.11	志邦家居:6.03	顾家家居:8.98	晨光文具:7.62	索菲亚:8.65	太阳纸业:19.18	太阳纸业:19.64	顾家家居:42.67
劲嘉股份:4.37	索菲亚:3.78	晨光文具:8.91	尚品宅配:6.53	晨光文具:8.09	欧派家居:17.5	晨光文具:16.36	欧派家居:38.00
安妮股份:3.49	欧派家居:3.64	江山欧派:3.55	江山欧派:6.52	老凤祥:6.83	索菲亚:6.50	顾家家居:15.14	老凤祥:33.41
索菲亚:3.24	江山欧派:2.71	中顺洁柔:2.93	欧派家居:5.42	博汇纸业:6.4	老凤祥:5.94	宝钢包装:13.04	晨光文具:33.40
欧派家居:3.07	太阳纸业:2.58	欧派家居:2.76	博汇纸业:5.14	大亚圣象:5.37	裕同科技:5.83	惠达卫浴:12.69	博汇纸业:20.51
吉宏股份:2.83	岳阳林纸:2.22	太阳纸业:2.58	姚记科技:4.88	欧派家居:5.33	大亚圣象:3.86	公牛集团:10.92	志邦家居:19.95
太阳纸业:2.31	老凤祥:1.47	集友股份:2.36	索菲亚:4.44	江山欧派:4.03	顾家家居:2.71	大亚圣象:9.51	惠达卫浴:19.78
老凤祥:1.78	中顺洁柔:1.47	奥瑞金:1.63	顾家家居:3.95	裕同科技:3.78	中顺洁柔:2.16	周大生:9.09	周大生:18.98
浙江永强:1.76	顾家家居:1.02	大亚圣象:1.46	劲嘉股份:2.55	顾家家居:2.99	博汇纸业:2.07	裕同科技:7.39	索菲亚:14.91
尚品宅配:1.28	奥瑞金:0.86	山鹰国际:1.29	大亚圣象:2.54	集友股份:2.48	吉宏股份:1.65	盛新锂能:7.11	中顺洁柔:13.92
大亚圣象:1.23	裕同科技:0.60	老凤祥:1.02	集友股份:2.48	晨鸣纸业:1.40	江山欧派:1.59	中顺洁柔:6.27	裕同科技:12.43
奥瑞金:1.19	周大生:0.58	瑞贝卡:0.97	裕同科技:2.45	吉宏股份:1.30	姚记科技:1.45	老凤祥:6.18	公牛集团:10.97
顾家家居:0.78	荣晟环保:0.39	岳阳林纸:0.86	太阳纸业:2.14	姚记科技:1.17	公牛集团:1.43	志邦家居:4.04	梦百合:10.58
松炆资源:0.76	吉宏股份:0.24	吉宏股份:0.85	公牛集团:1.63	公牛集团:1.16	岳阳林纸:1.19	索菲亚:3.98	晨鸣纸业:9.28
永艺股份:0.74	创源股份:0.23	喜临门:0.69	岳阳林纸:1.39	太阳纸业:0.88	周大生:1.08	江山欧派:3.63	松霖科技:8.01
集友股份:0.59	尚品宅配:0.21	裕同科技:0.40	齐心集团:1.30	金陵体育:0.54	宝钢包装:0.8	博汇纸业:2.70	盛新锂能:7.69
周大生:0.52	大亚圣象:0.13	齐心集团:0.25	老凤祥:0.96	周大生:0.50	金陵体育:0.72	梦百合:1.97	宝钢包装:7.60
晨鸣纸业:0.37	美克家居:0.13	姚记科技:0.20	吉宏股份:0.88	齐心集团:0.40	飞亚达:0.53	岳阳林纸:1.75	江山欧派:7.26
齐心集团:0.35	喜临门:0.11	周大生:0.20	周大生:0.77	金牌厨柜:0.36	乐歌股份:0.53	喜临门:1.48	皮阿诺:6.96

