华泰证券 HUATAI SECURITIES

行业研究/动态点评

2017 年 09 月 04 日

**行业评级：**

轻工制造　　增持（维持）

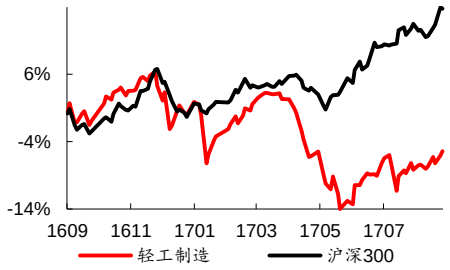
**陈羽锋** 执业证书编号：S0570513090004
研究员 025-83387511
chenyufeng@htsc.com

**张前** 0755-82492080
联系人 zhang_qian@htsc.com

**相关研究**

**1《轻工制造：盈利大幅上修，估值仍有提升空间》2017.09**
**2《顾家家居(603816,增持)：中报高增长，符合预期》2017.08**
**3《兔宝宝(002043,买入)：板材保持高增长，ROE 再创新高》2017.08**

**行业走势图**




资料来源：Wind

# 造纸盈利上修，家居成长不停步

## 轻工行业 2017 年中报综述

**行业概述：继续稳步增长**

2017 上半年轻工板块（申万分类）共实现营收 1950 亿元，同比增长 22%，实现归母净利 156 亿元，同比增长 56%。2017 上半年行业平均毛利率为 22.8%，较上年同期提升 0.5 个百分点；行业平均销售费用率为 6.3%，较上年同期提升 0.2 个百分点；管理费用率为 5.3%，较上年同期下降 0.4 个百分点；财务费用率为 2.1%，同比减少 0.3 个百分点。综合影响下，实现净利率 8.0%，同比提升 1.7 个百分点。

**板块分化：造纸盈利大幅提升，消费龙头延续成长**

造纸依然是盈利增长最为抢眼的板块，受益纸价上涨，2017 年上半年板块实现营收 546.0 亿元，同比增长 28.7%，其中二季度板块营业收入 286.2 亿元，同比/环比分别增长 23.9%/10.2%。家居延续了一季度的增长势头，19 家公司 2017H1 年实现营收 291 亿元，同比增长 33%；实现归母净利 29 亿元，同比增长 32%。上半年家居板块的靓丽表现依然受益于 2016 年地产销售增长，这一因素将支持整个板块 17-18 年的收入稳步增长。除此之外，行业集中度偏低、竞争格局改善利好龙头企业，龙头公司通过效率提升、品类扩张等措施，将持续保持高于行业整体的增长速度。

**近期投资策略之家居&包装：优选龙头**

我们依然看好家居板块，由于销售滞后影响，主要家居公司 17-18 收入、业绩仍将保持较高速增长。尤其是一季度家居公司普遍对经销商提价以对冲成本上涨影响，预计利润率将环比改善。回顾优质家居龙头过往成长情况，公司层面并未受地产周期太大影响，市场对于地产产业链预期较低时反而创造买入机会。综合考虑估值和未来业绩预期增速，当前优质家居龙头仍有配置价值。包装下游客户较为分散，景气度差异较大。短期原材料涨价对于板块盈利能力有影响，但龙头企业凭借更突出的溢价能力、规模效应，盈利稳定性较强。同时，成本压力将加速行业整合，利好龙头企业。

**近期投资策略之造纸：估值仍有提升空间**

当前 A 股造纸板块 2017 年估值为 1.8xP/B，年初至今板块估值中枢在 1.5x P/B。考虑到 2017 年年化 11%+的 ROE 水平，以及 2018 年上半年行业盈利大概率能够高位维持，我们认为当前板块 1.8x P/B 的估值尚未完全反应盈利大幅上修以及盈利的可持续性。在产业链库存低位+供给侧改革+淡旺季切换三重催化下，仍可博弈供需向好带来的板块估值修复机会。

风险提示：原材料价格持续上涨，环保限产不达预期。

**重点推荐**

| 股票代码 | 股票名称 | 收盘价(元) | 投资评级 | EPS（元） | | | | P/E（倍） | | | |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| | | | | 2016 | 2017E | 2018E | 2019E | 2016 | 2017E | 2018E | 2019E |
| 002572 | 索菲亚 | 38.74 | 增持 | 0.72 | 1.05 | 1.38 | 1.85 | 53.81 | 36.90 | 28.07 | 20.94 |
| 603008 | 喜临门 | 17.10 | 买入 | 0.53 | 0.74 | 1.05 | 1.49 | 32.26 | 23.11 | 16.29 | 11.48 |
| 600567 | 山鹰纸业 | 5.08 | 增持 | 0.08 | 0.35 | 0.4 | 0.51 | 63.50 | 14.51 | 12.70 | 9.96 |
| 600966 | 博汇纸业 | 6.45 | 增持 | 0.15 | 0.64 | 0.7 | 0.86 | 43.00 | 10.08 | 9.21 | 7.50 |

