

推荐 (维持)

## 轻工制造行业中报总结

2017年09月04日

### 造纸企业如期高增长，盈利动能不减

上证指数 3367

#### 行业规模

		占比%
股票家数 (只)	56	1.7
总市值 (亿元)	4352	0.8
流通市值 (亿元)	3008	0.7

#### 行业指数

%	1m	6m	12m
绝对表现	4.2	-6.6	6.2
相对表现	2.6	-17.4	-9.9



资料来源: 贝格数据、招商证券

#### 相关报告

- 1、《造纸行业深度—废纸新规呼之欲出，龙头优势愈发凸显》2017-08-18
- 2、《轻工制造行业 2017 年中报前瞻—寻找业绩优良的价值型企业》2017-06-30
- 3、《深入浅出说造纸，继往开来聊古今—造纸行业工具书》2017-06-07

李宏鹏

lihongpeng@cmschina.com.cn  
 S1090515090001

濮冬燕

021-68407301  
 pudu@cmschina.com.cn  
 S1090511040031

郑恺

021-68407559  
 zhengkai1@cmschina.com.cn  
 S1090514040003

我们认为中报轻工制造行业业绩基本符合预期，造纸行业业绩增长持续领跑，定制家居大部分公司高增长趋势延续，四季度建议投资者继续关注造纸行业中业绩扎实、成本优势显著的企业。

- **轻工制造行业中报业绩整体符合预期。**6月30日在中报前瞻中我们预计中报造纸行业盈利增速持续领跑，定制家居公司较高增长趋势延续，文娱珠宝、印刷包装公司业绩分化。从业绩报告看，轻工行业情况整体符合预期，见表1，造纸、定制家居板块全年业绩展望依然较好。轻工制造二季度表现弱于大盘，家居板块跌幅较小，其中具有业绩支撑的品牌家居企业表现较好。
- **造纸板块经营持续向好，未来新增产能或较有限，盈利动能依然强劲。**二季度造纸板块净利大幅增长166.02%。在今年利率上行的背景下，企业控制财务费用，贴现减少，应收票据余额大幅提升。行业盈利启动，且大部分纸企去年增发完成，去杠杆进行中，上半年行业平均带息负债率下行。预收账款余额大幅增长，表明在手订单情况向好。新增产能来看，在建工程同比减少，大型纸企未来投资意愿整体偏弱，表明2018年行业整体新增产能或较有限。
- **定制家居企业持续较好增长，关注终端运营效率提升。**上半年定制家居企业加码终端建设，持续推进全屋定制战略，加大营销推广，同时稳步开拓工程渠道，提升经营效率，整体业绩持续较好增长。而今年上市家居企业数量增加，且新开店计划较多，未来市场竞争或将加剧，同时地产调控压力渐显，建议投资者关注开店竞标过程中终端运营效率依然提升的公司。
- **持续坚定看好造纸板块。**整体来看，我们认为2017年下半年至2018年，持续坚定看好造纸行业，在环保趋严背景下，新增产能投放难度加大，建议长期关注行业中业绩扎实、成本优势显著的公司，推荐太阳纸业、山鹰纸业、岳阳林纸和中顺洁柔。此外，我们建议关注具有独特竞争优势、份额占比持续提升的出口型家居企业，推荐永艺股份；建议关注具有确定性需求增长的企业，推荐裕同科技。
- **风险因素：**地产成交量下行影响家居产业链需求，纸品库存重新高企。

#### 重点公司主要财务指标

	股价	15EPS	16EPS	17EPS	16PE	17PE	PB	评级
太阳纸业	8.82	0.26	0.42	0.66	21.2	13.4	2.6	强烈推荐-A
山鹰纸业	5.08	0.05	0.08	0.33	65.5	15.2	2.5	强烈推荐-A
岳阳林纸	9.02	-0.28	0.02	0.25	446.6	35.7	1.7	强烈推荐-A
中顺洁柔	13.03	0.12	0.34	0.49	37.9	26.9	3.5	强烈推荐-A
索菲亚	38.74	0.50	0.72	1.06	53.9	36.6	9.3	强烈推荐-A
好莱客	30.20	0.51	0.79	1.14	38.1	26.5	5.3	强烈推荐-A
曲美家居	15.98	0.24	0.38	0.53	41.8	30.3	5.3	强烈推荐-A
尚品宅配	133.78	1.29	2.37	3.41	56.5	39.3	6.3	强烈推荐-A
裕同科技	71.55	1.65	2.19	2.86	32.7	25.0	6.5	强烈推荐-A