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

行业重要公告

珠江钢琴：广州德琴商业管理有限公司通过广州产权交易所摘牌，成为承租意向方。今日，公司与德琴商业签署《物业租赁合同》，公司将孵化园项目 2 栋 3 至 7 层物业（面积共计 12,640.90 平方米）租赁给德琴商业，租赁期限为 12 年，租金价格从第四年起，每年递增 3%。

岳阳林纸：公司发布股权激励计划，向激励对象授予 39999946 万股限制性股票，约占激励计划草案公告时公司总股本 1805053109 股的 2.216%。其中，首次授予 37299946 万股，占本激励计划公告时总股本的 2.066%，占本次授予权益总额的 93.250%；预留 270.00 万股，占本激励计划公告时总股本的 0.150%，占本次授予权益总额的 6.750%。限制性股票的授予价格为每股 2.52 元。

双星新材：公司发布股权激励计划，向激励对象授予的股票数量为 12641962 万股，约占本激励计划草案公告时公司总股本的 1.09%。本激励计划授予的限制性股票的授予价格为每股 6.98 元/股。

尚品宅配：公司发布股权激励计划，向激励对象定向发行公司 A 股普通股及公司回购的 A 股普通股。本激励计划拟向激励对象授予的限制性股票数量为 315.60 万股，约占本激励计划草案公告日公司股本总额 19867.50 万股的 1.59%。其中首次授予 285.60 万股，约占本激励计划草案公告日公司股本总额 19867.50 万股的 1.44%，占限制性股票拟授予总额的 90.49%；预留 30.00 万股，约占本激励计划草案公告日公司股本总额 19867.50 万股的 0.15%，预留部分占限制性股票拟授予总额的 9.51%。本激励计划首次授予部分限制性股票的授予价格为 38.43 元/股。

青山纸业：公司于 5 月 12 日公告回购 9348.88 万股，回购金额 2.00 亿元。

美利云：2021 年 5 月 19 日，公司控股子公司宁夏誉成云创数据投资有限公司与中卫市人民政府、北京金山云网络技术有限公司、宁夏乐宁科技有限公司签署了《战略合作框架协议》。

嘉美包装：嘉美食品包装（滁州）股份有限公司与河北养元智汇饮品股份有限公司于 2021 年 5 月 11 日签署了《战略合作框架协议》。公司与养元饮品一直致力于推动中国植物蛋白饮料行业持续健康发展，向市场提供安全、营养、健康

的饮品，引领植物奶产业成长为千亿级大品类，为了更好地发挥各自专业特长，满足饮料市场的需求，促进健康饮品的销售和发展，双方本着互惠互利的原则建立长效合作机制以及长期、稳定的战略合作伙伴关系。

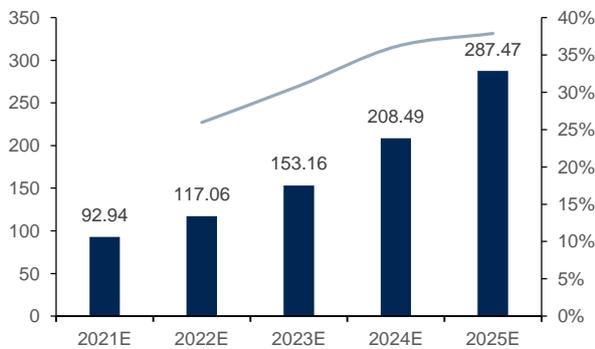
公牛集团：发布股权激励计划，拟授予的限制性股票数量为 69.27 万股，占激励计划草案公告时公司股本总额 6005759 万股的 0.1153%。

电子烟：代工蓝海引千帆竞逐

市场对“卫健委电子烟存在健康危害”报告“以及”“更多企业可能参与到电子烟代工”可能影响公司盈利水平存在担忧，电子烟代工龙头思摩尔国际股价出现较大波动。我们认为，更多新玩家进入是产业早期的必然趋势，对此宜有充分预期。

