

# 中报业绩分化明显，关注各板块行业格局的演变

## ——轻工制造行业 2018 年中报总结

行业动态

### ◆轻工行业 18Q2 收入端增长相对稳定，利润端增速环比略有回升：

18H1 轻工行业营收同比增 21.50%，归母净利润同比增 11.97%，收入端增长维持相对稳定，净利润增速自 18Q1 达到阶段性低点后有所回升。

### ◆家居板块：地产景气下行，家居板块业绩增长中枢呈下降趋势

1) 定制板块：18Q2 定制板块收入、利润端均较 Q1 环比有所下滑，我们认为主要原因为：1) 地产红利逐步减弱；2) 定制家具行业竞争加剧。

2) 非定制家居板块：18 年上半年非定制家居板块收入端、利润端受地产周期压力影响，总体呈现下滑趋势，但板块内公司业绩存在一定分化，部分优质成品家具企业依靠品类、渠道扩张等方面，仍保持较好增长态势。

对于家居板块，我们认为地产景气下行、行业竞争加剧等因素短期内仍将继续存在，但龙头企业随着渠道、品类扩张，市场份额提升的逻辑仍然成立；家居板块建议重点关注曲美家居、喜临门、索菲亚、顾家家居。

### ◆造纸板块：业绩分化，成本优势成为纸企盈利水平的重要方面

2018 年上半年造纸板块营收同比增长 23.03%，归母净利润同比增长 33.30%。总体来看，造纸板块收入端仍维持较高增长，主要受益于纸价处于相对高位及龙头纸企新增产能陆续投产；利润端增速中枢有所下滑，但仍维持较高增长水平，成本优势成为纸企盈利水平的重要方面。

当前时点来看，随着 9 月纸业旺季的逐步到来，纸价仍有一定上涨空间，但空间及弹性需要持续跟踪。而龙头企业成本优势明显，盈利能力有望维持高位。造纸板块建议重点关注太阳纸业、山鹰纸业、中顺洁柔。

### ◆包装板块：Q2 板块收入增速持续回升，利润弹性逐步释放

18H1 包装板块营收同比增 28.19%，归母净利润同比增 16.07%。包装板块收入增速自 17 年下半年起持续回升，我们认为主要受益于包装行业集中度提升，订单向龙头企业集中市场份额持续提升。

行业整合仍是长期趋势，龙头企业综合竞争力强，将在整合过程中充分受益。包装板块建议关注东港股份、劲嘉股份、裕同科技、合兴包装。

### ◆风险分析：地产景气度低于预期风险，原材料价格上涨风险

证券代码	公司名称	股价(元)	EPS (元)			PE (X)			投资评级
			17A	18E	19E	17A	18E	19E	
002117	东港股份	14.79	0.64	0.81	1.04	23	18	14	买入
002572	索菲亚	22.91	0.98	1.28	1.71	23	18	13	买入
603008	喜临门	15.95	0.72	0.95	1.36	22	17	12	买入
603818	曲美家居	8.04	0.50	0.60	0.74	16	13	11	买入
603816	顾家家居	50.19	1.92	2.49	3.35	26	20	15	增持
002078	太阳纸业	8.49	0.78	0.99	1.22	11	9	7	增持

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2018 年 08 月 31 日

## 增持（维持）

### 分析师

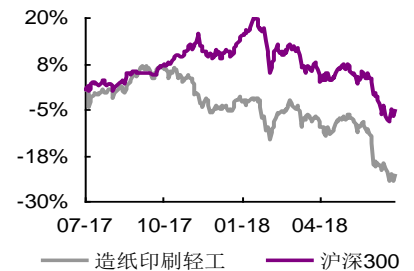
黎泉宏 (执业证书编号：S0930518040001)

[liqh@ebsecn.com](mailto:liqh@ebsecn.com)

袁雯婷 (执业证书编号：S0930518070003)

[yuanwt@ebsecn.com](mailto:yuanwt@ebsecn.com)