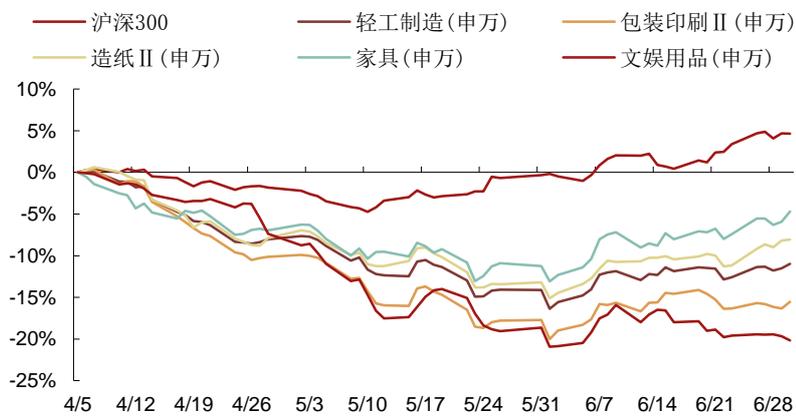
资料来源: 公司数据、招商证券

## 轻工制造行业中报整体符合预期

6月30日在中报前瞻中我们预计中报造纸行业盈利增速持续领跑，定制家居公司较高增长趋势延续，文娱珠宝、印刷包装公司业绩分化，整体情况基本符合预期；建议投资者布局盈利成长明确的造纸、部分家居以及印刷包装企业。

从市场表现来看，轻工制造板2季度整体下跌11.0%，表现落后于大盘。子板块方面，二季度家居板块跌幅较小，为4.7%，其中具有业绩支撑的品牌家居企业表现较好；包装印刷、造纸板块分别下跌15.5%、8.0%，文娱用品板块下跌20.2%，为子板块中的最大跌幅。

图1：轻工制造行业二季度整体表现弱于大盘



资料来源：Wind，招商证券

### （一）中报业绩整体符合预期

我们将行业内重点公司中报增速情况统计如下，整体来看，大多数公司符合我们预期，而与一季报相比，业绩略低预期的公司个数有所增加。

低于预期的公司主要集中在部分家居以及文娱类企业。我们认为，部分家居企业业绩不及预期的主要原因有二：一是部分成品家居公司业务结构调整、增长乏力；二是上半年上市企业数量增加，渠道扩张提速，营销投入加大，对企业经营能力提出更高要求。而部分文娱企业因前期业务转型，目前业绩增长未完全体现，预计随着后续相关业务的逐步优化，整体经营仍有提升空间。

业绩盈利超预期的公司主要集中在定制家居板块。上半年定制类家居企业加码终端建设，持续推进全屋定制战略，加大营销推广，同时稳步开拓工程渠道，提升经营效率，多数定制家居企业持续较好内生增长。