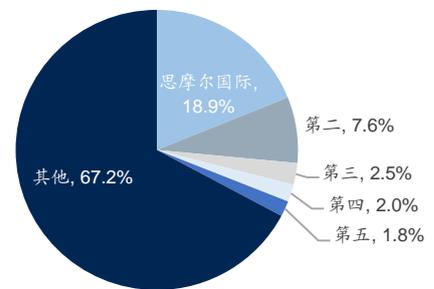
电子烟作为一种新型的减害烟草产品，目前仍然处于快速发展期，产业格局尚未固化。**更多具备资金、技术实力的企业进入电子烟代工领域是行业能够良性发展假设下的必然趋势。**当前全球和国内电子烟市场空间充足，行业集中度有限，能够容纳不止一家巨头。据弗若斯特沙利文测算，2021-2025 年封闭式电子烟雾化设备、开放式电子烟雾化设备、特殊用途电子烟雾化设备复合增长率分别为 40.7%、15.8%、28.9%；2025 年市场规模预计分别为 210.09、58.18、19.20 亿美元。从行业格局来看，2020 年思摩尔国际市占率为 18.9%，CR5 为 32.9%，集中度仍然处于中低水平。我们认为，行业短期格局不会因为新企业的进入而大幅恶化。期待新老玩家未来能够在政策落地后，共同享受行业快速成长的红利，并通过良性竞争带动行业长期健康有序发展。

图 11：电子烟雾化设备市场规模和同比增速（亿美元）



资料来源：弗若斯特沙利文，国信证券经济研究所整理

图 12：电子烟代工市占率



资料来源：弗若斯特沙利文，国信证券经济研究所整理

从长期角度看，电子烟代工企业能否不断拓展客户、扩大自身规模，重点在于能否规模化交付稳定高品质、消费者体验良好、与时俱进的产品，及其背后的企业文化、组织管理能力、研发能力、市场拓展能力等。思摩尔国际作为当前绝对的代工龙头，在上述维度已经初步证明自身实力，亦有望在未来不断通过业绩表现赢得市场认同。真正优质的公司长期发展并不会因优秀对手的增多而受到根本性的限制。

造纸：关注纸价波动的季节效应

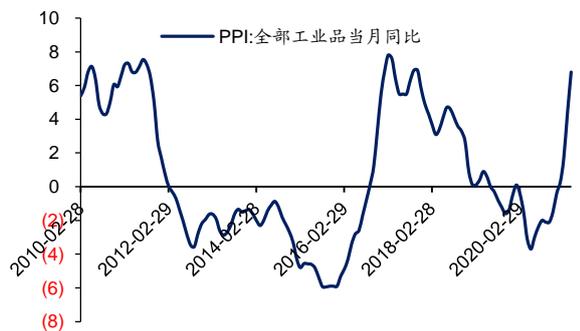
2020 年国内出口同比持续高增长，国内经济快速恢复带动了造纸行业景气度的上行。纸价与纸企吨纸盈利均出现了较大的提升。展望后市，与纸价相关的驱动因素如下：1)海外疫情：海外主要国家尤其是美国疫情已经得到了较好控制，新增病例较此前大幅减少。海外企业生产随之渐次恢复。因此我们认为中国产能对海外产能的替代作用或边际趋弱。2)内需：从经验上来看，三月到七八月份是国内包装纸产品的传统淡季，纸价维持前期涨势的动力较弱。

近月以来造纸企业股价的回调和纸价的震荡下跌验证了我们在 3 月、4 月策略中提出的“纸企盈利扩张或已充分定价，后市淡季应保持谨慎”的观点。

展望后市，我们认为不同纸种的差异化表现或使得公司表现有所分化：1)由于文化纸需求与价格弹性相对小于包装纸，故这一轮淡季中文化纸占比大的企业受冲击可能更小。2)由于纸替塑新增部分需求，且白卡纸供给侧集中度较高，纸企对白卡纸价格的把控能力或强于箱板、瓦楞、白板等纸种，故白卡收入占比高的纸企受冲击也可能小于箱板瓦楞白板为主的企业。

