证券研究报告—深度报告

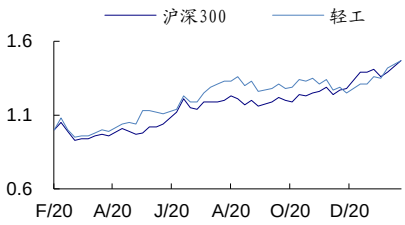
轻工

轻工行业 3 月投资策略暨年报前瞻

超配
（维持评级）

2021 年 02 月 28 日

一年该行业与沪深 300 走势比较



相关研究报告:

《国信证券-轻工行业 2 月投资策略：电子烟品牌龙头上市，产业链热度持续》 ——2021-01-29

《国信证券-轻工 2021 年投资策略：潮流浩荡，精益争先》 ——2020-11-25

《轻工 2020 年中期策略：逐鹿消费原野，乘风智造海洋》 ——2020-07-13

《重大事件快评：23 部门联合发文促消费，轻工细分赛道受益》 ——2020-03-16

《轻工行业点评：短期一次性冲击对行业龙头影响有限》 ——2020-02-13

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码：S0980519060003
联系人：蔡志明
电话： 010-88005330
E-MAIL： caizhiming@guosen.com.cn

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

行业投资策略

淡看风吹浪打，龙头机遇或现

- **年报前瞻：造纸板块和家居龙头表现良好**

截至 2021 年 2 月 27 日，轻工行业发布了业绩预告的 61 家公司当中，30 家业绩预增，31 家业绩预减。业绩预增的公司当中 7 家公司净利润同比增速达 100%以上，11 家公司净利润同比增速在 50%-100%之间，12 家公司净利润同比在 0-50%之间。另有 27 家公司发布了业绩快报，其中 16 家实现净利润正增长。受益于顺周期环境，造纸行业普遍取得较好业绩表现。多家家居行业龙头亦表现不俗，在疫情大考中维持了较为稳健的成长。

- **风险释放或逐渐充分，坚定看好优质赛道龙头**

轻工制造板块整体涨幅 1.16%，基本与沪深 300 指数持平。各细分指数中，仅造纸小幅跑赢沪深 300；生活用纸、包装印刷、家居、文具均跑输。在顺周期风格中，部分前期估值受到压制的小市值标的涨幅颇多。前期上涨幅度较大的优质赛道龙头如思摩尔国际、晨光文具、公牛集团等则出现了较大幅度的回调。

短期内市场情绪会在较大程度上影响股价波动；但长期而言，驱动公司股价上涨的根本因素仍是 EPS 的增长。优质赛道的成长空间、确定性和竞争格局均有利于龙头不断增加自身份额，实现长期业绩成长，从而保持股价长期向上趋势。待前期估值压力随调整释放，或有较好布局机会。

- **建议配置思路由顺周期为主，向更均衡方向布局**

在复苏交易的早期，市场更多关注相应标的业绩和股价弹性。随着成品纸和原材料价差扩大，当前各纸企吨纸盈利已运行至历史高位附近。我们认为，造纸板块的行情很可能仍未结束；在吨纸净利和板块内标的前期股价已经出现较大涨幅的情况下，股价或已在很大程度上定价了盈利扩张的预期。当前阶段的配置思路，建议在持续关注顺周期板块的同时，考虑更加均衡的组合配置。建议在调整结束后加配消费和制造业中，有能力持续扩张产能、同时在智能制造、产业链一体化方面有较大提升空间的各版块龙头。

- **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；和通过产能扩张维持中长期成长，产业链一体化提升整体盈利能力的龙头纸企玖龙纸业、太阳纸业等。

- **风险提示:**

宏观环境发生变化，影响当前定价体系；前期热门板块出现资金负反馈对股价形成持续冲击。

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 2020E	EPS 2021E	PE 2020E	PE 2021E
603195	公牛集团	买入	189.03	1,135.27	5.64	6.81	33.52	27.76
603899	晨光文具	买入	77.65	720.15	1.79	2.09	43.38	37.15
06969	思摩尔国际	买入	66.73	3,119.86	0.89	1.18	74.98	56.55
002078	太阳纸业	买入	17.65	463.25	0.96	1.07	18.39	16.50
002511	中顺洁柔	买入	21.33	279.79	0.98	1.10	21.77	19.39

资料来源：Wind，国信证券经济研究所预测

内容目录

年报前瞻：造纸行业和家居龙头表现良好 **4**
市场回顾：整体与指数基本持平，造纸小幅跑赢 **7**
顺周期龙头延续强势，消费龙头回调布局机会或现 9
公募基金持仓占比环比改善 10
行业重要公告 11
电子烟：景气依旧，看好代工和品牌龙头 **12**
造纸：交易复苏，预计行情未完待续 **13**
成品纸：包装纸文化纸价均有所上行 14
原材料：废纸维持涨势，木浆价格大幅上行 15
家居：同比增速迎来高峰，复苏主线受益 **16**
包装：利润率或受纸价上涨压制 **17**
需求恢复良好，利润率或受上游压制 17
推荐标的 **18**
风险提示 **18**
国信证券投资评级 **19**
分析师承诺 **19**
风险提示 **19**
证券投资咨询业务的说明 **19**

图表目录

图 1：轻工 2020 年年初至今涨跌幅（截至 2 月 25 日）.....7
图 2：轻工 2021 年 2 月至今涨跌幅（截至 2 月 25 日）.....7
图 3：申万一级行业 1 月至今涨跌幅排名（截至 2021.1.27）.....7
图 4：造纸指数 2021 年 2 月至今涨跌幅（不含生活用纸）.....8
图 5：生活用纸指数 2021 年 2 月至今涨跌幅.....8
图 6：包装印刷指数 2021 年 2 月至今涨跌幅.....8
图 7：家居指数 2021 年 2 月至今涨跌幅.....8
图 8：文具指数 2021 年 1 月至今涨跌幅.....8
图 9：前十大重仓股中轻工行业标的市值之与环比（亿元）.....10
图 10：轻工行业重仓股市值占公募基金重仓股市值比例.....10
图 11：电子烟市场规模（亿美元）.....13
图 12：中国电子烟渗透率.....13
图 13：PPI.....14
图 14：出口额当月同比.....14
图 15：箱板纸价格（元/吨）.....14
图 16：瓦楞纸价格（元/吨）.....14
图 17：双胶纸和铜版纸价格（元/吨）.....15
图 18：白卡纸和白板纸价格（元/吨）.....15
图 19：国废黄板纸和美废 11#价格（元/吨）.....15
图 20：漂针浆和漂阔浆价格（美元/吨）.....15
图 21：国内纸浆期货库存（吨）.....16
图 22：房屋开工与竣工面积增速（%）.....16
图 23：商品房累计销售面积和同比增速（万平米）.....17
图 24：住宅销售面积和同比增速（万平米）.....17
图 25：社会消费品零售总额当月同比（%）.....17
图 26：烟酒类零售总额当月同比（%）.....17
图 27：快递发件数和同比增速（亿件）.....18
图 28：通讯器材零售额和同比增速（亿元）.....18

表 1：业绩预增公司净利润和净利润同比增长幅度（万元）.....4
表 2：业绩预减公司净利润和净利润同比变动幅度（万元）.....5
表 3：发布了业绩快报公司的收入、净利润和同比变动（亿元）.....6
表 4：两地市场轻工行业 2 月 1 日以来涨幅排名靠前标的（截至 2021.2.25）.....9
表 5：轻工各细分行业在公募基金前十大重仓股中的市值（亿元）.....10
表 6：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...11
表 7：重点覆盖公司估值表（截至 2021.2.27）.....18

