

证券研究报告—深度报告

轻工

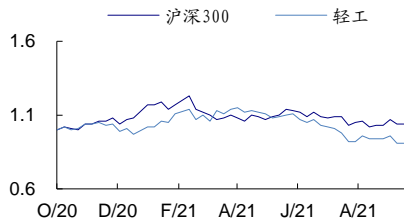
轻工行业 10 月投资策略

超配

(维持评级)

2021 年 09 月 30 日

一年该行业与沪深 300 走势比较



相关研究报告:

《电子烟专题研究系列之二:我国新型烟草税收方式和影响》——2021-09-30
 《2021 年中报综述:估值收敛后关注龙头吸引力回升》——2021-09-30
 《衣物洗涤剂专题研究之一:产品变革海外镜鉴:动力速度路径》——2021-09-29
 《轻工双周报:旺季不旺,下游复苏仍需时日》——2021-09-18
 《轻工行业 9 月投资策略:消费属性标的配置价值有所回升》——2021-08-30

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

静待消费龙头边际改善机遇

● 业绩回顾: 细分赛道表现欠佳

轻工制造板块 9 月上中旬基本与指数持平,下旬较大幅度回调。截至 9 月 29 日,板块近月收益率-4.8%,同期沪深 300 指数收益率+0.4%。根据申万一级行业划分,轻工制造板块 9 月至今涨幅在 28 个行业中排名第 18 位,位于全行业中下游。造纸、生活用纸、包装印刷、家居、文具收益率分别为-6.4%、-2.5%、-1.8%、-11.5%、-4.2%。表现较好的标的仍以中小市值为主,行业主要分布在家用轻工、包装印刷以及造纸类。

● 旺季不旺,造纸下游需求恢复仍需时日

近年来在政策、市场等多重因素共同作用下,造纸行业集中度持续提升,龙头纸企规模与综合盈利能力较行业产能过剩期显著改善,在这一企业长期基本面持续改善的情况下,龙头纸企股价有望伴随业绩验证呈现出波动中底部不断抬升的状态。但由于需求波动较大,造纸短期内仍无法摆脱其周期性特征,要寻找较为精确的股价拐点异常困难,仅押注于短期景气度反转或存在较大风险。故我们认为当前阶段在造纸企业的投资中应以估值空间为主要锚点,在估值进入历史可比区间的条件下,等待行业景气改善为介入时机。

造纸需求尤其是包装纸需求反映了制造、消费等经济活动的强度。在能源、大宗原材料价格较高,且疫情反复导致居民消费能力及意愿下滑的情况下,我们认为下游需求回暖仍需时日。建议投资者关注后续基本面兑现预期落地的文化纸龙头和潜在宏观变化可能受益的包装纸龙头。

● 重点关注抗周期属性品种,周期类标的等待边际拐点

展望后市,我们认为:1)在全球复苏高点已过的情形下,大宗商品价格大概率随经济边际趋缓而开始见顶回落,由此引发的大宗商品通胀交易或逐步降温。抵抗经济边际放缓能力较强的企业应更具性价比,建议投资者重点关注轻工行业内估值逐步回调至合理区间的消费属性龙头标的。2)受经济周期影响稍大的细分板块可能在景气下行过程中由于预期业绩下滑而引发估值与业绩的共振回调,在估值进入历史可比合理范围,基本面下行趋势趋缓或开始出现消费端复苏时或出现布局机会。

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、敏华控股、晨光文具、公牛集团、欧派家居等。建议关注:蓝月亮、太阳纸业、百亚股份、中顺洁柔等

● 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。

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
603195	公牛集团	买入	163.18	981.06	4.54	5.45	35.94	29.94
603899	晨光文具	买入	66.55	617.41	1.61	1.98	41.34	33.61
06969	思摩尔国际	买入	17.21	225.79	0.68	0.93	25.31	18.51
002078	太阳纸业	买入	29.57	1772.33	0.96	1.27	30.81	23.29
002511	中顺洁柔	买入	133.28	811.88	4.64	5.56	28.72	23.97

资料来源: Wind, 国信证券经济研究所预测

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

内容目录

轻工整体跑输指数.....	4
细分行业表现各异	5
公募基金持仓占比高位回落	6
行业重要公告.....	7
造纸：旺季不旺，下游需求复苏仍需时日.....	8
成品纸：纸价相对稳定，市场略显清淡	9
原材料：木浆下跌，国废涨跌互现	11
家居：同比增速高点已过，行业渐回常态.....	13
包装：关注综合服务与订单获取能力.....	14
投资建议.....	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 8 月 28 日)	4
图 2: 轻工 2021 年近月涨跌幅 (截至 8 月 28 日)	4
图 3: 申万一级行业近月涨跌幅排名 (截至 8 月 28 日)	4
图 4: 造纸指数 2021 年近月涨跌幅 (不含生活用纸)	5
图 5: 生活用纸指数 2021 年近月涨跌幅	5
图 6: 包装印刷指数 2021 年近月涨跌幅	6
图 7: 家居指数 2021 年近月涨跌幅	6
图 8: 文具指数 2021 年近月涨跌幅	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: PPI (%)	9
图 12: 出口额当月同比	9
图 13: 箱板纸价格 (元/吨)	9
图 14: 瓦楞纸价格 (元/吨)	9
图 15: 白卡纸价格 (元/吨)	10
图 16: 白板纸价格 (元/吨)	10
图 17: 双胶纸价格 (元/吨)	10
图 18: 铜版纸价格 (元/吨)	10
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: 轻工行业近月收益率前 20 标的	5
表 2: 轻工各细分行业在公募基金前十大重仓股中的市值 (亿元)	7
表 3: 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 4: 重点覆盖公司估值表 (截至 2021.9.29)	15