纸价和造纸上市企业的股价由于下游行业需求季节性的存在呈现出一定的季节性特征。文化用纸在每年 6-9 月为传统淡季，包装纸在下半年末市场表现亦好于上半年，但在 6 月份受益于电商购物节纸价或有阶段性的表现。生活用品方面，此前终端纸品经历一轮提价，由于价格粘性的存在，近期纸浆价格下跌后相应企业利润空间或因此拓宽，建议投资者关注。

图 13: PPI (%)



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图 14: 出口额当月同比



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

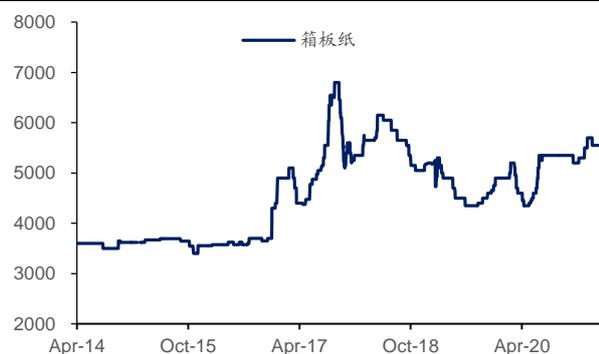
成品纸：包装纸阶段反弹，文化纸淡季中小幅下行

箱板瓦楞纸价格有所反弹。近期箱板纸市场强稳运行，纸企出货情况有所好转。箱板纸规模纸企连续多次拉涨纸价，带动周边中小型纸企积极跟涨，市场看涨氛围浓烈，市场成交重心持续上移。纸企出货节奏较 4 月明显加快，纸企库存压力整体不大，市场消化落实涨幅为主，下游包装厂多观望采购。当前纸厂库存压力不大，纸板厂有部分库存，纸厂提价意愿明显，叠加原料废纸近期稳中上扬，成本面支撑尚可。预计短期箱板纸市场走势依旧偏强。

瓦楞纸：最近一周瓦楞纸市场价格稳中偏强运行，上周龙头纸企连续上调瓦楞纸价格，纸企普遍跟进上调，成交重心不断上移。截至 5 月 27 日，120g 高强瓦楞纸价格指数 4010 元/吨，较上周有所增加。本周瓦楞纸供需略有好转，下游采购意愿较之前积极，价格小幅上涨，受季节性需求及即将到来的“618”电商活动影响，本周下游纸箱厂、包装厂陆续增加了备货，纸厂订单有所增长，出货开始好转。同时玖龙多个基地库存压力减少，纸企多根据自身情况灵活适度上调价格 50-100 元/吨，具体落实情况不一，但整体价格触底反弹的趋势开

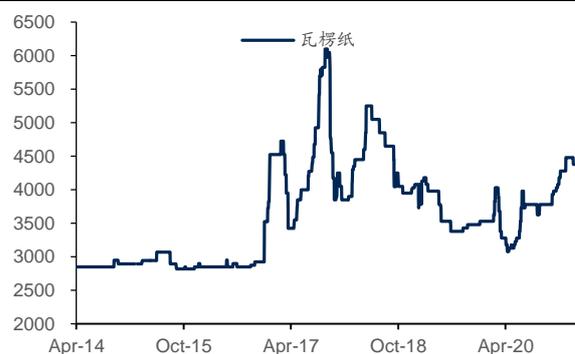
始形成，特别是经过三、四月份的持续下跌，纸厂提价欲望强烈。目前瓦楞纸市场多维稳运行，原料废纸整体弱稳，瓦楞纸价格能否持续上涨有待继续观望。

图 15: 箱板纸价格 (元/吨)



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图 16: 瓦楞纸价格 (元/吨)