年报前瞻：造纸行业和家居龙头表现良好

截至 2021 年 2 月 27 日，轻工行业 136 个公司当中有 61 家发布了 2020 全年业绩预告；27 家发布了业绩快报；2 家发布了全年业绩报告。发布全年业绩报告的为永新股份和英联股份，前者归母净利润同增 12.60%，后者同减 2.68%。

表现较好的公司主要是造纸板块成分和家居龙头企业。造纸行业普遍取得了较高的业绩增速，而各家居龙头则在疫情大考中维持了相对稳健的增长。

在发布了业绩预告的 61 家公司当中，30 家业绩预增，31 家业绩预减。业绩预增的公司当中约 7 家公司净利润同比增速达 100%以上，约 11 家公司净利润同比增速在 50%-100%之间，12 家公司净利润同比在 0-50%之间。索菲亚、欧派家居、博汇纸业净利润同比增长幅度分别为 5-15%、10-20%、154-534%。

表 1：业绩预增公司净利润和净利润同比增长幅度（万元）

证券代码	证券简称	细分行业	净利润（万元)	净利润同增幅度范围
002240.SZ	盛新锂能	家具	2500~3500	+142.20%~+159.08%
601968.SH	宝钢包装	包装印刷	15500~19000	+21.09%~+48.44%
603687.SH	大胜达	包装印刷	25000~30000	+136.63%~+183.96%
000812.SZ	陕西金叶	包装印刷	2800~3600	+10%~+40%
002012.SZ	凯恩股份	造纸	8000~9900	+72.45%~+113.41%
002522.SZ	浙江众成	包装印刷	16040~17965	+150%~+180%
002735.SZ	王子新材	包装印刷	8258~9910	+50%~+80%
603661.SH	恒林股份	家具	36000~38000	+47.91%~+56.12%
603818.SH	曲美家居	家具	10000~13000	+21.72%~+58.24%
605268.SH	王力安防	家具	21500~23500	+1.49%~+10.93%
605377.SH	华旺科技	造纸	24500~27000	+43.45%~+58.09%
002572.SZ	索菲亚	家具	113130~123905	+5%~+15%
603600.SH	永艺股份	家具	23210~26837	+28%~+48%
300729.SZ	乐歌股份	其他家用轻工	21000~23000	+233.44%~+265.19%
603833.SH	欧派家居	家具	202339~220734	+10%~+20%
605007.SH	五洲特纸	造纸	33000~34500	+65.62%~+73.15%
605009.SH	豪悦护理	造纸	59000~62000	+87.11%~+96.63%
002489.SZ	浙江永强	家具	50000~55000	+0.00%~+10.00%
002605.SZ	姚记科技	文娱用品	96555~105521	+180%~+206%
600235.SH	民丰特纸	造纸	4680~4930	+266%~+285%
603733.SH	仙鹤股份	造纸	70500~73500	+60.25%~+67.07%
002067.SZ	景兴纸业	造纸	28300~33960	+50%~+80%
002751.SZ	易尚展示	其他轻工制造	5300~7000	+22.79%~+62.18%
300501.SZ	海顺新材	包装印刷	9712~11051	+45%~+65%
600966.SH	博汇纸业	造纸	82156~84863	+514.15%~+534.38%
600963.SH	岳阳林纸	造纸	40000~45000	+27.70%~+43.66%
603326.SH	我乐家居	家具	21561~23101	+40.00%~+50.00%
002799.SZ	环球印务	包装印刷	9984~10650	+50%~+60%
002565.SZ	顺灏股份	包装印刷	600~900	
002803.SZ	吉宏股份	包装印刷	55500~58000	+70.11%~+77.77%

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

表 2：业绩预减公司净利润和净利润同比变动幅度（万元）

证券代码	证券名称	申万三级行业	净利润（万元）	净利润同比变动幅度
300651.SZ	金陵体育	文娱用品	2975~3825	-30%~-10%
000659.SZ	珠海中富	包装印刷	-19000~-17000	
000695.SZ	滨海能源	包装印刷	-1600~-800	
002235.SZ	安妮股份	造纸	-57500~-40000	-2469.31%~-1762.68%
002303.SZ	美盈森	包装印刷	18735~26764	-65%~-50%
002574.SZ	明牌珠宝	珠宝首饰	-26000~-21000	-463.40%~-549.92%
002599.SZ	盛通股份	包装印刷	-38000~-30000	
002631.SZ	德尔未来	家具	-4000~-2000	-150.2%~-125.1%
002836.SZ	新宏泽	包装印刷	-10050~-7550	
002862.SZ	实丰文化	文娱用品	-4800~-3200	-486.45%~-679.68%
600076.SH	康欣新材	包装印刷	-16500~-13500	
600103.SH	青山纸业	造纸	5280~7920	-37.90%~-58.60%
600439.SH	瑞贝卡	其他家用轻工	3300~4100	-80.64%~-84.42%
002229.SZ	鸿博股份	包装印刷	2495~3742	-29.35%~5.98%
002348.SZ	高乐股份	文娱用品	-9900~-5000	
300329.SZ	海伦钢琴	文娱用品	2341~3382	-35%~-55%
300616.SZ	尚品宅配	家具	9500~11000	-82.02%~-79.18%
603021.SH	山东华鹏	其他家用轻工	2955~4455	
603838.SH	四通股份	其他家用轻工	0~400	-90.82%~-100%
002243.SZ	力合科创	包装印刷	50000~60000	-6.79%~+11.85%
002969.SZ	嘉美包装	包装印刷	2860~3500	-79.64%~-83.36%
002615.SZ	哈尔斯	其他家用轻工	-3472~-2370	-143%~-163%
002721.SZ	金一文化	珠宝首饰	-340000~-239500	
300945.SZ	曼卡龙	珠宝首饰	6300~6800	-2.95%~+4.76%
002740.SZ	爱迪尔	珠宝首饰	-95000~-84600	
300849.SZ	锦盛新材	包装印刷	3378 左右	-48.54%左右
300703.SZ	创源股份	文娱用品	4129~6017	-65%~-49%
600135.SH	乐凯胶片	其他家用轻工	3508~4208	-47%~-59%
600916.SH	中国黄金	珠宝首饰	42116	-6.45%
600793.SH	宜宾纸业	造纸	-9800	-890%左右
603429.SH	集友股份	包装印刷	6900	-65.79%左右

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

发布了业绩快报的 27 家公司当中，16 家公司实现了净利润同比正增长。江山欧派、中顺洁柔、太阳纸业分别实现收入 30.55、78.59、215.68 亿元，净利润 4.57、9.05、19.70 亿元，净利润同比变动分别为 74.72%、49.82%、-9.55%。