表 1: 中报盈利预期与实际业绩比较, 大部分符合前期预期

	股价	EPS 2016A	EPS 2016-1H	实际 EPS 1H17	%CH	预测 EPS 1H17	EPS 2017E	EPS 2018E	PE 2017
<b>纸类</b>									
太阳纸业	8.82	0.42	0.14	0.35	148%	0.34	0.66	0.75	13.4
中顺洁柔	13.03	0.34	0.14	0.21	48%	0.22	0.49	0.64	26.6
晨鸣纸业	16.59	1.07	0.49	0.90	86%	0.93	1.84	2.21	9.0
山鹰纸业	5.08	0.08	0.03	0.18	451%	0.17	0.33	0.42	15.4
博汇纸业	6.45	0.15	0.05	0.30	517%	0.25	N.A.	N.A.	N.A.
岳阳林纸	9.02	0.02	0.01	0.06	497%	0.05	0.25	0.43	36.1
齐峰新材	10.00	0.45	0.15	0.19	22%	0.23	N.A.	N.A.	N.A.
<b>文娱类</b>									
星辉娱乐	7.74	0.37	0.22	0.13	-39%	0.18	N.A.	N.A.	N.A.
晨光文具	18.40	0.45	0.27	0.31	15%	0.31	0.65	0.86	28.3
齐心集团	17.98	2.45	0.11	0.19	72%	0.19	N.A.	N.A.	N.A.
金一文化	14.51	0.45	0.08	0.05	-35%	0.10	0.52	N.A.	27.9
姚记扑克	12.90	0.25	0.12	0.09	-26%	0.11	0.26	0.28	49.6
康耐特	18.52	0.21	0.05	0.21	303%	0.30	0.64	0.86	28.9
海伦钢琴	11.03	0.13	0.07	0.08	13%	0.08	0.14	0.16	78.8
潮宏基	11.23	0.26	0.16	0.18	15%	0.18	N.A.	N.A.	N.A.
飞亚达 A	11.97	0.25	0.14	0.20	43%	0.21	0.35	0.42	34.2
金州慈航	7.87	0.49	0.23	0.17	-25%	0.47	0.62	0.78	12.7
<b>印刷包装类</b>									
奥瑞金	6.22	0.49	0.26	0.18	-32%	0.17	0.47	0.51	13.2
裕同科技	71.55	2.19	0.63	0.78	23%	0.79	2.86	3.68	25.0
东港股份	21.98	0.60	0.27	0.27	3%	0.28	0.87	1.05	25.3
东风股份	11.67	0.51	0.28	0.32	14%	0.32	N.A.	N.A.	N.A.
永新股份	12.87	0.60	0.26	0.25	-4%	0.26	N.A.	N.A.	N.A.
顺灏股份	7.11	0.14	0.06	0.02	-62%	0.06	0.30	0.34	23.7
劲嘉股份	9.27	0.44	0.27	0.23	-14%	0.23	0.44	0.47	21.1
合兴包装	4.64	0.10	0.05	0.07	40%	0.07	0.13	0.15	35.7
盛通股份	14.70	0.11	0.04	0.09	113%	0.07	N.A.	N.A.	N.A.
通产丽星	10.49	0.07	0.03	0.07	157%	0.05	0.08	0.11	131.1
<b>家居类</b>									
欧派家居	102.79	2.26	0.74	0.98	33%	0.96	2.98	3.92	34.5
索菲亚	38.74	0.72	0.22	0.32	47%	0.31	1.06	1.44	36.5
尚品宅配	133.78	2.37	0.27	0.61	127%	0.49	3.41	5.07	39.2
曲美家居	15.98	0.38	0.15	0.22	46%	0.20	0.53	0.66	30.2
好莱客	30.20	0.79	0.22	0.34	56%	0.33	1.14	1.52	26.5
顾家家居	53.92	1.39	0.66	0.94	43%	0.92	1.83	2.37	29.5
永艺股份	17.47	0.48	0.23	0.26	16%	0.26	0.62	0.81	28.2
金牌厨柜	79.39	1.44	0.33	0.69	108%	0.48	2.20	2.84	36.1
皮阿诺	47.00	0.56	0.10	0.22	122%	0.20	1.83	2.52	25.7
宜华生活	10.90	0.48	0.26	0.32	21%	0.31	0.74	0.91	14.7
美克股份	5.89	0.22	0.09	0.10	15%	0.10	0.27	0.34	21.8
喜临门	17.10	0.52	0.16	0.24	52%	0.24	0.70	0.89	24.4
大亚圣象	21.86	1.02	0.20	0.26	35%	0.25	1.31	1.61	16.7
江山欧派	50.64	1.35	0.67	0.74	9%	0.87	N.A.	N.A.	N.A.
菲林格尔	32.10	0.81	0.33	0.38	15%	0.36	N.A.	N.A.	N.A.
德尔未来	15.11	0.29	0.14	0.16	11%	0.20	0.39	0.50	38.7
浙江永强	6.53	0.03	0.10	0.12	10%	0.18	N.A.	N.A.	N.A.
哈尔斯	9.75	0.29	0.08	0.19	135%	0.21	0.65	0.85	15.0
海鸥卫浴	8.73	0.19	0.05	0.09	75%	0.09	0.23	0.32	38.0

