

轻工制造行业周报 (20180827-20180902)

轻工制造行业中报总结：印刷包装和其他轻工业绩超预期，造纸行业在建工程下降

推荐 (维持)

- **轻工中报业绩子板块分化，印刷包装和其他轻工板块业绩超预期，造纸符合预期，家居板块略低于预期：**根据我们7月8日发布的第10期周报中的业绩前瞻，对比我们的业绩预测跟实际业绩情况，多数公司符合预期，分行业来看：（1）造纸行业太阳纸业、山鹰纸业、华泰股份、中顺洁柔等基本符合预期，未来我们依旧看好造纸龙头企业在造纸2.0中原材料推涨带来的行业景气下的持续增长。（2）印刷包装行业、其他轻工行业龙头公司劲嘉股份、合兴包装、晨光文具略超预期。主要原因在于包装龙头“大包装”战略下多业务、多品类拓展顺利，文具龙头传统文具、新业务线、新渠道全面开花。（3）家居行业略低于市场预期，主要系房地产行业景气度下降、行业竞争加剧、门店扩张增速放缓、精装房、整装公司的冲击等。未来我们关注前端导流能力强、终端运营效率高的公司。
- **各子行业细项数据来看：**造纸板块经营持续向好，未来产能边际增长趋弱，盈利动能依然强劲，造纸行业的新逻辑不是简单供需结构再变化，而是基于供需结构紧平衡延续下原材料的紧俏，原材料价格向上推动纸价上涨；二季度家具板块营收增速受制于房地产影响有所下滑，低于轻工行业整体增速水平，但盈利能力表现强势，二季度毛利率再创近年新高，家具板块主要关注定制家具以及软体家具领域；包装印刷二季度收入增速持续高位，净利增速明显回升，上游原材料库存回升，产能投放上升，木浆价格企稳，中游集中度提升，涨价驱动盈利，纸版纸箱价格普遍上调，下游需求回暖，CPI、商品零售额上升，内生增长动力十足；文娱用品板块二季度业绩表现亮眼，营收、净利润同比增速基本回升至历史较高水平，领跑轻工行业内各子行业，营运效率明显提升，存货周转天数、应收账款周转天数明显下滑，二季度表现出强劲的触底反弹趋势。
- **太阳纸业：**18H1实现营收104.74亿元，同比增长20.4%；归母净利润12.28亿元，同比增长40.4%。“四三三”战略稳步推进，多元化布局释放成长活力；H1毛利率提升，期间费用率基本持平，净利率改善；浆纸产能渐次展开，原料紧俏背景下自建浆线&海外布局价值凸显；在供需紧平衡结构延续、上游原材料紧缺的背景下，太阳纸业通过自建浆线和老挝布局，减弱原料紧缺掣肘和扩大吨毛利空间。我们预计太阳纸业18-20年净利润分别为27.8、33.9、36.5亿元，对应当前股价PE分别为8.9、7.3、6.8倍。
- **公司重要公告及行业动态：**索菲亚：2018H1营收29.88亿元，同比增长20.12%，归母净利润3.69亿元，同比增长25.38%。合兴包装：2018H1营收48.20亿元，同比增长89.53%，归母净利润4.10亿元，同比增长476.37%；扣非后归母净利润9483万元，同比增长34.01%。2018年度废纸进口许可累计批准量相比2017年下滑48%，废纸进口数量大幅减少已成定局。造纸逐步进入提价旺季，近日APP发布提价函计划9月1日起上调铜版纸价格200元/吨；太阳纸业、晨鸣纸业、博汇纸业亦发布白卡纸提价函计划8月30日起上调200元/吨，提价行情持续兑现。
- **行业及上游重要原料数据：**（1）本周原材料木浆价格内盘有所上涨、外盘基本持平；废纸价格与上周持平；白卡纸价格上涨，双胶纸价格下跌，其他纸类与上周持平；木浆：国内纸浆库存青岛港8月590千吨，较7月上涨75千吨；保定港8月63.24千吨，较7月下跌17.36千吨；（2）家具行业：原材料价格基本持平；（3）印刷包装业：原材料价格小幅上涨。
- **限售股解禁提醒：**邦宝益智（2018.9.6解禁50.2万股）、美克家居（2018.9.13解禁26923.08万股）、英派斯（2018.9.17解禁4933.80万股）、易尚展示（2018.9.19解禁236.50万股）、创源文化（2018.9.19解禁4725万股）
- **风险提示：**宏观经济下行导致需求不振，造纸及家居行业格局重大改变

华创证券研究所

证券分析师：董广阳

电话：021-20572598

邮箱：dongguangyang@hcyjs.com

执业编号：S0360518040001

联系人：郭庆龙

电话：010-63214658

邮箱：guoqinglong@hcyjs.com

行业基本数据

		占比%
股票家数(只)	124	3.51
总市值(亿元)	7,791.46	1.45
流通市值(亿元)	4,937.76	1.29

相对指数表现

%	1M	6M	12M
绝对表现	-18.51	-24.32	-22.82
相对表现	-6.35	-5.63	-14.87



相关研究报告

《华创轻工周报第六期：中美贸易摩擦—轻工行业影响几何》

2018-06-18

《华创轻工周报第八期：弱市之下，关注错杀优质标的太阳纸业、顾家家居、曲美家居、惠达卫浴》

2018-06-24

《华创轻工周报第九期：人民币贬值空造纸论何来？出口型企业迎汇率利好》

2018-07-01

目录

一、轻工制造行业中报总结，印刷包装和其他轻工业绩超预期，造纸行业在建工程下降.....	5
（一）中报业绩子版块分化，印刷包装和其他轻工板块业绩超预期，造纸符合预期，家居板块略低于预期.....	5
（二）轻工行业收入增速整体持续回升.....	6
1、造纸板块盈利动能持续强劲，核心逻辑从供给侧改革推演到原材料推涨.....	7
2、家具行业盈利能力强劲，二季度毛利率再创近年新高.....	8
3、包装印刷二季度收入增速持续高位，净利增速明显回升.....	9
4、文娱用品行业二季度营收、净利均表现亮眼，领跑各子行业.....	9
二、本周研究重点：太阳纸业 18H1 业绩符合预期.....	11
（一）太阳纸业：业绩符合预期，浆纸新产能渐次展开，原材料紧缺背景下，海外布局价值凸显.....	11
三、本周大盘整体平稳，轻工行业与大盘相比走势偏弱.....	12
四、行业基本数据.....	13
（一）造纸行业数据.....	13
（二）家具行业数据.....	16
（三）印刷包装行业数据.....	16
五、公司重要公告及行业新闻.....	18
（一）公司公告.....	18
（二）解禁限售股份情况.....	19
六、风险提示.....	19