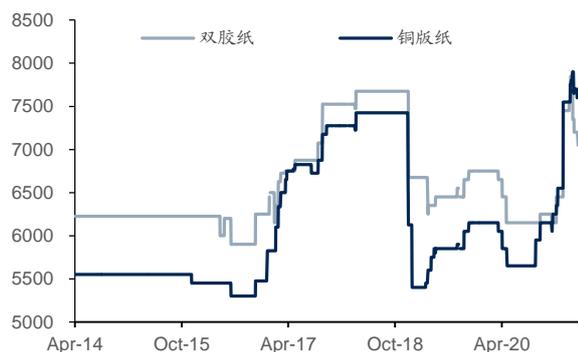


资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

白卡纸高位小幅下滑, 下游对高价接受度趋弱。本周白卡纸市场走势依旧偏弱。截至发稿, 250g 白卡纸价格指数 10050 元/吨, 较上周有所下降。本周白卡纸整体供需压力仍存, 市场价格依然出现下跌情况, 白卡纸整体需求一般, 下游包装厂、印厂订单不足。纸厂方面, 加大停机限产力度, 同时积极调整产品结构, 投放低端产品, 尽力维持普通产品价格稳定。目前大部分地区经销商出货较慢, 消耗库存为主, 中间商随进随出, 成交价格下调, 商谈空间继续增大, 极个别成交价格低至 8300-8500 元/吨。市场普遍观望情绪为主, 客户采购积极性偏弱, 下游印刷厂多库存低位运行, 白卡纸降价预期提升, 观望市场低价拿货为主。目前纸厂限产保价效果一般, 经销商库存依然偏多, 纸价倒挂严重, 预计近期白卡纸价格将倒逼下跌。

白板纸价格近期相对稳定。本周国内灰底白板纸供需压力依旧, 市场价格基本持稳上周, 实单仍有议价空间。随着 5 月份进入淡季, 白板纸价格短暂稳定后继续下调, 当前白板纸市场下游需求持续不佳, 经销商备货意愿不强烈, 市场看空情绪居多。本周白板纸市场多持稳运行, 少部分中小型纸企库存低位, 加之原料废纸价格上涨, 窄幅上调白板纸价格。目前规模纸企价格维稳, 促进出货为主, 经销商备货谨慎, 下游需求无明显改善, 刚需拿货。主流纸厂库存压力依然, 终端包装需求尚未明显好转, 整体包装需求一般, 预计近期白板纸市场多数稳定, 成本面支撑变动不大, 纸企根据自身产销情况灵活调整。价格方面: 截至 5 月 27 日, 东莞玖龙-玖龙 250g 报 5480 元/吨, 海龙 250g 报 5280 元/吨, 地龙 250g 报 5080 元/吨, 东莞建晖-绿标 250g 报 5060 元/吨, 红标 250g 报 5260 元/吨, 实单具体商谈。

图 17: 双胶纸和铜版纸价格 (元/吨)



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图 18: 白卡纸和白板纸价格 (元/吨)



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

铜版纸价格下跌, 经销商库存累积。本周铜版纸市场价格下行。截至 5 月 27 日, 国内 157g 铜版纸主流报价在 7600-8000 元/吨之间, 价格指数 7800 元/吨, 较上周下跌 2.45%。本周下游备货情绪依旧低迷, 主流厂家价格松动, 下调 300 元/吨左右, 实单成交可商谈。本周市场心态较为疲软, 纸企减产保价措施难以支撑, 供应恢复正常, 库存小幅累积, 终端出货仍然不畅。

原料端: 上游纸浆期货价格跌至 6400 元/吨, 针叶浆现货价格跌至 6600 元/吨左右, 原料端支撑乏力, 铜版纸市场近期价格以下行为主。价格方面: 国内中低端铜版纸主流送到价 6600-7300 元/吨, 高端铜版纸主流送到价 7700-8200 元/吨之间; 157g 铜版纸主流印厂接货价如下: 雪兔 7800 元/吨, 东帆 8300 元/吨。实单具体实谈。目前纸厂价格下调, 经销商价格仍然倒挂, 下游印厂备货情绪低迷, 市场博弈现象仍存, 预计后期价格仍存小幅下行空间。