资料来源：华泰证券研究所

# 正文目录

行业概述 ..... 4

各版块经营情况 ..... 5

家用轻工：景气持续上行，延续良性增长 ..... 5

造纸：涨价推升板块盈利，供需景气仍在延续 ..... 6

包装：细分市场有分化，短期盈利能力承压 ..... 9

近期投资策略 ..... 11

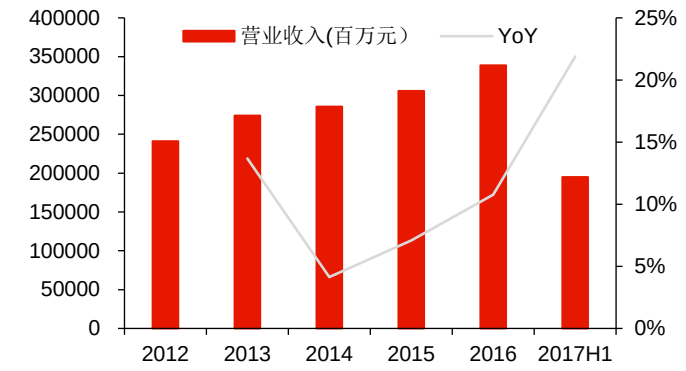
# 图表目录

图表 1： 轻工板块营业收入合计（申万分类）.....4
图表 2： 轻工板块归母净利合计（申万分类）.....4
图表 3： 轻工板块盈利能力（申万分类）.....4
图表 4： 轻工板块三项费用率（申万分类）.....4
图表 5： 家用轻工营业收入合计（申万分类）.....5
图表 6： 家用轻工归母净利合计（申万分类）.....5
图表 7： 家用轻工盈利能力（申万分类）.....5
图表 8： 家用轻工三项费用率（申万分类）.....5
图表 9： 家具营业收入合计（申万分类）.....6
图表 10： 家具归母净利合计（申万分类）.....6
图表 11： 家具盈利能力（申万分类）.....6
图表 12： 家具三项费用率（申万分类）.....6
图表 13： 造纸板块半年度营业收入合计（申万分类）.....7
图表 14： 造纸板块半年度归母净利润合计（申万分类）.....7
图表 15： 造纸板块季度营业收入合计（申万分类）.....7
图表 16： 造纸板块季度归母净利润合计（申万分类）.....7
图表 17： 造纸板块季度毛利率走势（申万分类）.....8
图表 18： 造纸板块半年度财务费用合计（申万分类）.....8
图表 19： 造纸板块半年度净负债率和综合融资成本（申万分类）.....8
图表 20： 造纸板块经营性现金流和投资性现金流走势（申万分类）.....8
图表 21： 造纸板块经营性现金流-投资性现金流走势（申万分类）.....8
图表 22： 包装印刷板块营业收入合计（申万分类）.....9
图表 23： 包装印刷板块归母净利合计（申万分类）.....9
图表 24： 包装印刷板块盈利能力（申万分类）.....9
图表 25： 包装印刷板块三项费用率（申万分类）.....9
图表 26： 主要包装公司 2017Q1、Q2 收入同比增速.....10

## 行业概述

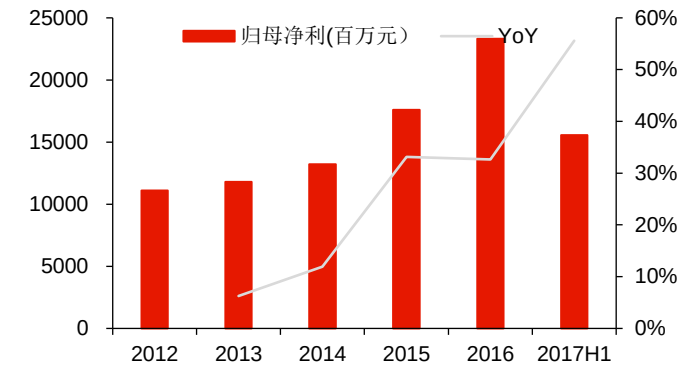
2017 上半年轻工板块（申万分类）共实现营收 1950 亿元，同比增长 22%，实现归母净利 156 亿元，同比增长 56%。2017 上半年行业平均毛利率为 22.8%，较上年同期提升 0.5 个百分点；行业平均销售费用率为 6.3%，较上年同期提升 0.2 个百分点；管理费用率为 5.3%，较上年同期下降 0.4 个百分点；财务费用率为 2.1%，同比减少 0.3 个百分点。综合影响下，实现净利率 8.0%，同比提升 1.7 个百分点。