图表目录

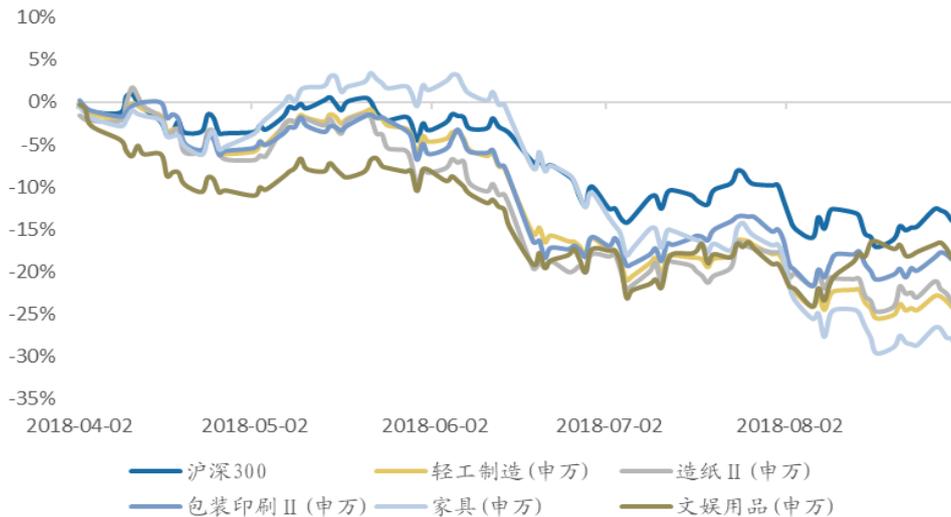
图表 1: 轻工制造行业二季度整体表现弱于大盘.....	5
图表 2: 4-8 月份包装印刷、文娱子行业行情表现较好.....	5
图表 3: 轻工制造各子行业估值水平.....	5
图表 4: 中报业绩子版块出现分化, 印刷包装和其他轻工板块业绩超预期, 造纸符合预期, 家居板块略低于预期..	6
图表 5: 二季度轻工行业收入增速整体向上.....	7
图表 6: 二季度轻工行业净利增速持续较好.....	7
图表 7: 二季度轻工行业毛利率有所上调.....	7
图表 8: 二季度轻工行业扣非 ROE 明显上行.....	7
图表 9: 上半年造纸行业带息债务占比降低.....	8
图表 10: 二季度造纸行业在建工程同比下降.....	8
图表 11: 主流造纸板块企业预收账款处于历史高位.....	8
图表 12: 上半年造纸行业营运效率持续改善.....	8
图表 13: 二季度家具行业承压营收增速有所下降.....	9
图表 14: 二季度家具行业毛利率持续上涨.....	9
图表 15: 二季度包装印刷行业营收增速处于高位.....	9
图表 16: 二季度包装印刷行业净利率增速环比明显回升.....	9
图表 17: 二季度文娱用品行业营收同比增速大幅提升.....	10
图表 18: 二季度文娱用品行业净利率增速明显回升.....	10
图表 19: 上半年文娱用品行业营运效率提升.....	10
图表 20: 本周市场涨跌幅.....	12
图表 21: 年初至今市场涨跌幅.....	12
图表 22: 轻工行业本周涨幅榜前五名.....	12
图表 23: 轻工行业本周跌幅榜前五名.....	12
图表 24: 双铜纸价格及毛利空间测算.....	13
图表 25: 双胶纸价格及毛利空间测算.....	13
图表 26: 白卡纸价格及毛利空间测算.....	13
图表 27: 箱板纸价格及毛利空间测算.....	13
图表 28: 瓦楞纸标杆价格.....	14
图表 29: 白板纸标杆价格.....	14
图表 30: 生活用纸标杆价格.....	14
图表 31: 新闻纸标杆价格.....	14
图表 32: 针叶浆市场价、国际价.....	14

图表 33: 阔叶浆市场价、国际价.....	14
图表 34: 本色浆市场价、国际价.....	15
图表 35: 化机浆市场价、国际价.....	15
图表 36: 废纸价格.....	15
图表 37: 动力煤价格.....	15
图表 38: 溶解浆价格.....	16
图表 39: 人造板价格.....	16
图表 40: 商品房销售面积.....	16
图表 41: 铝价格.....	17
图表 42: 镀锡薄板价格.....	17
图表 43: 解禁限售情况.....	19

一、轻工制造行业中报总结，印刷包装和其他轻工业绩超预期，造纸行业在建工程下降

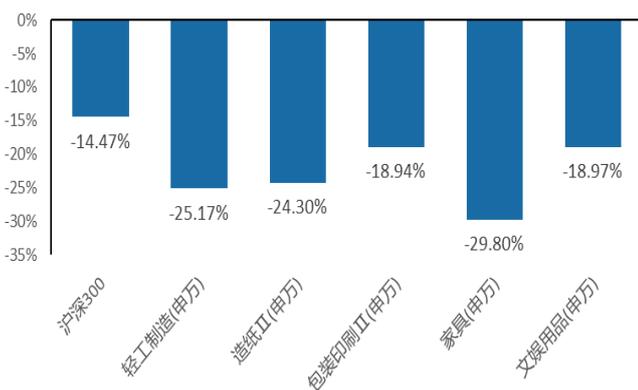
2018 年中报整体情况基本符合预期：印刷包装和其他轻工板块业绩超预期，造纸符合预期，家居板块略低于预期。4月初至8月底，从市场表现来看，轻工制造板整体下跌 25.17%，表现落后于大盘。子板块方面，包装印刷板块跌幅较小，为 18.94%；文娱用品、造纸板块分别下跌 18.97%、24.30%。家具板块下跌 29.80%，为子板块中的最大跌幅。

图表 1：轻工制造行业二季度整体表现弱于大盘



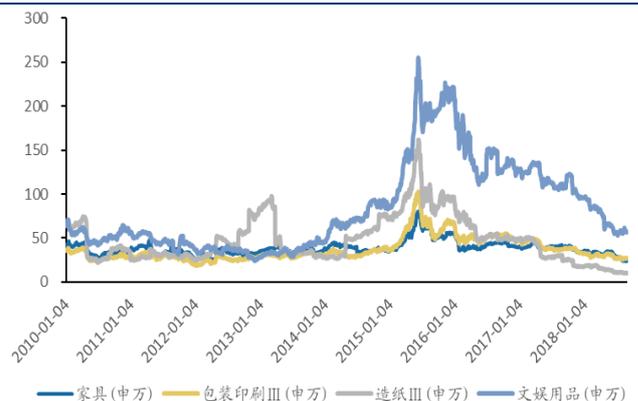
资料来源：Wind，华创证券

图表 2：4-8 月份包装印刷、文娱子行业行情表现较好



资料来源：Wind，华创证券

图表 3：轻工制造各子行业估值水平



资料来源：Wind，华创证券

(一) 中报业绩子版块分化，印刷包装和其他轻工板块业绩超预期，造纸符合预期，家居板块略低于预期

根据我们 7 月 8 日发布的第 10 期周报中的业绩前瞻，对比我们的业绩预测跟实际业绩情况，多数公司符合预期，分行业来看：（1）造纸行业太阳纸业、山鹰纸业、华泰股份、中顺洁柔等基本符合预期，未来我们依旧看好造纸龙头企业在造纸 2.0 中原材料推涨带来的行业景气下的持续增长。（2）印刷包装行业、其他轻工行业公司龙头公司**劲嘉股份**、合兴包装、晨光文具略超预期。主要原因在于包装龙头“大包装”战略下多业务、多品类拓展顺利，文具龙头传统文具、新业务线、新渠道全面开花。（3）家居行业略低于市场预期，主要系房地产行业景气度下降、行业竞

