

国投证券研究报告 2024年4月21日

# 2024W16 国投证券消费 一周看图

家电|餐饮|医药|轻工|纺服

## 文化纸龙头 为何强者恒强？

分析师

李奕臻 S1450520020001

赵国防 S1450521120008

韩星雨 S1450522080002

陈伟浩 S1450523050002

贺鑫 S1450522110001

胡家东 S1450523070001

王尧 S1450523110002

陆偲聪 S1450522100001

马帅 S1450518120001

罗乾生 S1450522010002

余昆 S1450521070002

杨小天 S1450524040003

冯俊曦 S1450520010002

连国强 S1450523020002

王玲瑶 S1450523070003

李奔 S1450523110001

联系人

侯雅楠、万雨萌、都春竹

# 深度布局林浆纸一体化，精益生产盈利壁垒深厚



## 📖 轻工行业首席分析师罗乾生：

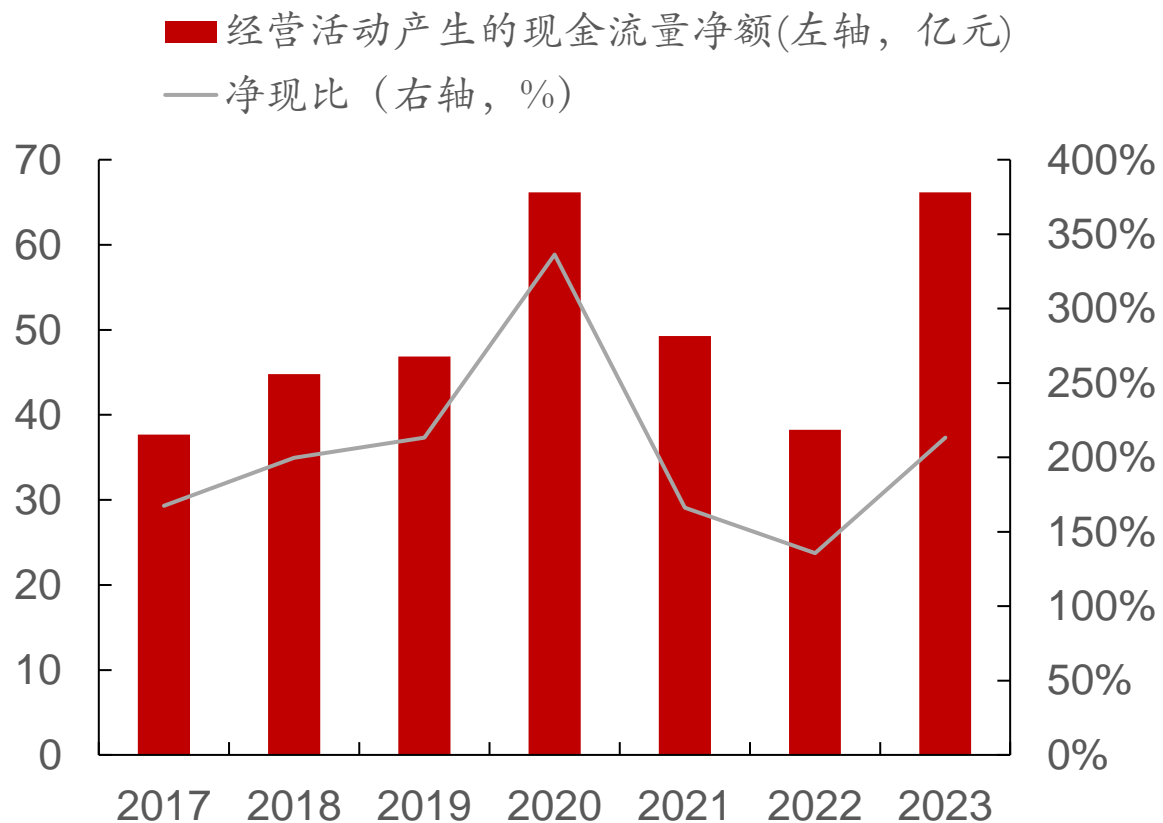
太阳纸业为最大造纸龙头之一，现金流充裕，产业布局领先，资本开支/折旧摊销保持行业高位，**成长性**突出。公司**成本管控能力**优异：1) 布局林、浆产能，迭代模式持续壮大老挝基地，形成原材料成本优势；2) 逆周期扩张，吨折旧具备明显优势；3) 精益生产提质增效费用管控良好。2024年3月以来，供给扰动催化浆价持续上涨，欧美需求走强，预计短期浆价行情延续，推荐浆纸一体化龙头**太阳纸业**。

造纸行业评级：领先大市-A

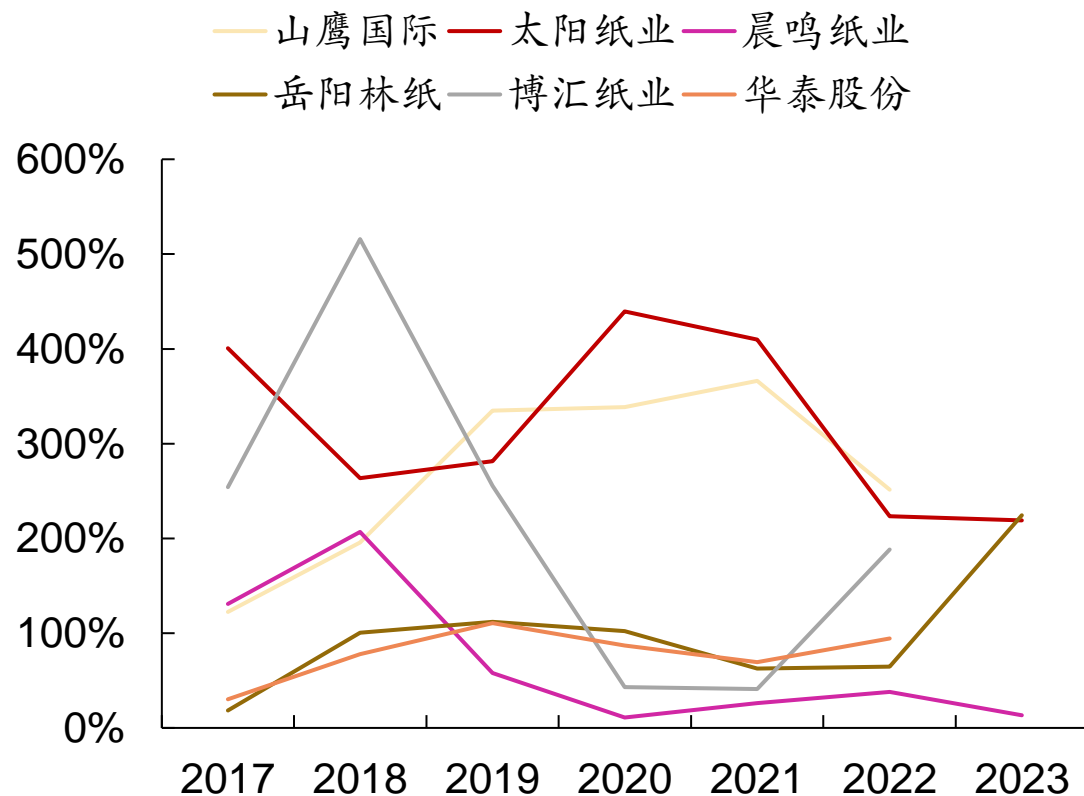
风险提示：下游需求低于预期风险、原材料价格大幅波动风险

# 成长性：现金流充裕支撑持续扩张，行业扩张放缓龙头加速整合

## 太阳纸业现金流及净现比（亿元、%）

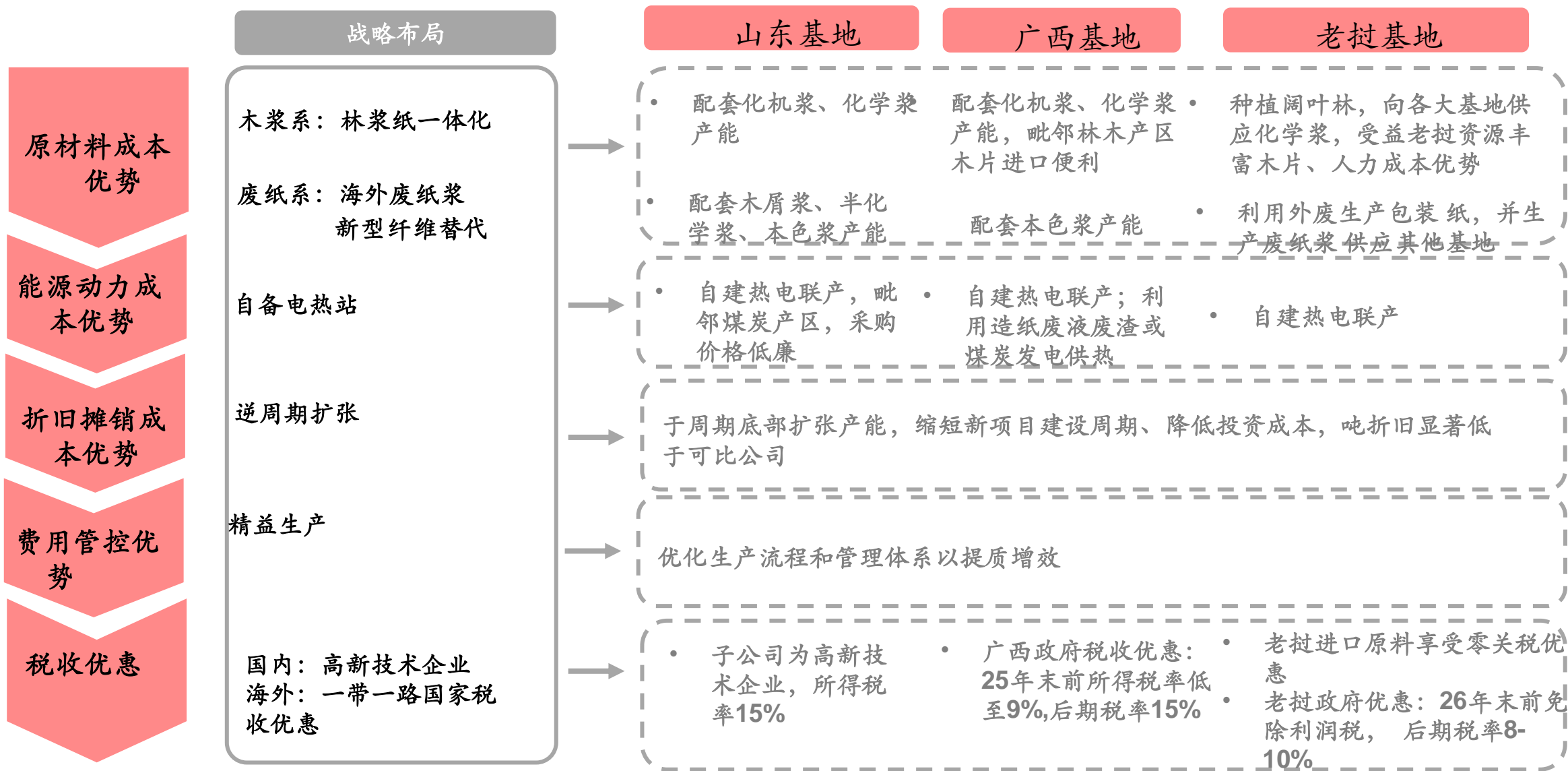


## 各龙头资本开支/折旧摊销(%)



资料来源：iFinD、国投证券研究中心

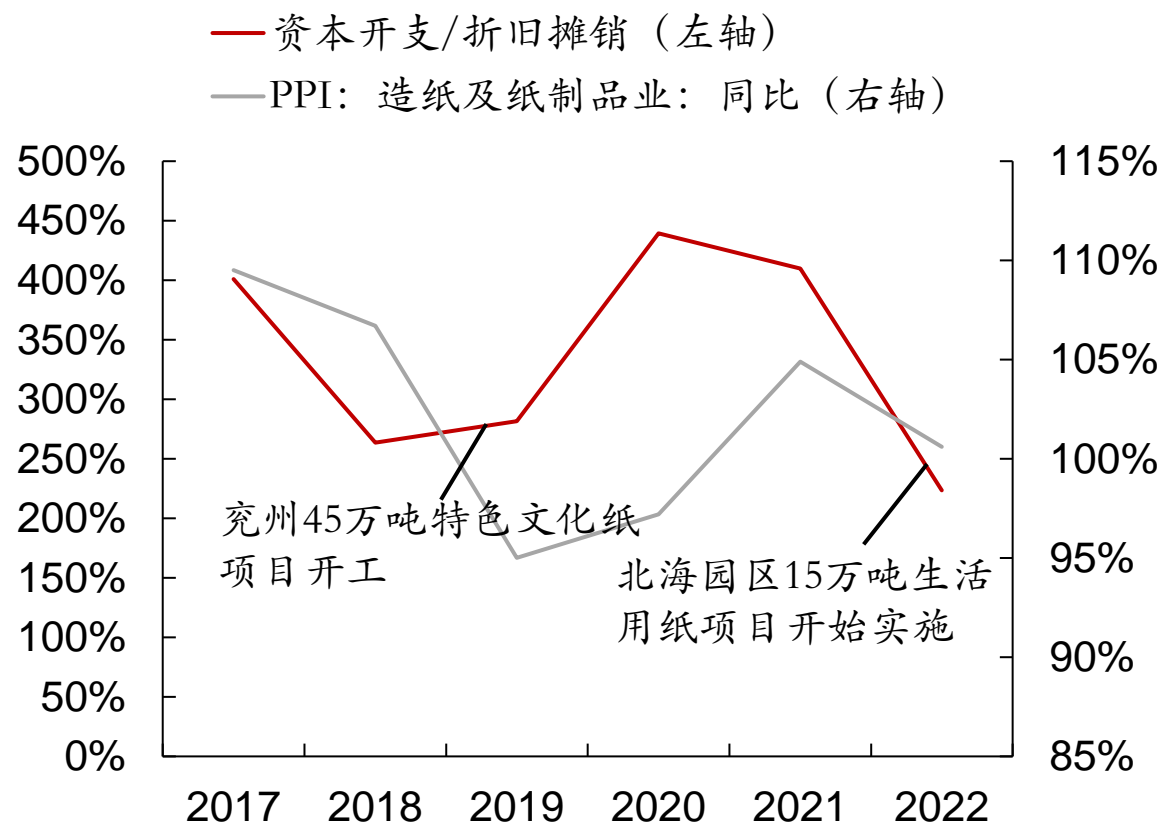
# 成本管控能力优异，21年主要产品文化纸吨成本低于其他龙头100-800元



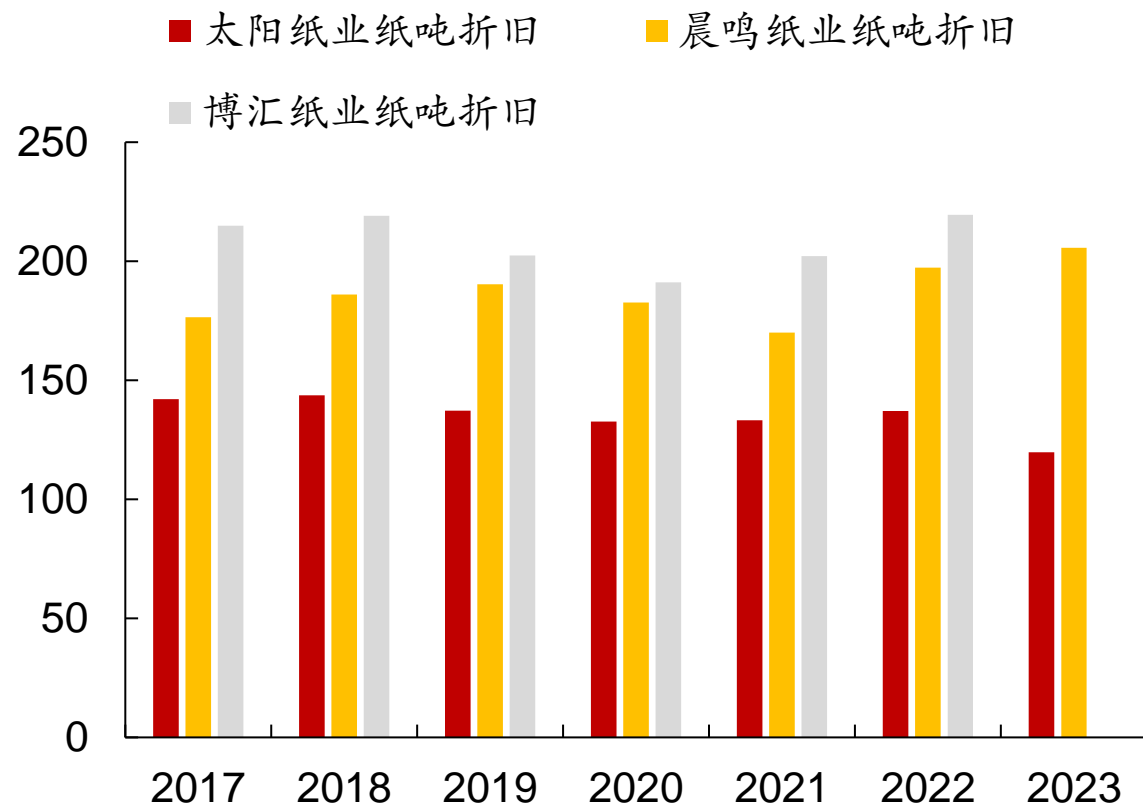
资料来源：公司公告、国投证券研究中心

# 成本优势-逆周期扩张，吨折旧低于可比公司

## 造纸PPI及太阳纸业资本开支/折旧摊销(%)



## 各龙头吨折旧比较 (元/吨)



# 深度布局林浆纸一体化，老挝基地模式不断革新

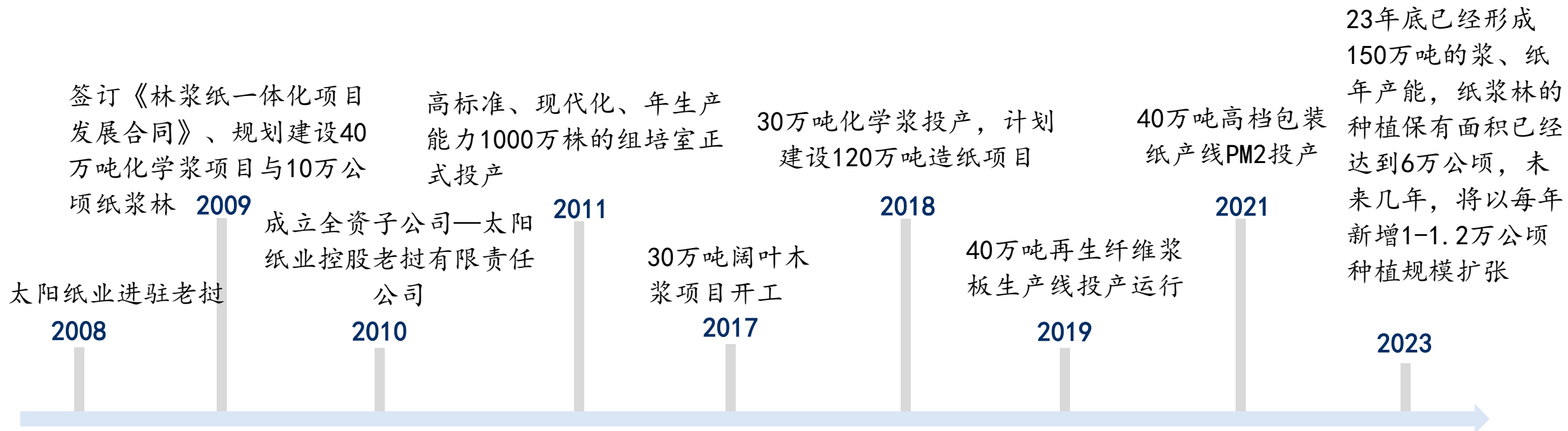
## 太阳纸业山东、老挝、广西三大基地情况

| 基地 | 定位                       | 浆、纸年产能现状 | 未来发展重点  |
|----|--------------------------|----------|---|
| 山东 | 是企业稳步成为行业领军企业之一的基石       | 约680万吨   | 将通过对生产设施优化升级，发挥技术、人力资源、企业管理等方面的优势，持续为广西、老挝基地的发展当好后盾 |
| 老挝 | 是响应国家“一带一路”倡议实施的重点战略项目   | 约150万吨   | 在推进项目的同时扩大林地建设面积，后续将实现每年新增1-1.2万公顷左右的种植计划           |
| 广西 | 北海和南宁双园区并肩发展，是可持续发展的重要枢纽 | 约180万吨   | 南宁市“525万吨林浆纸一体化技改及配套产业园项目”稳步推进；未来将在最恰当的时点连接山东、老挝基地  |