**图表1： 轻工板块营业收入合计（申万分类）**



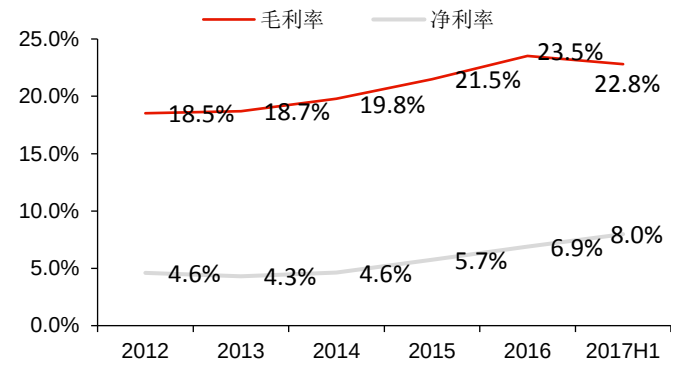

资料来源：wind，华泰证券研究所

**图表2： 轻工板块归母净利合计（申万分类）**



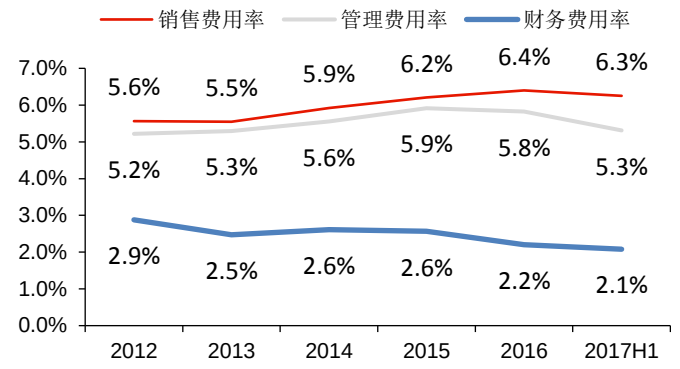

资料来源：wind，华泰证券研究所

**图表3： 轻工板块盈利能力（申万分类）**




资料来源：wind，华泰证券研究所

**图表4： 轻工板块三项费用率（申万分类）**



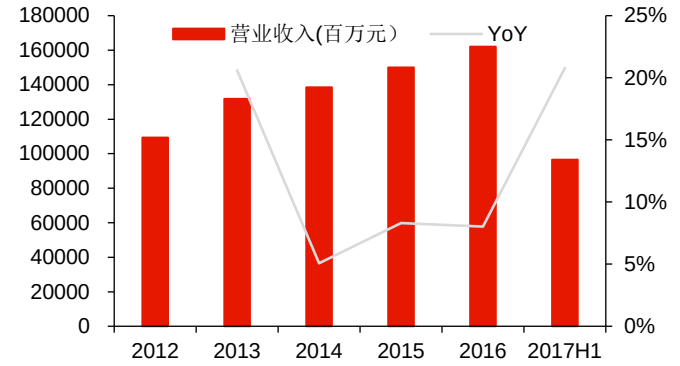

资料来源：wind，华泰证券研究所

## 各版块经营情况

### 家用轻工：景气持续上行，延续良性增长

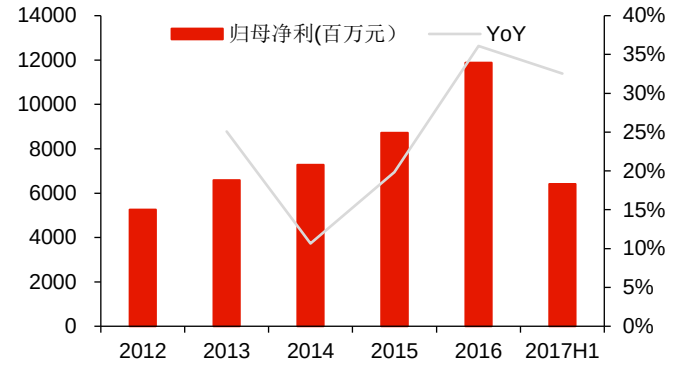
家用轻工板块收入、利润稳步增长，2017H1 共实现营收 956 亿元，同比增长 21%；实现归母净利 64 亿元，同比增长 33%。实现毛利率 21.8%，同比下滑 0.2 个百分点；实现净利率 6.6%，同比增长 0.5 个百分点。我们认为毛利率的下滑主要是由于各项原材料价格的提升所致，预计下半年原材料价格涨幅较去年同期将有所收窄，毛利率将有所改善。