争加剧、门店扩张增速放缓、精装房、整装公司的冲击等。未来我们关注前端导流能力强、终端运营效率高的公司。

图表 4: 中报业绩子版块出现分化, 印刷包装和其他轻工板块业绩超预期, 造纸符合预期, 家居板块略低于预期

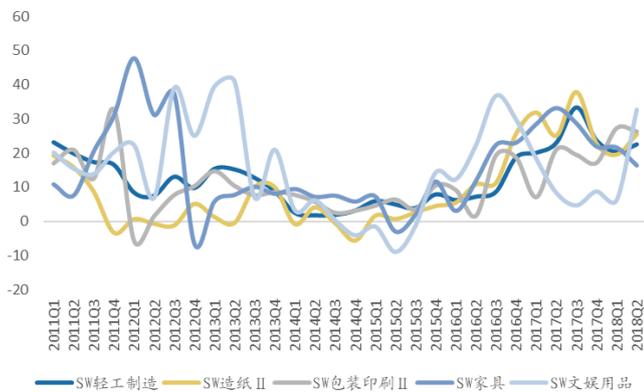
公司	股票代码	市值 (亿元)	17H1 收入	18H1 收入预期值		18H1 收入实际值		17H1 利润 (百万元)	18H1 利润预期值		18H1 利润实际值		PE	
				18H1 收入增速	18H1 收入预计 (亿元)	18H1 收入 (亿元)	18H1 收入增速		18H1 利润增速	18H1 利润预计 (百万元)	18H1 利润 (百万元)	18H1 利润增速	18E	19E
家居														
欧派家居	603833	402.5	38.7	25% - 30%	48.4 - 50.4	48.5	25%	414.1	35% - 35%	559.0 - 559.0	550.0	33%	24.7	20.8
索菲亚	002572	211.6	24.9	20% - 25%	29.8 - 31.1	29.9	20%	294.3	20% - 25%	353.1 - 367.8	368.9	25%	18.4	13.2
尚品宅配	300616	163.5	21.5	35% - 35%	29.0 - 29.0	28.7	34%	65.9	50% - 50%	98.8 - 98.8	123.5	87%	30.5	20.1
曲美家居	603818	39.5	8.8	15% - 20%	10.1 - 10.6	9.7	10%	105.7	15% - 20%	121.6 - 126.8	70.5	-33%	11.7	8.9
好莱客	603898	70.8	7.2	20% - 25%	8.6 - 9.0	9.0	26%	108.4	30% - 30%	140.9 - 140.9	181.1	67%	16.6	13.8
顾家家居	603816	214.8	31.1	25% - 30%	38.9 - 40.4	40.5	30%	388.0	25% - 25%	485.0 - 485.0	482.5	24%	21.1	16.0
金牌厨柜	603180	42.6	5.6	20% - 20%	6.7 - 6.7	6.4	15%	46.3	40% - 40%	64.8 - 64.8	61.3	33%	17.0	11.4
我乐家居	603326	21.2	3.4	25% - 25%	4.2 - 4.2	4.3	26%	12.4	25% - 25%	15.5 - 15.5	19.9	61%	20.5	14.6
喜临门	603008	63.0	11.8	50% - 50%	17.8 - 17.8	18.4	56%	94.8	25% - 30%	118.5 - 123.3	122.8	30%	17.0	12.8
惠达卫浴	603385	33.8	13.3	5% - 10%	14.0 - 14.6	13.9	4%	108.6	10% - 10%	119.5 - 119.5	118.4	9%	12.6	10.2
志邦股份	603801	54.3	8.3	25% - 25%	10.4 - 10.4	10.4	26%	64.3	20% - 25%	77.2 - 80.4	94.9	48%	19.3	13.7
帝欧家居	002798	72.8	2.2			19.2	762%	24.1			157.5	553%	20.8	16.1
荣泰健康	603579	70.1	8.2			12.4	50%	111.3			141.3	27%	28.2	20.0
造纸														
太阳纸业	002078	220.1	87.0	N.A. - N.A.		104.7	20%	874.9	39% - 39%	1216 - 1216	1228.2	40%	7.9	6.5
中顺洁柔	002511	109.2	21.2	25% - 125%	26.5 - 47.8	25.9	22%	156.4	25% - 25%	195.5 - 195.5	199.8	28%	24.6	18.4
晨鸣纸业	000488	218.0	137.5	N.A. - N.A.		155.5	13%	1745.5	10% - 20%	1920.1 - 2094.6	1784.6	2%	4.7	4.0
山鹰纸业	600567	170.0	74.6			119.5	60%	826.2	100% - 118%	1650 - 1800	1706.0	106%	6.3	5.2
华泰股份	600308	54.6	63.0			74.2	18%	295.7	18% - 18%	350 - 350	371.6	26%	6.0	5.5
印刷包装														
裕同科技	002831	194.4	26.6			32.9	23%	311.3	-20% - -20%	249.1 - 249.1	266.2	-14%	17.7	14.0
劲嘉股份	002191	122.6	14.2			16.1	13%	303.1			379.0	25%	17.2	14.7
合兴包装	002228	76.1	25.4	50% - 50%	38.1 - 38.1	48.2	90%	71.1	40% - 40%	99.5 - 99.5	409.6	476%	29.4	26.9
文具														
晨光文具	603899	276.0	27.9	25% - 30%	34.8 - 36.2	37.9	36%	289.1	20% - 25%	346.9 - 361.3	374.7	30%	35.7	29.0

资料来源: Wind, 华创证券

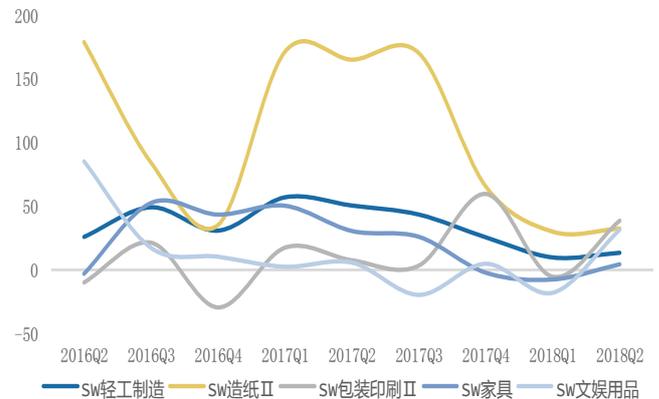
(二) 轻工行业收入增速整体持续回升

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, 轻工行业二季度业绩整体表现优于第一季度。轻工制造行业整体收入增速达到 22.56%, 较 1Q18 营收同比增速 20.30% 有所上升, 较 2Q17 的 23.00% 略有回落。由于 2Q17 归母净利润的高增长技术较大, 2Q18 净利增长 13.64%, 较 2Q17 的 51.08% 有所下降, 不过较 1Q18 的净利增速有所上升。

分行业来看, 文具用品、包装印刷板块增长继续保持良好态势, 二季度收入增速分别为 32.81%、26.33%, 净利增速分别为 31.97%、38.52%; 造纸行业受需求端回升影响表现稳健, 2Q18 营收同比增速 25.64%, 高于行业总体水平。净利润增长表现亮眼, 2Q18 净利润同比增长 32.78%, 位于子行业前列水平。家具板块受制于房地产影响, 营收、净利润增速不及行业其他板块, 不过收入、利润较 1Q18 水平均有所好转, 2Q18 营收同比增速 16.37%, 净利润同比增长 4.18%。

图表 5：二季度轻工行业收入增速整体向上


资料来源：Wind，华创证券

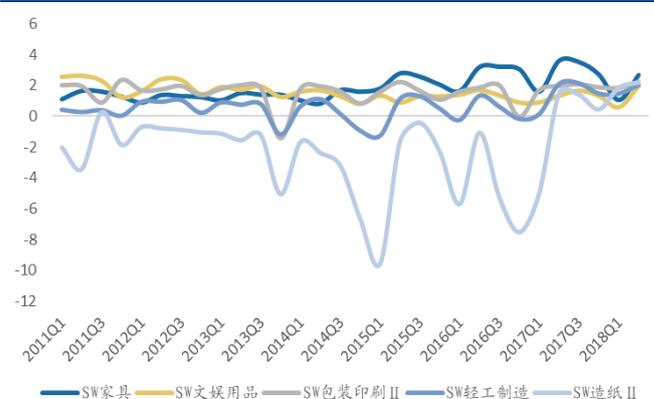
图表 6：二季度轻工行业净利增速持续较好


资料来源：Wind，华创证券

盈利能力上看，二季度轻工制造整体毛利率环比上涨 1.39pct 至 23.78%，主要受益于家具板块毛利率的上升，家具板块毛利率环比上涨 1.97pct 达到 35.1%，毛利率水平系行业内最高。其中造纸、包装印刷行业在原材料价格上行的背景下，二季度毛利率同比分别小幅下降 0.36 pct、1.20pct，但仍处较好水平，造纸行业毛利率水平高于轻工制造行业整体水平；文娱用品毛利率环比下降 0.74 pct 至 26.4%。扣非 ROE，二季度轻工制造行业整体环比提升 0.56pct 至 2.03%，从 4Q17 到 2Q18 有较为明显的增长，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。

图表 7：二季度轻工行业毛利率有所上调


资料来源：Wind，华创证券

图表 8：二季度轻工行业扣非 ROE 明显上行


资料来源：Wind，华创证券

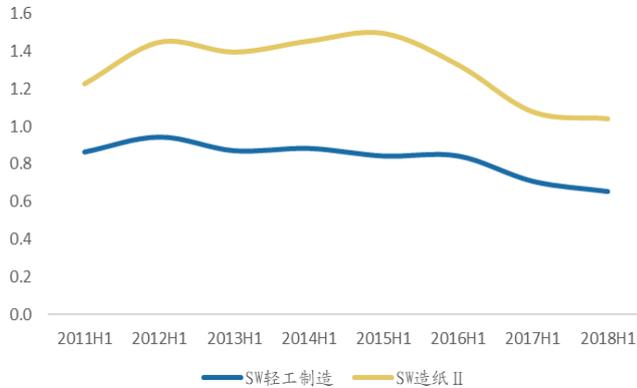
1、造纸板块盈利动能持续强劲，核心逻辑从供给侧改革推演到原材料推涨

造纸板块经营持续向好，未来产能边际增长趋弱，盈利动能依然强劲。在 17 年造纸行业盈利水平显著提高的情况下，今年依旧保持盈利能力稳健增长，2Q18 造纸板块净利润增长表现亮眼，2Q18 净利润同比增长 32.78%，位于子行业前列水平。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) 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（带息负债/归属母公司股东的权益）持续下行。2) 新增产能来看，二季度在建工程同比减少，企业产能投资意愿较弱，表明 2018 年行业整体新增产能或较有限。3) 行业主流造纸企业预收账款水平处于历史高位，企业在手订单情况良好。4) 上半年营运效率持续改善，存货周转天数、应收账款周转天数处于历史低位。

造纸行业原材料紧缺成行业主线，供需稳定原材料推涨纸价，核心逻辑从供给侧改革推演到原材料推涨。我们认为造纸行业的新逻辑不是简单供需结构再变化，而是基于供需结构紧平衡延续下原材料的紧俏，原材料价格向上推动