双胶纸纸厂价格下跌, 经销商价格走低。本周双胶纸市场价格下行。截至 5 月 27 日, 双胶纸价格指数 7300 元/吨, 较上周价格下跌 5.17%。本周双胶纸纸企价格下滑, 高端系列价格松动幅度较低, 中低端系列价格下跌较多。纸厂方面: 本周纸企供应基本恢复正常, 终端出货仍然较差, 需求不足, 库存继续累积。由于经销商出货价格混乱, 外加进口纸冲击, 市场价格混乱中下行, 导致印厂暂缓采购, 整体成交量不足。

价格方面: 华东地区 70-100gUPM 平张周边送到价 7700 元/吨以上, 云镜 7800 元/吨左右, 华夏太阳 7900 元/吨附近, 瑞雪 7300 元/吨附近。实单具体实谈。

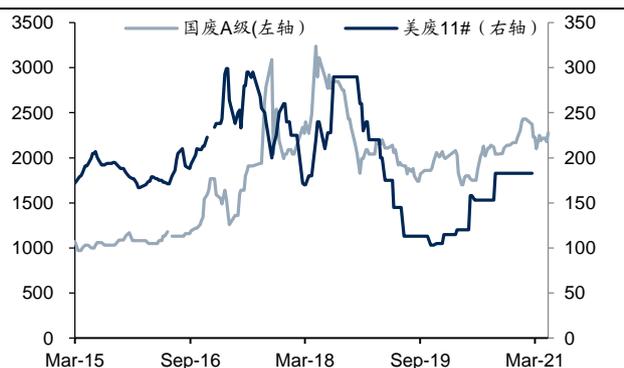
原材料: 纸浆内外盘价格倒挂, 废纸持续上扬

海外纸浆相对平稳, 内外盘价格倒挂。本周国际木浆价格基本平稳, 新一轮报价持稳为主。近期下游成品纸价格出现大面积下调, 厂家整体出货一般, 纸厂不得不停机限产保价, 木浆需求出现暂缓, 因此国际大型浆厂提价困难, 报盘基本以稳定为主, 目前已公布的 Arauco 公司、依利姆等大型浆厂新一轮报盘均持平。目前外盘价格与国内现货成交价格仍然有一定价差, 已出现 100 美元左右的倒挂, 因此外盘价格存在一定下跌压力。现货市场针、阔叶浆供需压力依旧偏大, 且本周期货价格持续大幅走跌, 针、阔叶浆现货成交价格处于稳中下跌态势。由于成品纸厂限产保价, 导致现货市场上木浆需求出现疲软态势, 纸厂暂缓采购, 现货贸易商出货缓慢, 同时青岛港等全国主要港口库存压力开始增大。为降低库存压力, 贸易商销售政策灵活, 针阔叶浆价格普遍下跌 50-150 元/吨, 特别是针叶浆下跌更为明显。

固废市场大部持稳, 局部调整。周初, 在原纸价格推涨下, 废纸市场持续上扬, 部分打包站发货心态转为观望, 导致市场供应量并未集中涌现, 纸厂多涨价吸

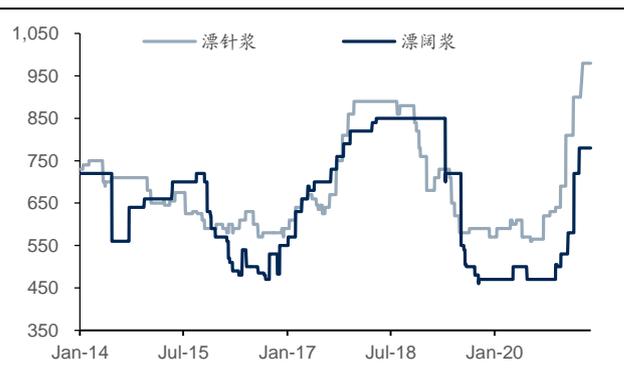
引货源；另一方面，市场进入夏季，降雨频次增加，不利黄板纸回收及流通，供应量欠佳；在供应端紧张，需求端改善的情况下，黄板纸市场呈现稳中上行走势；头部纸企玖龙于本周再次发起涨价，部分供应商心态发生转变。出现惜售心理，市场观望情绪升温；截止 5 月 8 日，全国废黄板纸平均参考价格为 2382.2 元/吨；全国废书页纸平均参考价格为 2419.0 元/吨；全国废报刊纸平均参考价格为 2434.1 元/吨。本周废旧书本及废旧报刊市场大部持稳，局部整理运行为主；因纸企到货量充足，下游消化缓慢，出货一般，废纸市场于本周三再次涨停转跌，局部下调。