**图表5： 家用轻工营业收入合计（申万分类）**



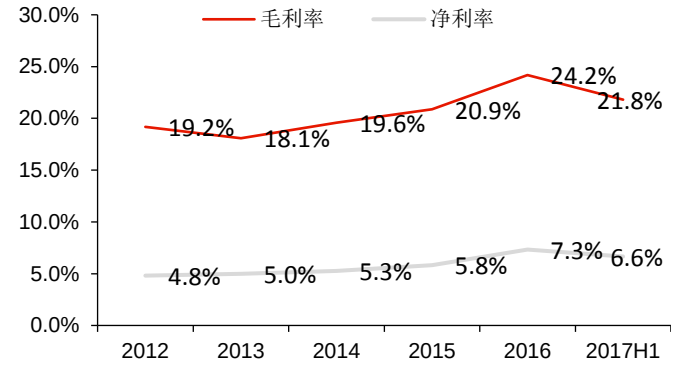

资料来源：wind，华泰证券研究所

**图表6： 家用轻工归母净利合计（申万分类）**



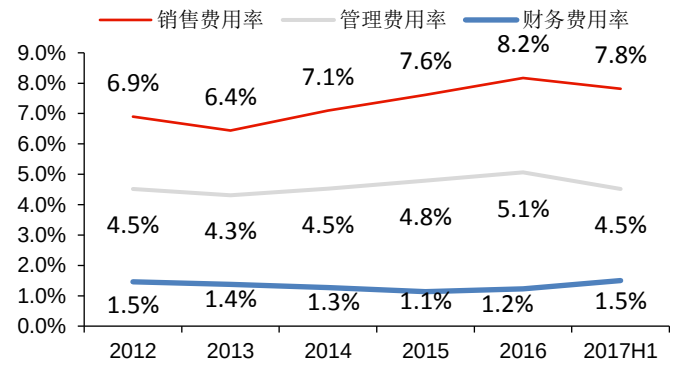

资料来源：wind，华泰证券研究所

**图表7： 家用轻工盈利能力（申万分类）**




资料来源：wind，华泰证券研究所

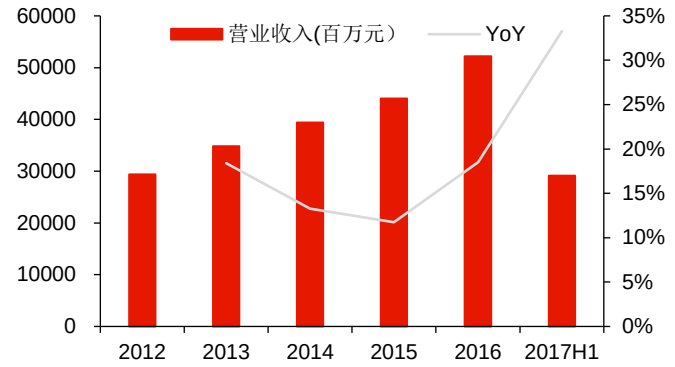
**图表8： 家用轻工三项费用率（申万分类）**




资料来源：wind，华泰证券研究所

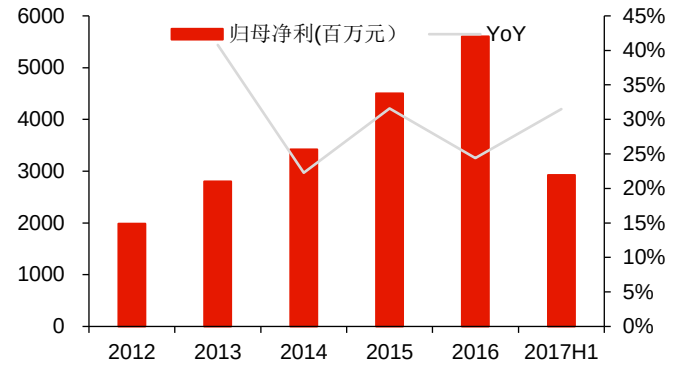
家居延续了一季度的增长势头，按照申万三级分类，并剔除升达林业、威华股份、永安林业三个上游原材料公司，家居板块 19 家公司 2017H1 年实现营收 291 亿元，同比增长 33%；实现归母净利 29 亿元，同比增长 32%。上半年家居板块的靓丽表现依然受益于 2016 年地产销售增长，这一因素将支持整个板块 17-18 年的收入稳步增长。除此之外，行业集中度偏低、竞争格局改善利好龙头企业，龙头公司通过效率提升、品类扩张等措施，将持续保持优于行业整体的增长速度。

图表9： 家具营业收入合计（申万分类）



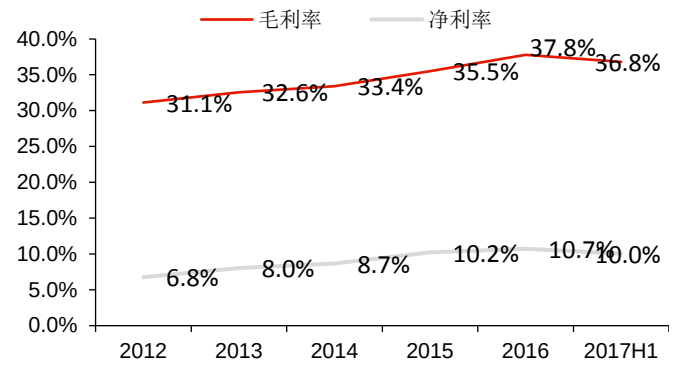

资料来源：wind，华泰证券研究所

图表10： 家具归母净利合计（申万分类）



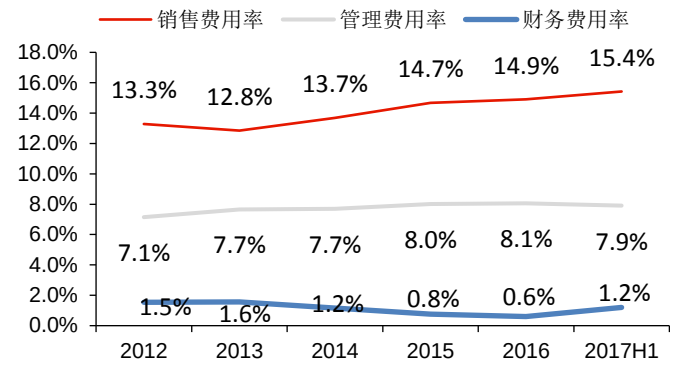

资料来源：wind，华泰证券研究所

图表11： 家具盈利能力（申万分类）




资料来源：wind，华泰证券研究所

图表12： 家具三项费用率（申万分类）




资料来源：wind，华泰证券研究所

## 造纸：涨价推升板块盈利，供需景气仍在延续

受益纸价上涨，2017 年上半年板块实现营收 546.0 亿元，同比增长 28.7%，其中二季度板块营业收入 286.2 亿元，同比/环比分别增长 23.9%/10.2%。上半年毛利率 24.3%，同比提高 3.2 个百分点，其中二季度毛利率 24.0%，同比提高 2.7 个百分点，环比小幅下降 0.8 个百分点；上半年板块财务费用合计 18.4 亿元，同比下降 18.4%，其中二季度财务费用 8.5 亿元，同比下降 27.6%，主要是债务总额下降以及以低成本的短期负债替换高成本的长期负债，后者带动板块上半年综合融资成本同比下降 0.7 个百分点至 5.1%，其中二季度综合融资成本同比下降 1.3 个百分点至 4.5%。上半年板块实现 EBIT 和净利润分别 81.2 亿元和 51.0 亿元，同比分别增长 64.3%和 150%；其中二季度 EBIT 和净利润分别为 41.6 亿元和 27.5 亿元，同比分别增长 55.9%和 139%。