轻工整体跑输指数

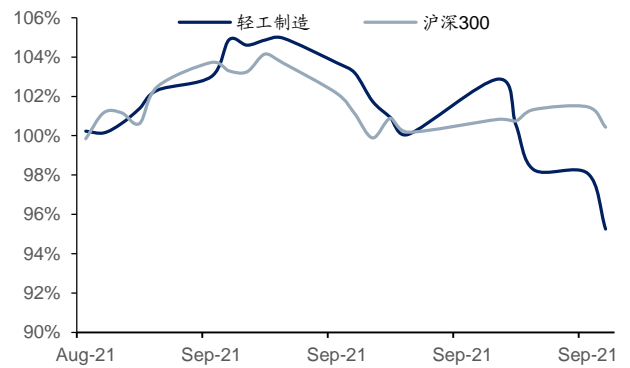
轻工制造板块 9 月上中旬基本与指数持平，下旬较大幅度回调。截至 9 月 29 日，板块近月收益率-4.8%，同期沪深 300 指数收益率 0.4%。根据申万一级行业划分，轻工制造板块 9 月至今涨幅在 28 个行业中排名第 18 位，位于全行业中下游。

图 1：轻工 2021 年年初至今涨跌幅（截至 9 月 29 日）



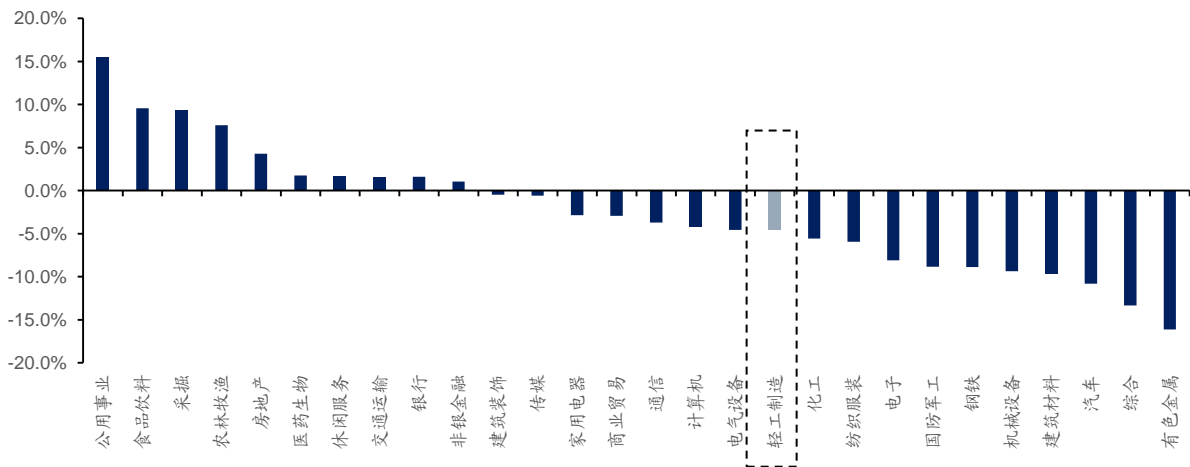
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图 2：轻工 2021 年近月涨跌幅（截至 9 月 29 日）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图 3：申万一级行业近月涨跌幅排名（截至 9 月 29 日）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

细分行业表现各异

近一个月以来（截至 2021 年 9 月 29 日）造纸、生活用纸、包装印刷、家居、文具收益率分别为-6.4%、-2.5%、-1.8%、-11.5%、-4.2%。表现较好的标的仍以中小市值为主，行业主要分布在家用轻工、包装印刷以及造纸类。

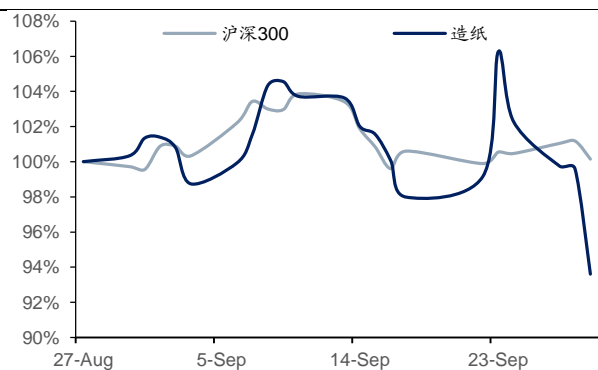
表 1：轻工行业近月收益率前 20 标的

证券代码	证券简称	所属行业	涨幅 (%)	股价 (元)	市值	PE(TTM)	PB(MRQ)
603610.SH	麒盛科技	家用轻工	41.60	26.48	74.16	26.51	2.48
002565.SZ	顺灏股份	包装印刷	21.29	4.33	45.90	479.35	2.35
002831.SZ	裕同科技	包装印刷	20.72	29.83	277.57	24.60	3.22
600308.SH	华泰股份	造纸	16.75	7.04	82.20	8.20	0.90
601515.SH	东风股份	包装印刷	13.24	7.10	94.74	12.47	2.14
002067.SZ	景兴纸业	造纸	10.19	4.11	49.07	10.54	0.97
600103.SH	青山纸业	造纸	9.38	2.80	64.56	31.85	1.80
300729.SZ	乐歌股份	家用轻工	8.67	22.56	40.97	17.59	3.89
003011.SZ	海象新材	家用轻工	7.04	29.80	30.60	20.80	2.47
002721.SZ	金一文化	家用轻工	6.88	2.95	28.32	-1.13	1.27
600966.SH	博汇纸业	造纸	5.43	11.26	150.53	7.23	2.10
002191.SZ	劲嘉股份	包装印刷	4.93	10.64	155.86	17.03	2.13
603165.SH	荣晟环保	造纸	4.74	13.03	34.29	13.35	2.03
002229.SZ	鸿博股份	包装印刷	4.43	6.84	34.09	154.03	2.01
603022.SH	新通联	包装印刷	4.39	12.60	25.20	81.01	3.68
3331.HK	维达国际	生活护理	4.32	22.95	228.95	14.29	2.25
002235.SZ	安妮股份	造纸	4.32	4.59	26.60	-4.43	2.13
603687.SH	大胜达	包装印刷	3.69	9.00	36.98	17.69	2.15
002574.SZ	明牌珠宝	家用轻工	3.65	5.40	28.51	31.65	0.86
600356.SH	恒丰纸业	造纸	3.38	7.35	21.96	14.25	0.96