表 3：发布了业绩快报公司的收入、净利润和同比变动（亿元）

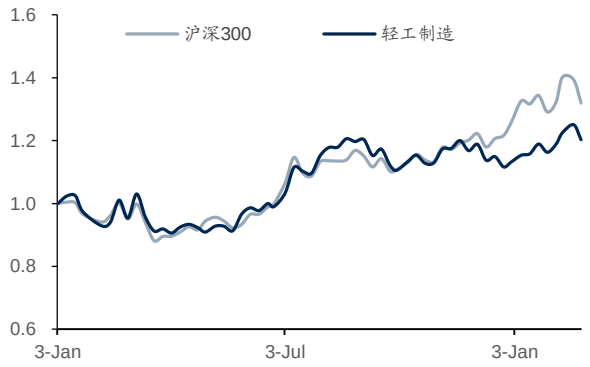
证券代码	证券名称	收入（亿元）	收入 YOY	净利润（亿元）	利润 YOY
002078.SZ	太阳纸业	215.68	-5.25%	19.70	-9.55%
002191.SZ	劲嘉股份	41.87	4.98%	8.28	-5.51%
002229.SZ	鸿博股份	4.71	-24.81%	0.31	-11.69%
002345.SZ	潮宏基	32.18	-9.18%	1.40	72.72%
002511.SZ	中顺洁柔	78.50	18.31%	9.05	49.82%
002521.SZ	齐峰新材	28.11	-13.98%	1.60	16.43%
002585.SZ	双星新材	50.61	13.17%	7.21	315.42%
002631.SZ	德尔未来	15.84	-11.88%	-0.32	-140.54%
002678.SZ	珠江钢琴	17.23	-16.07%	1.66	-12.37%
002752.SZ	昇兴股份	27.74	8.82%	0.17	-68.64%
002787.SZ	华源控股	17.80	6.81%	0.41	-39.22%
002867.SZ	周大生	50.84	-6.53%	10.12	2.06%
003003.SZ	天元股份	10.15	1.14%	0.59	-28.34%
002243.SZ	力合科创	21.83	1.55%	5.54	3.32%
002853.SZ	皮阿诺	14.74	0.16%	1.95	11.52%
300329.SZ	海伦钢琴	4.76	-14.08%	0.32	-38.84%
002790.SZ	瑞尔特	12.84	15.75%	1.17	-35.59%
002117.SZ	东港股份	11.81	-21.05%	1.66	-37.80%
000026.SZ	飞亚达	42.43	14.56%	2.94	36.22%
603801.SH	志邦家居	38.40	29.65%	3.95	19.96%
603180.SH	金牌厨柜	26.46	24.49%	2.93	20.80%
002701.SZ	奥瑞金	105.57	12.68%	7.03	2.96%
003006.SZ	百亚股份	12.51	8.82%	1.83	43.05%
200986.SZ	粤华包 B	40.64	3.39%	1.40	292.44%
601996.SH	丰林集团	18.33	-5.65%	1.81	6.31%
300749.SZ	顶固集创	8.92	-4.04%	0.24	-68.83%
603208.SH	江山欧派	30.55	50.72%	4.57	74.72%

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

市场回顾：整体与指数基本持平，造纸小幅跑赢

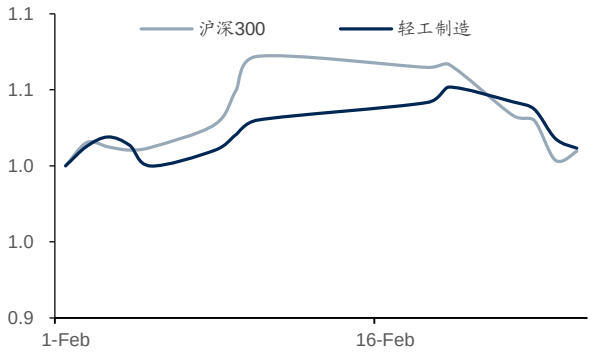
2021 年 2 月至今（截至 2021 年 2 月 25 日）轻工制造板块整体涨幅 1.16%，同期沪深 300 指数涨幅 0.96%，基本与沪深 300 指数持平。根据申万一级行业划分，轻工制造板块从 2 月至今涨幅在 28 个行业中排名第 13 位，处于全行业中游。

图 1：轻工 2020 年年初至今涨跌幅（截至 2 月 25 日）



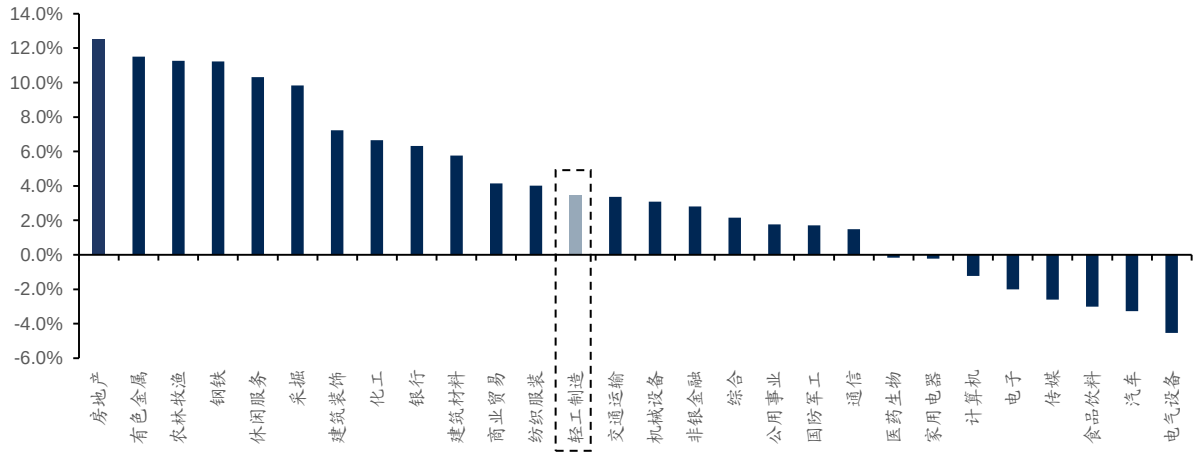
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图 2：轻工 2021 年 2 月至今涨跌幅（截至 2 月 25 日）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

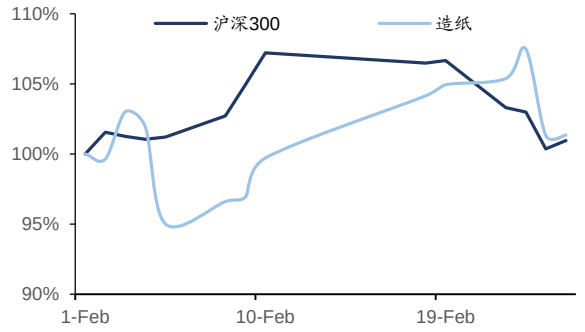
图 3：申万一级行业 1 月至今涨跌幅排名（截至 2021.1.27）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

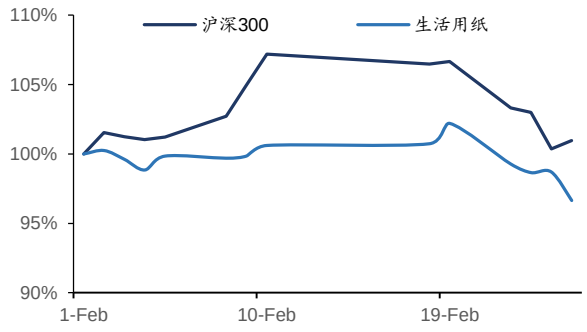
2021 年 2 月至今（截至 2021 年 2 月 25 日）各细分指数中，仅造纸小幅跑赢沪深 300，超额收益 0.40%；生活用纸、包装印刷、家居、文具均跑输沪深 300，相对收益分别为 -4.31%、-1.52%、-3.48%、-14.57%。文具指数大幅跑输的原因在于指数最大权重股晨光文具近期自高位出现较大幅度回调。