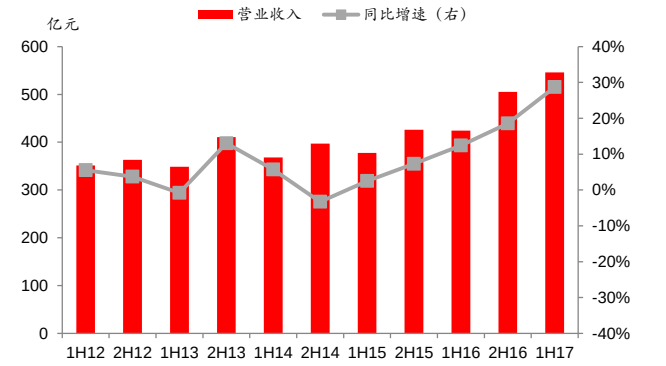
**板块净负债率下降显著，但个股有分化。**二季度末板块净负债率 89%，环比一季度末上升 1 个百分点，主要是晨鸣纸业和太阳纸业二季度末净负债率环比提升 14.4 和 4.2 个百分点；净负债率同比下降 23.8 个百分点，杠杆率回落显著。但个股有所分化，二季度末晨鸣纸业净负债率 188%、山鹰纸业 98%、博汇纸业 96%、太阳纸业 91%；然而，安妮股份净负债率-17%、美利云-5%、恒丰纸业-4%、青山纸业 13%。

**应收项目拖累经营现金流，资本开支同比继续增加。**2017 年上半年，板块经营现金净流出 22.1 亿元，其中二季度净流出 3.5 亿元，主要是晨鸣纸业减少应收票据贴现、山鹰纸业承兑汇票和太阳纸业应收账款增加。上半年投资性现金净流出 38.3 亿元，同比增加 65.8%，其中二季度为 33.9 亿元，同比增加 143.7%；投资性现金净流出增加显著的有太阳纸业、岳阳林纸和博汇纸业，2017 年上半年分别为 15.0 亿元、9.6 亿元和 6.9 亿元（岳阳林纸系收购诚通凯盛 100%股权）。

往前看，价格方面，箱板纸和瓦楞纸早于预期提价，价格上涨趋势将贯穿整个四季度旺季；双胶纸价格淡季不淡，四季度供应收缩将带来纸价上涨的弹性；白卡纸和白板纸产业链库存偏低，四季度旺季涨价亦具备弹性。盈利方面，二季度箱板纸和瓦楞纸平均吨毛利有所回调，但仍位于高位区间，并且吨毛利在三季度开始恢复上行趋势；白卡纸和双胶纸价格在二季度末开始回调，预计三季度吨毛利将有所回落，但根据我们的单季度吨毛利测算模型，四季度涨价行情下吨毛利仍将恢复环比扩张。

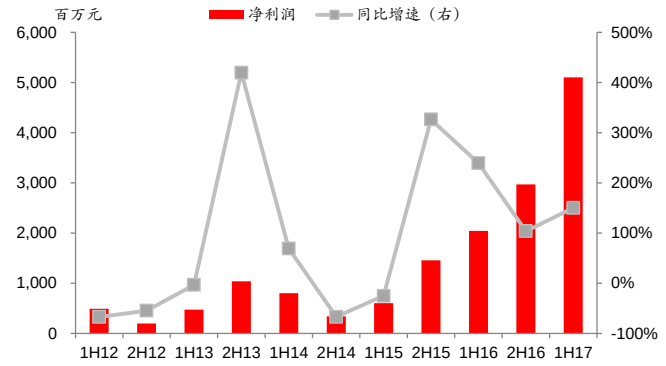
在产业链库存低位+供给侧改革+淡旺季切换三重催化下，仍可博弈供需向好带来的板块估值修复机会。结合当前估值，精选景气度可持续的弹性标的，两条布局逻辑：1）中线：箱板瓦楞纸和双胶纸受益淡旺季切换和短期产量收缩的阶段性供需景气，推荐**山鹰纸业**、**太阳纸业**和**华泰股份**；2）长线：白卡纸受益消费升级和出口增长的长期供求景气，短期白卡纸当前市场需求预期偏低，是可以寻求预期差的品种，推荐**博汇纸业**和**晨鸣纸业**。