资料来源：公司公告、国投证券研究中心

# 深度布局林浆纸一体化，老挝基地模式不断革新（续）

## 太阳纸业老挝基地发展历程



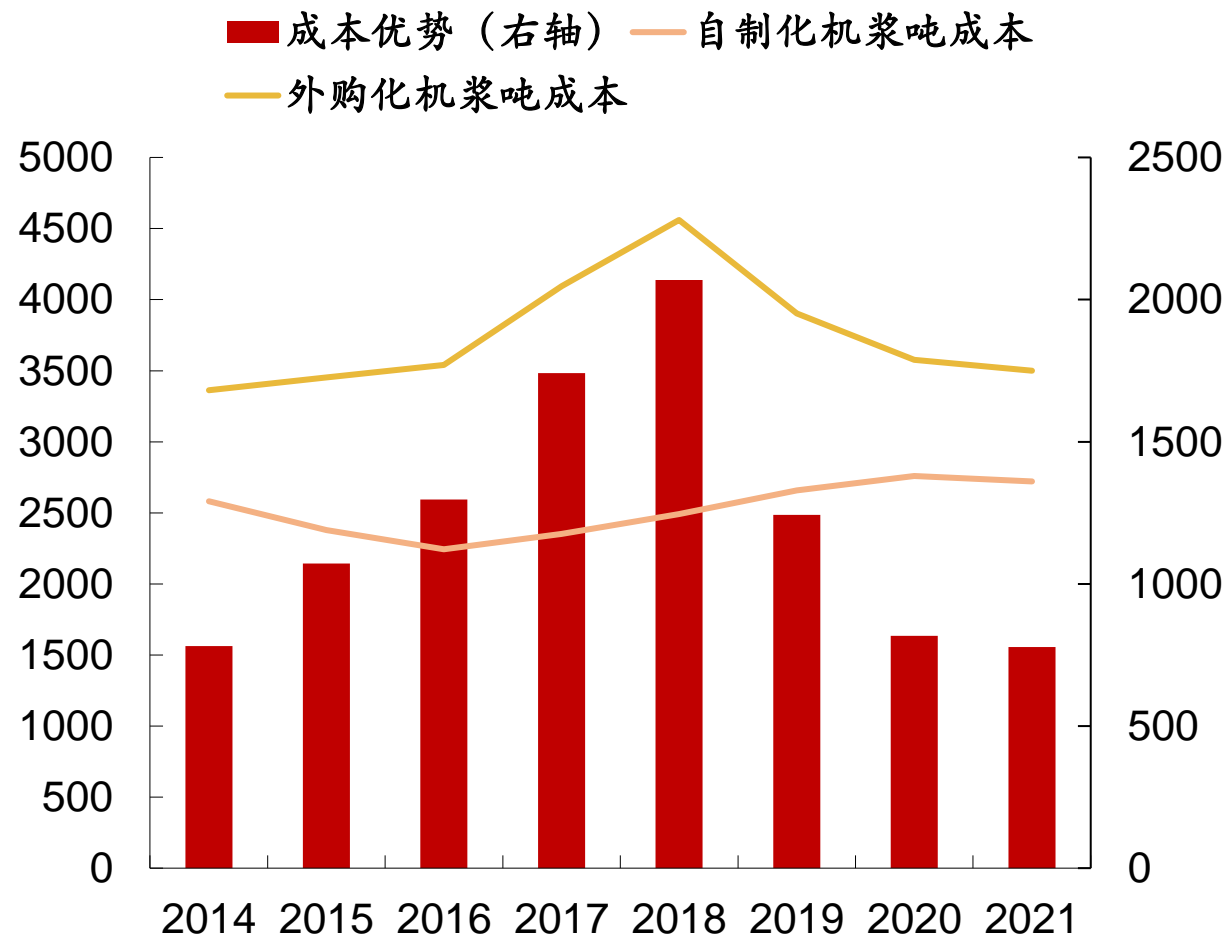
资料来源：公司公告、国投证券研究中心

# 22年木浆自给率达56%，21年自制浆成本节约22%

## 太阳纸业木浆自给率 (%)

|            | 2017 | 2018 | 2019 | 2020 | 2021 | 2022 |
|------------|------|------|------|------|------|------|
| <b>浆</b>   |      |      |      |      |      |      |
| 化机浆        | 70   | 90   | 90   | 120  | 120  | 140  |
| 化学浆        | 10   | 10   | 10   | 10   | 20   | 105  |
| 自供浆供给合计    | 80   | 100  | 100  | 130  | 140  | 245  |
| <b>成品纸</b> |      |      |      |      |      |      |
| 非涂布文化纸     | 120  | 120  | 140  | 160  | 160  | 216  |
| 铜版纸        | 80   | 80   | 80   | 80   | 80   | 80   |
| 生活用纸       | 12   | 12   | 12   | 12   | 12   | 39   |
| 淋膜原纸       | 20   | 20   | 20   | 20   | 20   | 20   |
| 木浆需求合计     | 268  | 268  | 298  | 328  | 328  | 439  |
| 木浆自给率      | 30%  | 37%  | 34%  | 40%  | 43%  | 56%  |

## 太阳纸业自制化机浆成本优势 (元/吨)



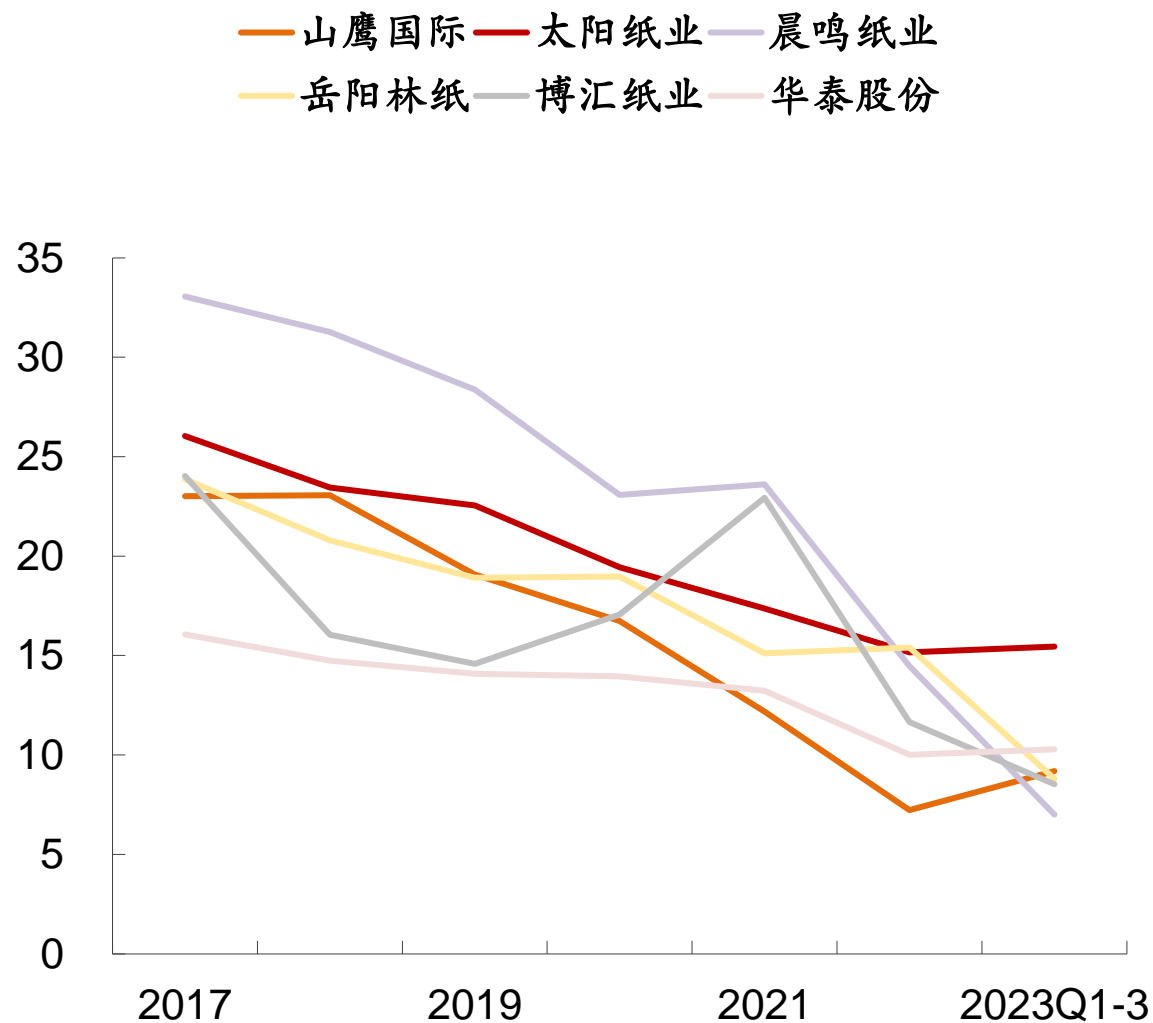
资料来源：公司公告、中纸在线、国投证券研究中心

# 浆纸品类布局全面，平抑周期波动

## 各品类产能情况(万吨/年)

|        | 2019       | 2020       | 2021       | 2022       |
|--------|------------|------------|------------|------------|
| 化机浆    | 90         | 120        | 120        | 140        |
| 化学浆    | 10         | 10         | 20         | 105        |
| 半化学浆   | 20         | 20         | 40         | 40         |
| 本色浆    | -          | -          | 20         | 20         |
| 木屑浆    | 10         | 10         | 10         | 10         |
| 废纸浆    | 40         | 40         | 40         | 40         |
| 木浆小计   | <b>170</b> | <b>200</b> | <b>250</b> | <b>355</b> |
| 溶解浆    | 80         | 80         | 80         | 80         |
| 制浆产能合计 | <b>250</b> | <b>280</b> | <b>330</b> | <b>435</b> |
| 非涂布文化纸 | 140        | 160        | 160        | 216        |
| 铜版纸    | 80         | 80         | 80         | 80         |
| 文化用纸小计 | <b>220</b> | <b>240</b> | <b>240</b> | <b>296</b> |
| 生活用纸   | 12         | 12         | 12         | 39         |
| 淋膜原纸   | 20         | 20         | 20         | 20         |
| 牛皮箱板纸  | 140        | 140        | 240        | 240        |
| 造纸合计   | <b>392</b> | <b>412</b> | <b>512</b> | <b>595</b> |

## 各造纸龙头毛利率比较 (%)



# 造纸库存处于被动去库阶段，预计Q2持续处于该阶段

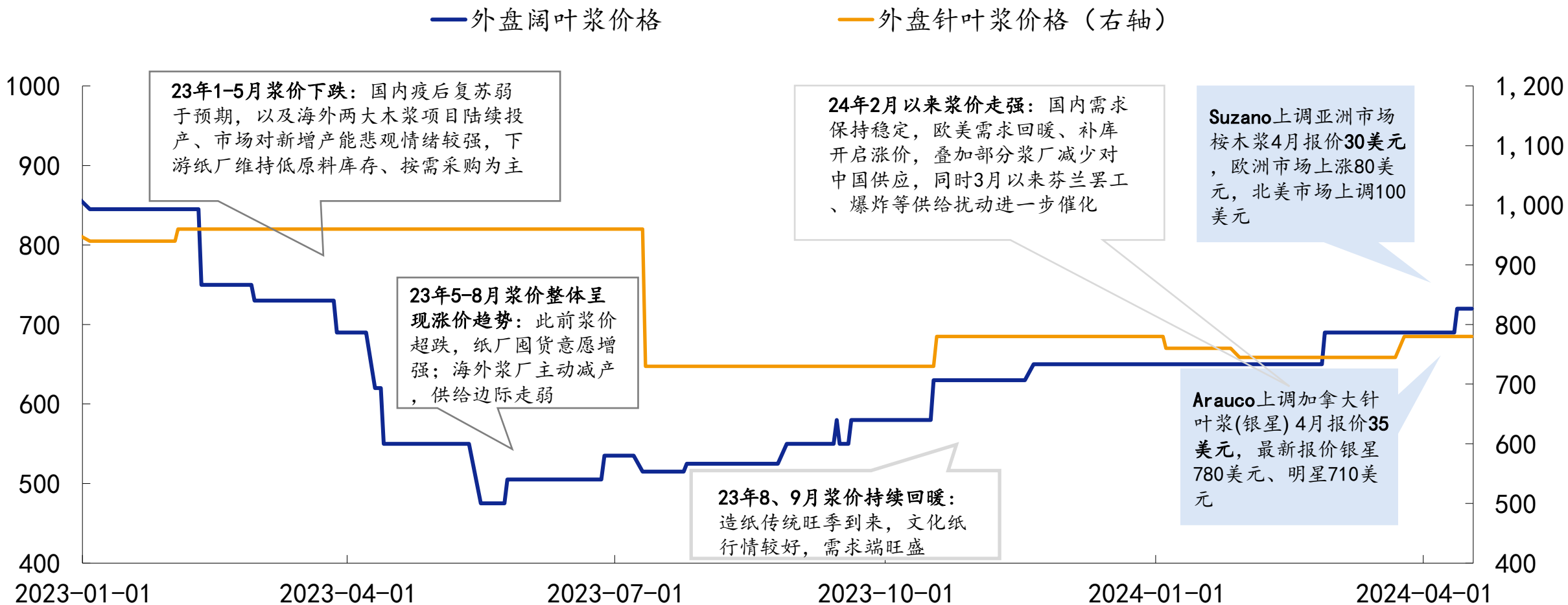
## 造纸行业总营收及存货同比增速 (%)