图 4：造纸指数 2021 年 2 月至今涨跌幅（不含生活用纸）



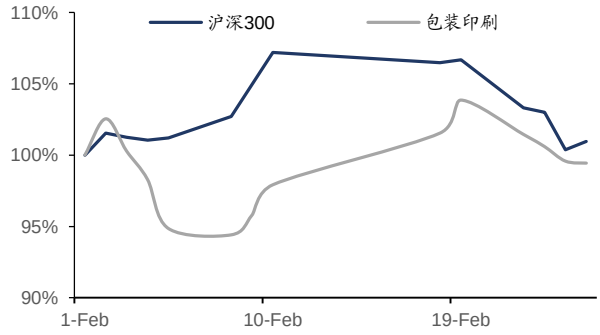
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图 5：生活用纸指数 2021 年 2 月至今涨跌幅



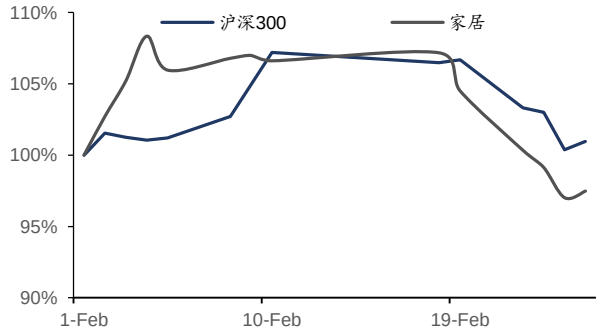
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图 6：包装印刷指数 2021 年 2 月至今涨跌幅



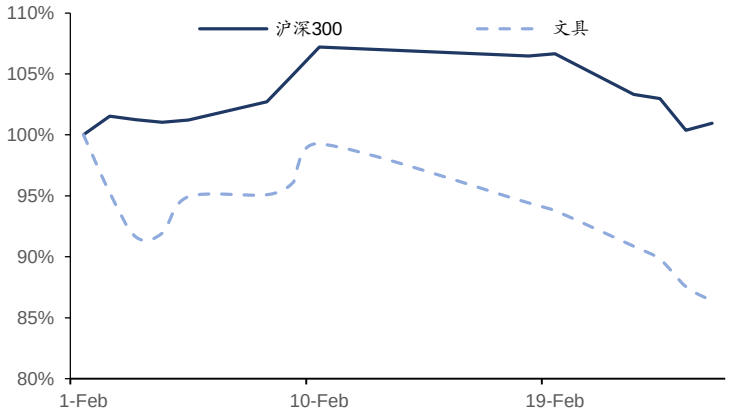
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图 7：家居指数 2021 年 2 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 1 月至今涨跌幅



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

顺周期龙头延续强势，消费龙头回调布局机会或现

在当前经济复苏环境中，顺周期品种受到市场高度关注并取得了良好的市场表现，部分前期估值受到压制的小市值标的涨幅亦颇多。前期上涨幅度较大的消费属性龙头如思摩尔国际、晨光文具、公牛集团等则出现了较大幅度的回调。

短期内市场情绪会在较大程度上影响股价波动；但长期而言，驱动公司股价上涨的根本因素仍是 EPS 的增长。优质赛道的成长空间、确定性和竞争格局均有利于龙头不断增加自身份额，实现长期业绩成长，从而保持股价长期向上趋势。待前期估值压力随调整释放，或有较好布局机会。

对顺周期品种而言，我们认为应当重点关注具备规模优势，在产业链中具备较强定价权，因而能够在顺周期环境中享有较大业绩弹性的行业龙头。

表 4：两地市场轻工行业 2 月 1 日以来涨幅排名靠前标的（截至 2021.2.25）

证券代码	证券简称	涨幅（%）	股价	市值（亿元）	PE(TTM)	PB(MRQ)
000488.SZ	晨鸣纸业	62.24	11.73	276.41	21.02	1.96
600567.SH	山鹰国际	30.36	3.95	181.53	17.78	1.23
002846.SZ	英联股份	26.83	16.83	33.48	43.14	4.31
603848.SH	好太太	25.00	14.05	56.34	22.04	3.71
603801.SH	志邦家居	21.03	47.59	106.28	26.89	5.31
002078.SZ	太阳纸业	19.09	18.84	494.49	23.83	3.21
002345.SZ	潮宏基	17.17	4.30	38.93	-106.23	1.15
002117.SZ	东港股份	14.91	8.17	44.58	26.87	2.89
002701.SZ	奥瑞金	14.52	4.97	120.09	17.07	2.07
600612.SH	老凤祥	14.45	52.20	205.39	18.52	3.57
600337.SH	美克家居	14.39	6.28	102.26	76.02	2.44
600963.SH	岳阳林纸	14.38	5.41	97.65	20.95	1.15
002803.SZ	吉宏股份	13.87	34.72	131.38	24.90	7.61
603008.SH	喜临门	13.60	20.80	80.58	29.51	2.87
600210.SH	紫江企业	13.08	5.10	77.35	14.64	1.54

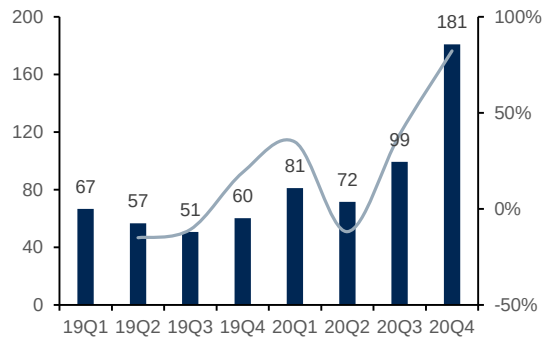
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

公募基金持仓占比环比改善

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。

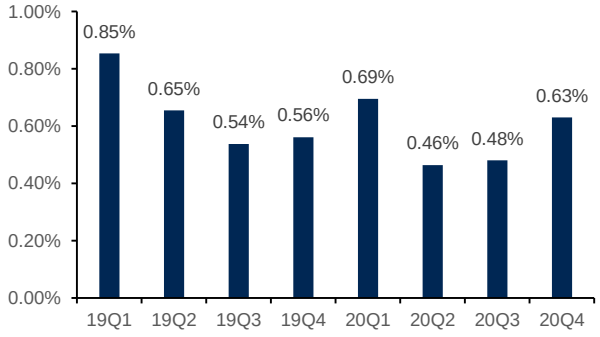
截至 2020 年四季度末，公募基金前十大重仓股中轻工行业持仓市值为 181 亿，占公募基金前十大重仓股总市值比例为 0.63%，较 2020 三季度末增长了 0.15%。

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 5：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	19Q1	19Q2	19Q3	19Q4	20Q1	20Q2	20Q3	20Q4
珠宝首饰	2.29	2.30	2.05	1.22	1.73	7.33	7.55	15.54
造纸	4.38	13.04	6.67	7.71	24.17	17.62	24.61	30.87
包装印刷	18.52	9.39	1.80	5.43	8.53	7.97	9.06	21.60
家具	24.43	12.37	17.85	35.39	30.39	27.21	34.03	70.78
文娱用品	17.10	19.50	22.25	9.48	14.32	10.25	21.83	17.87
其他家用轻工	0.01	0.11	0.00	0.99	2.02	1.16	2.18	24.18