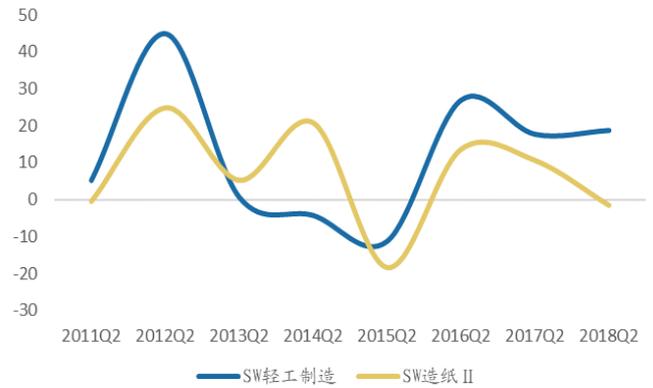
纸价上涨。大型纸企自主造浆+海外布局价值凸显。拥有造浆能力的行业龙头企业太阳、晨鸣有望坐享成本优势。在木片价格总体稳定的背景下，自制浆的生产成本涨幅不明显，木浆系大型企业的吨纸盈利水平有望实现抬升。

图表 9: 上半年造纸行业带息债务占比降低



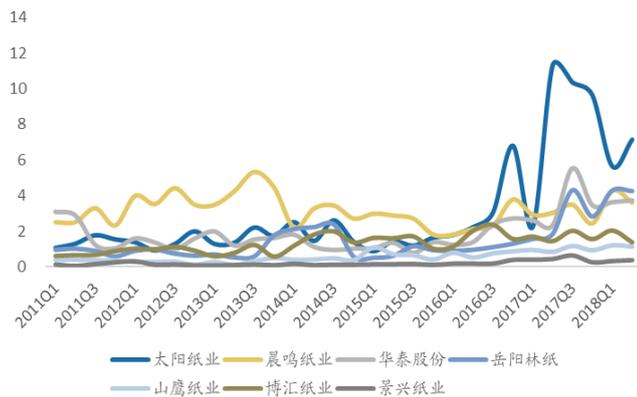
资料来源: Wind, 华创证券

图表 10: 二季度造纸行业在建工程同比下降



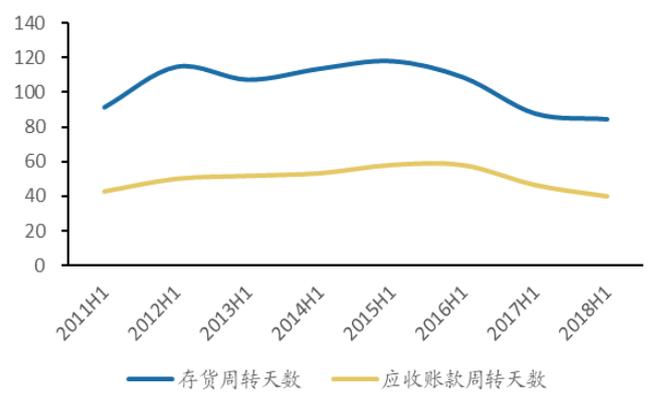
资料来源: Wind, 华创证券

图表 11: 主流造纸板块企业预收账款处于历史高位



资料来源: Wind, 华创证券

图表 12: 上半年造纸行业营运效率持续改善



资料来源: Wind, 华创证券

2、家具行业盈利能力强劲，二季度毛利率再创近年新高

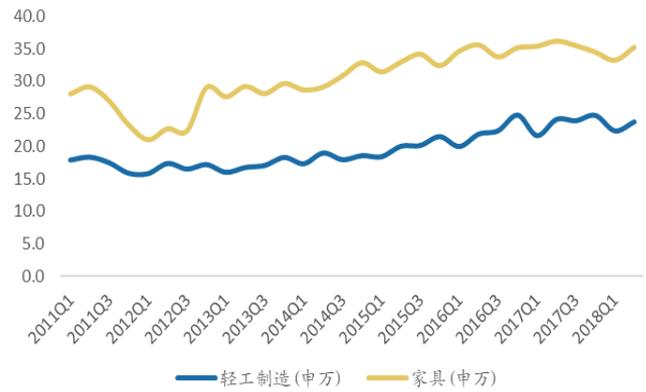
家具板块收入增速受房地产压制，二季度毛利率再创近年新高。二季度家具板块营收增速受制于房地产影响有所下滑，低于轻工行业整体增速水平，但与此形成鲜明对比的是家具行业盈利能力表现强势，二季度毛利率再创近年新高，达 35.1%，带动轻工行业整体毛利率水平向上。行业内企业进入数量增长，竞争加剧，渗透率提升，预计或出现两级分化走势。**家具板块主要关注定制家具以及软体家具领域。**我们认为定制家具行业市场前景广阔，整体家装成为下一个风口，看好拥有渠道优势和布局全屋定制的龙头企业，目前主要有尚品宅配、欧派家居。同时，软体家具，短期来看受原材料价格下降何人民币贬值影响，成本端压力减小，人民币贬值带来汇兑收益，长期来看软体家具市场广阔，市场集中度有望提升，关注软体家具龙头企业，如顾家家居、敏华控股。

图表 13: 二季度家具行业承压营收增速有所下降



资料来源: Wind, 华创证券

图表 14: 二季度家具行业毛利率持续上涨

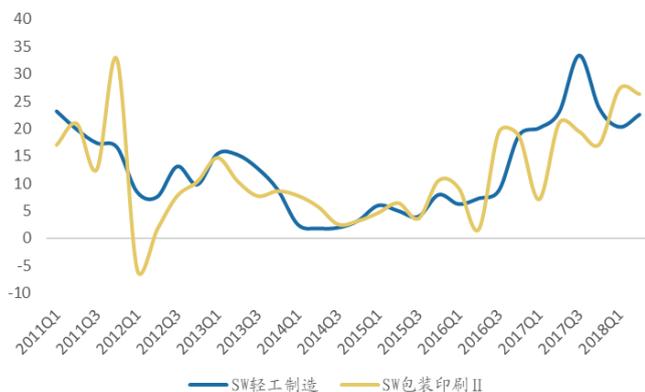


资料来源: Wind, 华创证券

3、包装印刷二季度收入增速持续高位，净利增速明显回升

包装印刷板块二季度收入增速处于历史高位，净利增速明显回升。在 17 年同期营业收入、净利润增速均表现不俗的情况下，包装印刷板块依旧保持较高增速，展现亮眼业绩。二季度印刷包装企业整体收入增速继续维持高位，达到 26.33%，二季度板块净利增速显著回升至 38.52%，盈利能力属行业内最高水平。上游原材料库存回升，产能投放上升，木浆价格企稳；中游集中度提升，涨价驱动盈利，纸板纸箱价格普遍上调；下游需求回暖，CPI、商品零售额上升，内生增长动力十足，我们看好受益于领域需求稳健增长、业务稳健拓展的企业，推荐劲嘉股份、合兴包装。

图表 15: 二季度包装印刷行业营收增速处于高位



资料来源: Wind, 华创证券

图表 16: 二季度包装印刷行业净利率增速环比明显回升

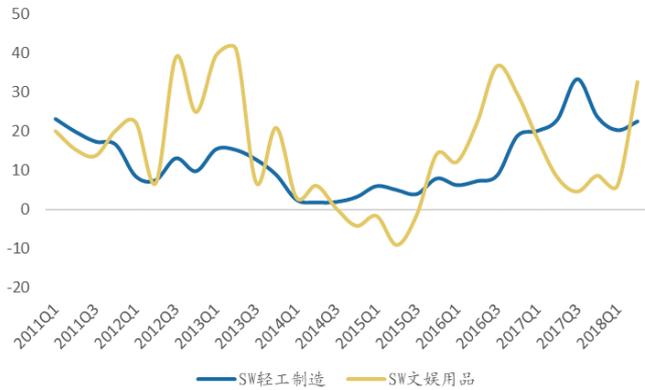


资料来源: Wind, 华创证券

4、文娱用品行业二季度营收、净利均表现亮眼，领跑各子行业

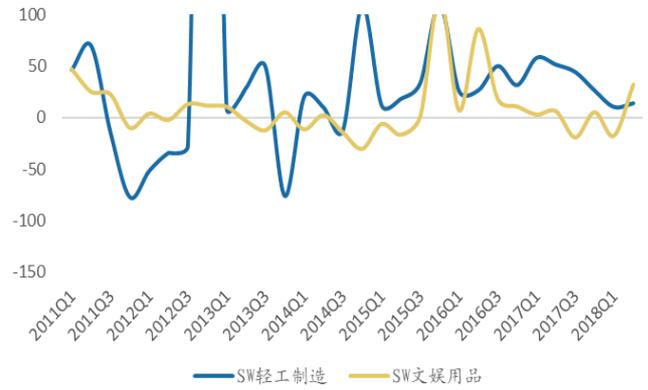
文娱用品板块二季度业绩表现亮眼，营收、净利润同比增速基本回升至历史较高水平。在上半年宏观经济整体平稳略升、消费水平持续提升以及低基数效应下，二季度文娱用品板块营收增速同比上升 24.44pct 上升到 32.81%，净利润同比上升 25.87pct 达到 31.97%，领跑轻工行业内各子行业。文娱用品行业上半年营运效率明显提升，存货周转天数、应收账款周转天数明显下滑。二季度扣非 ROE 环比上升 1.41pct 达到 1.96%，板块内企业盈利能力强劲，二季度表现出强劲的触底反弹趋势，文娱用品板块不受房地产调控影响，具有较强的消费属性，逐渐品牌化，且发展与整体经济水平发展休戚相关，看好文具用品龙头晨光文具。