资料来源: Wind、国投证券研究中心

# 罢工等供应扰动频发，近期浆价上涨行情延续

## 外盘阔叶浆及外盘针叶浆价格（美元/吨）



资料来源：Wind、浆易通、国投证券研究中心

# 家电数据跟踪



李奕臻



韩星雨



余昆



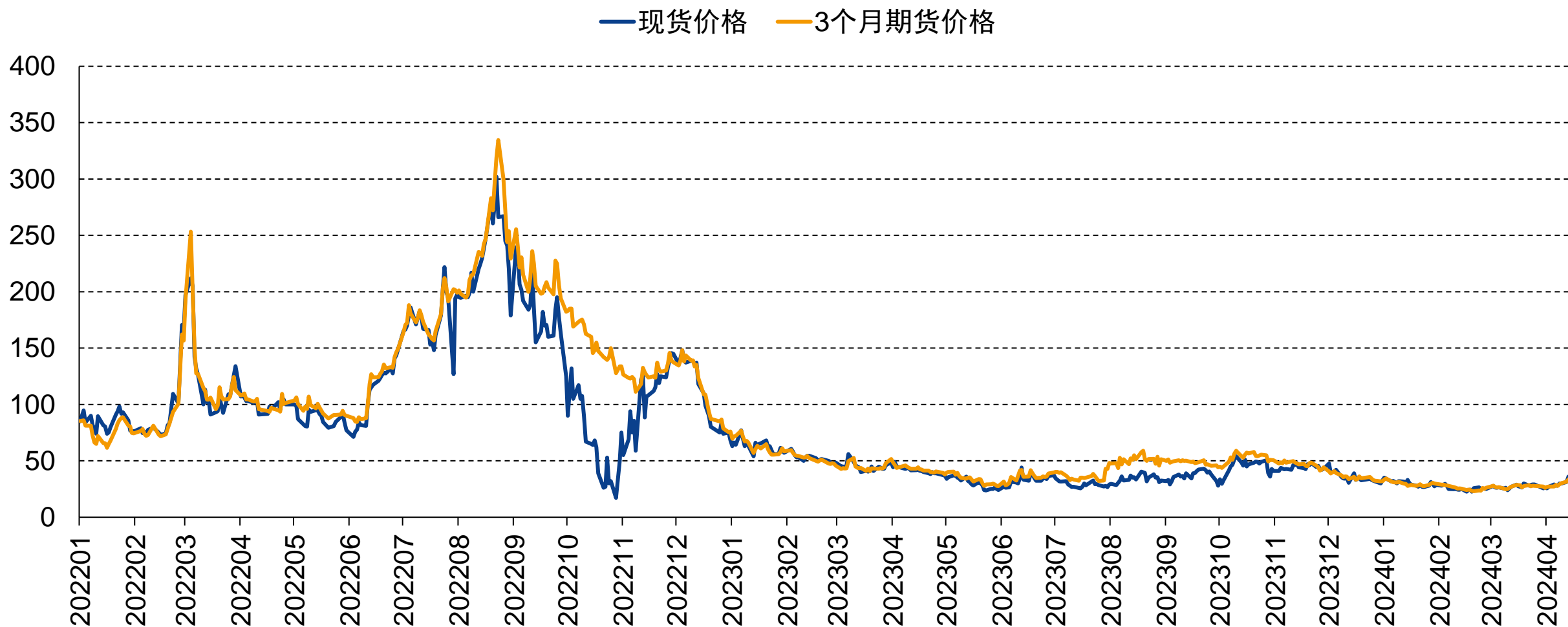
陈伟浩



杨小天

# 欧洲天然气现货价格维持低位

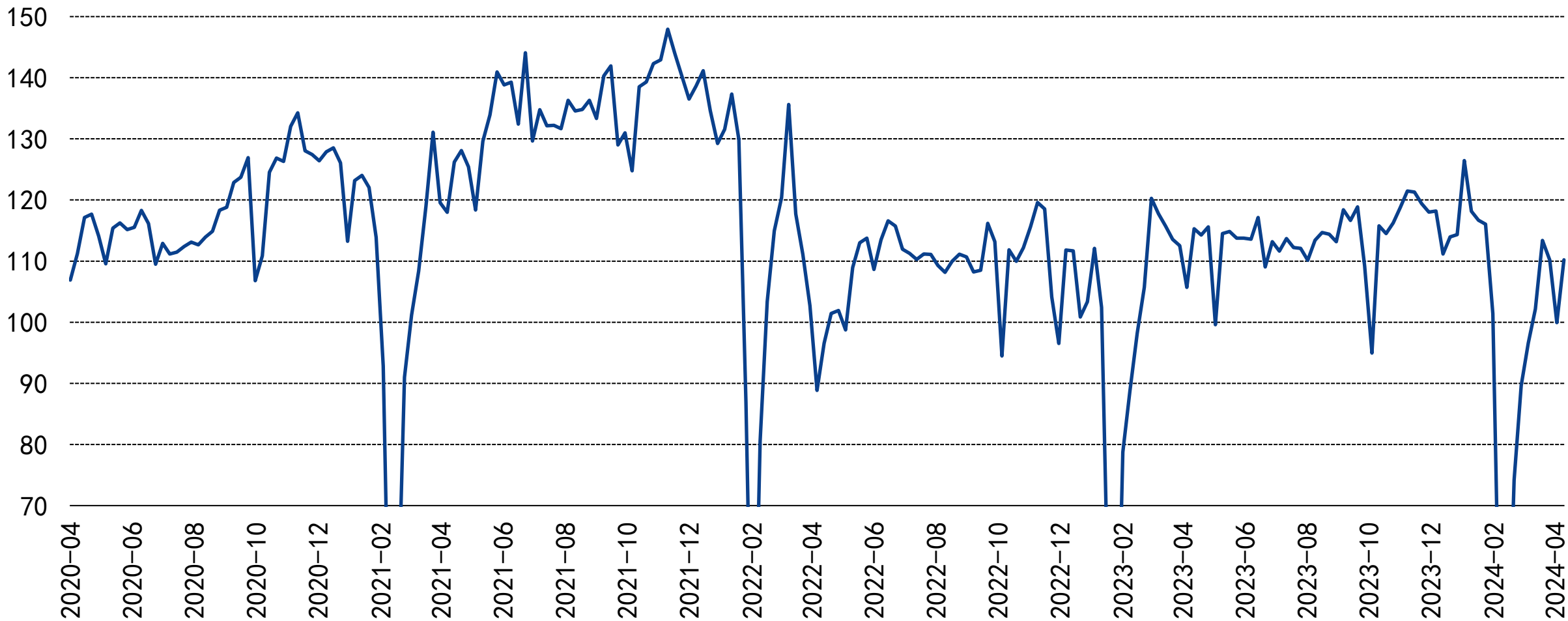
## 荷兰天然气交易中心天然气价格（欧元/兆瓦时）



资料来源：彭博、国投证券研究中心

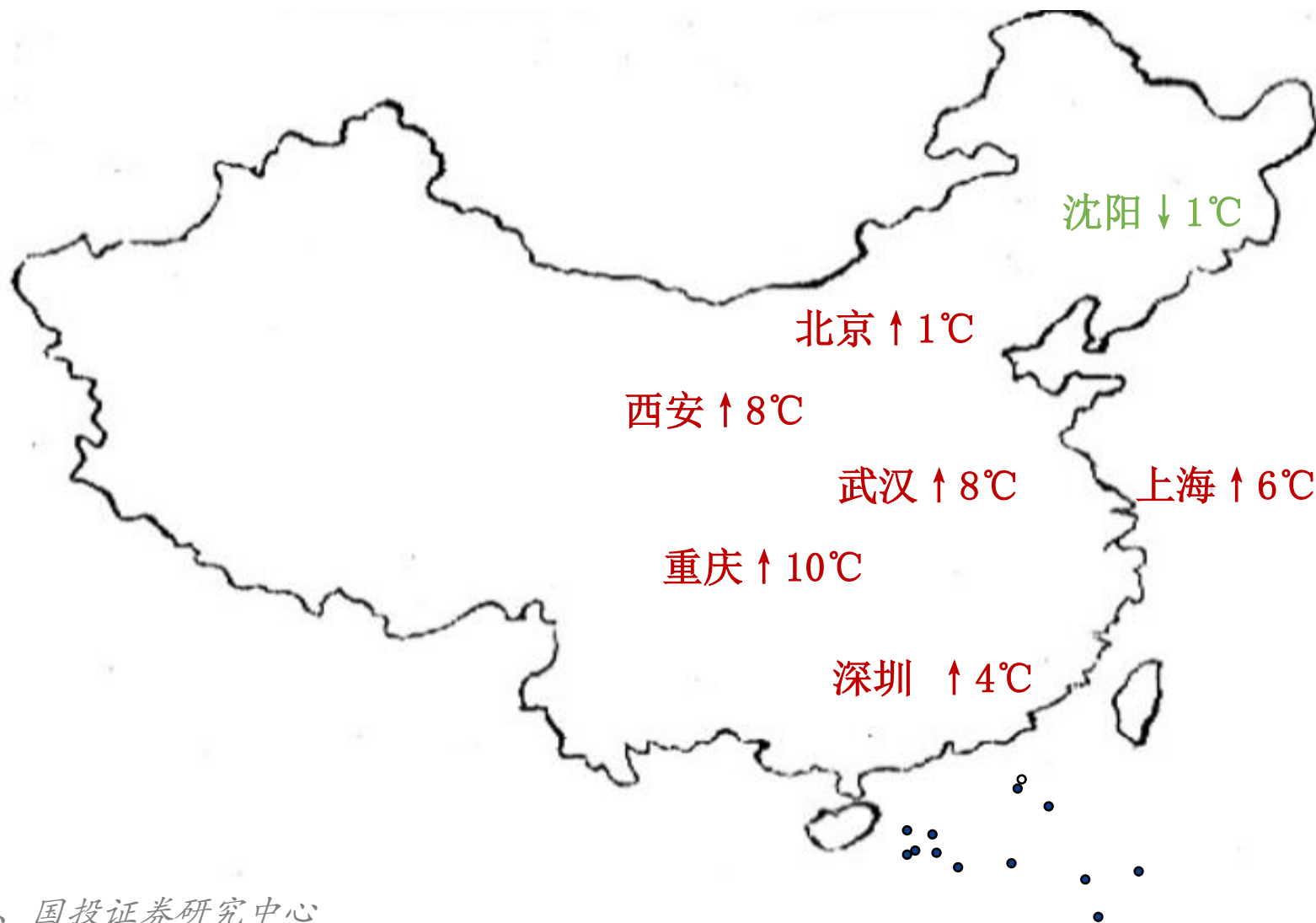
# 公路货运指标本周环比小幅回落

— 全国整车货运流量指数



资料来源：G7物联、Wind，国投证券研究中心 注：整车流量指数以2019年周均值为基准

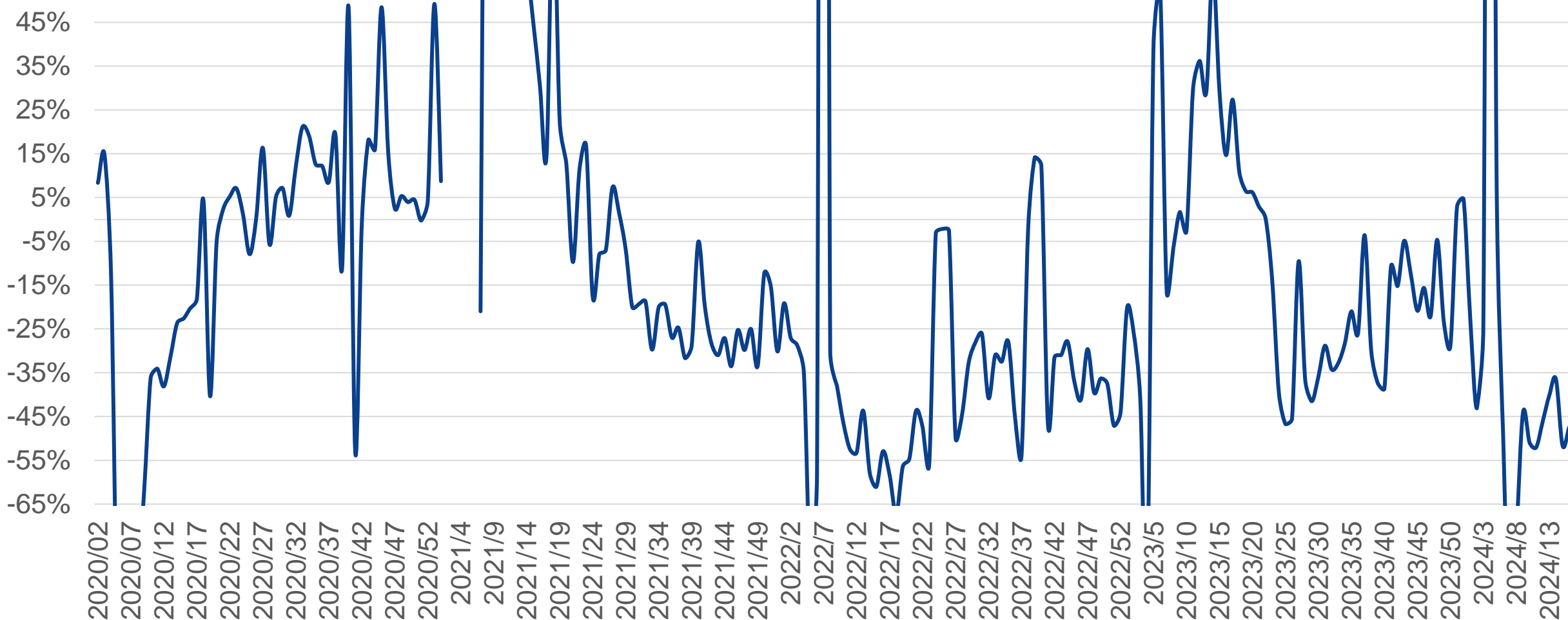
# 2024年4月week3主要城市周平均最高气温同比上升



资料来源: Wind、国投证券研究中心

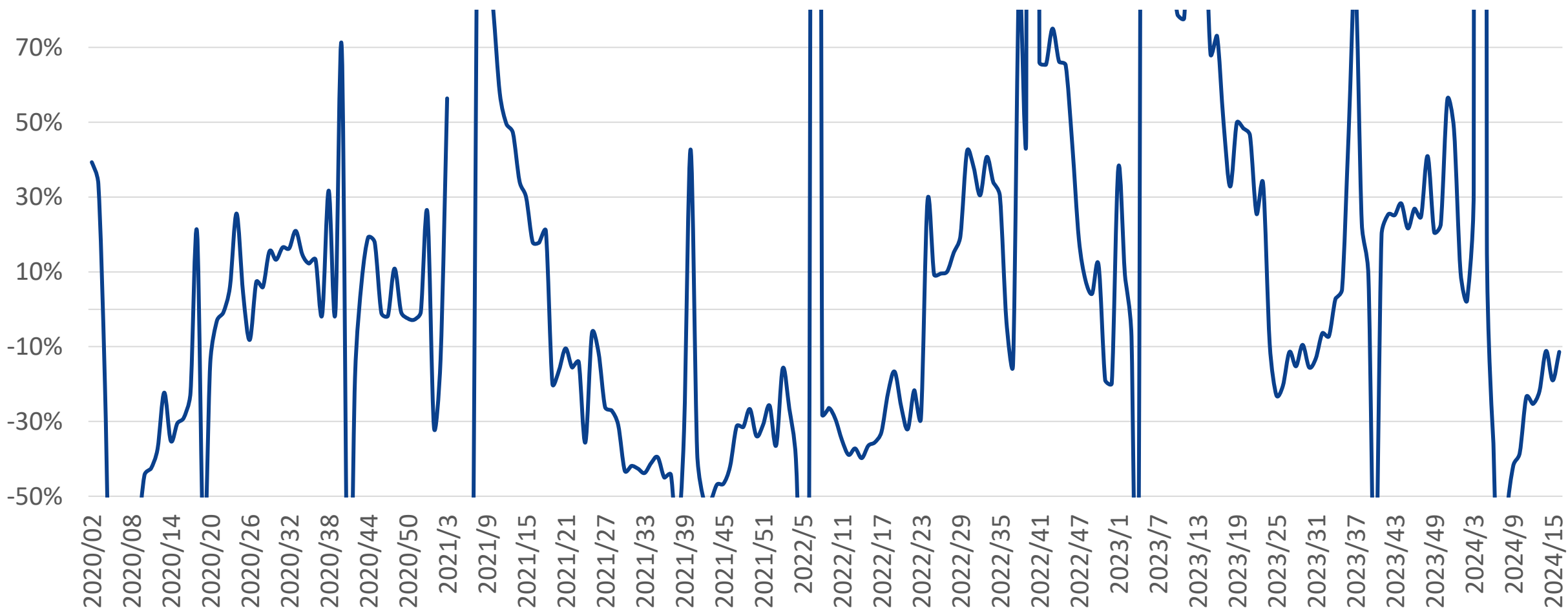
# 本周全国一手房成交套数同比-47.5%，同比降幅收窄

## 一手房成交套数同比变化



# 本周全国二手房成交套数同比-19.0%，降幅小幅扩大

## 二手房成交套数同比变化



资料来源：Wind、国投证券研究中心注：统计范围为全国42个城市，如上图纵坐标轴范围过小，是为显示近期数据所以经过特别调整

## 本周三四线城市一手房成交套数环比上升

|           | 一线城市   | 二线城市   | 三四线城市  |
|-----------|--------|--------|--------|
| 一手房样本城市个数 | 4      | 16     | 22     |
| 成交套数同比    | -57.3% | -71.4% | -54.4% |
| 成交套数环比    | 23.4%  | -8.6%  | 50.8%  |
| 二手房样本城市个数 | 2      | 8      | 3      |
| 成交套数同比    | -30.7% | -17.1% | -45.0% |
| 成交套数环比    | 13.6%  | 10.7%  | 24.1%  |