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

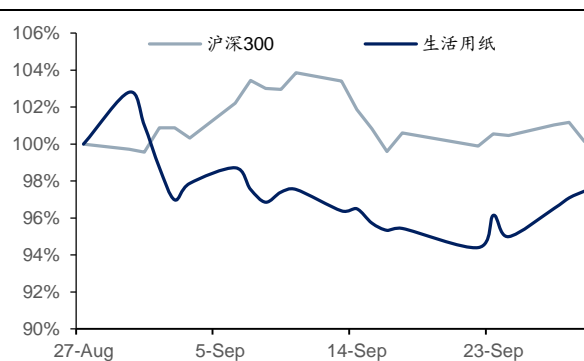
近月家居、造纸等偏周期性板块在行业景气度边际下行中持续下跌，家居还受恒大事件引发的市场悲观预期影响而大幅回撤；生活用纸、文具等消费属性板块则由于短期成长速度不突出，在宏观消费阶段性放缓的过程中依然存在受影响的可能，加之前期由于市场追逐“确定性逻辑”积累了较高的估值，在市场当前寻求“尽可能少受宏观波动影响标的”的极致产业成长与大宗商品通胀交易风格下持续回撤。展望后市，我们认为：1) 在全球复苏高点已过的情形下，大宗商品价格大概率随经济边际趋缓而开始见顶回落，由此引发的大宗商品通胀交易或逐步降温。抵抗经济边际向下能力较强的企业或更具性价比，建议投资者重点关注轻工行业内估值逐步回调至合理区间的消费属性标的。2) 受经济周期影响稍大的细分板块可能在景气下行过程中由于预期业绩下滑而引发估值与业绩的共振回调，在估值进入历史可比合理范围，基本面下行趋势趋缓或消费复苏时或出现布局机会。

图 4：造纸指数 2021 年近月涨跌幅（不含生活用纸）



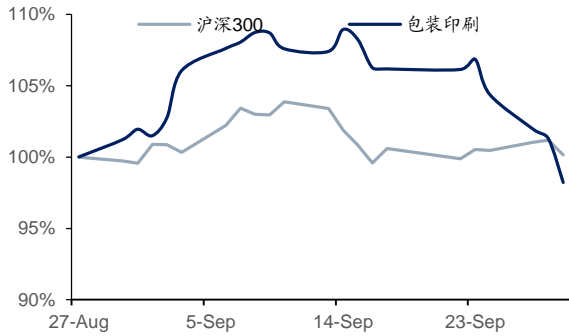
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图 5：生活用纸指数 2021 年近月涨跌幅



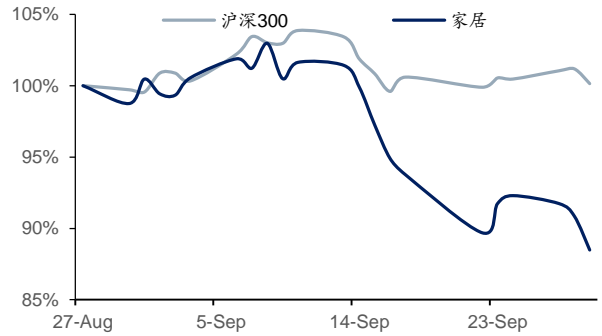
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图 6: 包装印刷指数 2021 年近月涨跌幅



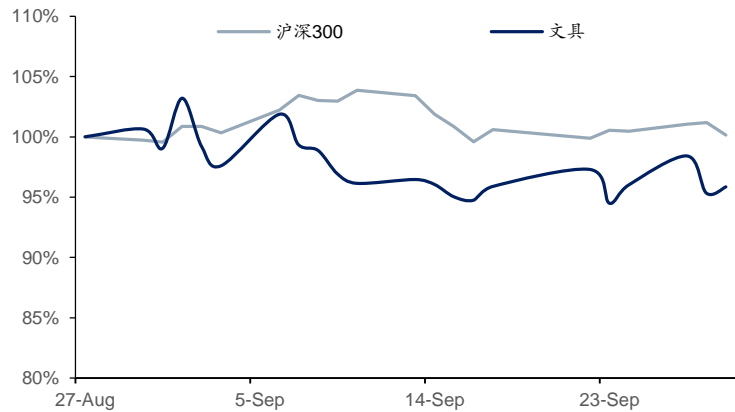
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图 7: 家居指数 2021 年近月涨跌幅



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图 8: 文具指数 2021 年近月涨跌幅



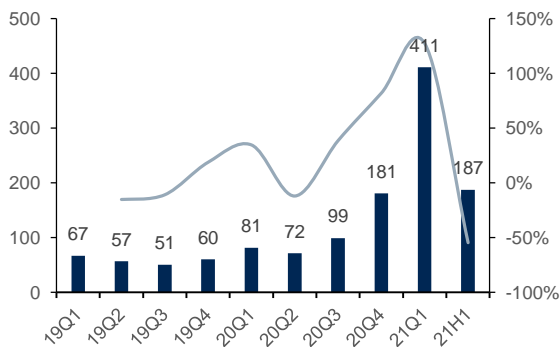
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