图表 17: 二季度文娱用品行业营收同比增速大幅提升



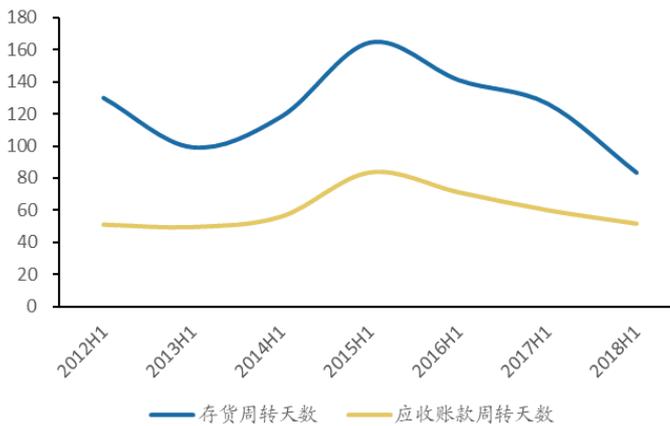
资料来源: Wind, 华创证券

图表 18: 二季度文娱用品行业净利率增速明显回升



资料来源: Wind, 华创证券

图表 19: 上半年文娱用品行业营运效率提升



资料来源: Wind, 华创证券

2018 年上半年轻工行业业绩表现整体符合预期, 其中营收、净利润增速表现亮眼的包装印刷板块、文娱用品板块在市场表现上较好, 跌幅属行业内最低, 主要系包装印刷板块需求回暖与应对原材料成本上涨的提价能力、成本传导能力较强, 文娱用品板块消费属性较强。造纸板块业绩表现最为稳健, 受中美贸易战影响、原材料成本上涨预期较大, 个别业绩表现良好的企业受到错杀。我们认为接下来造纸板块经营持续向好, 未来产能边际增长趋弱, 盈利动能依然强劲, 最重要的是造纸行业原材料紧缺成行业主线, 供需稳定原材料推涨纸价, 核心逻辑从供给侧改革推演到原材料推涨, 强烈推荐拥有造浆能力的行业龙头企业太阳纸业、晨鸣纸业。

二、本周研究重点：太阳纸业 18H1 业绩符合预期

（一）太阳纸业：业绩符合预期，浆纸新产能渐次展开，原材料紧缺背景下，海外布局价值凸显

8月27日公司公告2018年中报，18H1实现营收104.74亿元，同比增长20.4%；归母净利润12.28亿元，同比增长40.4%；扣非后归母净利润12.11亿元，同比增长39.2%。其中，Q2单季度实现营业收入54.32亿元，同比增长26.8%；归母净利润6.11亿元，同比增长40.6%，业绩增长符合预期。预计Q1-Q3公司净利润为16.49-19.24亿元，同比增长20%-40%。

“四三三”战略稳步推进，多元化布局释放成长活力：18H1公司浆及纸制品收入100.31亿元，同比增长21.1%；其中非涂布文化纸收入36.83亿元，同比增长38.0%；铜版纸收入21.53亿元，同比增长10.2%；牛皮箱板纸收入11.87亿元，同比增长12.3%。公司具备纸、浆年生产能力602万吨，其中文化纸、牛皮箱板纸、生活用纸、淋膜原纸、静电复印纸、工业原纸、溶解浆、化机浆、化学浆产能分别为210万吨、160万吨、12万吨、30万吨、10万吨、10万吨、50万吨、70万吨和50万吨。目前，太阳纸业在建产能有国内邹城80万吨箱板纸项目（36号机已经投产，37号机8月试产）、40万吨半化学浆生产线（8月投产）、老挝40万吨再生浆项目（2019年二季度末三季度初投产）、老挝80万吨高档包装纸项目（两年建设期）。2018年上半年，双胶纸、铜版纸、箱板纸、生活用纸均价为7347元/吨、7347元/吨、5151元/吨和8383元/吨。

H1毛利率提升，期间费用率基本持平，净利率改善：18H1毛利率为26.9%，同比增长2.0pct，18Q2毛利率为26.4%，较Q1环比下降1.2pct，较17Q2下降0.1pct，18H1浆及纸制品毛利率为27.1%，其中非涂布文化用纸、铜版纸、牛皮箱板纸、生活用纸和淋膜原纸毛利率分别为31.6%、33.7%、12.8%、16.2%和27.7%，较去年同期变动+4.6pct、+6.1pct、-12.3pct、+0.4pct和+5.0pct。废纸价格暴涨，导致公司牛皮箱板纸毛利率下滑。预计随着8月半化学浆投产后，成本端降低有助于公司箱板纸毛利率抬升。18H1公司期间费用率为9.4%。较17H1下降-0.6pct。其中销售费用率、管理费用率和财务费用率分别为3.0%、3.0%、3.3%，较去年同期变动-0.7pct、0pct、+0.1pct，18H1管理费用中股权激励摊销5000万元，18年为摊销最多一年。

浆纸产能渐次展开，原料紧俏背景下自建浆线&海外布局价值凸显：在供需紧平衡结构延续、上游原材料紧缺的背景下，太阳纸业通过自建浆线和老挝布局，减弱原料紧缺掣肘和扩大吨毛利空间。目前，太阳纸业境内20万吨高档特种纸、木屑及半化学浆生产线、邹城80万吨牛皮箱板纸中36号机和老挝50万吨化学浆已投产，根据前期公司规划预计2019年二季度将在老挝投产40万吨再生浆，我们预计届时太阳纸业邹城基地牛皮箱板纸二期（160万吨）对固废需求量将降至50-60万吨。预计太阳纸业18-20年净利润分别为27.8、33.9、36.5亿元，对应当前股价PE分别为8.9、7.3、6.8倍，维持“强推”评级。

主要财务指标

	2017	2018E	2019E	2020E
主营收入(百万)	18,894	24,026	28,121	30,168
同比增速(%)	30.7%	27.2%	17.0%	7.3%
净利润(百万)	2,024	2,786	3,397	3,646
同比增速(%)	91.6%	37.7%	21.9%	7.3%
每股盈利(元)	0.78	1.02	1.25	1.34
市盈率(倍)	11.6	8.9	7.3	6.8
市净率(倍)	2.3	1.8	1.4	1.2

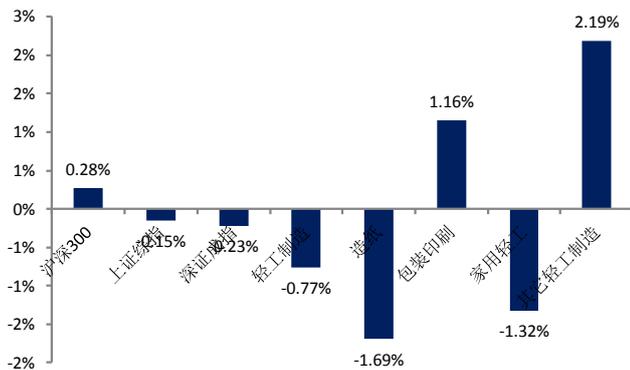
资料来源：公司公告，华创证券预测

注：股价为2018年08月27日收盘价

三、本周大盘整体平稳，轻工行业与大盘相比走势偏弱

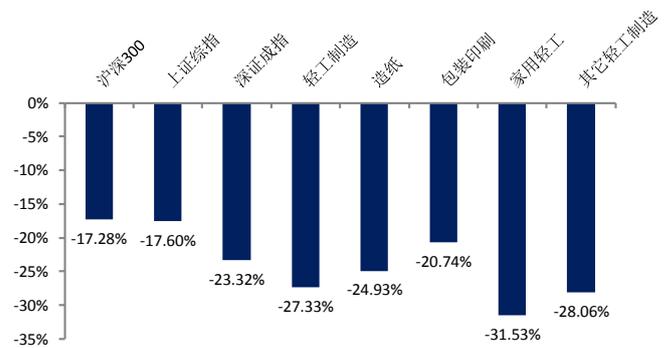
本周轻工制造行业指数下降 0.77%，上证综指下降 0.15%，轻工行业小幅跑输大盘。在各子板块中，其他轻工制造板块表现最好，上涨 2.19%，造纸板块表现最差，下降 1.69%。年初至今，轻工制造行业下跌 27.33%，上证综指下跌 17.60%，轻工行业跑输大盘。在各子板块中，包装印刷跌幅最小，下跌 20.74%，家用轻工跌幅最大，下跌 31.53%。