数据来源：Wind、国投证券研究中心

# LME3月铜本周价格环比上升2.1%，同比上升+8.2%



资料来源：LME、Wind、国投证券研究中心

# LME3月铝本周价格环比上升+1.8%，同比+7.0%

— LME3个月铝期货收盘价（左轴） — YoY（右轴）



资料来源：LME、Wind、国投证券研究中心

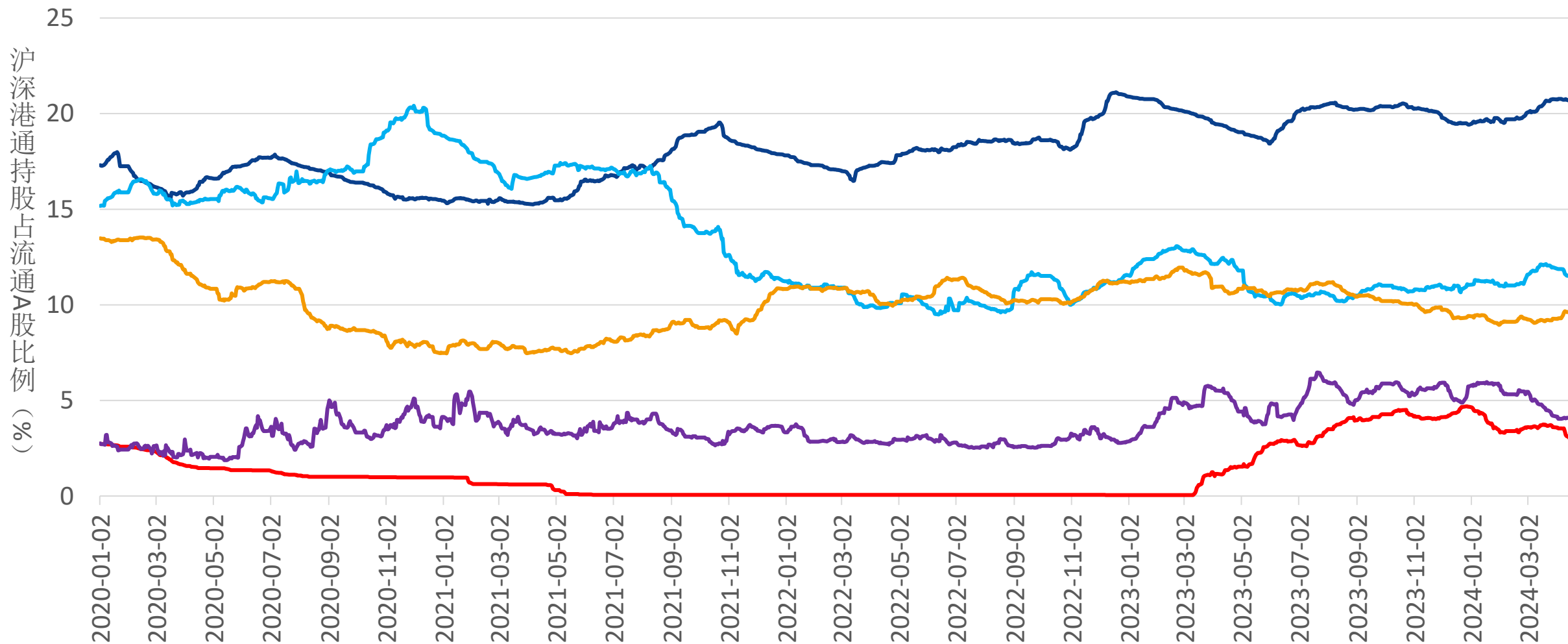
# 美元兑人民币本周环比上升+0.1%



资料来源: Wind、国投证券研究中心

# 沪深港通持股家电公司比例-1

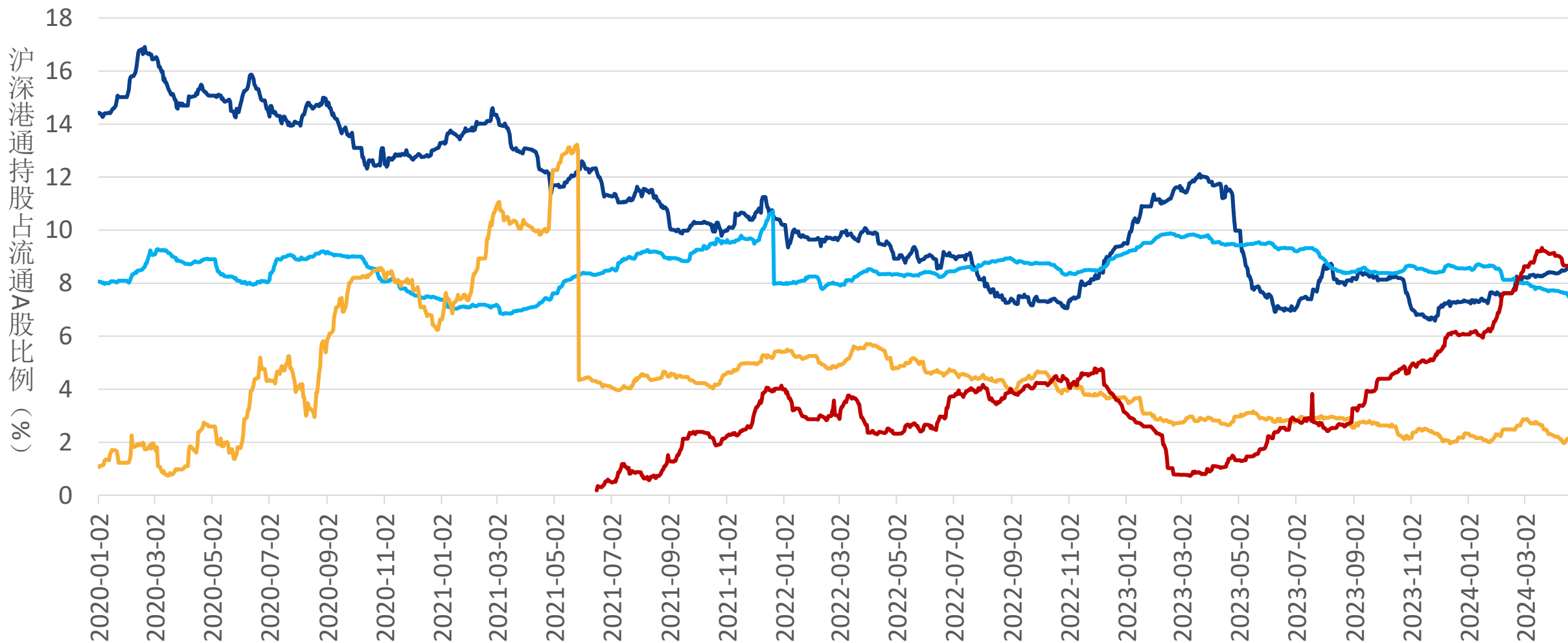
—美的集团 —格力电器 —海尔智家 —海信视像 —TCL科技



资料来源: Wind、国投证券研究中心

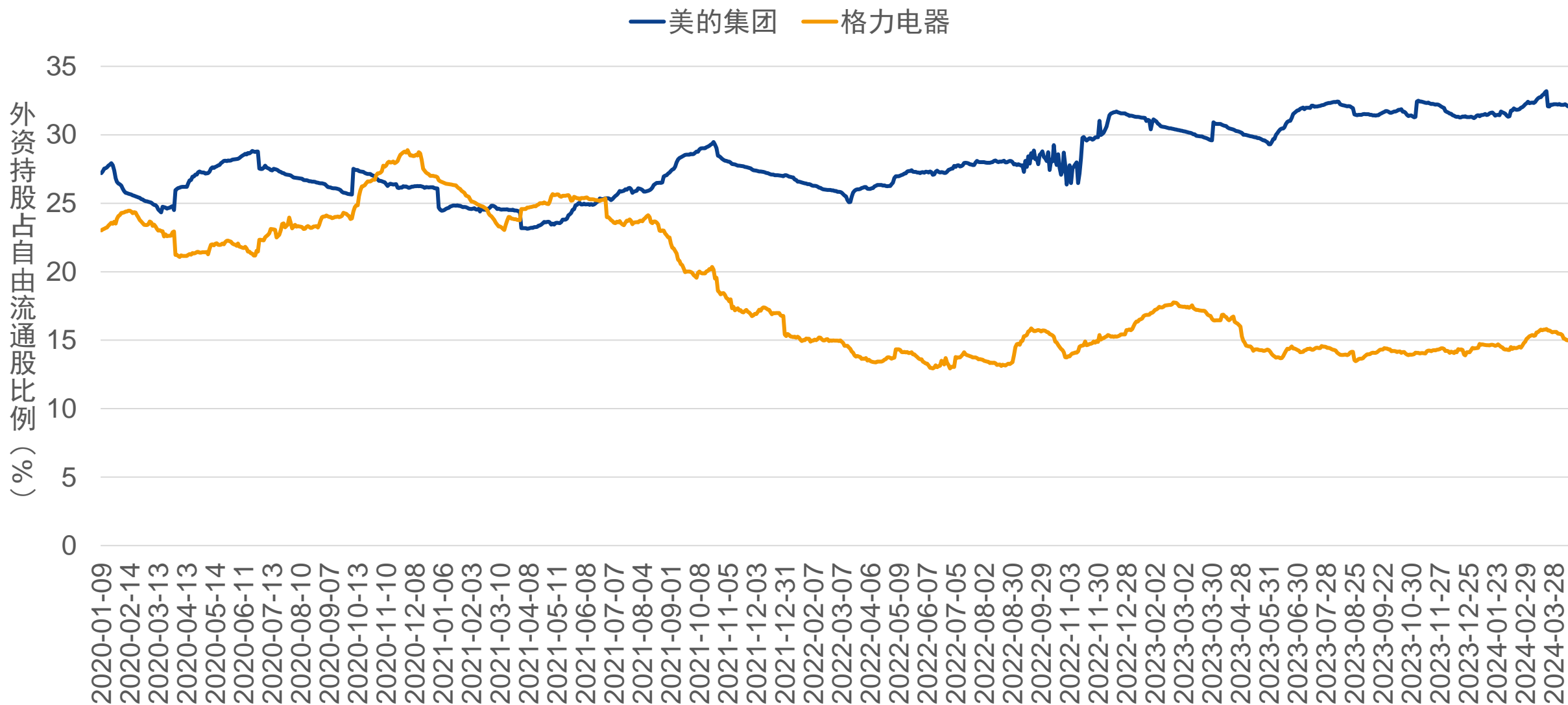
# 沪深港通持股家电公司比例-1

—老板电器 —苏泊尔 —科沃斯 —石头科技



资料来源: Wind、国投证券研究中心

# 外资对主要家电公司持股情况



资料来源: Wind、国投证券研究中心

# 国内市场家电公司表现

|      | 近五日涨跌幅 | 收入增速 |       | PE   |       | PE（扣除FCFF） |       |
|------|--------|------|-------|------|-------|------------|-------|
|      |        | 2022 | 2023E | 2022 | 2023E | 2022       | 2023E |
| 格力电器 | 4.6%   | 0%   | 8%    | 9    | 8     | 8          | 7     |
| 美的集团 | 7.9%   | 1%   | 8%    | 17   | 15    | 16         | 13    |
| 海尔智家 | 8.4%   | 7%   | 7%    | 17   | 15    | 17         | 14    |
| 海信视像 | 5.6%   | -2%  | 17%   | 23   | 18    | 18         | 17    |
| 老板电器 | 5.4%   | 1%   | 10%   | 15   | 13    | 14         | 12    |
| 华帝股份 | 4.3%   | 4%   | 7%    | 47   | 12    | 45         | 12    |

数据来源：Wind、彭博、国投证券研究中心注：预测数据皆为彭博一致预期

# 美国市场家电公司表现

|        | 近五日涨跌幅 | 收入增速 |       | PE   |       | PE（扣除FCFF） |       |
|--------|--------|------|-------|------|-------|------------|-------|
|        |        | 2022 | 2023E | 2022 | 2023E | 2022       | 2023E |
| iRobot | -20.2% | -24% | -25%  | -1   | -1    | -1         | -1    |
| 英格索兰   | -4.5%  | 15%  | 16%   | 57   | 43    | 55         | 42    |
| 惠而浦    | -6.5%  | -10% | -1%   | 21   | 10    | 18         | 9     |
| AO史密斯  | 0.6%   | 6%   | 3%    | 26   | 22    | 25         | 21    |
| 品谱     | -2.0%  | 4%   | -7%   | -139 | 54    | -146       | 65    |
| 海伦特洛伊  | -3.8%  | 6%   | -7%   | 9    | 13    | 9          | 12    |

数据来源：Wind、彭博、国投证券研究中心注：预测数据皆为彭博一致预期

# 欧洲市场家电公司表现

|      | 近五日涨跌幅 | 收入增速 |       | PE   |       | PE（扣除FCFF） |       |
|------|--------|------|-------|------|-------|------------|-------|
|      |        | 2022 | 2023E | 2022 | 2023E | 2022       | 2023E |
| 富世华  | -0.7%  | 15%  | -1%   | 15   | 16    | 16         | 14    |
| 伊莱克斯 | 0.1%   | 7%   | 0%    | -12  | -11   | -15        | -11   |
| 赛博   | -3.0%  | -1%  | 1%    | 20   | 15    | 20         | 13    |
| 昕诺飞  | 0.2%   | 10%  | -11%  | 11   | 9     | 10         | 8     |
| 豪力   | 0.1%   | 31%  | 10%   | 48   | 41    | 47         | 40    |
| 德龙   | 0.2%   | -2%  | -3%   | 25   | 18    | 25         | 16    |

数据来源：Wind、彭博、国投证券研究中心注：预测数据皆为彭博一致预期

# 日本市场家电公司表现

|    | 近五日涨跌幅 | 收入增速 |       | PE   |       | PE（扣除FCFF） |       |
|----|--------|------|-------|------|-------|------------|-------|
|    |        | 2022 | 2023E | 2022 | 2023E | 2022       | 2023E |
| 索尼 | -3.9%  | 10%  | 16%   | 17   | 16    | 17         | 17    |
| 日立 | -8.7%  | 18%  | 6%    | 23   | 20    | 22         | 19    |
| 松下 | -3.9%  | 10%  | 13%   | 13   | 12    | 13         | 12    |
| 三菱 | -4.4%  | 7%   | 12%   | 25   | 24    | 25         | 24    |
| 大金 | -5.0%  | 25%  | 28%   | 26   | 22    | 25         | 22    |
| 夏普 | -4.0%  | 3%   | 2%    | 6    | -4    | 5          | -5    |
| 林内 | -2.5%  | 6%   | 16%   | 20   | 18    | 20         | 19    |
| 能率 | -1.2%  | 18%  | -4%   | 17   | -225  | 15         | -194  |
| 象印 | -1.0%  | 6%   | 1%    | 29   | 24    | 27         | 23    |

数据来源：Wind、彭博、国投证券研究中心注：预测数据皆为彭博一致预期

# 医药数据跟踪



马帅



冯俊曦



李奔



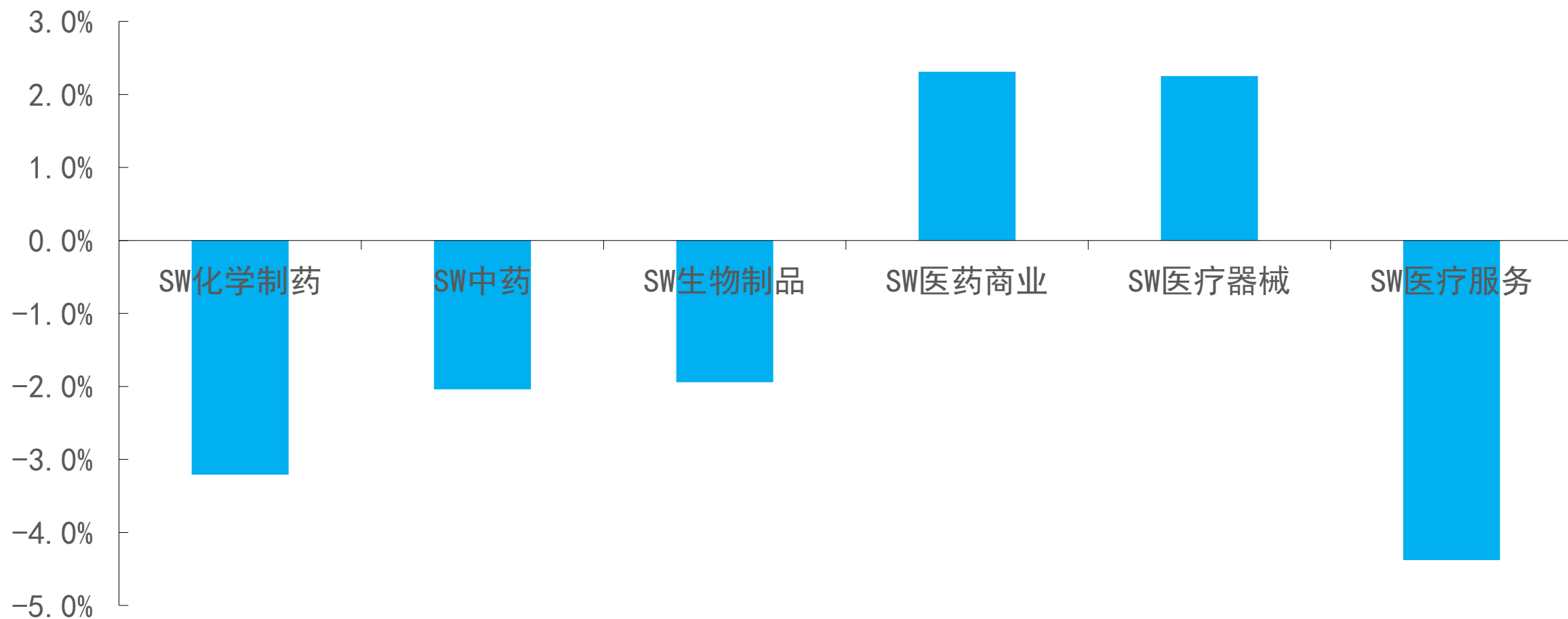
贺鑫



连国强

# 本周医药生物板块下跌1.70%

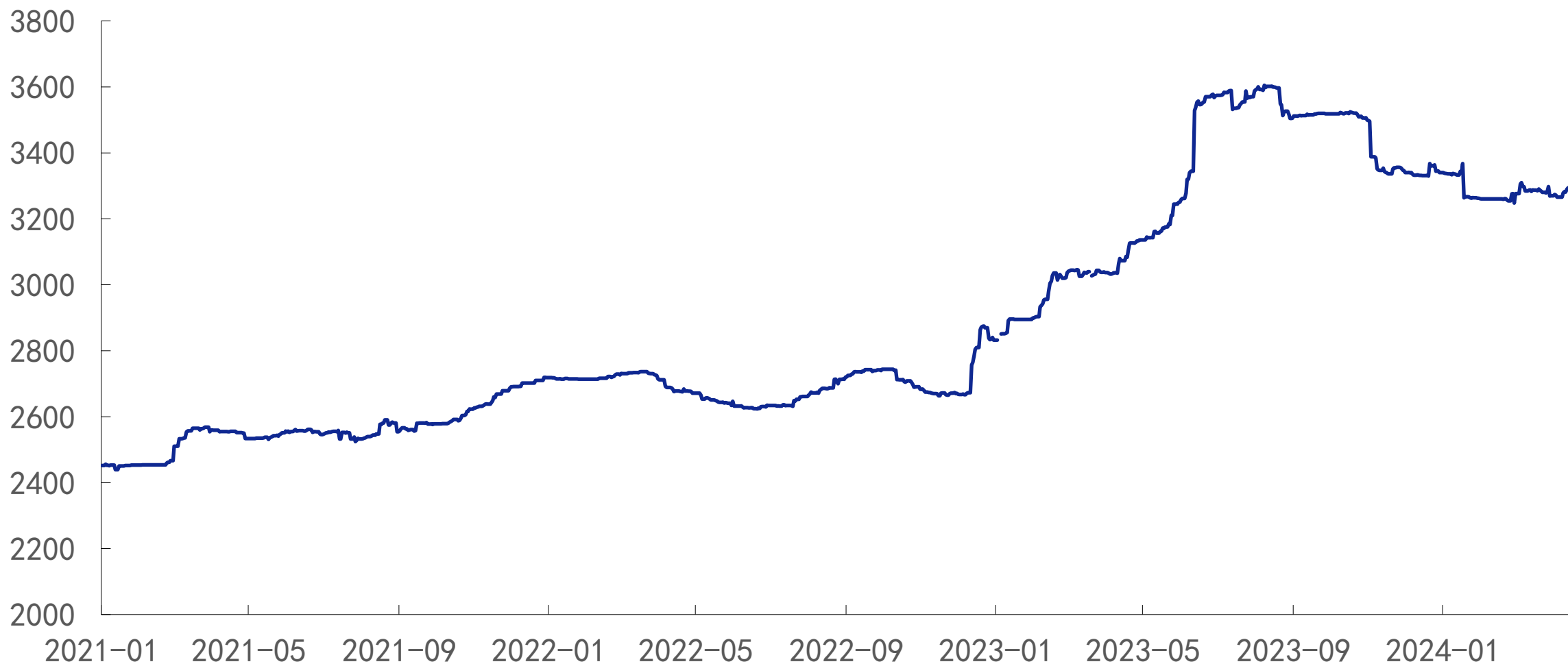
## 子行业周涨跌幅（2024.4.13-2024.4.19）



资料来源：Wind、国投证券研究中心

# 本周中药材价格指数小幅上涨

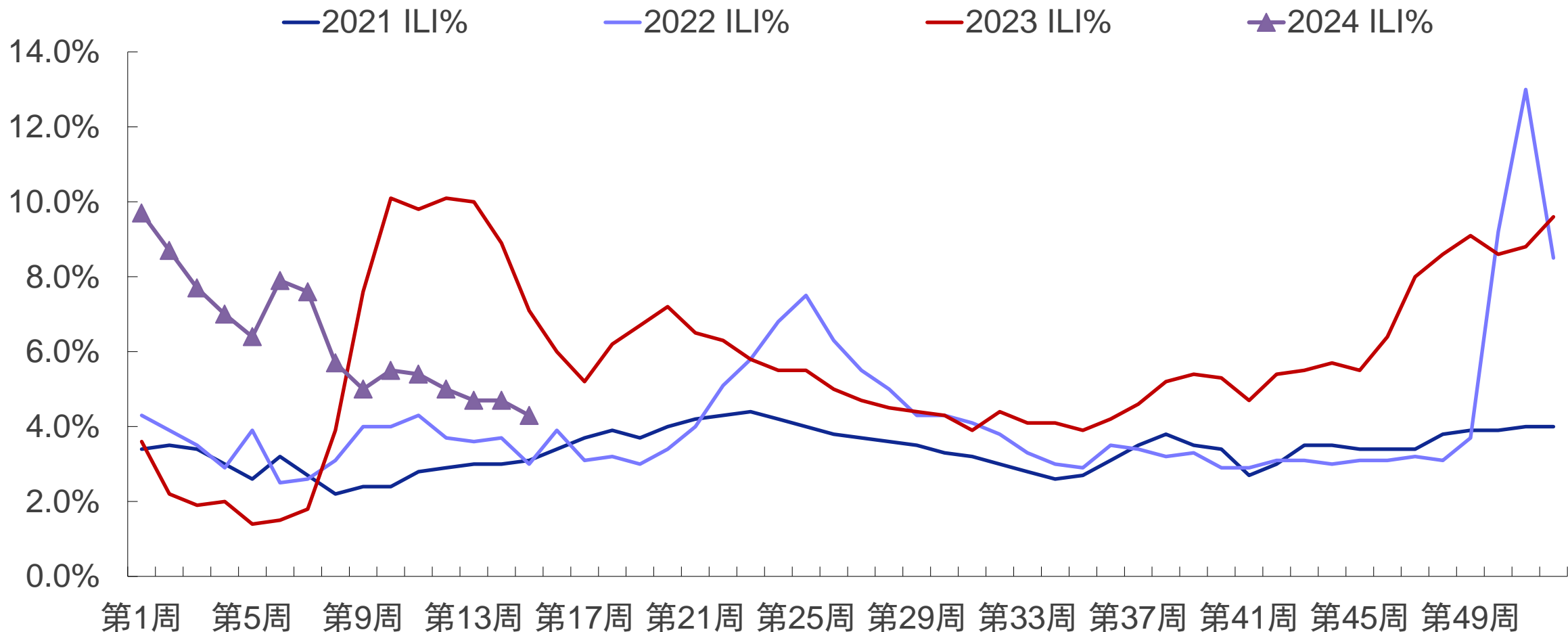
## 中药材价格指数 (2021-2024年)