**图表13： 造纸板块半年度营业收入合计（申万分类）**



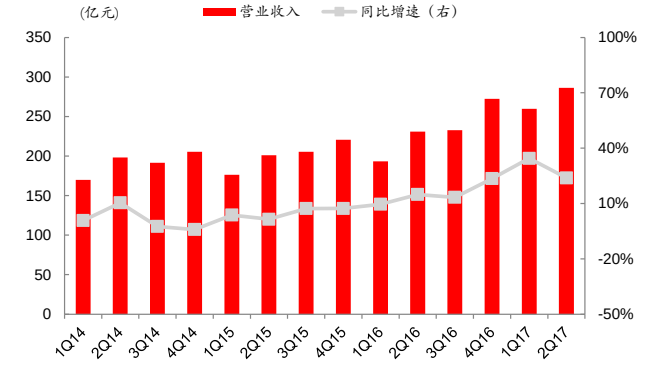

资料来源：wind，华泰证券研究所

**图表14： 造纸板块半年度归母净利润合计（申万分类）**



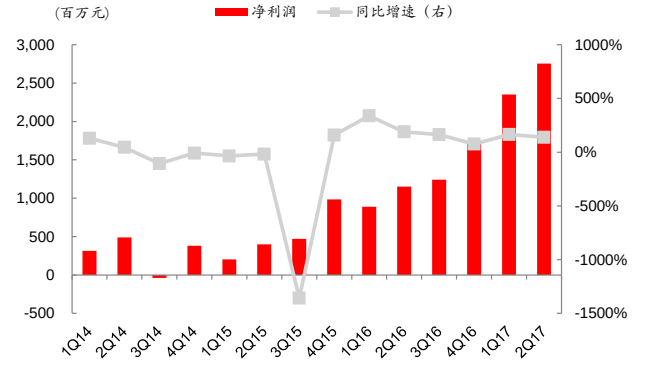

资料来源：wind，华泰证券研究所

**图表15： 造纸板块季度营业收入合计（申万分类）**



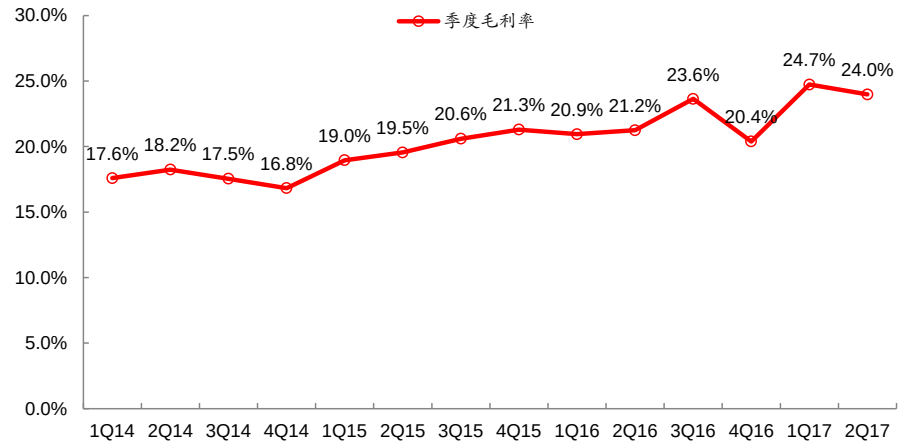

资料来源：wind，华泰证券研究所

**图表16： 造纸板块季度归母净利润合计（申万分类）**



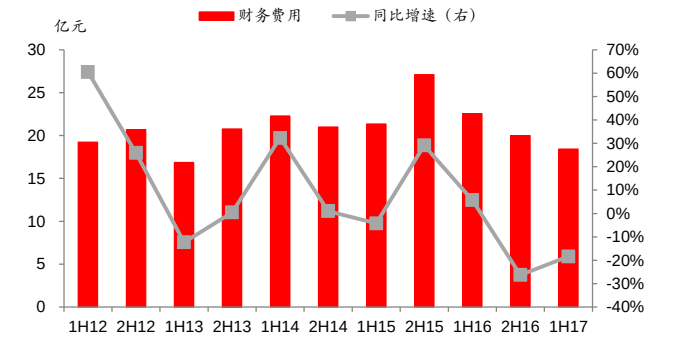

资料来源：wind，华泰证券研究所

**图表17： 造纸板块季度毛利率走势（申万分类）**



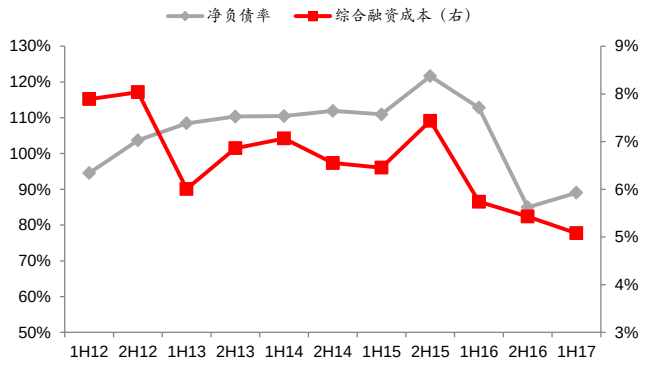

资料来源：wind，华泰证券研究所

**图表18： 造纸板块半年度财务费用合计（申万分类）**



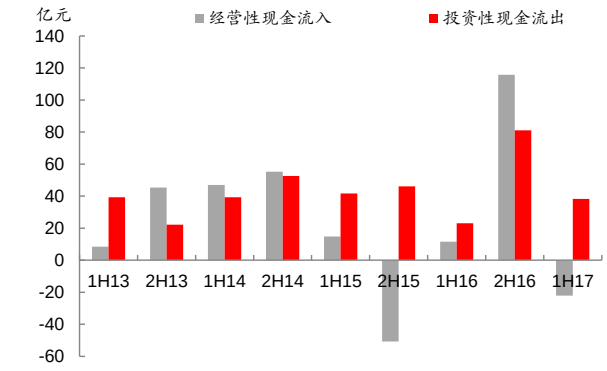

资料来源：wind，华泰证券研究所