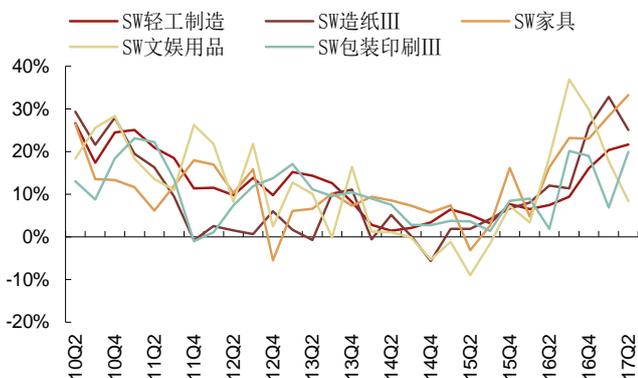
资料来源: Wiind, 招商证券

从中报看，低于预期的公司主要为齐峰新材、星辉娱乐、金一文化、康耐特、金洲慈航、顺灏股份、江山欧派、德尔未来、浙江永强等。而博汇纸业、盛通股份、通产丽星、尚品宅配、曲美家居、金牌厨柜、大亚圣象等公司中报业绩略高于我们预期。

## (二) 行业收入增速整体持续回升

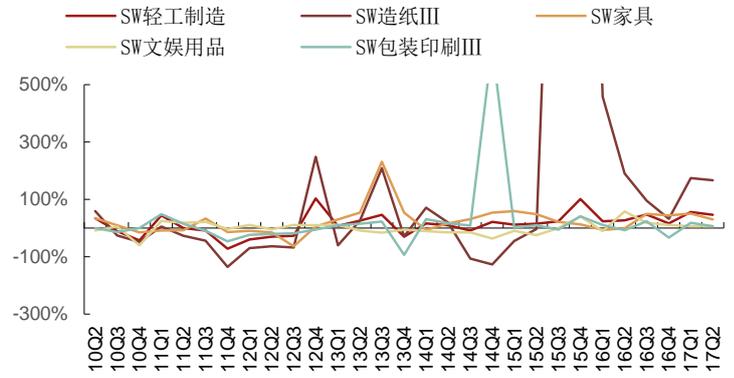
上半年宏观经济稳中有进，二季度以来部分企业需求回暖，叠加新业务渠道，轻工行业二季度整体收入增速同 1Q17 的 20.32% 进一步升至 21.69%，净利增长 45.89%。其中家具、造纸板块增长继续保持良好态势，二季度收入增速分别为 33.28%、25.09%，净利增速分别为 30.33%、166.02%；包装印刷板块部分企业在低基数效应下，经过前期业务调整和整合后成效渐显，二季度收入增速回升至 19.91%，同时原材料价格上涨成本压力渐显，导致净利增速回落至 5.78%；文娱板块二季度收入增速相对最低，为 8.38%，净利增长 6.10%。