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

被重仓标的方面。2020 年四季度被公募基金持有市值前五的公司分别为欧派家居、太阳纸业、晨光文具、顾家家居、宝钢包装，被持有市值分别为 23.63、19.64、16.36、15.14、13.04 亿元。

表 6：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

2019Q1	2019Q2	2019Q3	2019Q4	2020Q1	2020Q2	2020Q3	2020Q4
晨光文具	晨光文具	晨光文具	索菲亚	中顺洁柔	中顺洁柔	晨光文具	欧派家居
索菲亚	中顺洁柔	志邦家居	顾家家居	晨光文具	索菲亚	太阳纸业	太阳纸业
劲嘉股份	劲嘉股份	索菲亚	晨光文具	尚品宅配	晨光文具	欧派家居	晨光文具
欧派家居	安妮股份	欧派家居	江山欧派	江山欧派	老凤祥	索菲亚	顾家家居
东港股份	索菲亚	江山欧派	中顺洁柔	欧派家居	博汇纸业	老凤祥	宝钢包装
大亚圣象	欧派家居	太阳纸业	欧派家居	博汇纸业	大亚圣象	裕同科技	惠达卫浴
安妮股份	吉宏股份	岳阳林纸	太阳纸业	姚记科技	欧派家居	大亚圣象	公牛集团
中顺洁柔	太阳纸业	老凤祥	集友股份	索菲亚	江山欧派	顾家家居	大亚圣象
志邦家居	老凤祥	中顺洁柔	奥瑞金	顾家家居	裕同科技	中顺洁柔	周大生
老凤祥	浙江永强	顾家家居	大亚圣象	劲嘉股份	顾家家居	博汇纸业	裕同科技
海伦钢琴	尚品宅配	奥瑞金	山鹰国际	大亚圣象	集友股份	吉宏股份	盛新锂能
尚品宅配	大亚圣象	裕同科技	老凤祥	集友股份	晨鸣纸业	江山欧派	中顺洁柔
裕同科技	奥瑞金	周大生	瑞贝卡	裕同科技	吉宏股份	姚记科技	老凤祥
周大生	顾家家居	荣晟环保	岳阳林纸	太阳纸业	姚记科技	公牛集团	志邦家居
美克家居	松炀资源	吉宏股份	吉宏股份	公牛集团	公牛集团	岳阳林纸	索菲亚
集友股份	永艺股份	创源股份	喜临门	岳阳林纸	太阳纸业	周大生	江山欧派
奥瑞金	集友股份	尚品宅配	裕同科技	齐心集团	金陵体育	宝钢包装	博汇纸业
永新股份	周大生	大亚圣象	齐心集团	老凤祥	周大生	金陵体育	梦百合
岳阳林纸	晨鸣纸业	美克家居	姚记科技	吉宏股份	齐心集团	飞亚达	岳阳林纸
合兴包装	齐心集团	喜临门	周大生	周大生	金牌厨柜	乐歌股份	喜临门

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理
注：从上到下被持有市值依次下降

行业重要公告

港股通相关：2 月 26 日晚间，恒生指数公司发布截至 2020 年 12 月 31 日的恒生指数系列季度检讨结果，变动将于今年 3 月 15 日生效。港股通定期调整也将跟随本次恒生指数调整进行。恒生指数系列的调整将带来被动资金的流入。此外，根据历史数据，新晋港股通标的历史上取得稳定超额收益，相对收益主要是围绕正式生效日前后演绎。尤其是重大新股上市并入通，将具有超额收益高、波动大的特征。在即将新纳入恒生综合指数的标的中包含的轻工标的为蓝月亮。

顾家家居：1）2020 年 9 月至 2021 年 2 月 23 日,顾家家居股份有限公司及其下属公司累计收到与收益相关的政府补助资金人民币 12,822.51 万元。2）2021-01-26，百年人寿保险股份有限公司自有资金减持 454.72 万股公司股份:其中通过大宗交易系统减持 454.72 万股公司股份。截至 2021-01-28，持有股份数量为 3161.44 万股，占流通股份总数比例为 5.08%。

中顺洁柔: 2021 年 1 月 27 日、29 日、30 日分别回购 200.94、629.70、651.15、万股；回购金额分别为 4821.87、14954.43、15455.05 万元。

劲嘉股份：深圳市劲嘉创业投资有限公司于 2021-02-23 将持有的 570 万股流通股股票质押给浙商银行股份有限公司深圳分行。深圳市劲嘉创业投资有限公司持股总数为 46308.9709 万股，新增质押前深圳市劲嘉创业投资有限公司已质押股份数占其持有总股份 81.28%，本次质押后累计质押比为 82.51%。

山鹰国际：1）2021-02-18，福建泰盛实业有限公司将 2017-11-28 质押给中信证券股份有限公司的 5000 万股股票解押。2）2020-09-14 披露的增发预案停止实施。该预案增发目的为项目融资，非公开发行不超过 137866.3756 万股，拟募集资金 50 亿元。

岳阳林纸：1）岳阳林纸全资子公司诚通凯胜生态建设有限公司(以下简称“诚通凯胜生态”)于 2021 年 2 月 8 日收到宁波市奉化区惠诚开发建设有限公司签发的《宁波市奉化区公共资源交易平台中标通知书》。2）2020 年 12 月 30 日，公司发布了《岳阳林纸股份有限公司关于全资子公司诚通凯胜生态中标镇海区海岸带生态修复及海塘安澜(一期)工程设计施工总承包(EPC)的公告》，确认浙

江广川工程咨询有限公司(联合体牵头单位)和公司全资子公司诚通凯胜生态建设有限公司(以下简称“诚通凯胜生态”)组成的联合体为镇海区海岸带生态修复及海塘安澜(一期)工程设计施工总承包(EPC)中标单位。中标价约 7.63 亿元。3）浙江广川工程咨询有限公司,诚通凯胜生态与宁波市镇海雄镇建设投资有限公司签署了《镇海区海岸带生态修复及海塘安澜(一期)工程设计施工总承包(EPC)合同》。

王子新材：深圳王子新材料股份有限公司拟筹划通过发行股份及支付现金的方式购买深圳市富华光电技术有限公司现有股东持有的富华光电 100%股权，通过发行股份及支付现金的方式购买公司控股子公司武汉中电华瑞科技发展有限公司除公司外现有其他股东持有的中电华瑞剩余 49%股权。因有关事项尚存不确定性，为了维护投资者利益，避免对公司股价造成重大影响，根据深圳证券交易所的相关规定，经公司申请，公司证券自 2021 年 2 月 5 日开市时起开始停牌。

晨鸣纸业：山东晨鸣纸业集团股份有限公司全资下属公司青岛晨鸣弄海融资租赁有限公司于近日收到青岛市崂山区招商投资促进中心拨付的产业扶持资金共计人民币 1,459.00 万元,目前该笔资金已经全部到位。

我乐家居：拟授予的限制性股票数量为 630 万股，占本激励计划签署时公司股本总额 31,654.4550 万股的 1.99%。其中，首次授予 566 万股，占本次限制性股票授予总量的 90%，占本激励计划签署时公司股本总额的 1.79%；预留 63 万股，占本次限制性股票授予总量的 10%，占本激励计划签署时公司股本总额的 0.20%。本激励计划限制性股票的授予价格为 5.09 元/股。激励计划有效期为限制性股票授予之日起至所有限制性股票解除限售或回购注销完毕之日止，最长不超过 60 个月。