资料来源: Wind、国投证券研究中心

# 第15周南方哨点医院流感样病例占比4.30%，较上周下降0.40%

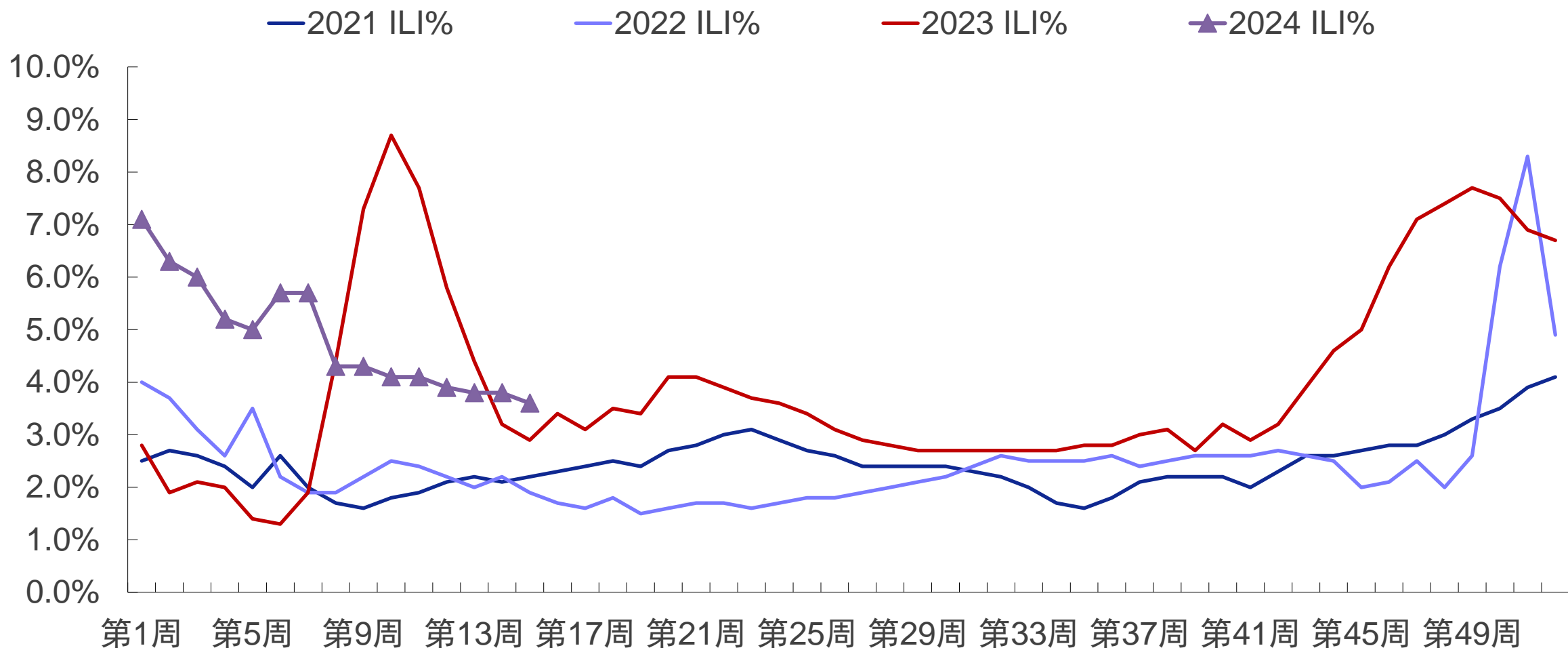
南方哨点医院流感样病例占比（例，截至2024年4月14日）



资料来源：中国国家流感中心、国投证券研究中心

# 第15周北方哨点医院流感样病例占比3.60%，较上周下降0.20%

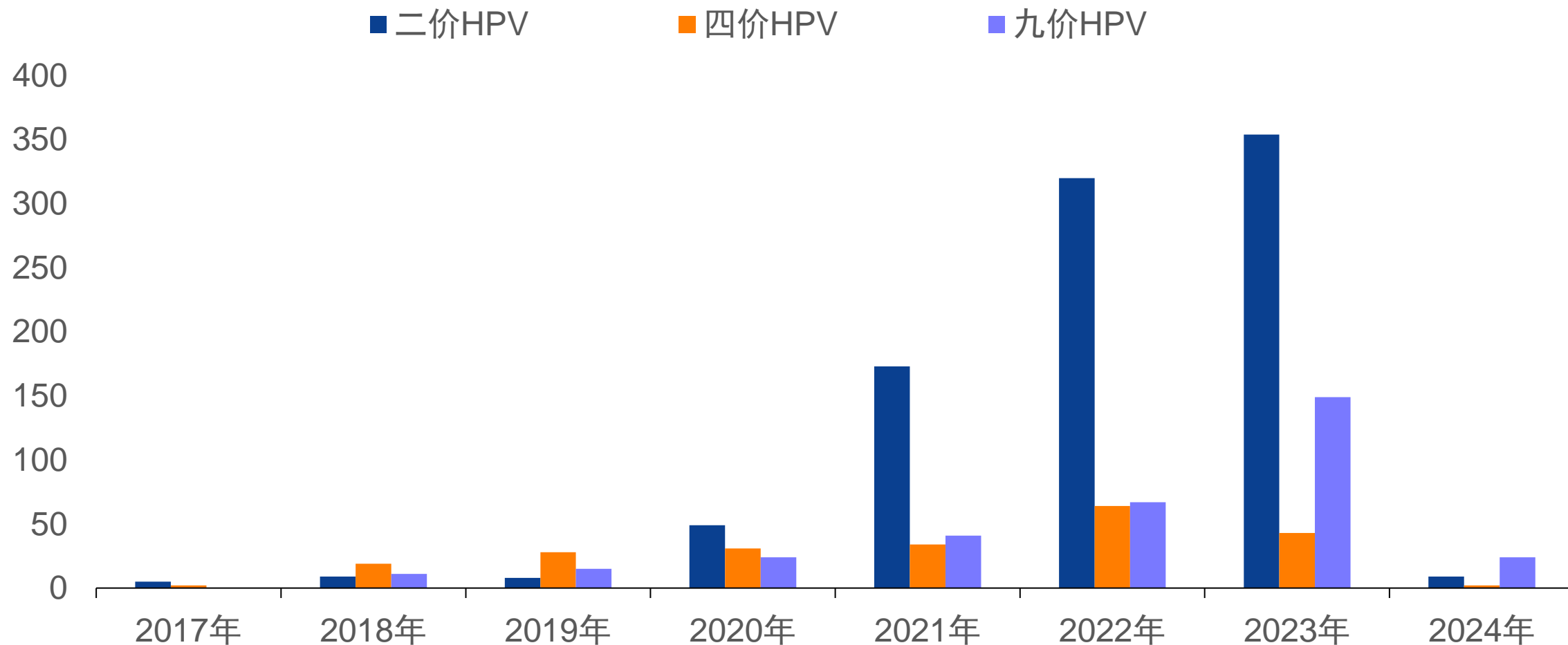
北方哨点医院流感样病例占比（例，截至2024年4月14日）



资料来源：中国国家流感中心、国投证券研究中心

# HPV疫苗批签发量小幅增加

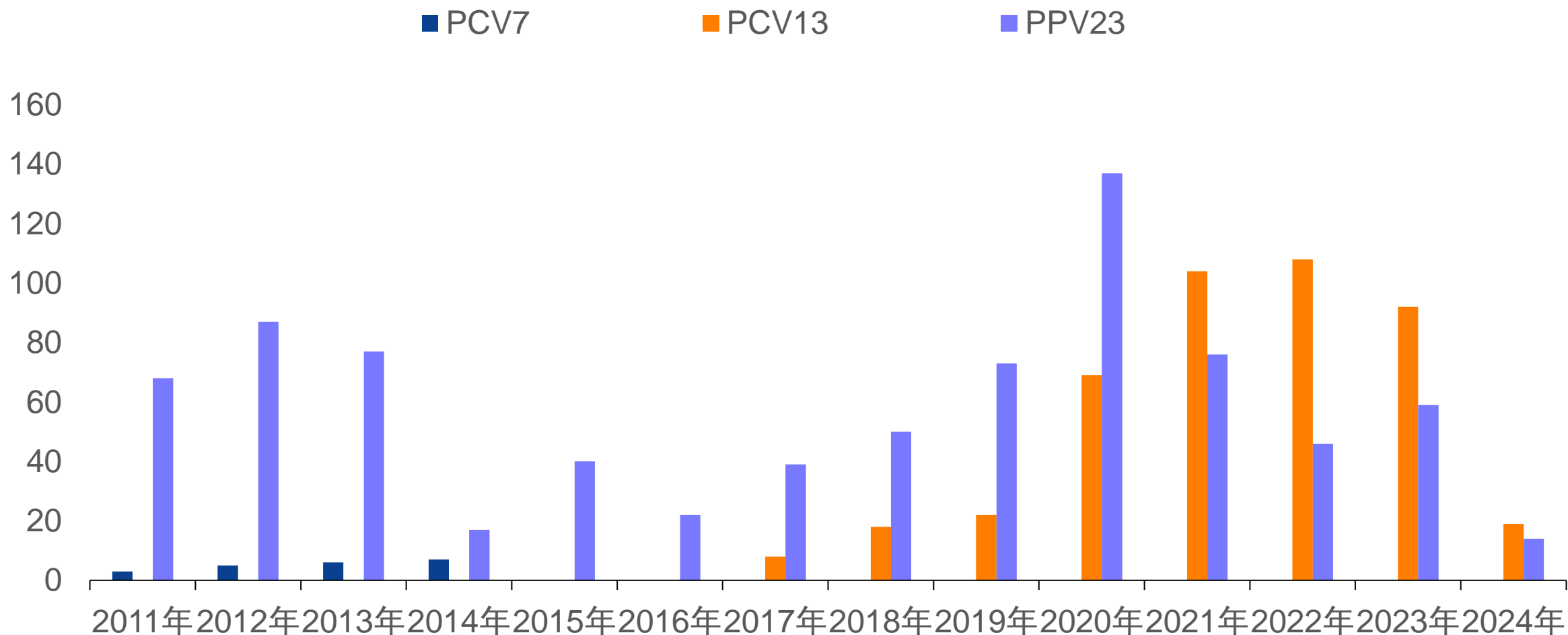
## HPV疫苗批签发批次（截至2024年4月11日）



资料来源：中国食品药品检定研究院、国投证券研究中心

# 肺炎疫苗批签发量小幅增加

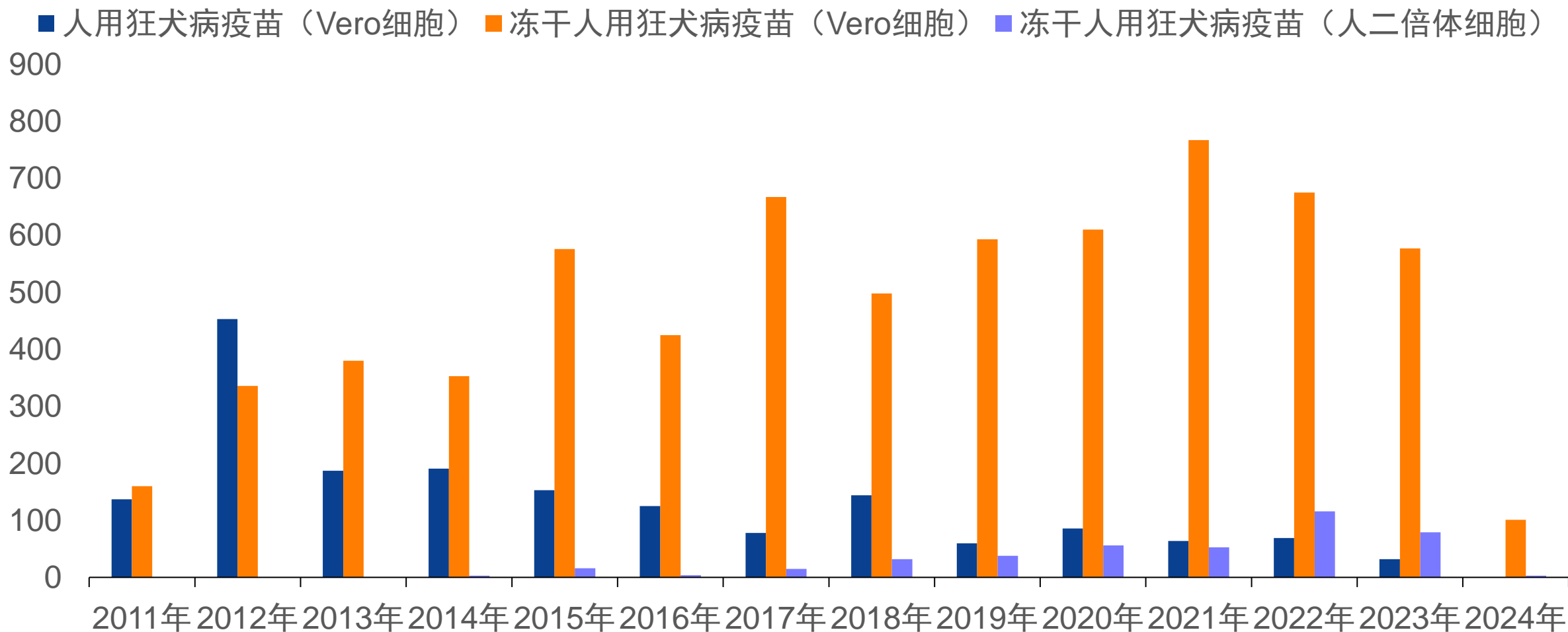
## 肺炎疫苗批签发批次（截至2024年4月11日）



资料来源：中国食品药品检定研究院、国投证券研究中心

# 人二倍体狂犬疫苗批签发量小幅增加

## 重点狂犬疫苗批签发批次（截至2024年4月11日）

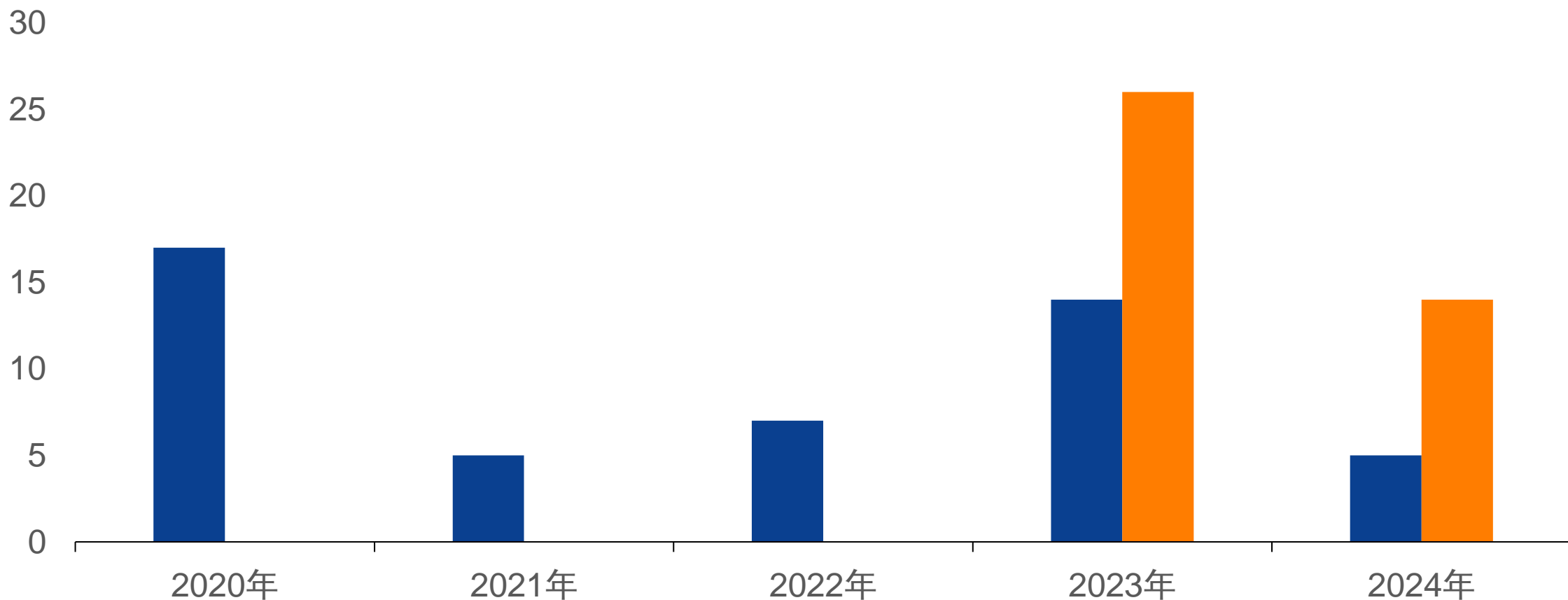


资料来源：中国食品药品检定研究院、国投证券研究中心