公募基金持仓占比高位回落

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。

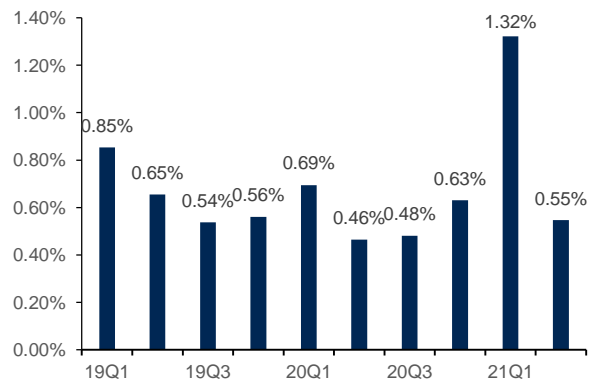
截至 2021 年二季度末, 公募基金前十大重仓股中轻工行业持仓市值为 187 亿, 占公募基金前十大重仓股总市值比例为 0.55%, 较 2021 年一季度末降低 0.77%。

图 9: 前十大重仓股中轻工行业标的的市值之与环比 (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 2：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	19Q3	19Q4	20Q1	20Q2	20Q3	20Q4	21Q1	21Q2
珠宝首饰	2.05	1.22	1.73	7.33	7.55	15.54	53.23	10.82
造纸	6.67	7.71	24.17	17.62	24.61	30.87	93.77	16.14
包装印刷	1.80	5.43	8.53	7.97	9.06	21.60	21.31	16.44
家具	17.85	35.39	30.39	27.21	34.03	70.78	169.71	91.55
文娱用品	22.25	9.48	14.32	10.25	21.83	17.87	34.40	30.06
其他家用轻工	0.00	0.99	2.02	1.16	2.18	24.18	38.75	22.24

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

被重仓标的方面。2021 年二季度被公募基金持有市值前五的公司分别为晨光文具、顾家家居、欧派家居、松霖科技、喜临门，被持有市值分别为 29.96、27.23、26.82、12.52、12.50 亿元。

表 3：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）

2019Q3	2019Q4	2020Q1	2020Q2	2020Q3	2020Q4	2021Q1	2021Q2
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	晨光文具:29.96
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	顾家家居:27.23
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	欧派家居:26.82
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:6.5	顾家家居:15.14	老凤祥:33.41	松霖科技:12.52
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:33.4	喜临门:12.50
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	裕同科技:10.09
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	公牛集团:9.71
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	中顺洁柔:9.00
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	老凤祥:6.11
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	宝钢包装:6.00
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	志邦家居:5.65
裕同科技:0.6	老凤祥:1.02	集友股份:2.48	晨鸣纸业:1.4	江山欧派:1.59	中顺洁柔:6.27	裕同科技:12.43	大亚圣象:4.66
周大生:0.58	瑞贝卡:0.97	裕同科技:2.45	吉宏股份:1.3	姚记科技:1.45	老凤祥:6.18	公牛集团:10.97	仙鹤股份:4.23
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	皮阿诺:4.08
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	索菲亚:3.89
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	金牌厨柜:3.21
尚品宅配:0.21	裕同科技:0.4	齐心集团:1.3	金陵体育:0.54	宝钢包装:0.8	博汇纸业:2.7	盛新锂能:7.69	太阳纸业:2.35
大亚圣象:0.13	齐心集团:0.25	老凤祥:0.96	周大生:0.5	金陵体育:0.72	梦百合:1.97	宝钢包装:7.6	飞亚达:2.24
美克家居:0.13	姚记科技:0.2	吉宏股份:0.88	齐心集团:0.4	飞亚达:0.53	岳阳林纸:1.75	江山欧派:7.26	周大生:1.85
喜临门:0.11	周大生:0.2	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	盛新锂能:1.39

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

行业重要公告

美克家居：美克集团将通过上海证券交易所交易系统以集中竞价交易方式实施本次增持计划。本次拟增持股份数量为 1,628.33 万股至 3,256.65 万股之间。

劲嘉股份：计划拟授予限制性股票数量 3,000 万股，占本计划公告日公司股本总额 146,487.05 万股的 2.05%。其中，首次授予 2,717.52 万股，占本计划公告日公司股本总额 146,487.05 万股的 1.86%；预留 282.48 万股，占本计划公告日公司股本总额 146,487.05 万股的 0.19%，预留部分占本次授予权益总额的 9.42%。本计划采取的激励形式为限制性股票。股票来源为公司回购专用账户回购的股份及公司向激励对象定向发行深圳劲嘉集团股份有限公司 A 股普通股。

劲嘉股份：2021 年 9 月 14 日，公司与青岛嘉泽完成了合同的签署，根据合同的约定，青岛嘉泽已向公司指定账户支付全额股权转让款 9,568.12 万元，青岛嘉泽于 2021 年 9 月 14 日完成了工商变更登记相关手续，公司与青岛嘉泽已完成了青岛嘉泽的股权交割，公司不再持有青岛嘉泽的股权。公司把青岛嘉泽的 100%股权转让给青岛嘉泽，有利于交易各方长期的经营发展，公司获得股权转让款项将有效增厚资本实力，青岛嘉泽通过资产使用效率的提升提高盈利水平，有利于增加公司的投资收益，符合全体股东的利益。

百亚股份: 持有公司股份 97,584,957 股 (占公司总股本的 22.81%) 的股东重塑耀晖, 拟自本公告披露之日起 15 个交易日后的 6 个月内通过集中竞价方式或自本公告披露之日起 3 个交易日后的 6 个月内通过大宗交易方式, 合计减持公司股份不超过 25,666,668 股, 占公司总股本的比例不超过 6.00%。其中, 公司现任董事谢秋林先生通过重塑耀晖拟减持其间接持有的公司股份不超过 12,833,334 股, 占公司总股本的比例不超过 3.00% (未超过其所持公司股份总数的 25%)。合计持有公司股份 27,720,100 股 (占公司总股本的 6.48%) 的股东温氏投资及其一致行动人齐创共享, 拟自本公告披露之日起 15 个交易日后的 6 个月内通过集中竞价方式或自本公告披露之日起 3 个交易日后的 6 个月内通过大宗交易方式, 合计减持公司股份不超过 8,555,556 股, 占公司总股本的比例不超过 2.00%。持有公司股份 23,692,471 股 (占公司总股本的 5.54%) 的股东铭耀资产, 拟自本公告披露之日起 15 个交易日后的 3 个月内通过集中竞价方式或自本公告披露之日起 3 个交易日后的 3 个月内通过大宗交易方式, 合计减持公司股份不超过 8,555,556 股, 占公司总股本的比例不超过 2.00%。