图表 20: 本周市场涨跌幅



资料来源: Wind, 华创证券

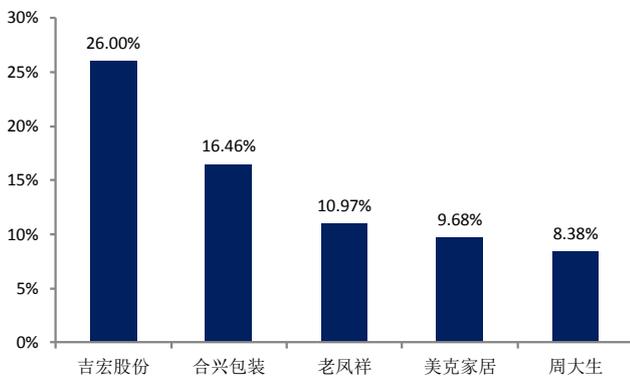
图表 21: 年初至今市场涨跌幅



资料来源: Wind, 华创证券

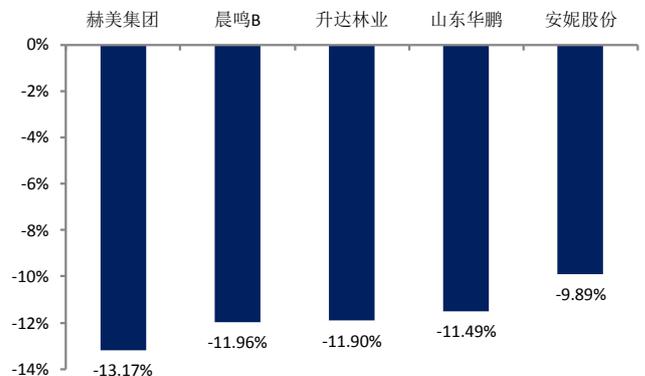
上周轻工制造行业涨幅前五为吉宏股份 (26.0%)、合兴包装 (16.46%)、老凤祥 (10.97%)、美克家居 (9.68%)、周大生 (8.38%); 跌幅前五为赫美集团 (-13.17%)、晨鸣 B (-11.96%)、升达林业 (-11.90%)、山东华鹏 (-11.49%)、安妮股份 (-9.89%)。

图表 22: 轻工行业本周涨幅榜前五名



资料来源: Wind, 华创证券

图表 23: 轻工行业本周跌幅榜前五名



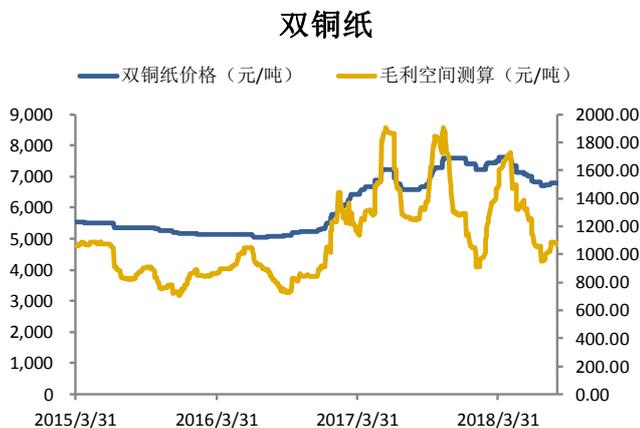
资料来源: Wind, 华创证券

四、行业基本数据

(一) 造纸行业数据

木浆: 本周针叶浆内盘 7054 元/吨,较上周上涨 28 元/吨;外盘 871 美元/吨,较上周下跌 3 美元/吨;阔叶浆内盘 6226 元/吨,较上周上涨 22 元/吨;外盘 777 美元/吨,较上周持平;化机浆 4875 元/吨,较上周上涨 42 元/吨。国内外价差(国内-国外)针叶浆为 1440 元/吨,阔叶浆为 1240 元/吨。**废纸:** 本周美废 8 号 235 美元/吨,较上周持平;美废 11 号 215 美元/吨,较上周持平;国废黄板纸 2944 元/吨,较上周下跌 13 元/吨。**机制纸:** 双铜纸标杆价格 6800 元/吨,较上周持平;毛利空间 1068 元/吨,同比下跌 21 元/吨。双胶纸标杆价格 6942 元/吨,较上周下跌 16 元/吨;毛利空间 499 元/吨,较上周下跌 41 元/吨。白卡纸标杆价格 5743 元/吨,较上周上涨 166 元/吨;毛利空间-135 元/吨,较上周上涨 111 元/吨。箱板纸标杆价格 5110 元/吨,较上周持平;毛利空间 638 元/吨,较上周上涨 5 元/吨。瓦楞纸标杆价格 4558 元/吨,较上周持平;白板纸标杆价格 4663 元/吨,较上周持平;生活用纸标杆价格 8190 元/吨,较上周持平;新闻纸标杆价格 6300 元/吨,较上周上涨 100 元/吨。