喜临门：公司于 2021 年 1 月 26 日收到通知，晟喜华视已完成工商变更登记手续并领取营业执照。本次出售影视子公司晟喜华视控股权，对公司资产结构进行合理调整，有利于进一步聚焦家具主业，符合公司长期战略规划。

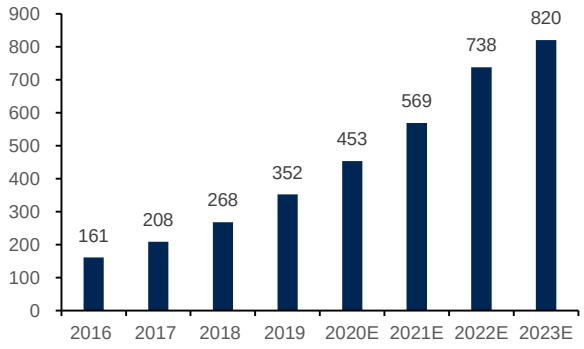
电子烟：景气依旧，看好代工和品牌龙头

电子烟作为新消费经济的重要赛道之一，受到了资本市场的高度关注。我们认为当前电子烟行业已进入加速渗透的重要阶段，未来一段时间内行业有望保持较高增速。中游代工和下游品牌商龙头均有望享受行业快速成长的β和公司自身竞争优势的α。

从长期来看，雾化电子烟渗透率有望逐步提升。无论是作为减害的替烟产品或是全新的娱乐消费品，新型烟草都具备广阔的发展前景。据 CIC 统计，2019 年全球烟草减害品市场规模约 631 亿美元，预计 2020-2023 年复合增速为 17.4%；其中电子烟 2019 年市场规模 352 亿美元，2020-2023 年复合增速为 21.9%。

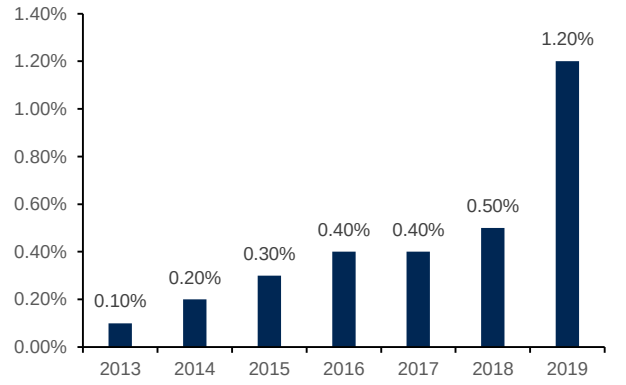
中国市场方面，2019 年中国电子烟市场规模 15 亿美元，预计 2020-2023 年复合增速为 65.3%。国内电子烟市场于 2019 年爆发，整体渗透率大幅提高。各品牌商在品牌营销，渠道建设方面均开始发力。但整体而言，当前中国电子烟渗透率仍然极低，2019 年渗透率仅为 1.2%。随着公众认知程度的不断深化、产品体验的持续改良，电子烟有望在未来几年迎来黄金发展期。

图 11：电子烟市场规模（亿美元）



资料来源：雾芯科技招股说明书，国信证券经济研究所整理

图 12：中国电子烟渗透率



资料来源：雾芯科技招股说明书，国信证券经济研究所整理

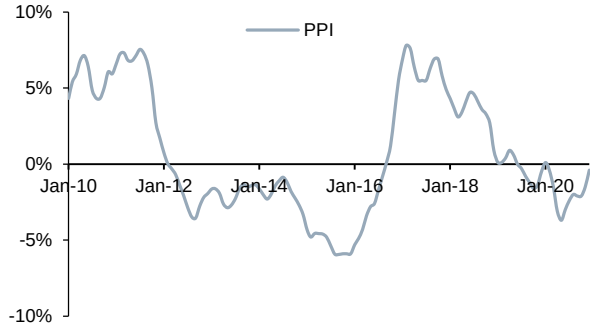
从短期来看，下游品牌商跑马圈地或带动国内电子烟市场加速繁荣。自 2019 年 11 月国内禁止电子烟线上售卖后，各电子烟品牌商即开始谋划线下渠道布局。2020 上半年受疫情影响线下扩张进展较慢，但 2020 年三季度开始各品牌线下扩店均开始加速。龙头品牌悦刻近期更是于美股上市，以进一步巩固、提升其品牌形象，同时为其新品研发迭代、线下门店扩张注入充足资金。我们认为，雾化电子烟的产品认知度和渗透率有望在以悦刻为代表的头部品牌提速扩张的带领下持续提升，进而带动产业链上下游进入加速发展的黄金时期。

造纸：交易复苏，预计行情未完待续

2020 年二季度以来我国疫情逐步得到控制，各行业生产经营恢复正常。由于海外疫情防控形势严峻，复工复产较为困难，全球各个国家和地区对中国产品的需求激增，叠加各国“宽货币+强财政”刺激对总需求的拉动，我国 PPI 自 2020 年 6 月以来不断改善，出口额同比增速持续攀升。在宏观周期景气向上的环境中，造纸中的箱板、瓦楞、白卡、白板纸等与社会商贸流通和出口密切相关的纸种价格大幅改善。

在复苏交易的早期，市场更多关注相应标的业绩和股价弹性。随着成品纸和原材料价差扩大，当前各纸企吨纸盈利已运行至历史高位附近。我们认为，造纸板块的行情很可能仍未结束；在吨纸净利和板块内标的前期股价已经出现较大涨幅的情况下，股价或已在很大程度上定价了盈利扩张的预期。当前阶段的配置思路，考虑更加均衡的组合配置。建议在调整结束后加配有能力持续扩张产能、同时在产业链一体化方面有较大提升空间的行业龙头。

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

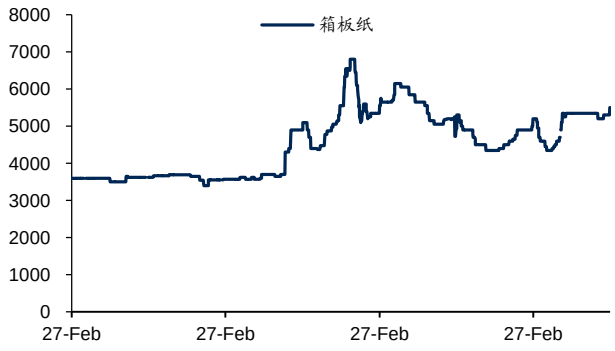
成品纸：包装纸文化纸价均有所上行

箱板纸维持涨势。2 月 22 日，玖龙纸业落实节前涨价函的同时临时追涨，调整至涨幅区间为 200-350 元/吨，中小型纸企积极响应，市场价格全面上调。随着纸企陆续复产复工，市场逐渐回暖，需求预期相应增加，当前市场多以消化涨幅为主，局部地区存在补涨现象。价格方面：截至 2 月 18 日，国内箱板纸含税出厂参考价为：东莞玖龙-地龙 160g-220g 报 4810 元/吨，广东理文-Q 级 170g 报 4360 元/吨，泉州玖龙-地龙 130g/140g 报 4800 元/吨，太仓玖龙-地龙 140g 报 4700 元/吨，浙江山鹰-红杉 130g/140g 报 4850 元/吨。