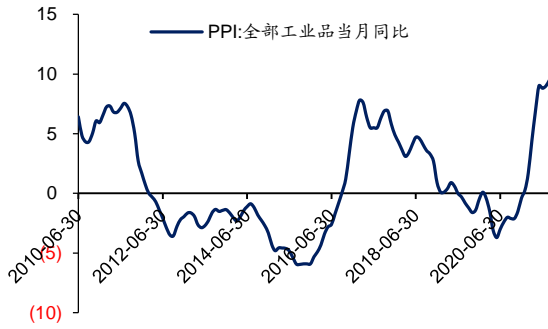
造纸: 旺季不旺, 下游需求复苏仍需时日

短期: 下游需求较疲软, 景气复苏需静待。从纸价来看, 2021 年 6 月以来白卡、双胶、铜板等木浆系产品价格持续下行; 瓦楞箱板等废纸系价格 8 月初至今维持震荡下行趋势。行业整体景气度低于往年, 下游备货意愿不积极, 厂商多按需采购, 呈现出旺季不旺的特征。股价表现方面, 造纸龙头纸价自 2021 年 2 月高点以来持续回撤。9 月上旬造纸行业受益于市场追逐顺周期行业的情绪以及能耗双控带来的提价预期, 板块整体自低位有所反弹, 随后逐步回落。

产业趋势向好环境下仍需重视景气变化。近年来在政策、市场双重因素影响下造纸行业已走出了 2012-2015 年产能严重过剩的阶段, 整体供需较为平衡, 龙头纸企市占率与议价权均有上升。龙头纸企持续扩大产能并通过扩大海外废纸回收渠道, 建立林浆纸一体化基地等方式向产业链上游延伸, 这些举措客观上增加了企业抵御原材料价格波动的能力, 提升了企业盈利水平及稳定性, 进一步强化了大型企业相对中小纸企的竞争优势, 我们认为这一产业趋势在未来还将持续, 并使得行业龙头在经营、财务以及资本市场表现等方面持续向好。

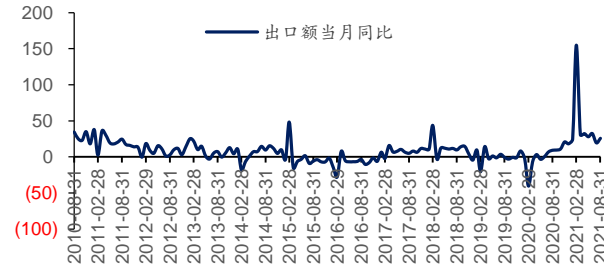
另一方面, 造纸行业短期需求受经济波动影响较大, 使其较难以摆脱周期性的特征。纸企股价运行趋势多数时候与吨纸盈利能力较为一致, 吨纸盈利波动又受到产业格局、宏观经济等因素的多重影响, 要寻找较为精确的股价拐点异常困难, 仅押注于短期景气度反转或存在较大风险。我们认为对造纸企业的投资应以估值空间为主要锚点, 在估值进入历史可比区间的条件下, 等待行业景气改善为介入时机。造纸需求尤其是包装纸需求反映了经济活动中制造、消费的数量。在能源、大宗原材料价格较高, 且疫情反复导致居民消费能力及意愿下滑的情况下, 我们认为下游需求回暖仍需时日。

图 11: PPI (%)



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图 12: 出口额当月同比



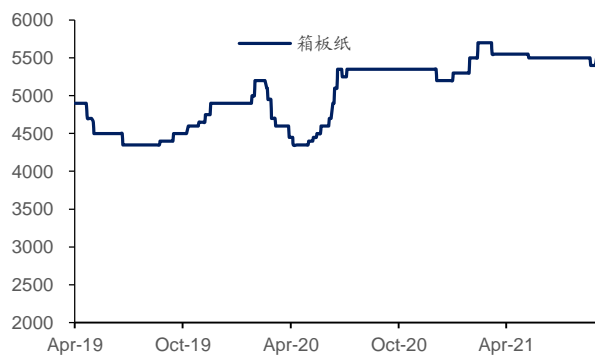
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

成品纸: 纸价相对稳定, 市场略显清淡

瓦楞纸: 本周瓦楞纸市场偏强运行。近期国家“能耗双控”政策影响逐渐显现, 部分地区采取限电限产, 其中东北三省大规模限电, 部分企业也因此停机, 加之临近国庆假期, 部分纸企原就有停机检修计划, 因此市场整体供应量减少, 但目前市场需求较平淡, 纸企多上涨瓦楞纸价格 50-100 元/吨左右, 有消息称国庆节后龙头纸企有意继续上涨。截至 9 月 28 日, 国内瓦楞纸市场均价 4000 元/吨, 较上周价格上涨 0.96%; 另一方面, 本周国内废纸价格有所回涨, 原料成本有所支撑。

箱板纸: 本周箱板纸市场价格上涨。截至 9 月 28 日, 国内箱板纸市场均价 5000 元/吨, 较上周价格上涨 0.50%。临近国庆假期, 部分纸企发布停机检修计划, 且市场需求仍无明显起色, 下游刚需采购为主, 备货意愿不高。而受“能耗双控”政策影响, 江苏、广东、山东等地区均有限电限产要求, 部分纸企或降低开工负荷或宣布停机, 多以库存出货为主, 市场整体供应量减少, 供需压力有所缓解, 故多家纸企上涨箱板纸价格 50-100 元/吨, 现涨价热潮已传导至下游纸板厂, 且多家纸板厂开始停机。