**图表19： 造纸板块半年度净负债率和综合融资成本（申万分类）**



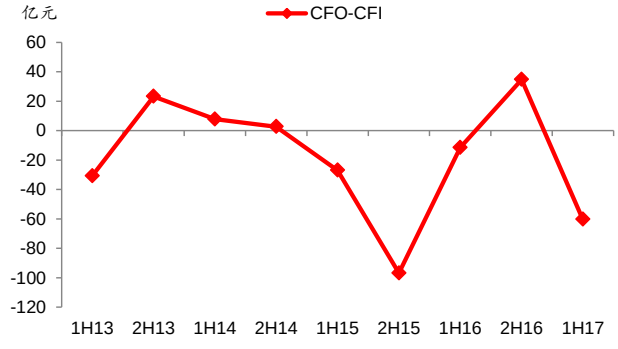

资料来源：wind，华泰证券研究所

**图表20： 造纸板块经营性现金流和投资性现金流走势（申万分类）**




资料来源：wind，华泰证券研究所

**图表21： 造纸板块经营性现金流-投资性现金流走势（申万分类）**

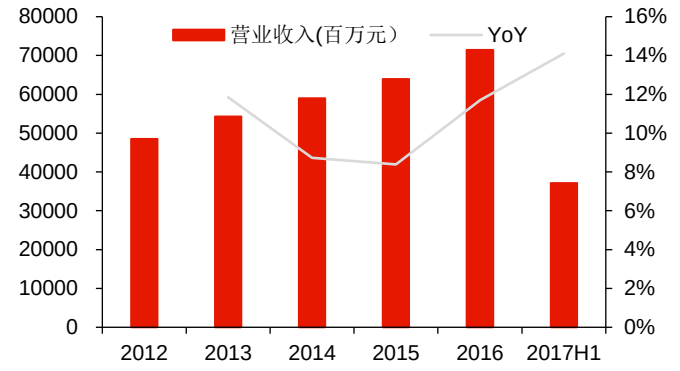



资料来源：wind，华泰证券研究所

## 包装：细分市场有分化，短期盈利能力承压

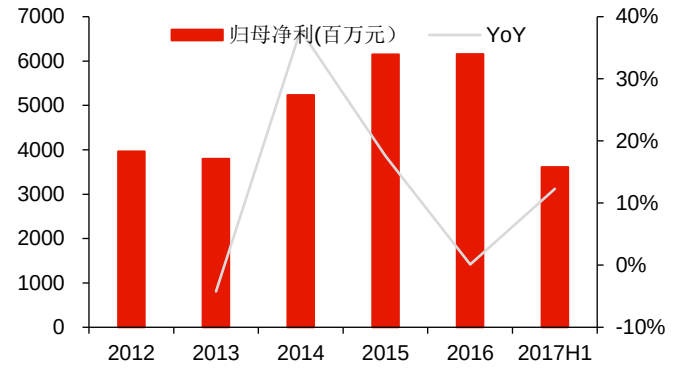
我们选取了主流的 30 家纸包装公司，30 家公司 2017H1 共计实现营收 372 亿元，同比增长 14%；实现归母净利 36 亿元，同比增长 12%；毛利率下滑 1.7 个百分点至 24.4%，净利率小幅下滑 0.2 个百分点至 9.7%。包装个细分行业收入增速出现分化：烟草包装 2017Q1 开始触底反弹，代表公司东风股份、顺灏股份均出现逐季加速增长的势头；电子包装行业集中度提升趋势显现，龙头公司裕同科技表现出持续的成长性。由于目前上游纸、金属等原材料价格高企，预计对包装企业短期盈利能力有一定影响，同时成本压力也会加速行业内的集中度提升。