瓦楞纸市场主体维稳，个别小幅提涨。截至 2 月 18 日，120g 高瓦价格指数为 3860 元/吨。春节期间中小型纸厂多停机放假，大型纸厂方面部分机台停机，整体开工率相对往年较高。山鹰纸业于 2 月 17 日发布节后第一张涨价函，宣布瓦楞纸提价 100 元/吨。玖龙纸业多个纸厂于节前宣布计划 22 日提涨瓦楞纸价格 100 元/吨。其他纸厂普遍表示目前库存低位，需求随之回暖，看好 3-4 月份旺季行情，均有跟涨打算。

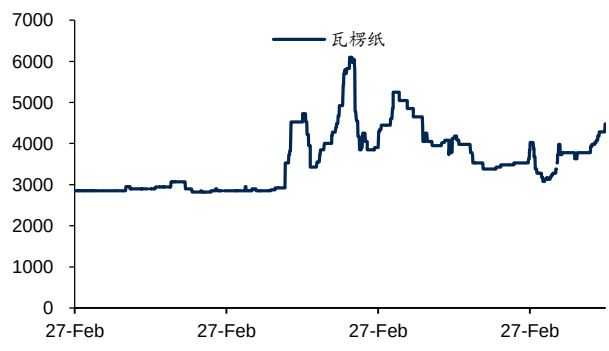
我们认为，在经济复苏的需求拉动和原材料价格上涨的成本推动作用下，未来包装纸价格有望维持上行趋势。

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

白卡纸和白板纸上行幅度较大。白卡纸自 2020 年 6 月低点以来涨幅超 50%，白板纸亦上涨约 30%。近半年白卡纸和白板纸价格上涨既有下游需求逐步恢复的原因，又有废纸、木浆价格上行的原因。

白卡纸市场大幅上涨。截至 2 月 18 日，白卡纸价格指数为 8750 元/吨，环比提涨 6.56%。纸厂 2 月初执行新单价格 8000-8300 元/吨附近，并同时宣布 3 月

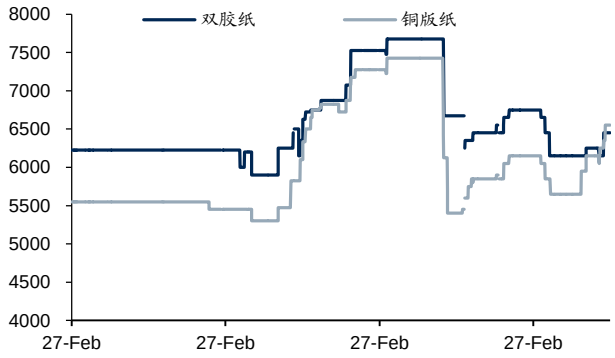
份订单价格继续提涨 500 元/吨。春节后，随着造纸行业传统金三银四的临近，下游备货旺盛，整体市场供应紧张局面延续，个别中低端纸种排队现象严重。纸厂方面今日起陆续开始签订新单，新单报价提涨 500-1000 元/吨不等。贸易商近期亦根据市场需求情况不断提涨价格。

白板纸价格高位上行。国内白板纸市场主流成交价格：250g 灰底白板纸价格指数 5525 元/吨，较上周同期上涨。本周市场业者陆续返市，市场价格稳中上扬，白板纸市场迎来普涨 200 元/吨。节后废纸价格持续上涨，下游补仓支撑，白板纸价格落实较为顺利。

展望后市，我们认为在经济仍处复苏区间、原材料成本持续上涨等情况下，未来白板纸和白卡纸仍有望维持涨势。

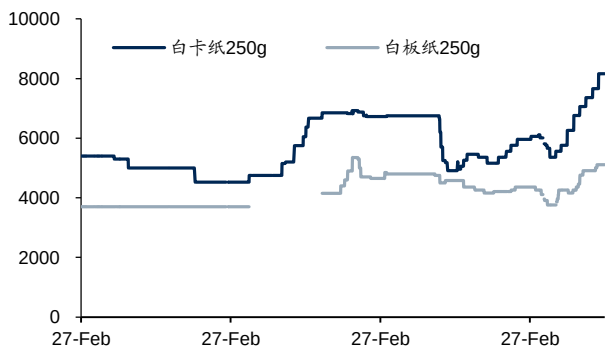
文化纸近月价格上行。受木浆价格上涨影响，近月文化纸价格均有所上行。

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）

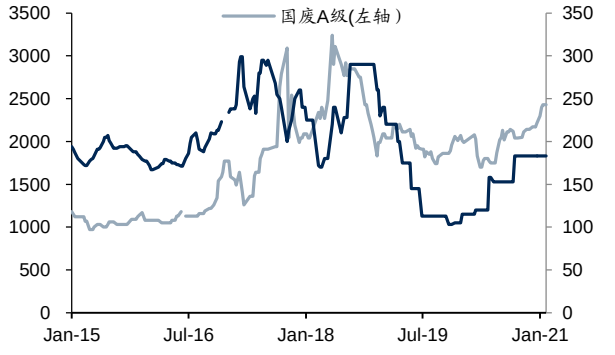


资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

原材料：废纸维持涨势，木浆价格大幅上行

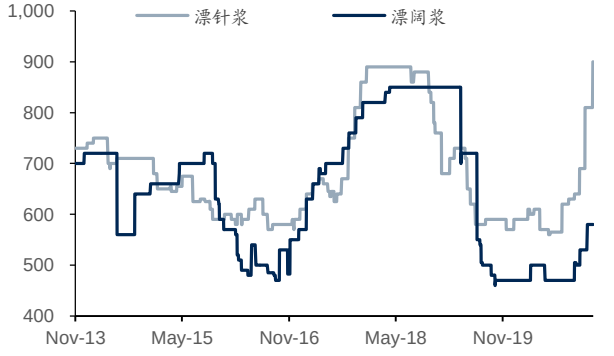
废纸和木浆价格自 2020 年 6 月以来随整体经济复苏步入上行区间。木浆价格自 2019 年初以来已经在底部运行了近两年时间。木浆行业产能利用率持续位于低位，故木浆价格在下游需求上行导致的供不应求格局中表现出极强的弹性。纸浆期货指数自 8 月低点至今上涨约 69.4%，近一个月上涨 18.8%。我们认为，在全球强财政刺激带来的高需求弹性和宽松的货币环境中，废纸、木浆等原材料价格仍有进一步上涨空间。

图 19：国废黄板纸和美废 11#价格（元/吨）



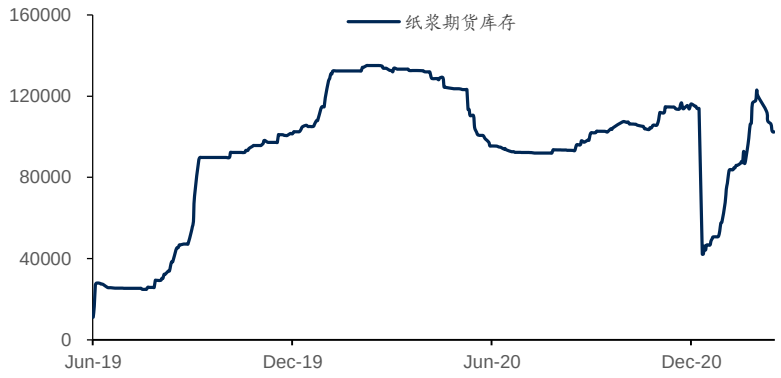
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理
注：国废价格单位为元/吨，美废价格单位为美元/吨