图 19: 国废黄板纸和美废 11# 价格 (元/吨)



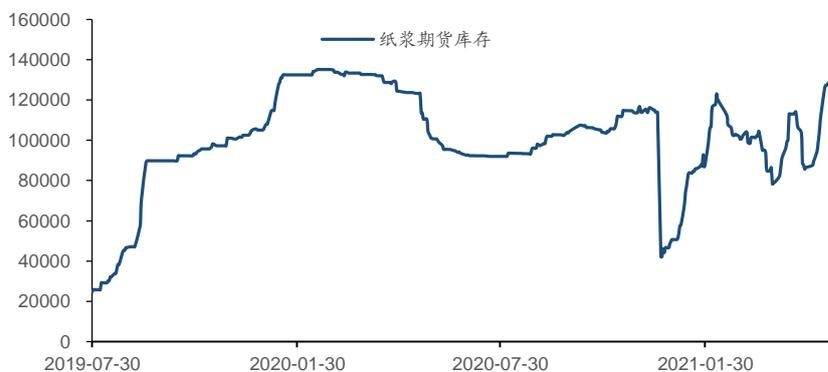
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理
注: 国废价格单位为元/吨, 美废价格单位为美元/吨

图 20: 漂针浆和漂阔浆价格 (美元/吨)



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图 21: 国内纸浆期货库存 (吨)



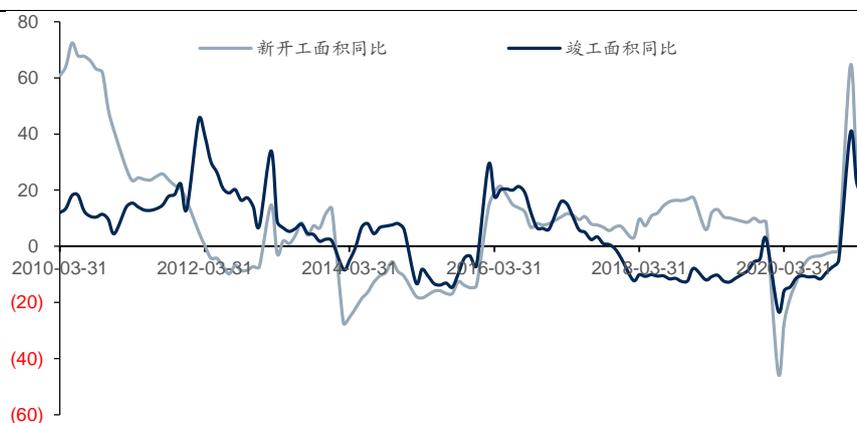
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

家居：同比增速高点已过，行业渐回常态

从销售和开工数据来看，地产行业逐步恢复平稳，有望带动家居行业需求恢复正常。从开工、竣工端来看，2020年累计新开工面积和竣工面积已恢复至接近上年同期水平。2020年商品房累计销售面积为176086万平方米，同比增长2.60%；住宅商品房累计销售面积为154878万平方米，同比增长3.20%。展望后市，受国家政策调控因素等影响，未来地产行业整体增速大概率维持较低水平，同时不排除负增长可能性。因此，家居行业也大概率随之步入存量市场。

在存量竞争当中，我们认为在区域布局、品牌影响力、智能制造等方面均具备相对优势的龙头企业能够不断提升自身业务规模与市场份额，在存量市场实现较为稳健持续的成长。此外，随着新开工、竣工、销售等数据的同比增速下滑，家居行业回到常态。行业逻辑仍应以存量竞争为主，建议关注各龙头企业在整装大家居业务方面的拓展进度以及其规模化交付能力水平。