图 2：二季度轻工行业收入增速整体向上



资料来源：WIND、招商证券

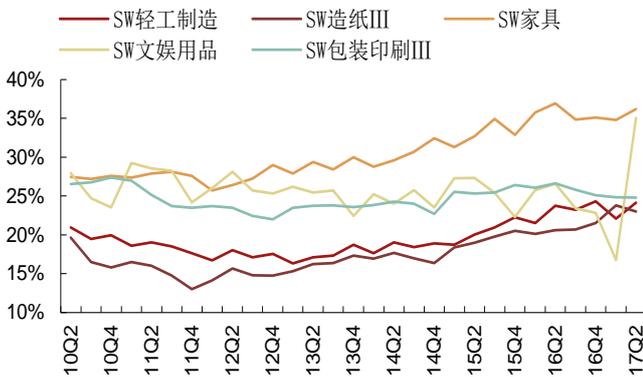
图 3：二季度轻工行业净利增速持续较好



资料来源：WIND、招商证券

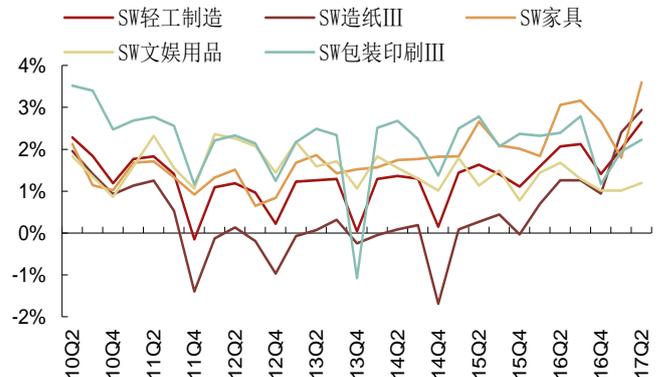
盈利能力上看，二季度轻工制造整体毛利率同比提升 0.39pct 至 24.14%，环比提升 2.07pct，其中家具、包装印刷行业在原材料价格上涨的背景下，二季度毛利率同比分别小幅下降 0.74 pct、1.83 pct，但仍处较好水平；造纸行业受益于产品提价带来吨纸毛利扩张，二季度毛利率同比提升 2.41 pct 至 23.01%；文娱用品毛利率同比大幅提升 8.47 pct 至 35.06%。扣非 ROE 方面，二季度轻工制造行业整体同比提升 0.58pct 至 2.65%，说明行业基本面在收入好转的带动下，盈利能力也有所回升。

图 4：二季度轻工行业毛利率平稳略升



资料来源：WIND、招商证券

图 5：二季度轻工行业扣非 ROE 小幅上行



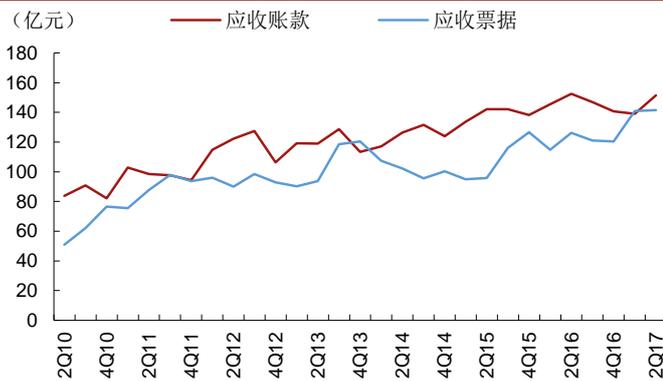
资料来源：WIND、招商证券

对于子行业的分析如下：

- 造纸板块经营持续向好，未来新增产能或较有限，盈利动能依然强劲。自去年三季度行业盈利显著回暖以来，二季度造纸板块净利大幅增长 166.02%，毛利率持续较高水平，为 23.01%。同时我们注意到造纸行业细项数据进一步表明，未来行业盈利动能依然强劲：1) 在今年宏观利率上行的背景下，企业为控制财务费用，贴现减少，导致行业应收票据余额由 16 年底的 120 亿元大幅提升至 1H17 的 142 亿元。2) 行业盈利启动，造纸企业负债结构优化，且大部分造纸企业去年增发完成，去杠杆进行中，上半年行业平均带息负债率持续下行。3) 行业预收账款余额大幅增长，表明在手订单情况向好。4) 新增产能来看，在建工程同比减少，除了博汇纸业的白卡纸计划新产能、以及晨鸣纸业和太阳纸业计划纸浆新产能，其他大型纸企未来投资意愿偏弱，表明 2018 年行业整体新增产能或较有限。