图表 24: 双铜纸价格及毛利空间测算



资料来源: 卓创资讯, 华创证券

图表 25: 双胶纸价格及毛利空间测算



资料来源: 卓创资讯, 华创证券

图表 26: 白卡纸价格及毛利空间测算



资料来源: 卓创资讯, 华创证券

图表 27: 箱板纸价格及毛利空间测算



资料来源: 卓创资讯, 华创证券

图表 28: 瓦楞纸标杆价格



资料来源: 卓创资讯, 华创证券

图表 29: 白板纸标杆价格



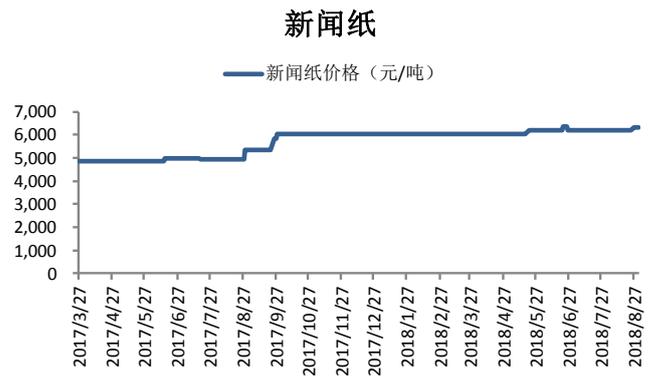
资料来源: 卓创资讯, 华创证券

图表 30: 生活用纸标杆价格



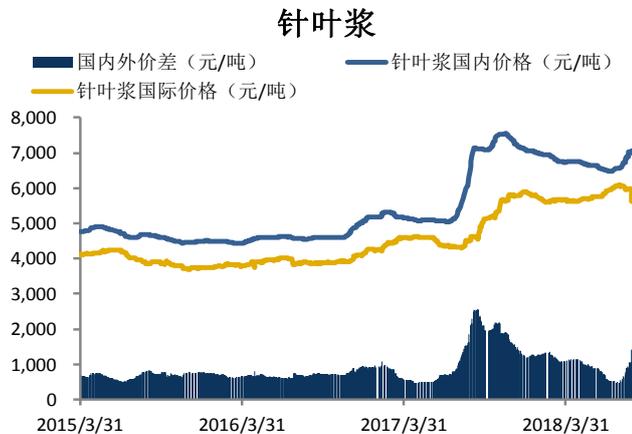
资料来源: 卓创资讯, 华创证券

图表 31: 新闻纸标杆价格



资料来源: 卓创资讯, 华创证券

图表 32: 针叶浆市场价、国际价



资料来源: 卓创资讯, 华创证券

图表 33: 阔叶浆市场价、国际价



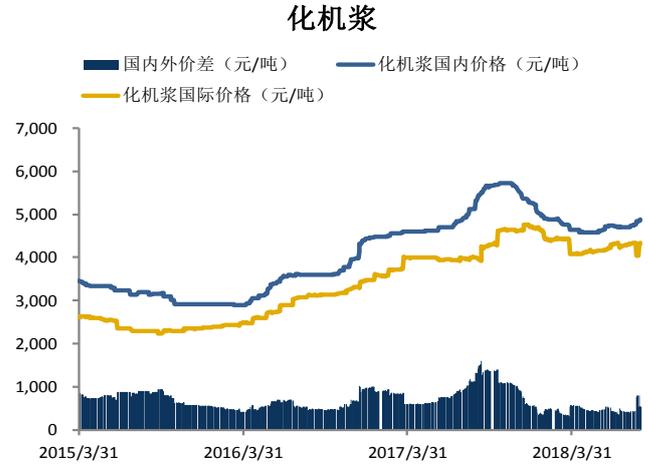
资料来源: 卓创资讯, 华创证券

图表 34: 本色浆市场价、国际价



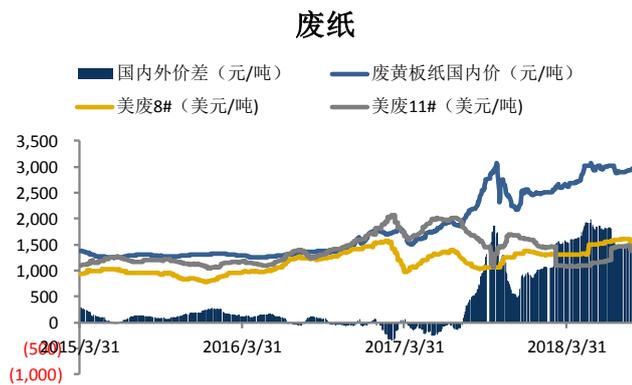
资料来源: 卓创资讯, 华创证券

图表 35: 化机浆市场价、国际价



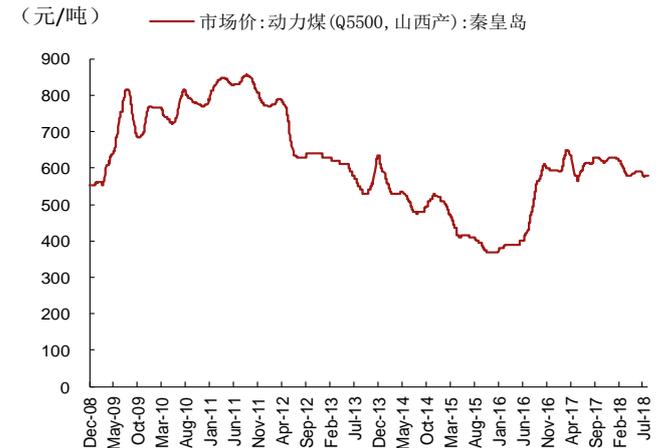
资料来源: 卓创资讯, 华创证券

图表 36: 废纸价格



资料来源: 卓创资讯, 华创证券

图表 37: 动力煤价格



资料来源: 卓创资讯, 华创证券

图表 38: 溶解浆价格

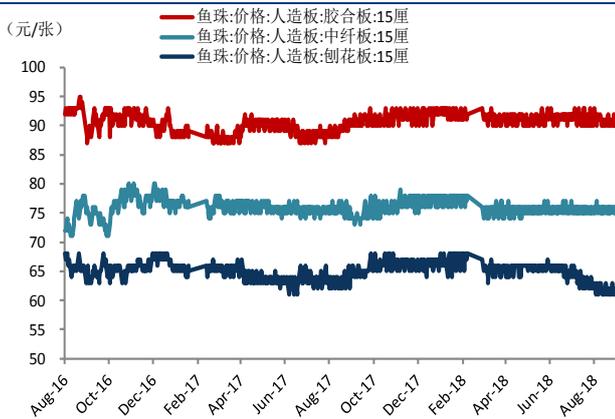


资料来源: Wind, 华创证券

(二) 家具行业数据

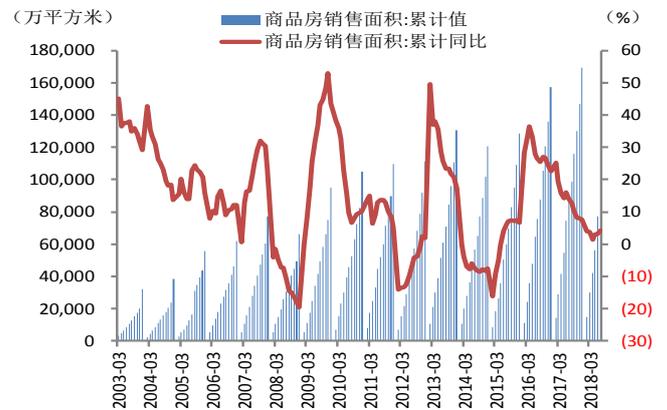
胶合板 (15 厘米) 本周价格 90 元/张,较上周下跌 1 元/张;中纤板 (15 厘米) 本周价格 75 元/张,较上周下跌 1 元/张;刨花板 (15 厘米) 本周价格 62 元/张,较上周上涨 1 元/张。

图表 39: 人造板价格



资料来源: Wind, 华创证券

图表 40: 商品房销售面积

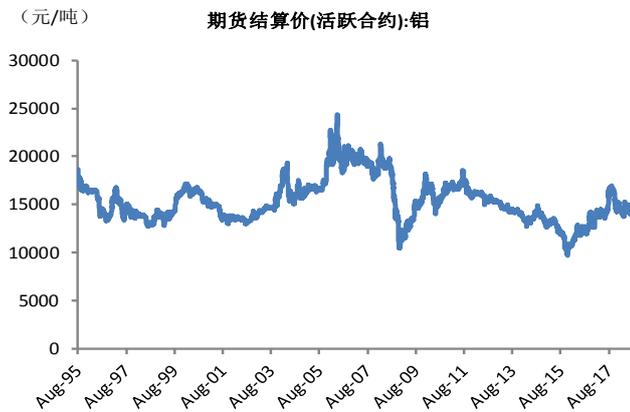


资料来源: Wind, 华创证券

(三) 印刷包装行业数据

铝本周价格 14885 元/张,较上周上涨 150 元/吨;镀锡薄板本周价格 9600 元/张,较上周持平。

图表 41: 铝价格



资料来源: Wind, 华创证券

图表 42: 镀锡薄板价格



资料来源: Wind, 华创证券

五、公司重要公告及行业新闻

（一）公司公告

（1）索菲亚：公司公布 2018 半年度报告，营业收入 29.88 亿元，同比增长 20.12%；实现归母净利润 3.69 亿元，同比增长 25.38%。

（2）山鹰纸业：公司公布 2018 半年度报告，营业收入 119.54 亿元，同比增长 60.21%；归母净利润 17.06 亿元，同比增长 106.48%；扣非后归母净利润 14.86 亿元，同比增长 84.60%。

（3）合兴包装：公司公布 2018 半年度报告，营业收入 48.20 亿元，同比增长 89.53%；归母净利润 4.10 亿元，同比增长 476.37%；扣非后归母净利润 9483 万元，同比增长 34.01%。

（4）奥瑞金：公司公布 2018 半年度报告，营业收入 40.40 亿元，同比增长 21.14%；归母净利润 4.61 亿元，同比增长 11.33%。

（5）东风股份：公司公布 2018 半年度报告，营业收入 16.28 亿元，同比增长 10.64%；归母净利润 3.58 亿元，同比增长 0.56%。

（二）行业新闻

1. 8 月份开始，四川地区竹浆市场交投逐渐转暖，供不应求现象愈加明显，浆厂或封盘或提涨报盘，多方原因促成，主要有四川地区竹浆生活纸价低质优，销量大增；浆厂定期检修，市场竹浆板供应量减少。进入 8 月下旬，随着竹浆厂家提涨漂白竹浆板价格至 6200 元/吨，川内竹浆生活纸厂提涨报盘 200 元/吨，永丰浆纸厂检修结束，竹浆市场供需逐渐趋于平衡。

2. 2018 年废纸进口许可累计批准量相比 2017 年下滑 48%，废纸进口数量大幅减少已成定局。企业进口废纸，需先行向环保部申请进口配额，获批后方可进口。所以，废纸进口许可数量可以认为是废纸实际进口数量的天花板。截止目前，共有 67 家企业获批 2018 年废纸进口许可，合计 1433 万吨，相比 2017 年进口许可数量下滑近 48%。