# 带状疱疹疫苗批签发量小幅增加

带状疱疹疫苗批签发批次（截至2024年4月11日）

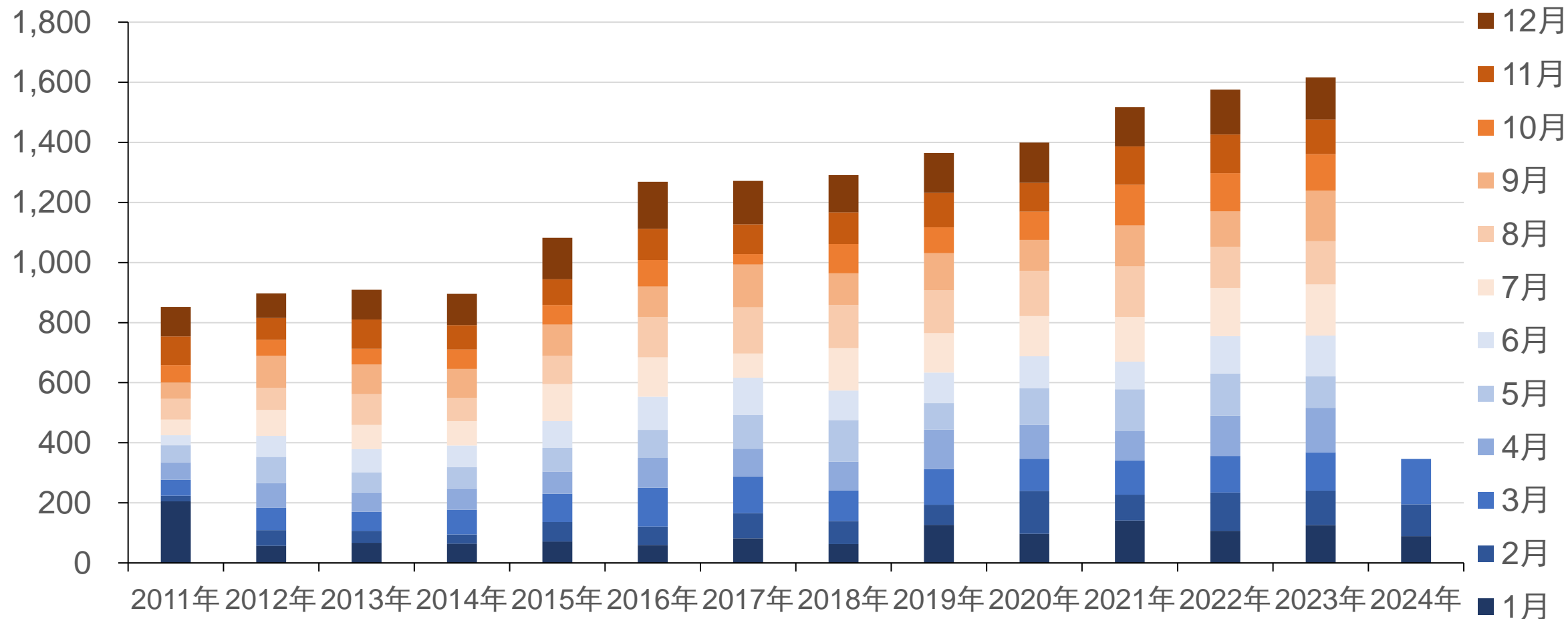
■ 重组带状疱疹疫苗（CHO细胞） ■ 带状疱疹减毒活疫苗



资料来源：中国食品药品检定研究院、国投证券研究中心

# 国产白蛋白批签发量小幅增长

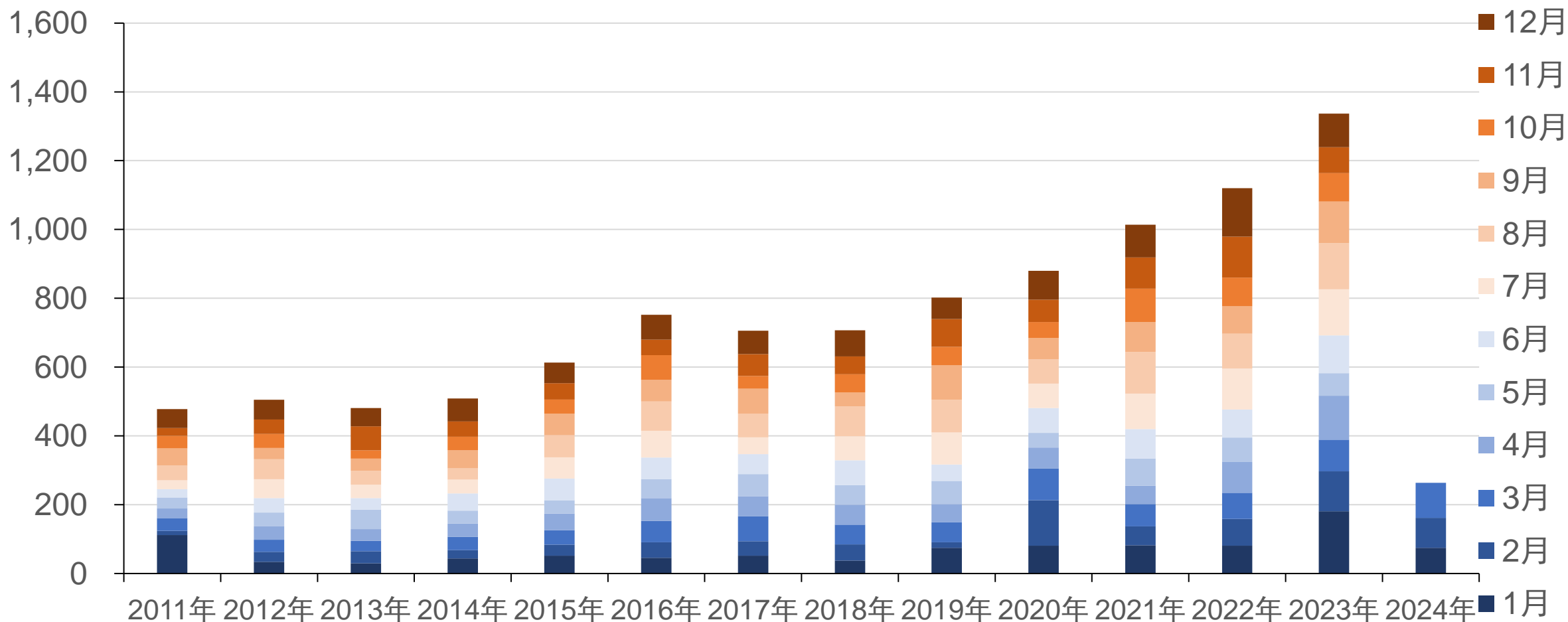
国产白蛋白批签发批次（截至2024年4月11日）



资料来源：中国食品药品检定研究院、各省食品药品检验研究院、国投证券研究中心

# 静丙批签发量小幅增长

静丙批签发批次 (截至2024年4月11日)



资料来源: 中国食品药品检定研究院、各省食品药品检验研究院、国投证券研究中心

# 饮食数据跟踪



赵国防



胡家东



王尧



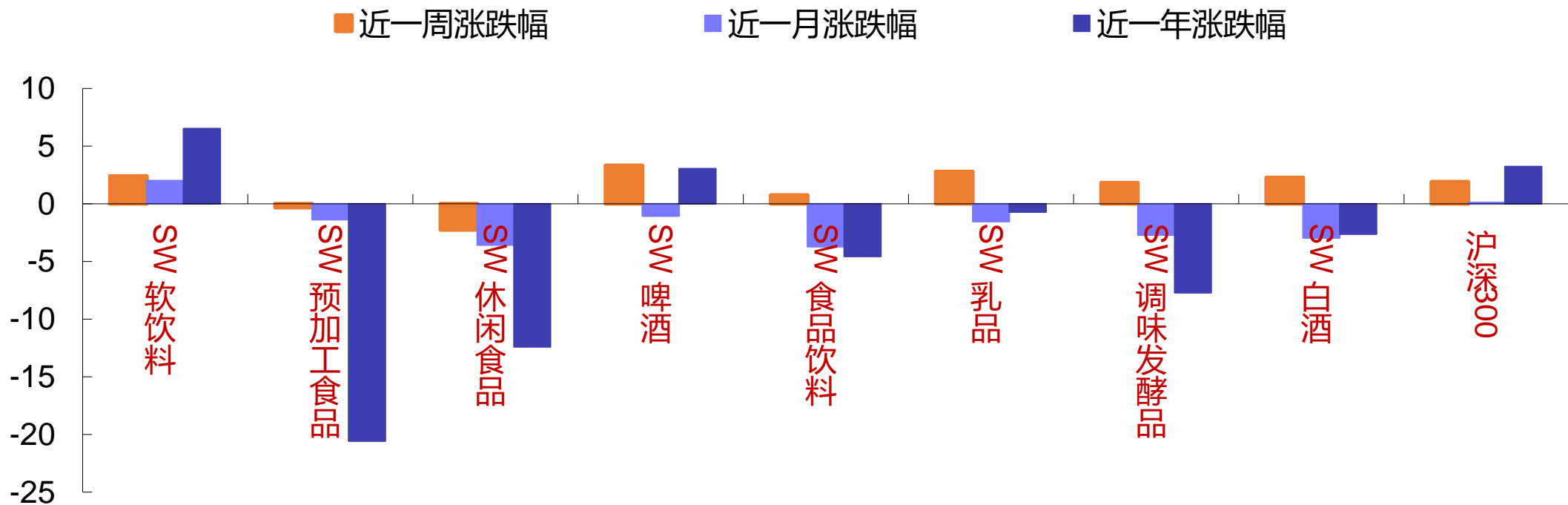
侯雅楠



王玲瑶

# 本周食品饮料板块走势较强

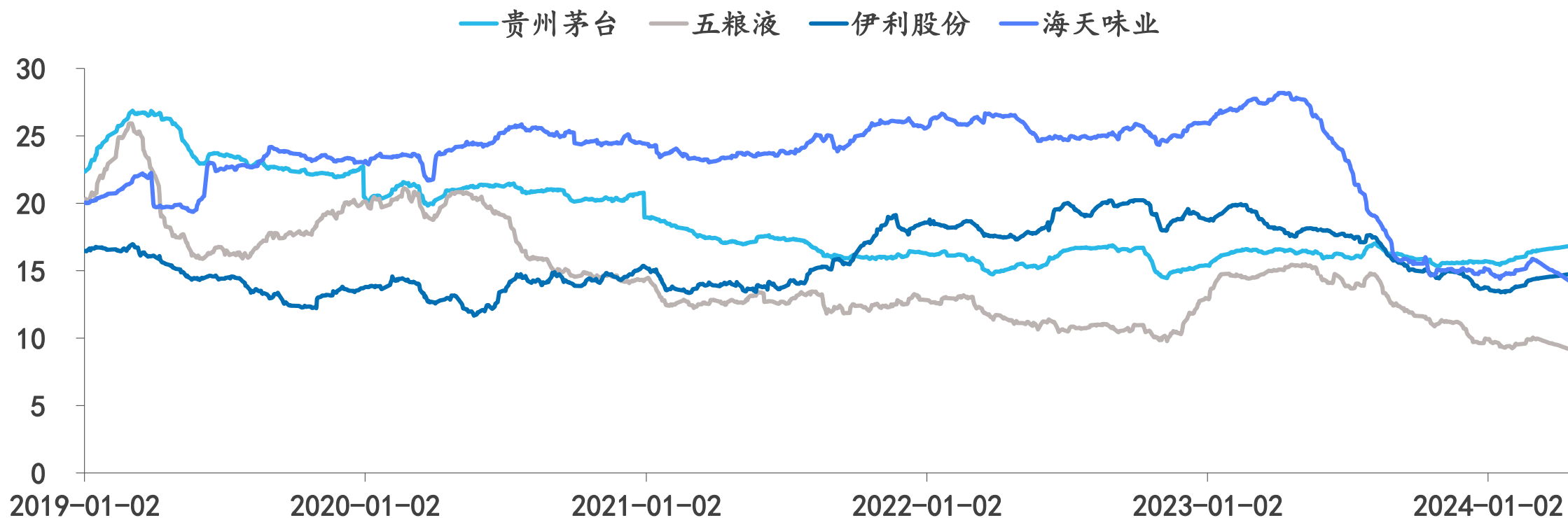
A股食品饮料子版块区间涨跌幅（单位：%）



资料来源：Wind、国投证券研究中心

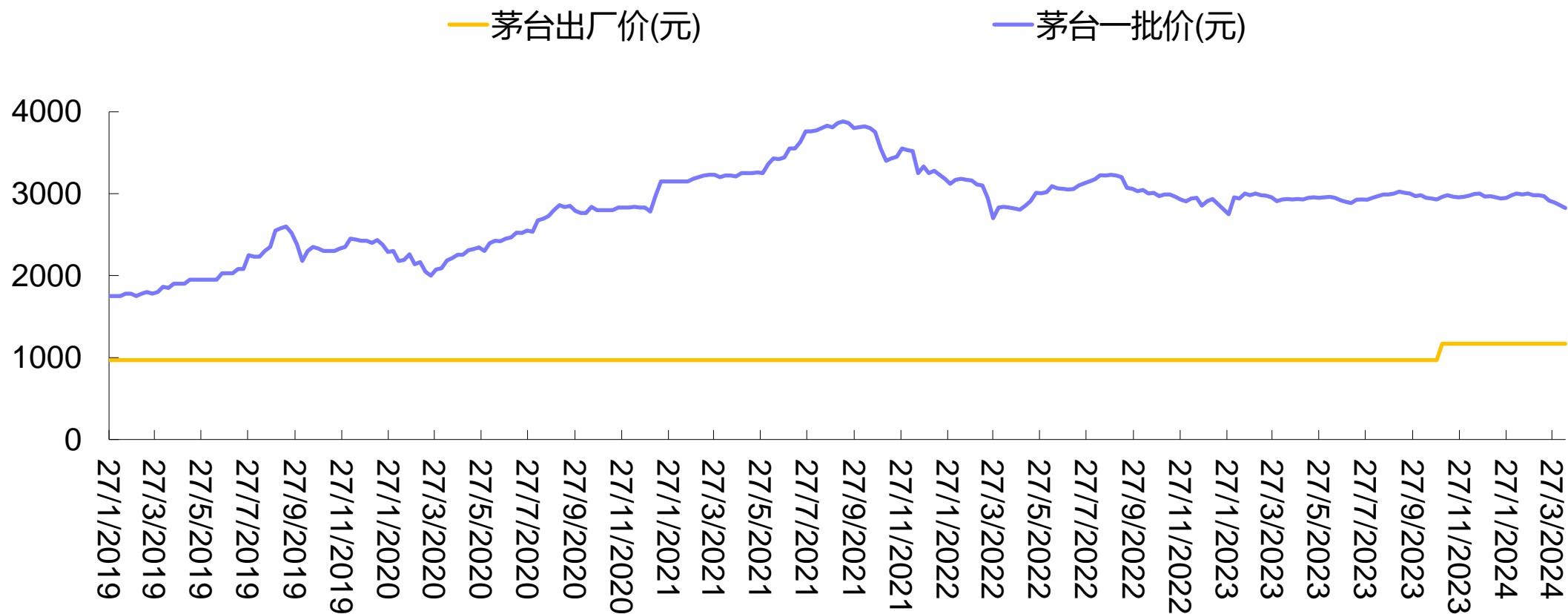
# 沪深股通持股食品饮料公司比例有所抬升

沪深股通持股占自由流通A股比例 (%)