**图表22： 包装印刷板块营业收入合计（申万分类）**



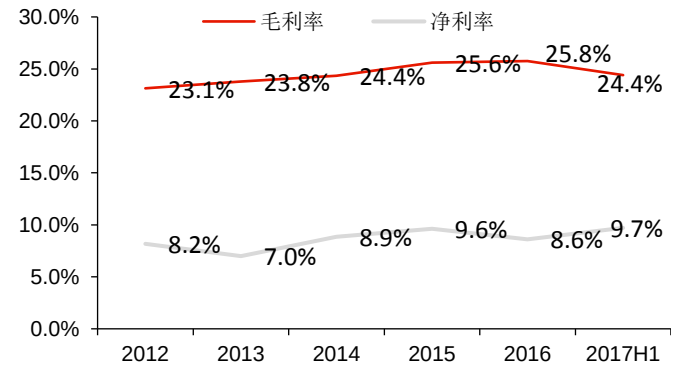

资料来源：wind，华泰证券研究所

**图表23： 包装印刷板块归母净利合计（申万分类）**



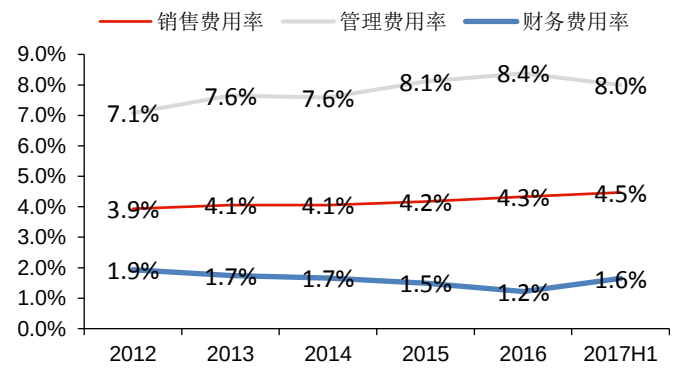

资料来源：wind，华泰证券研究所

**图表24： 包装印刷板块盈利能力（申万分类）**



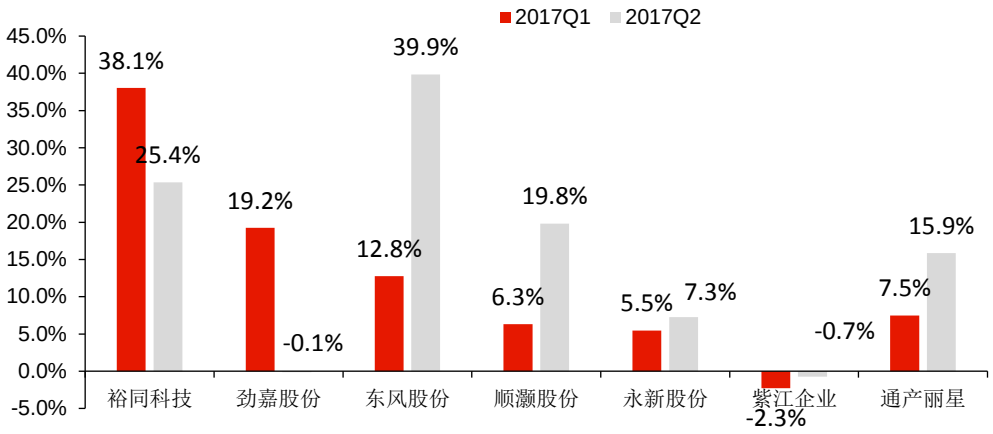

资料来源：wind，华泰证券研究所

**图表25： 包装印刷板块三项费用率（申万分类）**




资料来源：wind，华泰证券研究所

**图表26： 主要包装公司 2017Q1、Q2 收入同比增速**




资料来源：wind，华泰证券研究所

## 近期投资策略

**家居：**近期家居板块表现平平，我们认为主要是由于市场对于下半年地产增速预期不高，从而影响了对家居板块的估值。我们依然看好家居板块，由于销售滞后影响，2017 年是家居销售大年，我们判断，主要家居公司收入、业绩仍将保持较高速增长。尤其是一季度家居公司普遍对经销商提价以对冲成本上涨影响，预计利润率将环比改善。回顾优质家居龙头过往成长情况，公司层面并未受地产周期太大影响，市场对于地产产业链预期较低时反而创造买入机会。综合考虑估值和未来业绩预期增速，当前优质家居龙头仍有配置价值。

个股方面，优选细分行业龙头。推荐**索菲亚**（定制家居领跑者，护城河显著，成长性确定，积极向橱柜、木门等新品类拓张）、**喜临门**（自主品牌发力，内销提速，预计中报业绩快速增长，当前估值较低）、**顾家家居**（内销沙发品牌、渠道优势显著，大家居布局逐渐成型）。

**造纸：**当前 A 股造纸板块 2017 年估值为 1.8xP/B，年初至今板块估值中枢在 1.5x P/B。考虑到 2017 年年化 11%+的 ROE 水平，以及 2018 年上半年行业盈利大概率能够高位维持，我们认为当前板块 1.8x P/B 的估值尚未完全反应盈利大幅上修以及盈利的可持续性。在产业链库存低位+供给侧改革+淡旺季切换三重催化下，仍可博弈供需向好带来的板块估值修复机会。

选股方面，结合当前估值，精选景气度可持续的弹性标的，两条布局逻辑：1）中线：箱板瓦楞纸和双胶纸受益淡旺季切换和短期产量收缩的短期供求景气，推荐**山鹰纸业**（箱板瓦楞纸产能 260 万吨，未来募投年产 120 万吨新生产线），**太阳纸业**（2016 年双胶纸收入占比 36%）和**华泰股份**（**2016** 年双胶纸收入占比 22%）；2）长线：白卡纸受益消费升级和出口增长的长期供需景气，短期白卡纸当前市场需求预期偏低，是可以寻求预期差的品种，推荐**博汇纸业**（2016 年底白卡纸市场份额 15%，白卡纸收入占比 77%）和**晨鸣纸业**（双胶纸和白卡纸龙头，可沿中线和长线两条逻辑布局）。

**包装：**下游客户较为分散，景气度差异较大。短期原材料涨价对于板块整体盈利能力有影响，但龙头企业凭借更突出的溢价能力、规模效应，盈利稳定性较强。同时，成本压力将加速行业整合，利好龙头企业。

个股方面，优选景气度较高、客户资源优异的龙头企业，推荐**裕同科技**。

## 风险提示

原材料价格持续上涨，环保限产不达预期。

## 免责申明

本报告仅供华泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司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，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或征价。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。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。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。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。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，本公司及其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头寸并进行交易，也可能为之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。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。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“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权力。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：Z23032000。
全资子公司华泰金融控股（香港）有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格，经营许可证编号为：AOK809
©版权所有 2017 年华泰证券股份有限公司

## 评级说明

**行业评级体系**

一报告发布日后的 6 个月内的行业涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

一投资建议的评级标准

增持行业股票指数超越基准

中性行业股票指数基本与基准持平

减持行业股票指数明显弱于基准

**公司评级体系**

一报告发布日后的 6 个月内的公司涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

一投资建议的评级标准

买入股价超越基准 20%以上

增持股价超越基准 5%-20%

中性股价相对基准波动在-5%~5%之间

减持股价弱于基准 5%-20%

卖出股价弱于基准 20%以上

## 华泰证券研究

**南京**

南京市建邺区江东中路 228 号华泰证券广场 1 号楼/邮政编码：210019

电话：86 25 83389999 /传真：86 25 83387521

电子邮件：ht-rd@htsc.com

**北京**

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同 28 号太平洋保险大厦 A 座 18 层

邮政编码：100032

电话：86 10 63211166/传真：86 10 63211275

电子邮件：ht-rd@htsc.com

**深圳**

深圳市福田区深南大道 4011 号香港中旅大厦 24 层/邮政编码：518048

电话：86 755 82493932 /传真：86 755 82492062

电子邮件：ht-rd@htsc.com

**上海**

上海市浦东新区东方路 18 号保利广场 E 栋 23 楼/邮政编码：200120

电话：86 21 28972098 /传真：86 21 28972068

电子邮件：ht-rd@htsc.com