图 13: 箱板纸价格 (元/吨)



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图 14: 瓦楞纸价格 (元/吨)

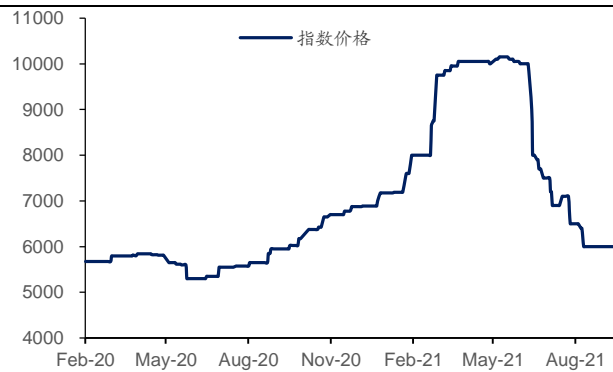


资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

白卡纸: 本周白卡纸市场供需压力依存, 价格低位震荡, 市场整体波动不大。截至 9 月 28 日, 华南地区市场主流价格在 5500-5800 元/吨附近, 华东和华北地区价格在 5650-5800 元/吨附近。终端包装厂订单不足, 备货意愿普遍较低, 为减少库存, 经销商存在低价抛售现象; 上游原料国际木浆供需失衡, 价格小幅下跌, 上下游均未出现重大利好刺激, 白卡纸市场观望心态居多, 纸企稳价为主。同时受“双控”因素影响, 部分地区出台限电政策, 江苏、山东等地区部分纸企存在停机减产现象, 白卡纸行业开工率有所降低, 预计主流纸企减少白卡纸供应 11 万吨左右, 局部地区供需压力有所缓解。

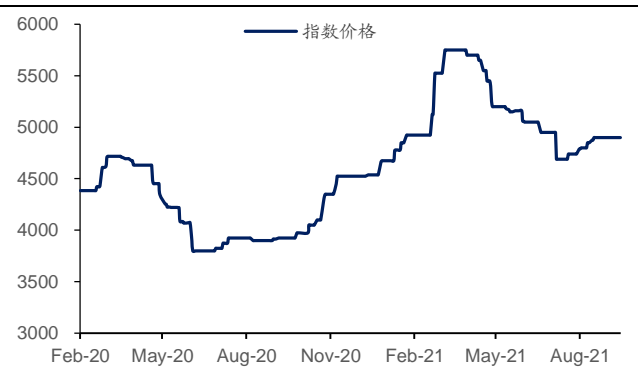
白板纸: 本周国内灰底白板纸市场需求依然平淡, 旺季不旺特征明显。周初主流纸企取消优惠政策, 带动周边部分纸企跟进上调价格; 28 日玖龙纸业太仓、东莞基地宣布国庆期间价格优惠 100-150 元/吨。市场观望心态居多, 中小型纸企白板纸价格多持稳运行。终端需求一般, 下游印包厂订单不足, 按需采购为主, 成交较为灵活。纸厂方面, 受“能耗双控”政策的影响, 部分地区实施限电限产手段, 江苏地区京环隆亨、富星纸业等纸企已经停机, 预计到 10 月开机。玖龙纸业也发布了 10 月国庆期间停机检修计划, 后期白板纸市场整体供应将进一步缩减。

图 15: 白卡纸价格 (元/吨)



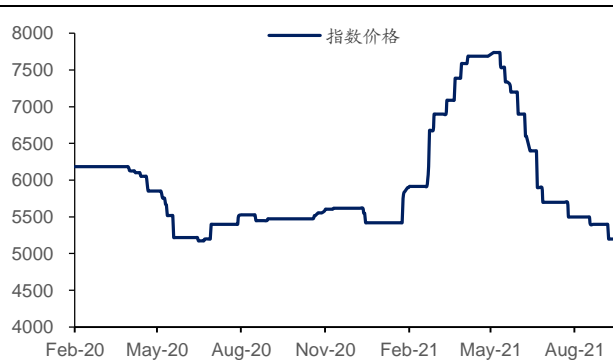
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图 16: 白板纸价格 (元/吨)



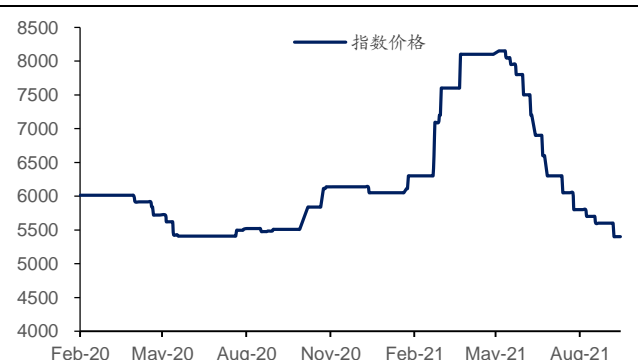
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图 17: 双胶纸价格 (元/吨)



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图 18: 铜版纸价格 (元/吨)



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

铜版纸: 本周铜版纸市场价格弱势运行。截至 9 月 28 日, 国内 157g 铜版纸主流纸企报价在 5300-5600 元/吨, 市场主流均价 5400 元/吨。铜版纸近期价格承压下行 200 元/吨左右, 月底结算价环比下跌, 价格跌至盈亏平衡线, 基本触底。主流纸企减少供应, 山东晨鸣、山东太阳、金东纸业、王子纸业近期均有停机检修现象, 纸企近期消耗库存为主。下游印厂开工低位, 备货情绪不高, 经销商因社会需求低迷, 终端走货冷清。外加进口纸低价冲击国内市场, 内销压力增大。