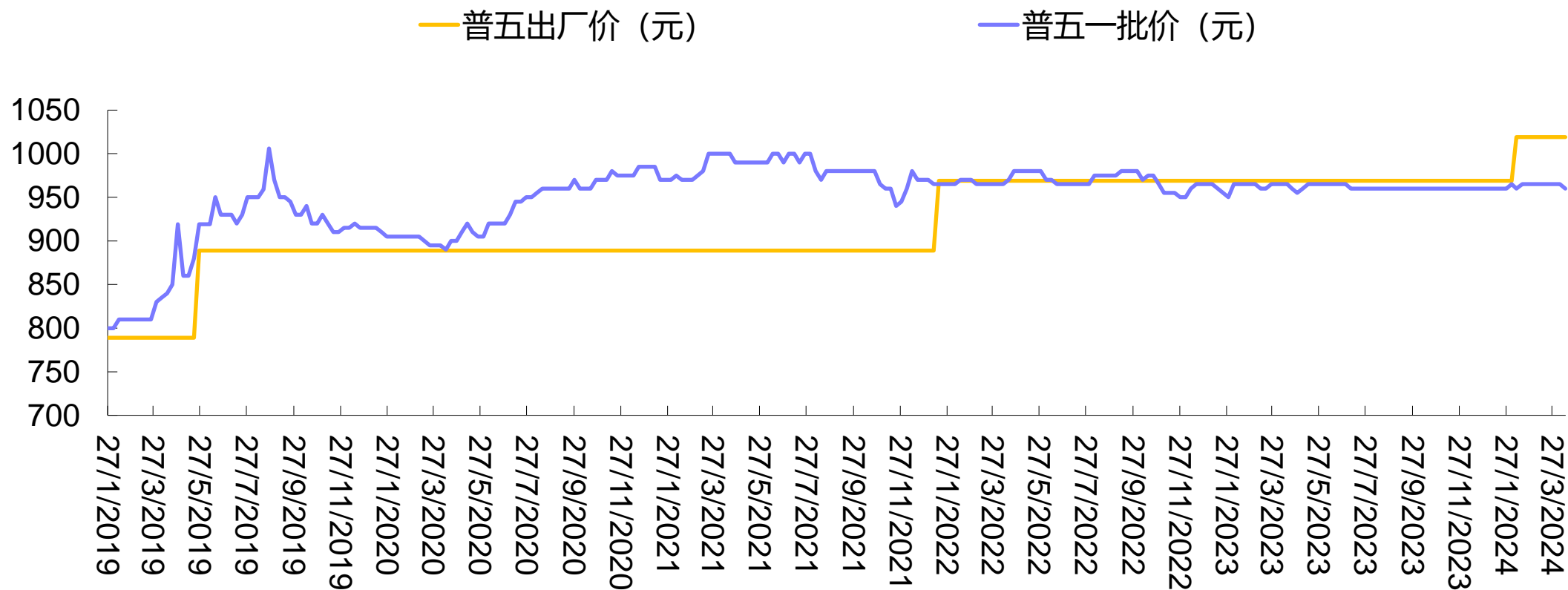
资料来源: Wind、国投证券研究中心

# 飞天茅台批价略有下行



资料来源：今日酒价、国投证券研究中心

# 普五批价较为平稳



资料来源：今日酒价、国投证券研究中心

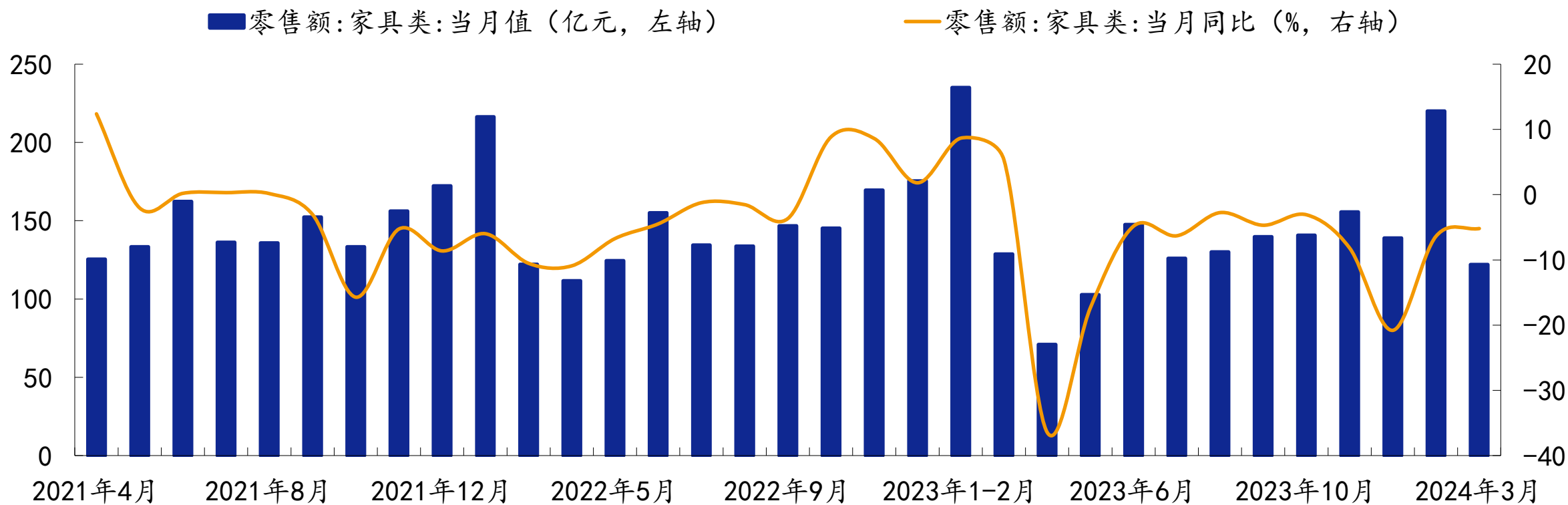
# 轻工数据跟踪



罗乾生

# 3月，全国家具零售额YoY -5.2%，跌幅收窄

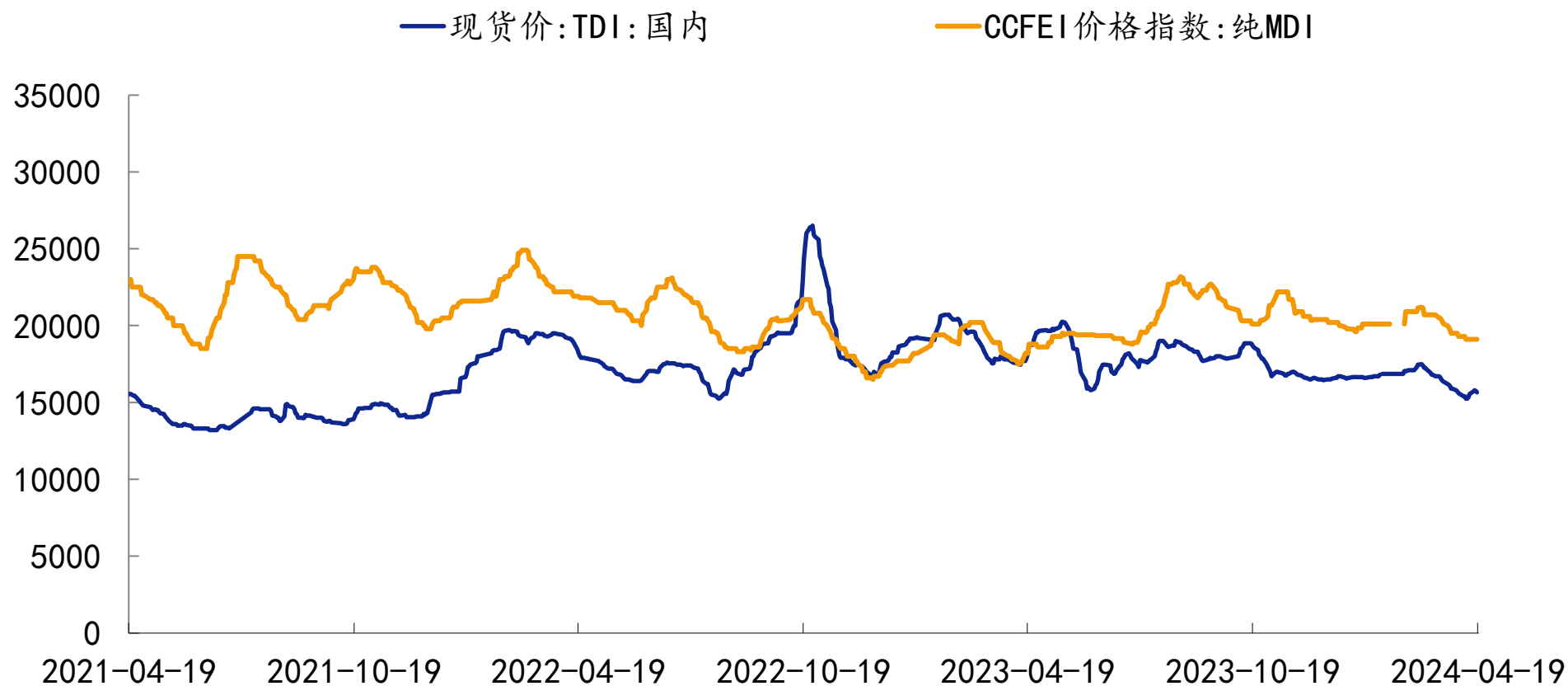
全国家具零售额当月值、当月同比（亿元，%）



资料来源: Wind、国投证券研究中心

# 较上周，TDI环比+2.0%，MDI环比持平

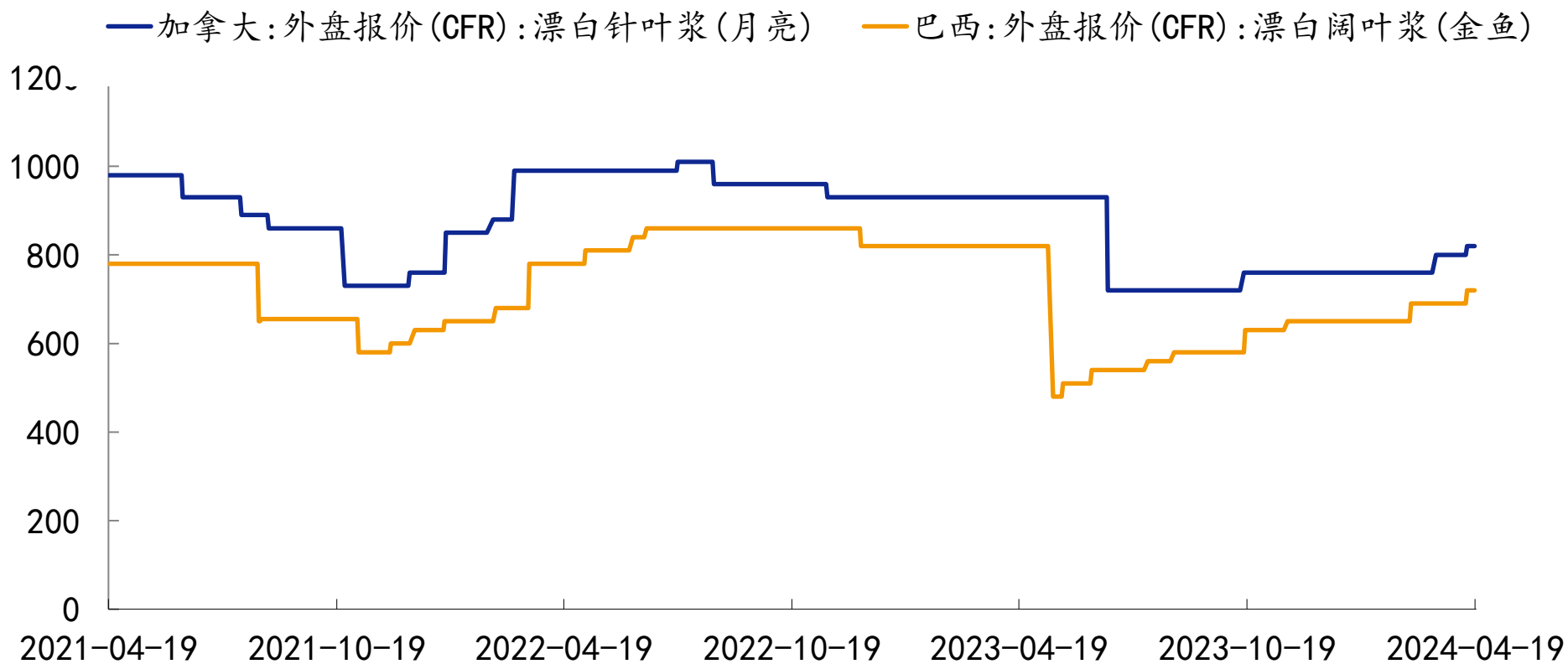
软体家具上游TDI国内现货价、纯MDI现货价(元/吨)



资料来源: Wind、国投证券研究中心

较上周，外盘阔叶浆、针叶浆价格环比分别+4.3%、+2.5%

### 外盘针叶浆、阔叶浆价格走势（美元/吨）



资料来源: Wind、国投证券研究中心

## 铜版纸、箱板纸环比上周分别 -0.8%、持平

纸品价格变动一览（元/吨，截至4月19日）

| 纸品名称 | 最新价格 | 周环比    | 月环比    | 年同比    |
|------|------|--------|--------|--------|
| 双胶纸  | 5850 | -0.43% | 0.86%  | -8.45% |
| 铜版纸  | 5850 | -0.75% | 0.00%  | 2.76%  |
| 白卡纸  | 4475 | -2.72% | -6.28% | -2.72% |
| 箱板纸  | 3971 | 0.00%  | -1.39% | -0.10% |
| 瓦楞纸  | 3009 | -0.36% | -1.57% | 5.58%  |