图 22：房屋开工与竣工面积增速（%）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图 23：商品房累计销售面积和同比增速（万平方米）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图 24：住宅销售面积和同比增速（万平方米）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

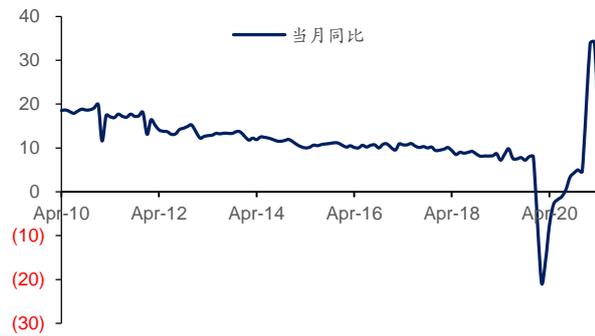
包装：常态经营下考验综合服务能力

下游恢复常态，综合服务能力是长期锚点

2020年社零总额为4.06万亿元，全年实现正增长，同比增长4.6%。烟酒、快递、通讯器材等重要品类需求均创出新高。烟酒2020年零售总额为3954亿元，同比增长1.04%，四季度同比实现大幅增长。2020年全年快递发件数和通讯器材零售额分别为833亿件和5567亿元，同比增长18.44%和15.05%。

年初因低基数和经济复苏带来的同比增速高点已过，包装印刷和其下游行业纷纷回归疫情前常态化经营。对包装企业而言，综合一体化服务能力的强弱是其能否持续获取订单，扩大自身规模的重要看点。

图 25：社会消费品零售总额当月同比 (%)



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图 26：烟酒类零售总额当月同比 (%)



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图 27：快递发件数和同比增速 (亿件)



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图 28：通讯器材零售额和同比增速 (亿元)



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

推荐标的

重点推荐优质赛道中业绩成长确定性较强的行业龙头思摩尔国际、晨光文具、中顺洁柔、公牛集团。

表 3: 重点覆盖公司估值表 (截至 2021.5.28)

证券代码	证券简称	股价 (元)	市值 (亿元)	EPS (元/股)			PE		
				2020	2021E	2022E	2020	2021E	2022E
2689.HK	玖龙纸业	10.09	473.33	0.89	*1.66	*2.12	11.33	*6.08	*4.76
2314.HK	理文造纸	5.79	251.78	0.68	0.76	0.81	8.50	7.59	7.14
1044.HK	恒安国际	43.07	507.21	3.86	3.99	4.22	11.15	10.79	10.20
3331.HK	维达国际	20.12	241.48	1.32	1.50	1.69	15.27	13.42	11.90
1999.HK	敏华控股	14.40	570.16	0.00	0.50	0.63	#DIV/0!	28.67	22.82
6969.HK	思摩尔国际	42.46	2,532.68	0.40	*0.97	*1.28	106.14	*43.77	*33.17
6993.HK	蓝月亮	9.10	533.20	0.22	0.26	0.33	41.54	35.26	27.44
002511.SZ	中顺洁柔	33.56	440.29	0.70	*0.85	*1.14	47.94	*39.48	*29.44
603195.SH	公牛集团	204.90	1,230.58	3.89	*4.54	*5.45	52.67	*45.13	*37.60
603899.SH	晨光文具	85.00	788.00	1.36	*1.78	*2.06	62.69	*47.75	*41.26
603833.SH	欧派家居	147.01	885.49	3.47	*5.60	*7.06	42.37	*26.25	*20.82
002078.SZ	太阳纸业	14.20	372.70	0.75	*1.30	*1.54	18.93	*10.92	*9.22

资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理和预测

注: 带*数值为国信证券经济研究所预测, 其余为 Wind 一致预期

风险提示

宏观环境发生变化, 影响当前定价体系;
 行业竞争格局恶化影响公司长期成长空间与利润率。

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	买入	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上

分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，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。

风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市罗湖区红岭中路 1012 号国信证券大厦 18 层

邮编：518001 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 楼

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032