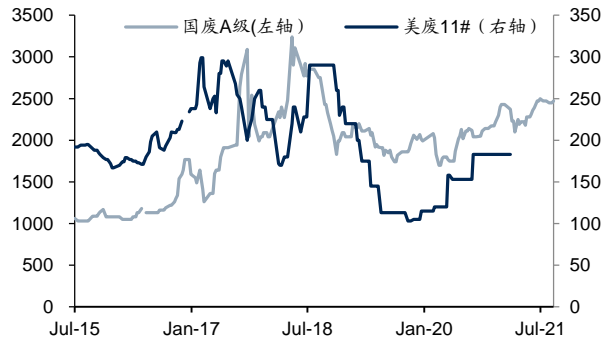
双胶纸: 本周双胶纸市场价格弱稳运行。截至 9 月 28 日, 双胶纸主流纸企报价 5000-5300 元/吨左右, 市场均价 5200 元/吨左右。纸企减产停机现象较多, 山东晨鸣、吉林晨鸣、江西晨鸣、山东太阳、王子纸业、芬欧汇川、金东纸业、华泰纸业、岳阳林纸等双胶纸机均有停机检修现象, 9 月整体供应量缩减 10% 以上。即使纸企供应量大幅减少, 但库存并未迅速释放, 与此同时下游印厂停产现象也较为普遍, 需求依旧冷清, 备货情绪不高, 订单有限, 库存缓慢释放中。

原材料: 木浆下跌, 国废涨跌互现

木浆: 本周国际木浆供需失衡, 价格小幅下跌。受限电影响, 近期国内主流纸厂停机限产, 对于木浆采购动力不足, 国际主流浆厂 Arauco 公司公布新一轮 10 月合同价, 分别较上一轮价格下跌 30 美元/吨。进口端成本或走下行通道。本周现货市场整体供需压力增大, 木浆价格下跌 100-200 元/吨。国内山东、江苏、广东、湖南等多家大型纸厂停机限产 7-15 天不等, 木浆需求明显减少, 贸易商出货不畅, 价格下跌 100-200 元/吨, 山东、广东、京津冀地区更加明显, 且长假在即, 大部分纸企看淡 10 月上半月需求。

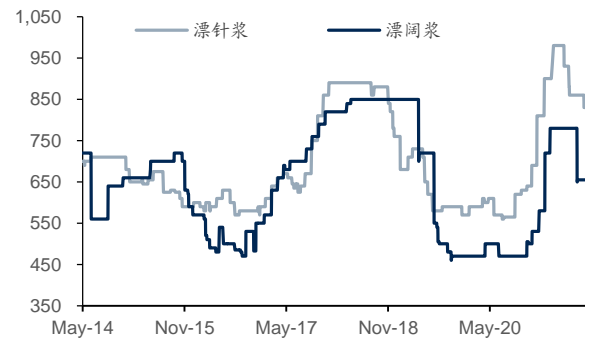
国废市场大部持稳, 局部震荡。 本周国废市场小幅跟涨为主。能耗“双控”政策不断收紧, 纸企开工负荷下降, 停机停产, 华东地区尤为显著, 市场心态不佳, 因前期纸价狂跌, 部分打包站为保利润减少出货, 废纸到货量略有减少, 规模纸企亦有发布成品纸涨价通知, 利好废纸, 局部纸企小幅调涨吸货, 其次, 周内北方市场降雨频繁, 打包站出货积极性不高, 废纸到货有所减少, 玖龙三大基地领涨, 市场看涨氛围渐浓; 江浙地区受降能耗政策影响, 对废纸消耗量减弱, 纸价亦有所下跌, 目前市场呈涨跌互现局面; 截至 9 月 28 日, 全国废黄板纸平均参考价格为 2479.1 元/吨; 全国废书页纸平均参考价格为 2340.5 元/吨; 全国废报刊纸平均参考价格为 2456.9 元/吨; 本周废旧书页纸市场主流持稳, 个别下调, 受国废黄板纸涨跌不一影响, 市场观望者居多; 废旧报刊纸市场基本稳定, 零星纸企依自身库存情况补涨吸货。

图 19: 国废黄板纸和美废 11# 价格 (元/吨)



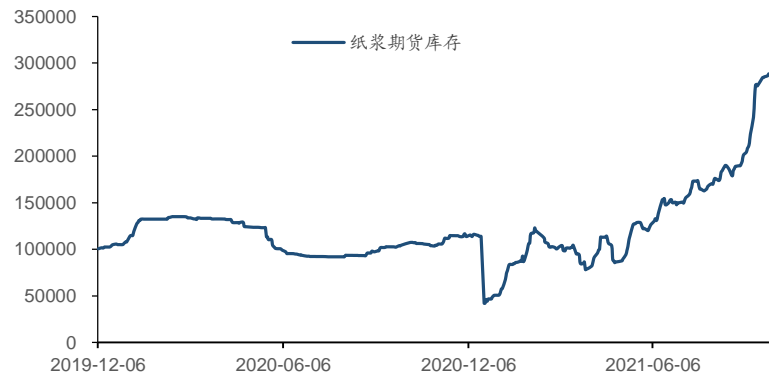
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理
注: 国废价格单位为元/吨, 美废价格单位为美元/吨