数据来源：百川盈孚、国投证券研究中心

# 纺服数据跟踪

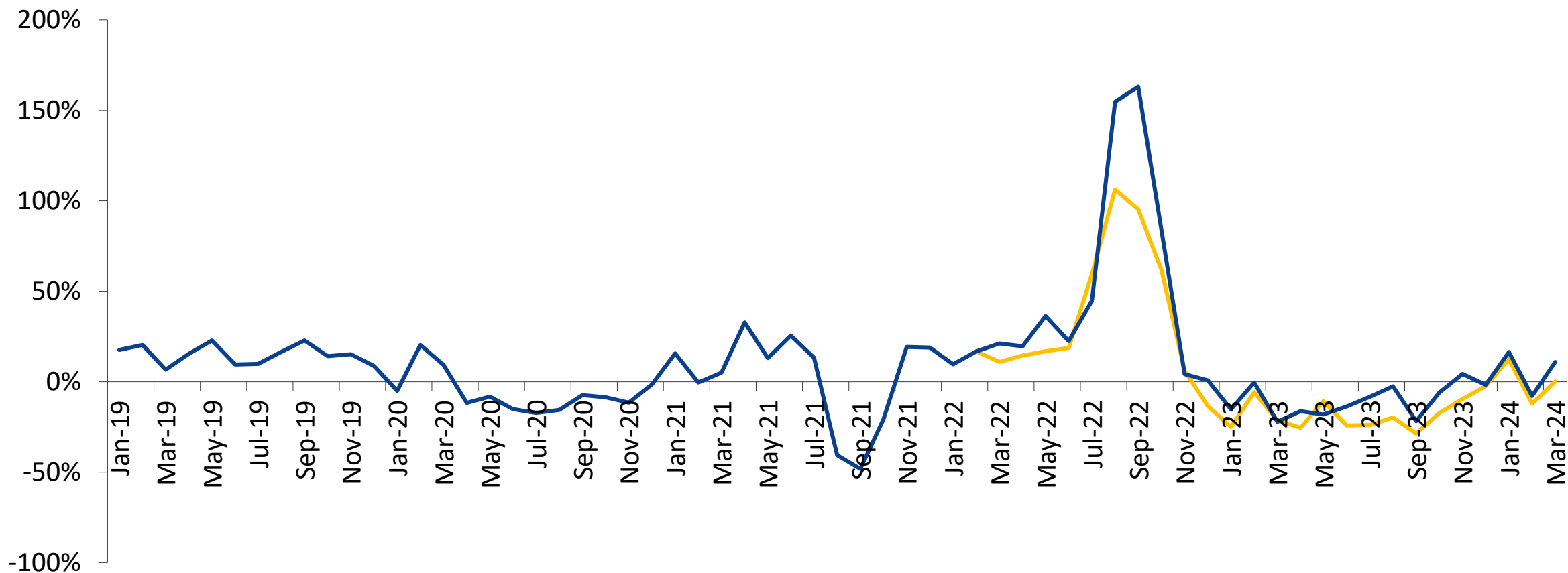


陆偲聪

# 3月运动鞋制造商营收表现有所回暖

## 运动鞋生产商月度营收增长情况

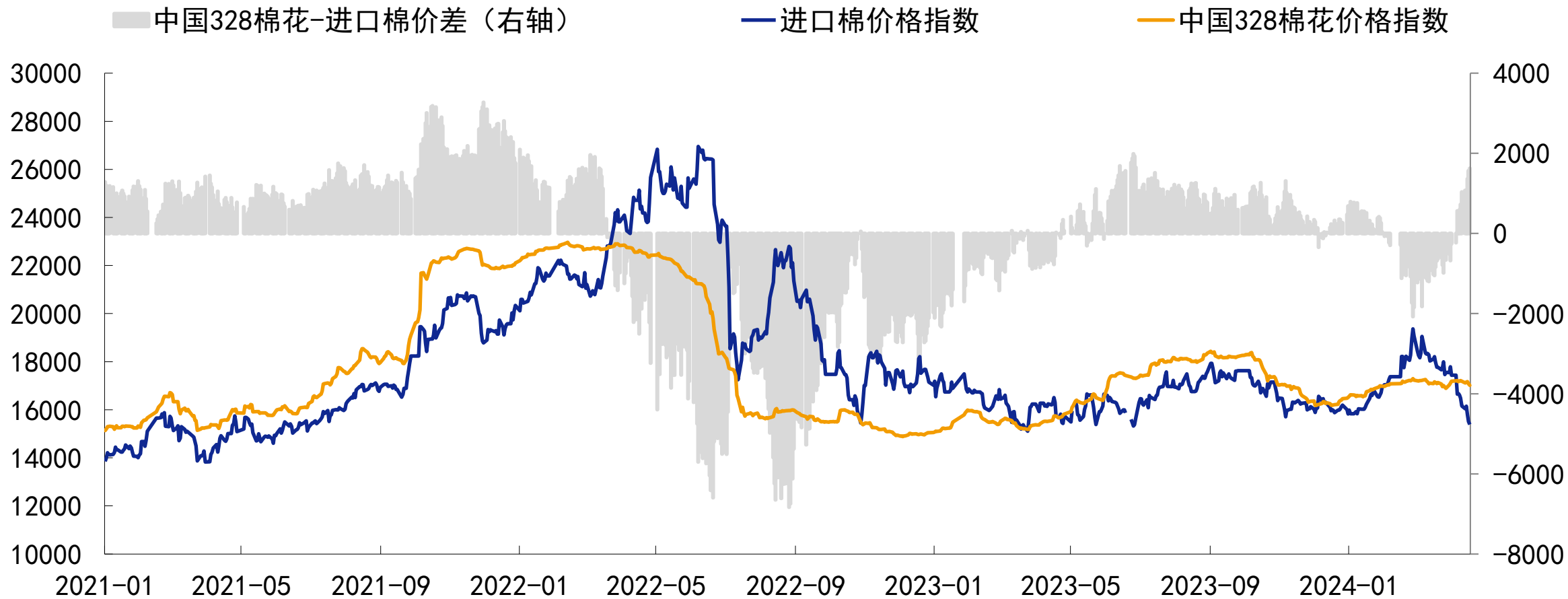
— 裕元（制造业务，%） — 丰泰（%）



资料来源：公司官网月报表，国投证券研究中心

# 4月第3周进口棉价格明显下滑，价差增长明显

## 国内外棉花价格走势（元/吨）

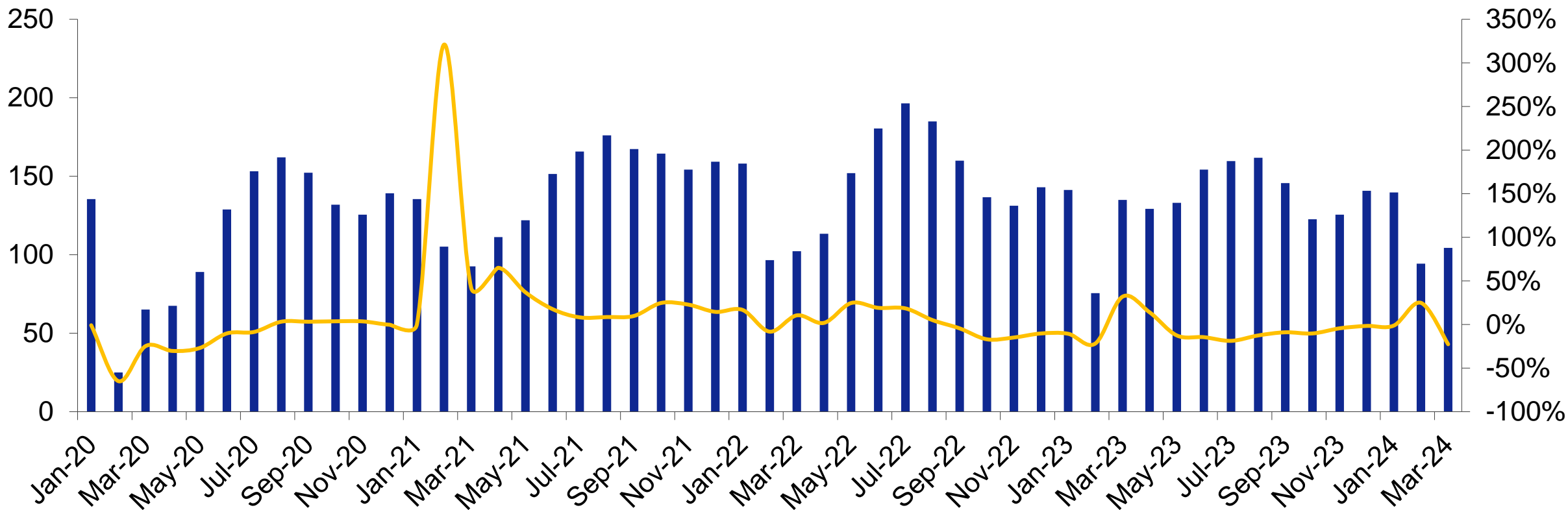


资料来源: Wind, 国投证券研究中心

# 3月服装及衣着附件出口额同比下滑

## 服装及衣着附件出口情况

■ 服装及衣着附件出口金额（亿美元，左轴）      — YoY（%，右轴）

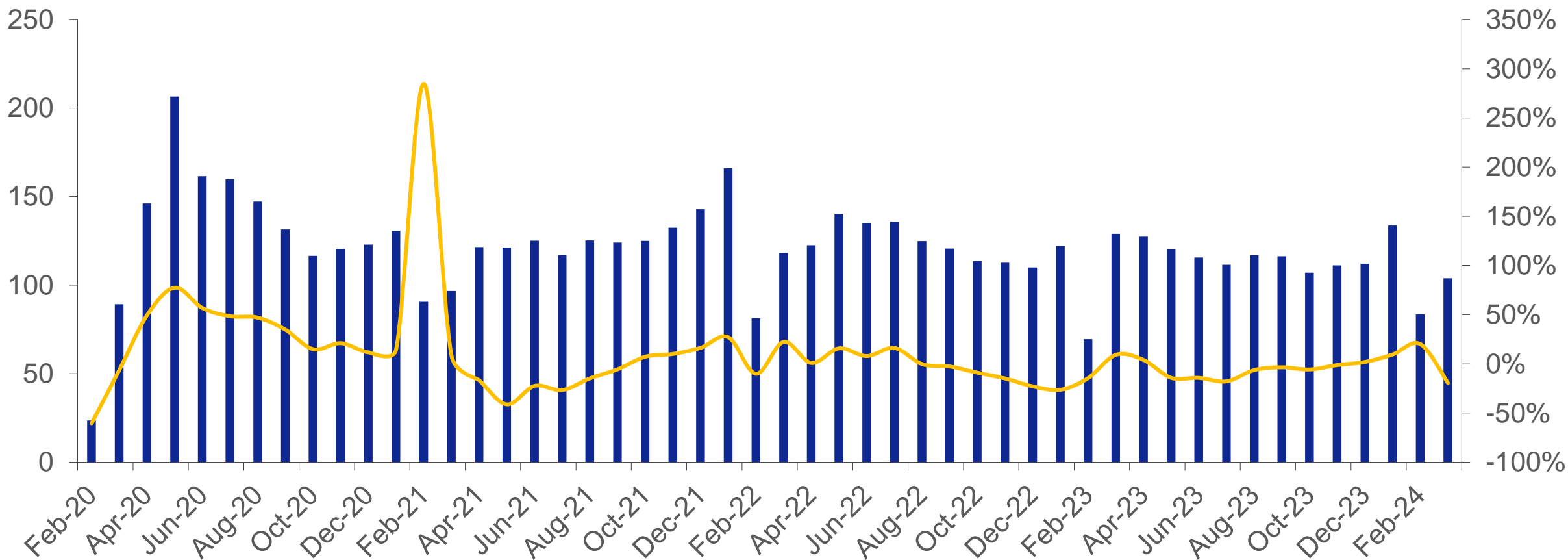


资料来源：Wind，国投证券研究中心

# 3月纺织原材料出口额增长率下滑明显

## 纺织制品出口情况

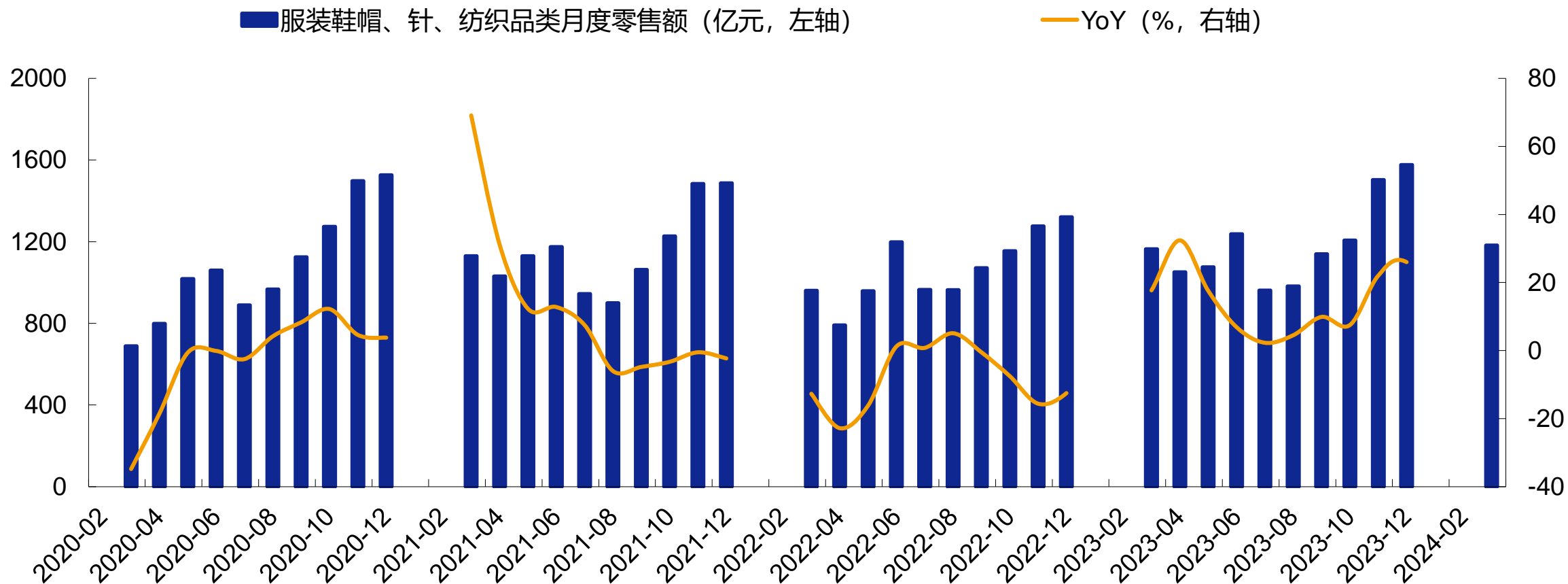
■ 纺织纱线、织物及制品出口总额（亿美元，左轴）      — YoY（%，右轴）



资料来源：Wind，国投证券研究中心

# 3月国内纺织服装各品类零售额同比增长4%，增速有所提升

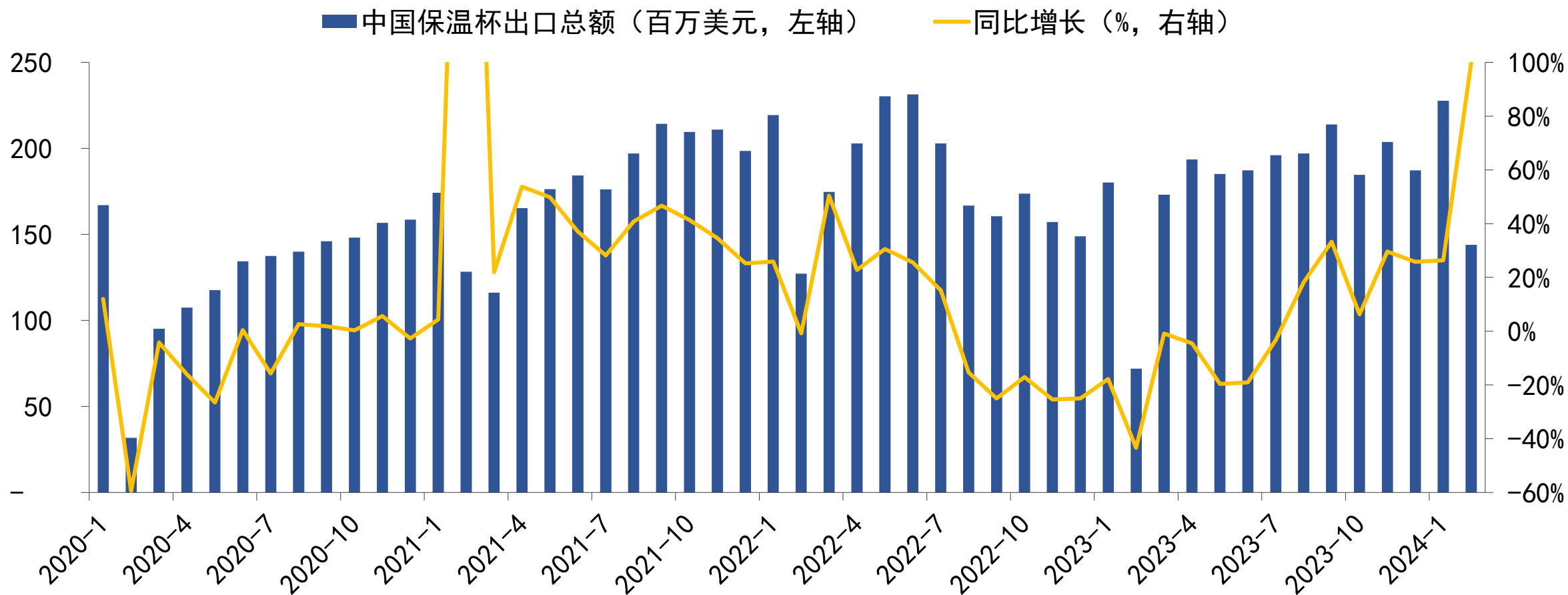
## 服装纺织品类月度零售额情况



资料来源: Wind, 国投证券研究中心

# 2月保温杯出口额同比增长100%，增速亮眼

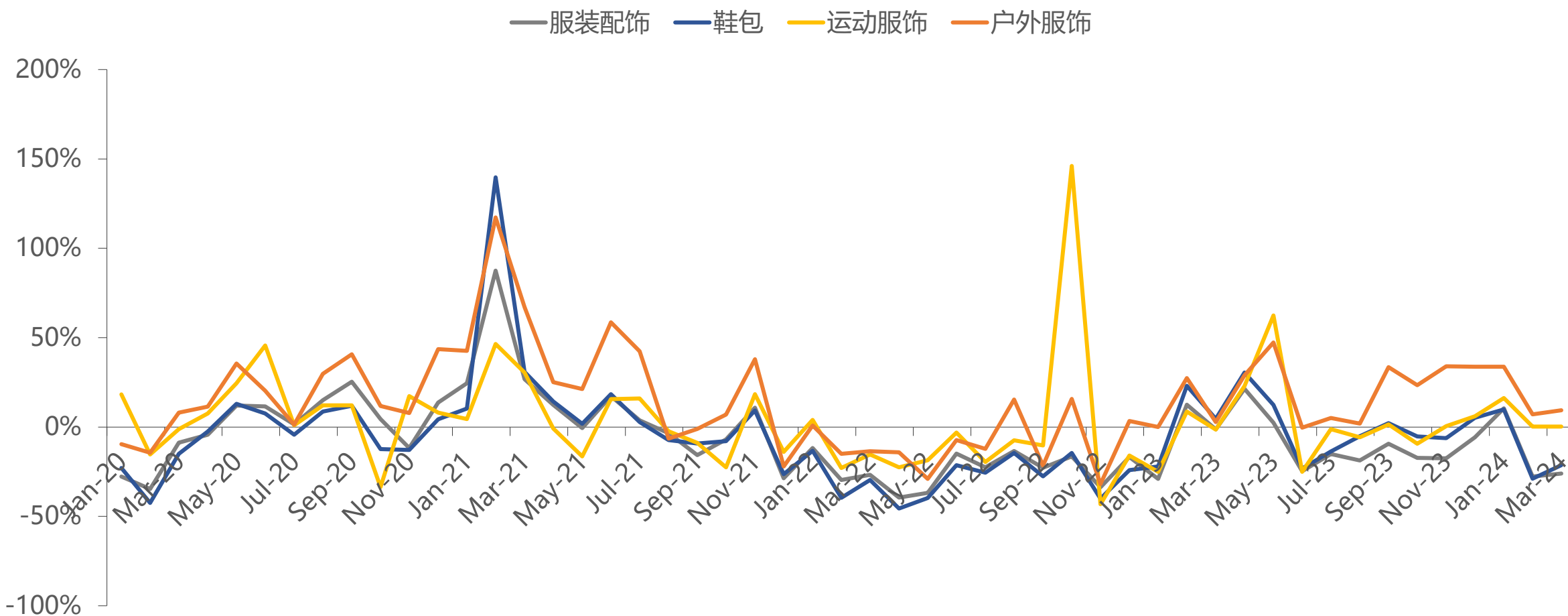
## 保温杯出口额走势（百万美元）



资料来源：中国海关总署，国投证券研究中心

# 3月天猫平台各品类服饰销售情况低迷

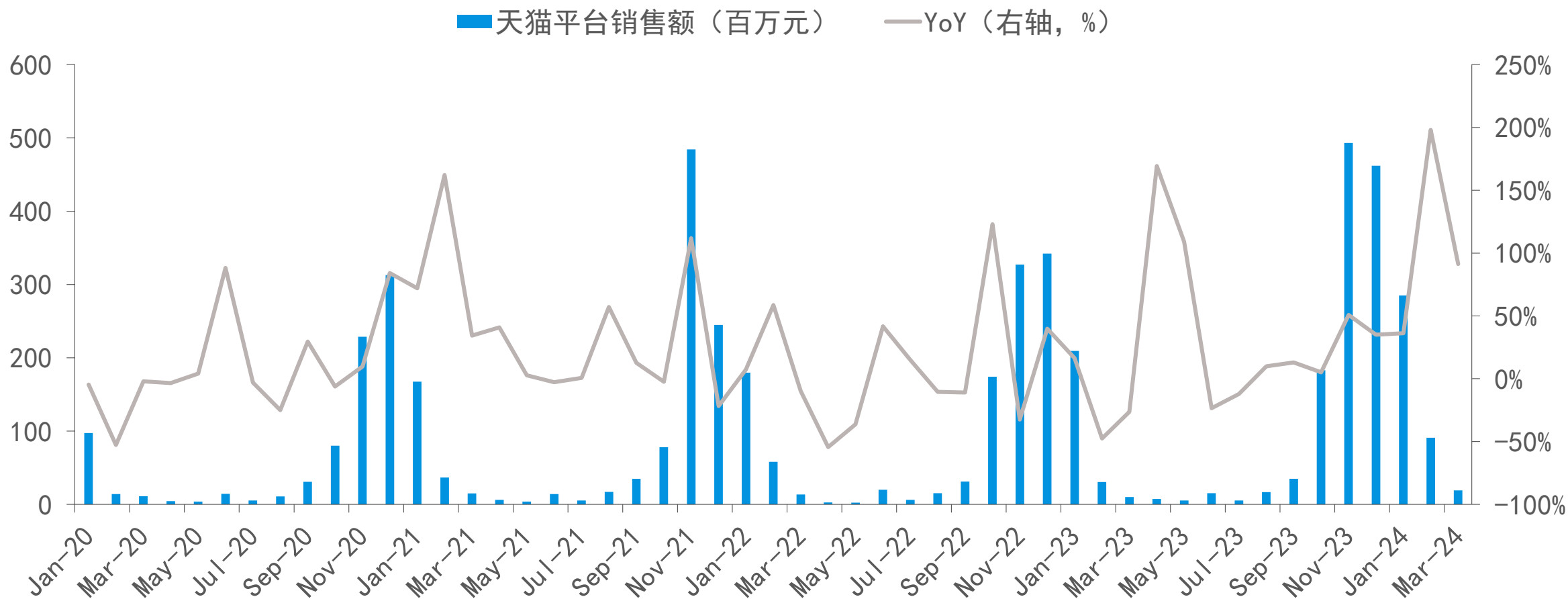
## 天猫平台各鞋服品类月度零售额增长情况



资料来源：久谦数据，国投证券研究中心

# 3月羽绒服销售同比增长持续亮眼

## 天猫平台羽绒服月度零售额增长情况



资料来源：久谦数据，国投证券研究中心

## 风险提示

数据统计存在误差的风险

## 行业评级体系

收益评级：

- 领先大市 — 未来6个月的投资收益率领先沪深300指数10%及以上；
- 同步大市 — 未来6个月的投资收益率与沪深300指数的变动幅度相差-10%至10%；
- 落后大市 — 未来6个月的投资收益率落后沪深300指数10%及以上；

风险评级：

- A — 正常风险，未来6个月投资收益率的波动小于等于沪深300指数波动；
- B — 较高风险，未来6个月投资收益率的波动大于沪深300指数波动；

## 分析师声明

本报告署名分析师声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

## 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

国投证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以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，并向本公司的客户发布。

# 免责声明

本报告仅供国投证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息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。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，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“国投证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

本报告的估值结果和分析结论是基于所预定的假设，并采用适当的估值方法和模型得出的，由于假设、估值方法和模型均存在一定的局限性，估值结果和分析结论也存在局限性，请谨慎使用。

国投证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

## 国投证券研究中心

深圳市

地址：深圳市福田区福田街道福华一路119号安信金融大厦33楼 邮编：518046

上海市

地址：上海市虹口区东大名路638号国投大厦3层 邮编：200080

北京市

地址：北京市西城区阜成门北大街2号楼国投金融大厦15层 邮编：100034