3. 造纸逐步进入提价旺季，近日 APP 发布提价函计划 9 月 1 日起上调铜版纸价格 200 元/吨；太阳纸业、晨鸣纸业、博汇纸业亦发布白卡纸提价函计划 8 月 30 日起上调 200 元/吨，提价行情持续兑现。另有统计显示，上周国废、木浆、废纸系纸品价格几乎全线上调，旺季涨价的局势似乎呼之欲出。

（二）解禁限售股份情况
图表 43：解禁限售情况

代码	简称	解禁日期	解禁数量(万股)	解禁收益	变动前(万股)			变动后(万股)			解禁股份类型
					总股本	流通A股	占比(%)	总股本	流通A股	占比(%)	
603398.SH	邦宝益智	2018-09-06	50.20		21,280.00	5,280.00	24.81	21,280.00	5,330.20	25.05	股权激励限售股份
600337.SH	美克家居	2018-09-13	26,923.08	8.93	177,505.27	145,908.04	82.20	177,505.27	172,831.12	97.37	定向增发机构配售股份
002899.SZ	英派斯	2018-09-17	4,933.80		12,000.00	3,000.00	25.00	12,000.00	7,933.80	66.12	首发原股东限售股份
002751.SZ	易尚展示	2018-09-19	236.50		15,460.06	8,918.00	57.68	15,460.06	9,154.50	59.21	股权激励限售股份
300703.SZ	创源文化	2018-09-19	4,725.00		12,000.00	3,000.00	25.00	12,000.00	7,725.00	64.38	首发原股东限售股份
000663.SZ	永安林业	2018-10-08	3,042.53	-40.68	34,098.87	19,242.84	56.43	34,098.87	22,285.37	65.36	定向增发机构配售股份
600891.SH	秋林集团	2018-10-16	23,213.68	-15.15	61,758.58	38,405.51	62.19	61,758.58	61,619.18	99.77	定向增发机构配售股份
603226.SH	菲林格尔	2018-10-17	114.58		11,649.04	2,817.10	24.18	11,649.04	2,931.68	25.17	股权激励限售股份
002084.SZ	海鸥住工	2018-10-22	5,026.04	-19.38	50,639.26	40,455.58	79.89	50,639.26	45,481.62	89.81	定向增发机构配售股份
002752.SZ	昇兴股份	2018-10-22	4,095.00		83,318.05	17,023.95	20.43	83,318.05	21,118.95	25.35	首发原股东限售股份
002721.SZ	金一文化	2018-10-24	7,921.03	-51.11	83,471.82	50,967.65	61.06	83,471.82	58,888.68	70.55	定向增发机构配售股份
603607.SH	京华激光	2018-10-26	1,682.23		12,751.20	3,189.20	25.01	12,751.20	4,871.43	38.20	首发原股东限售股份
002084.SZ	海鸥住工	2018-11-12	4,324.86	-43.34	50,639.26	40,455.58	79.89	50,639.26	44,780.44	88.43	定向增发机构配售股份
600076.SH	康欣新材	2018-11-19	28,188.95	-20.88	103,426.41	75,237.46	72.74	103,426.41	103,426.41	100.00	定向增发机构配售股份
002228.SZ	合兴包装	2018-11-20	12,654.46	50.48	116,951.69	103,889.81	88.83	116,951.69	116,544.27	99.65	定向增发机构配售股份
603661.SH	恒林股份	2018-11-21	375.00		10,000.00	2,500.00	25.00	10,000.00	2,875.00	28.75	首发原股东限售股份
000587.SZ	金洲慈航	2018-11-30	91,073.75	-53.44	212,374.93	121,301.19	57.12	212,374.93	212,374.93	100.00	定向增发机构配售股份

资料来源：公司公告，华创证券

六、风险提示

宏观经济下行导致需求不振，造纸及家居行业格局重大改变

轻工组团队介绍

研究员：郭庆龙

英国伦敦大学管理学硕士。曾任职于兴业基金、招商证券。2018年加入华创证券研究所。

华创证券机构销售通讯录

地区	姓名	职务	办公电话	企业邮箱
北京机构销售部	张昱洁	北京机构销售总监	010-66500809	zhangyujie@hcyjs.com
	申涛	高级销售经理	010-66500867	shentao@hcyjs.com
	杜博雅	销售经理	010-66500827	duboya@hcyjs.com
	侯春钰	销售经理	010-63214670	houchunyu@hcyjs.com
	侯斌	销售助理	010-63214683	houbin@hcyjs.com
	过云龙	销售助理	010-63214683	guoyunlong@hcyjs.com
	刘懿	销售助理	010-66500867	liuyi@hcyjs.com
广深机构销售部	张娟	所长助理、广深机构销售总监	0755-82828570	zhangjuan@hcyjs.com
	王栋	高级销售经理	0755-88283039	wangdong@hcyjs.com
	汪丽燕	高级销售经理	0755-83715428	wangliyan@hcyjs.com
	罗颖茵	销售经理	0755-83479862	luoyingyin@hcyjs.com
	段佳音	销售经理	0755-82756805	duanjiaoyin@hcyjs.com
	朱研	销售助理	0755-83024576	zhuyan@hcyjs.com
	杨英伟	销售助理	0755-82756804	yangyingwei@hcyjs.com
上海机构销售部	石露	华东区域销售总监	021-20572588	shilu@hcyjs.com
	沈晓瑜	资深销售经理	021-20572589	shenxiaoyu@hcyjs.com
	朱登科	高级销售经理	021-20572548	zhudengke@hcyjs.com
	杨晶	高级销售经理	021-20572582	yangjing@hcyjs.com
	张佳妮	销售经理	021-20572585	zhangjiani@hcyjs.com
	沈颖	销售经理	021-20572581	shenyi@hcyjs.com
	乌天宇	销售经理	021-20572506	wutianyu@hcyjs.com
	柯任	销售经理	021-20572590	keren@hcyjs.com
	何逸云	销售经理	021-20572591	heyiyun@hcyjs.com
	张敏敏	销售经理	021-20572592	zhangminmin@hcyjs.com
	蒋瑜	销售助理	021-20572509	jiangyu@hcyjs.com

华创行业公司投资评级体系(基准指数沪深 300)

公司投资评级说明:

- 强推: 预期未来 6 个月内超越基准指数 20% 以上;
- 推荐: 预期未来 6 个月内超越基准指数 10% - 20%;
- 中性: 预期未来 6 个月内相对基准指数变动幅度在 -10% - 10% 之间;
- 回避: 预期未来 6 个月内相对基准指数跌幅在 10% - 20% 之间。

行业投资评级说明:

- 推荐: 预期未来 3-6 个月内该行业指数涨幅超过基准指数 5% 以上;
- 中性: 预期未来 3-6 个月内该行业指数变动幅度相对基准指数 -5% - 5%;
- 回避: 预期未来 3-6 个月内该行业指数跌幅超过基准指数 5% 以上。

分析师声明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此作以下声明:

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断; 分析师对任何其他券商发布的所有可能存在雷同的研究报告不负有任何直接或者间接的可能责任。

免责声明

本报告仅供华创证券有限责任公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的, 但本公司不保证其准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断。在不同时期, 本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司在知晓范围内履行披露义务。

报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成本公司对具体证券买卖的出价或询价。本报告所载信息不构成对所涉及证券的个人投资建议, 也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况, 自主作出投资决策并自行承担投资风险, 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。本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的预期收入可能会波动。

本报告版权仅为本公司所有, 本公司对本报告保留一切权利。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、发表或引用本报告的任何部分。如征得本公司许可进行引用、刊发的, 需在允许的范围内使用, 并注明出处为“华创证券研究”, 且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

证券市场是一个风险无时不在的市场, 请您务必对盈亏风险有清醒的认识, 认真考虑是否进行证券交易。市场有风险, 投资需谨慎。

华创证券研究所

北京总部	广深分部	上海分部
地址: 北京市西城区锦什坊街 26 号 恒奥中心 C 座 3A	地址: 深圳市福田区香梅路 1061 号 中投国际商务中心 A 座 19 楼	地址: 上海浦东银城中路 200 号 中银大厦 3402 室
邮编: 100033	邮编: 518034	邮编: 200120
传真: 010-66500801	传真: 0755-82027731	传真: 021-50581170
会议室: 010-66500900	会议室: 0755-82828562	会议室: 021-20572500