我们仍然坚定看好造纸行业，在环保趋严背景下，新增产能投放难度加大，建议长期关注行业中业绩扎实、成本优势显著的公司，推荐太阳纸业、山鹰纸业、岳阳林纸和中顺洁柔。

图 6：造纸行业应收票据余额明显增加



资料来源：WIND、招商证券

图 7：造纸行业带息负债持续下行



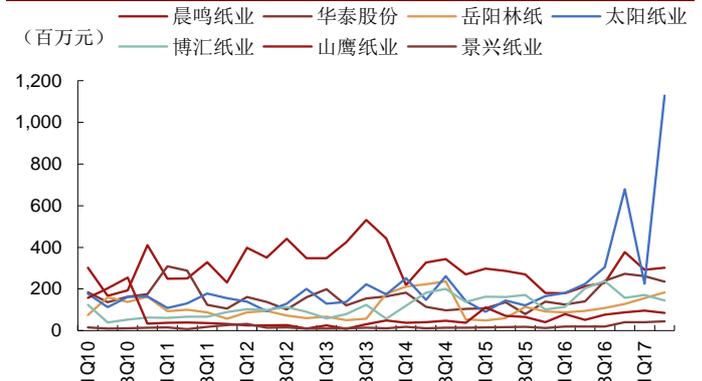
资料来源：WIND、招商证券

图 8：造纸行业预收账款余额大幅增长



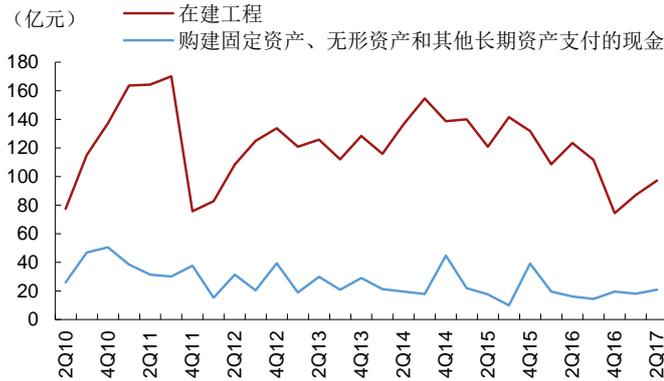
资料来源：WIND、招商证券

图 9：主流纸企预收账款余额达近年高位



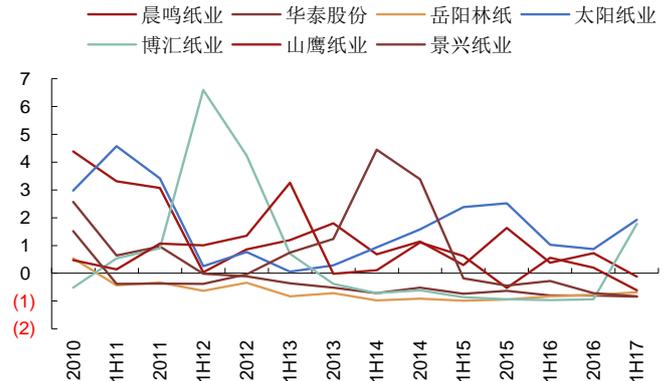
资料来源：WIND、招商证券

图 10: 造纸行业在建工程、新增投资低于历史均值



资料来源: WIND、招商证券

图 11: 主流纸企资本支出/折旧摊销整体为负

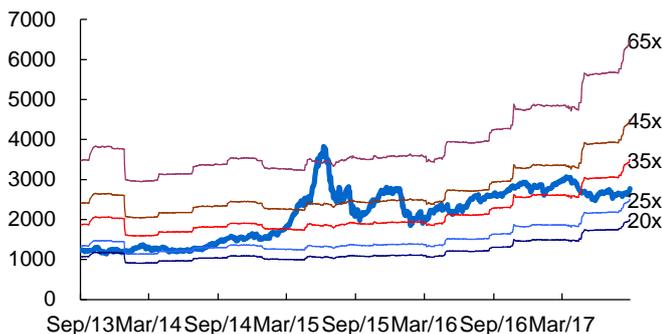


资料来源: WIND、招商证券

- **家具板块收入持续较好增长，二季度毛利率再创近年新高。**招商轻工重点覆盖的大部分家居公司二季度收入增长较好，盈利表现有所分化，其中定制家居盈利依然高速增长。家具板块毛利率达近年最高点 **36.18%**。今年随着上市企业数量增加，且新开店计划普遍较多，市场竞争加剧，同时地产调控压力渐显，建议关注开店竞赛过程中终端运营效率依然提升的公司。此外，我们建议关注具有独特竞争优势，份额占比持续提升的出口型企业，推荐永艺股份。
- **印刷包装板块二季度收入增速明显回升，成本上涨盈利承压。**在上半年宏观经济整体平稳略升以及低基数效应下，二季度印刷包装企业整体收入增速显著回升至 **19.91%**，但原材料价格上涨、费用增加导致盈利承压，二季度盈利同比小幅增长 **5.78%**，建议关注具有确定性需求增长的企业，持续推荐裕同科技。
- **文娱用品板块二季度收入、净利增长一般，毛利率改善。**文娱用品子行业二季度收入、净利增速分别为 **8.38%**、**6.10%**，且盈利分化仍然较大，毛利率显著改善，建议关注盈利模式契合消费升级同时估值合理公司。

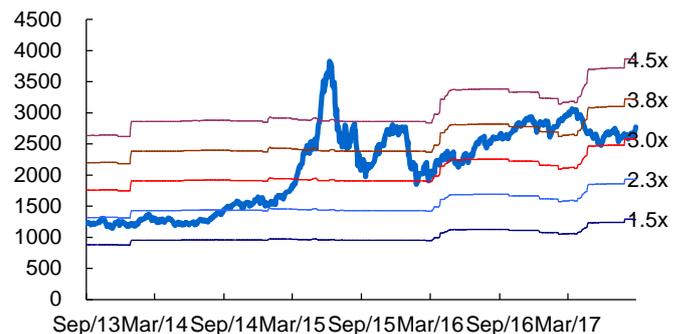
最后，作为总结看，我们认为 2017 年下半年至 2018 年，持续坚定看好造纸行业，在环保趋严背景下，新增产能投放难度加大，建议长期关注行业中业绩扎实、成本优势显著的公司，推荐太阳纸业、山鹰纸业、岳阳林纸和中顺洁柔。此外，我们建议关注具有独特竞争优势、份额占比持续提升的出口型家居企业，推荐永艺股份，建议关注具有确定性需求增长的企业，推荐裕同科技。

图 12: 造纸印刷行业历史PEBand



资料来源: 贝格数据、招商证券

图 13: 造纸印刷行业历史PBBand