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

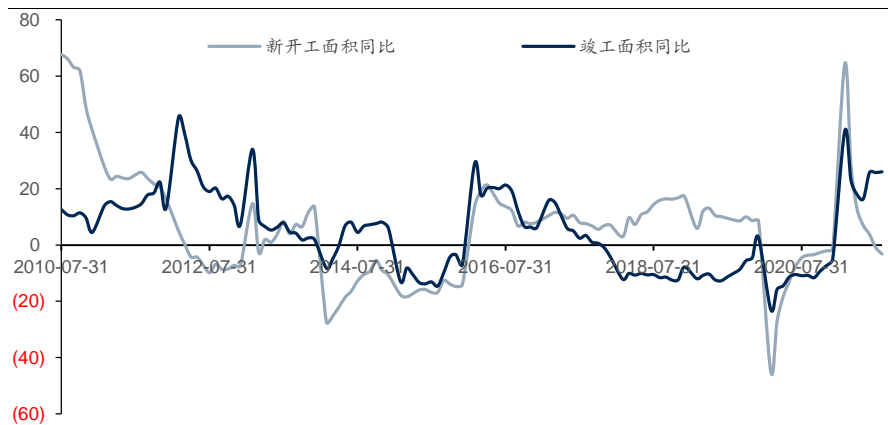
家居：同比增速高点已过，行业渐回常态

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。

受恒大债务问题引发的市场悲观预期影响家居板块整体大幅下跌，我们认为B端业务收入占比较小的公司受冲击可能较轻。且在当前家居行业整体格局仍然分散的情况下，具备品牌、规模与渠道优势的全国性龙头可以凭借生产端的智能制造与渠道端的全渠道布局尤其是整装大家居实现市场份额的提升，其未来仍有望保持一定的成长速度。

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

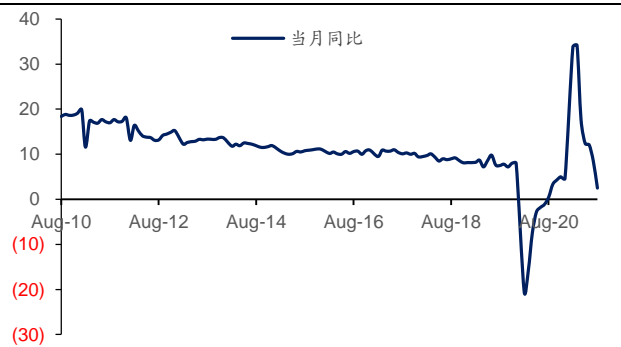
包装：关注综合服务与订单获取能力

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%。

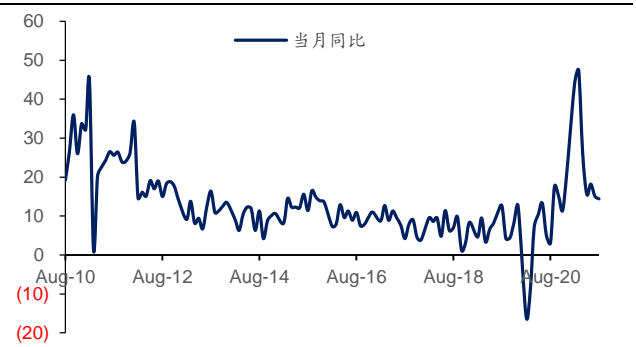
年初因低基数和经济复苏带来的同比增速高点已过，包装印刷和其下游行业纷纷回归疫情前常态化经营，在近期下游需求增速持续下滑的进程中包装行业整体或面临一定压力。对包装企业而言，综合一体化服务能力的强弱是其能否持续获取订单，扩大自身规模的重要看点。

图 25：社会消费品零售总额当月同比（%）



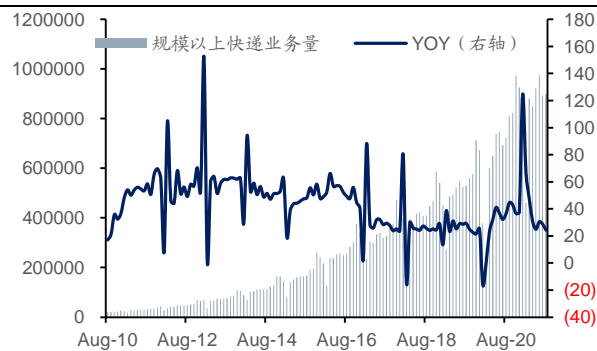
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

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

投资建议

重点推荐优质赛道中业绩成长确定性较强、估值回落至合理区间、未来成本上涨趋势有望边际改善而销售端有较强优势的行业龙头；思摩尔国际、敏华控股、晨光文具、公牛集团、欧派家居。建议关注：蓝月亮、太阳纸业、百亚股份、中顺洁柔等。

表 4：重点覆盖公司估值表（截至 2021.9.29）

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	8.13	380.45	0.89	1.51	*2.12	9.14	5.38	*3.84
2314.HK	理文造纸	4.94	214.13	0.68	0.87	0.95	7.25	5.69	5.19
1044.HK	恒安国际	34.99	410.01	3.86	3.33	3.50	9.06	10.49	10.00
3331.HK	维达国际	19.12	228.95	1.32	1.48	1.66	14.52	12.93	11.54
1999.HK	敏华控股	9.51	375.44	0.42	0.51	0.64	22.40	18.58	14.78
6969.HK	思摩尔国际	29.57	1,772.33	0.40	*0.96	*1.27	73.93	*30.81	*23.29
6993.HK	蓝月亮	5.55	324.17	0.22	*0.26	*0.30	25.33	*21.34	*18.49
002511.SZ	中顺洁柔	17.21	225.79	0.70	*0.68	*0.93	24.59	*25.31	*18.51
603195.SH	公牛集团	163.18	981.06	3.89	*4.54	*5.45	41.95	*35.94	*29.94
603899.SH	晨光文具	66.55	617.41	1.36	*1.61	*1.98	49.09	*41.34	*33.61
603833.SH	欧派家居	133.28	811.88	3.47	*4.64	*5.56	38.41	*28.72	*23.97
002078.SZ	太阳纸业	11.89	319.48	0.75	*1.30	*1.54	15.85	*9.15	*7.72

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，玖龙纸业 2021 年 EPS 为实际值

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