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）



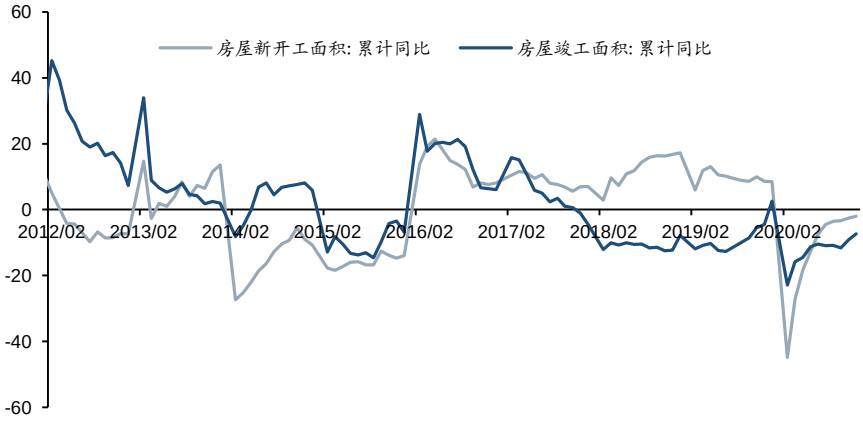
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

综上，我们认为，后疫情时代全球主要国家短期内退出刺激政策的可能性较小。在全球经济共振复苏的大背景下，对各类包装用纸旺盛的需求有望推动行业景气度持续上行。成本端废纸和木浆价格上行对包装纸企业盈利影响较小，甚至一定程度上能够提升这类企业的盈利水平。无论从行业格局还是历史经验角度来看，中游包装纸企业均具备较强的向下游转移成本的能力。

家居：同比增速迎来高峰，复苏主线受益

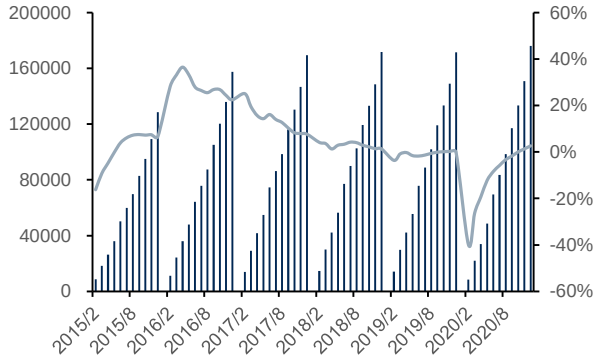
从销售和开工数据来看，地产行业逐步恢复平稳，有望带动家居行业需求恢复正常。从开工、竣工端来看，2020 年累计新开工面积和竣工面积已恢复至接近上年同期水平。2020 年商品房累计销售面积为 176086 万平方米，同比增长 2.60%；住宅商品房累计销售面积为 154878 万平方米，同比增长 3.20%。展望后市，受国家政策调控因素等影响，未来地产行业整体增速大概率维持较低水平，同时不排除负增长可能性。因此，家居行业也大概率随之步入存量市场。

图 22：房屋开工与竣工面积增速（%）



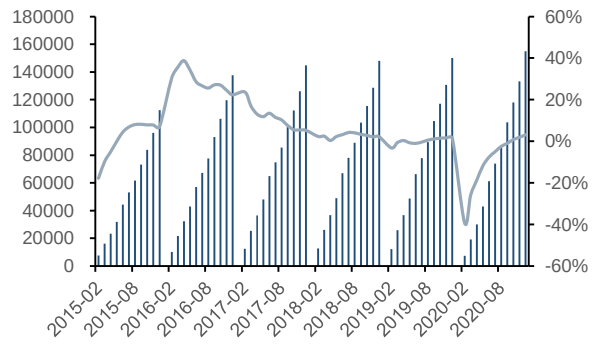
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

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（万平米）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

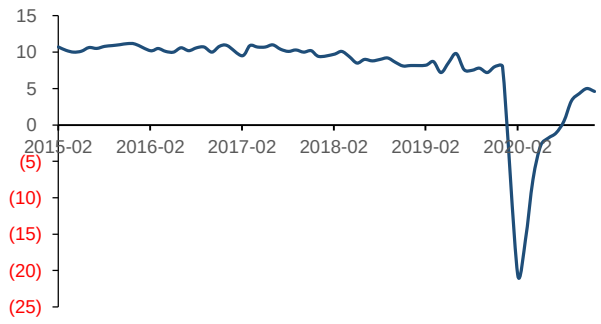
包装：利润率或受纸价上涨压制

需求恢复良好，利润率或受上游压制

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 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%。

从成本端来看，由于包装行业企业规模普遍较小，大多数产品附加值较低，在纸价上涨时向下游转移成本的能力较弱。因此我们认为，这一轮纸价的上行或将在一定程度上压制包装企业的利润率。

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（%）



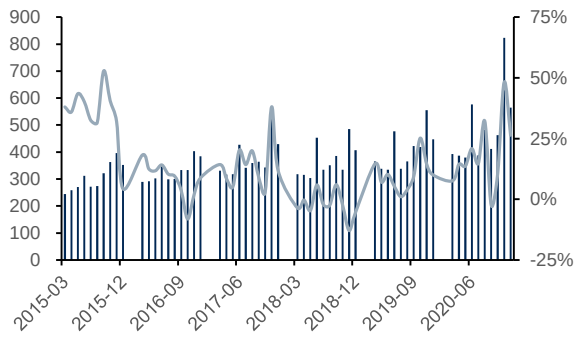
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

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；和通过产能扩张维持中长期成长，产业链一体化提升整体盈利能力的龙头纸企玖龙纸业、太阳纸业。建议关注雾芯科技。

表 7：重点覆盖公司估值表（截至 2021.2.27）

证券代码	证券简称	股价（元）	市值（亿元）	EPS（元/股）			PE		
				2020E	2021E	2022E	2020E	2021E	2022E
2689.HK	玖龙纸业	10.45	465.41	*0.89	*1.66	*2.12	*11.74	*6.29	*4.93
2314.HK	理文造纸	6.00	239.56	0.52	0.56	0.55	11.54	10.71	10.91
1044.HK	恒安国际	44.81	547.67	3.88	4.18	4.45	11.55	10.72	10.07
3331.HK	维达国际	19.32	245.77	1.28	1.37	1.48	15.09	14.10	13.05
1999.HK	敏华控股	14.19	545.94	0.41	0.51	0.63	34.60	27.82	22.52
6969.HK	思摩尔国际	52.53	3,514.53	*0.59	*0.89	*1.18	*89.04	*59.02	*44.52
6993.HK	蓝月亮	13.20	857.53	0.20	0.27	0.36	66.01	48.89	36.67
002511.SZ	中顺洁柔	21.33	315.99	*0.69	*0.98	*1.10	*30.91	*21.77	*19.39
603195.SH	公牛集团	189.03	1,363.87	*4.05	*5.64	*6.81	*46.67	*33.52	*27.76
603899.SH	晨光文具	77.65	894.97	*1.32	*1.79	*2.09	*58.83	*43.38	*37.15
603833.SH	欧派家居	151.53	804.97	3.54	5.6	7.06	42.81	27.06	21.46
002078.SZ	太阳纸业	17.65	433.41	*0.73	*0.96	*1.07	*24.18	*18.39	*16.50

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 2020 年 EPS 为真实值

风险提示

宏观环境发生变化，影响当前定价体系；
前期热门板块出现资金负反馈对股价形成持续冲击。

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 ±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 ±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