资料来源: 贝格数据、招商证券

**参考报告：**

- 1、《造纸行业深度—废纸新规呼之欲出，龙头优势愈发凸显》2017-08-18
- 2、《轻工制造行业 2017 年中报前瞻—寻找业绩优良的价值型企业》2017-06-30
- 3、《深入浅出说造纸，继往开来聊古今——造纸行业工具书》2017-06-07

## 分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

**郑恺**，毕业于同济大学计算机科学与技术专业和复旦大学经济学（硕士），9年证券从业经验，现为招商证券造纸轻工首席行业分析师。2016年新财富、金牛奖、水晶球轻工造纸行业最佳分析师第三名；金融界“慧眼”评选轻工制造行业白金分析师。

**濮冬燕**，经济学硕士，2009年至今任造纸轻工行业分析师，2016年新财富、金牛奖、水晶球轻工造纸行业最佳分析师第三名。

**李宏鹏**，经济学硕士，5年证券从业经验，招商证券造纸轻工行业分析师。2016年新财富、金牛奖、水晶球轻工造纸行业最佳分析师第三名。

**郭庆龙**，北京大学光华管理学院经济学学士，英国伦敦大学学院一等管理学硕士，四年金融行业从业经验，2年轻工行业研究经验，招商证券造纸轻工行业分析师。

## 投资评级定义

### 公司短期评级

以报告日起6个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深300指数）的表现为标准：

- 强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数20%以上
- 审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数5-20%之间
- 中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间
- 回避：公司股价表现弱于基准指数5%以上

### 公司长期评级

- A：公司长期竞争力高于行业平均水平
- B：公司长期竞争力与行业平均水平一致
- C：公司长期竞争力低于行业平均水平

### 行业投资评级

以报告日起6个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深300指数）的表现为标准：

- 推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数
- 中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数
- 回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

## 重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。