行业与上证指数对比图



资料来源：Wind

## 目 录

1、 轻工板块上半年市场回顾及中报概览 .....	3
1.1、 市场表现：轻工板块上半年整体跑输沪深 300 .....	3
1.2、 基本面：轻工行业 18Q2 收入端增长相对稳定，利润端增速环比略有回升 .....	4
2、 家居板块：地产景气下行，家居板块业绩增长中枢呈下降趋势 .....	5
2.1、 家居板块：18 年上半年收入端同比增长 19%，利润端较 17 年同期略有下滑 .....	5
2.2、 定制家具板块：受地产景气下行及行业竞争加剧影响，定制家具板块业绩持续下滑 .....	8
2.3、 非定制板块（含成品家具等）：地产周期压力持续显现，收入、利润端增速承压 .....	10
3、 造纸板块：业绩分化，成本优势成为纸企盈利水平的重要方面 .....	12
4、 包装板块：Q2 板块收入增速持续回升，利润弹性逐步释放 .....	16
5、 轻工板块重点公司三季报业绩预告 .....	18
6、 风险分析 .....	19

# 1、轻工板块上半年市场回顾及中报概览

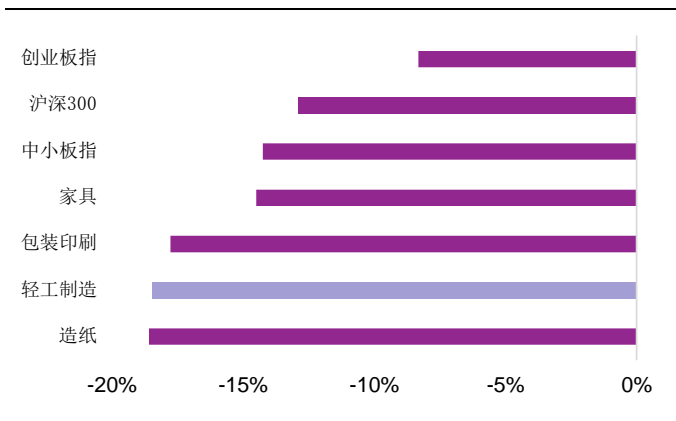
## 1.1、市场表现：轻工板块上半年整体跑输沪深300

2018 年上半年轻工制造板块跌幅为 18.48%，跑输沪深 300 指数 5.58 个百分点，跑输创业板指数 10.15 个百分点，市场整体表现一般。所有行业横向对比来看（按申万行业分类），轻工制造板块跌幅排名第 15 位（跌幅由高到低排序）。

细分子板块来看，三大主要子板块家具、造纸、包装印刷跌幅分别为 14.51%、18.60%、17.79%，其中家具板块跌幅相对较小。

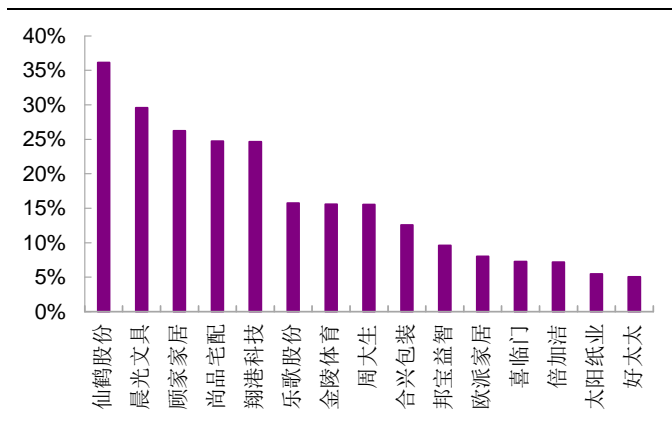
个股方面，18 年上半年晨光文具、顾家家居、尚品宅配、周大生、合兴包装股价表现相对较好（剔除次新股），涨幅分别达到 29.59%、26.25%、24.72%、15.53%、12.58%；次新股方面（上市至今不超过 1 年），上半年涨幅前三个股为仙鹤股份、翔港科技、乐歌股份，涨幅分别为 36.13%、24.65%、15.74%。

图 1：18H1 轻工板块跑输沪深 300（区间涨跌幅）



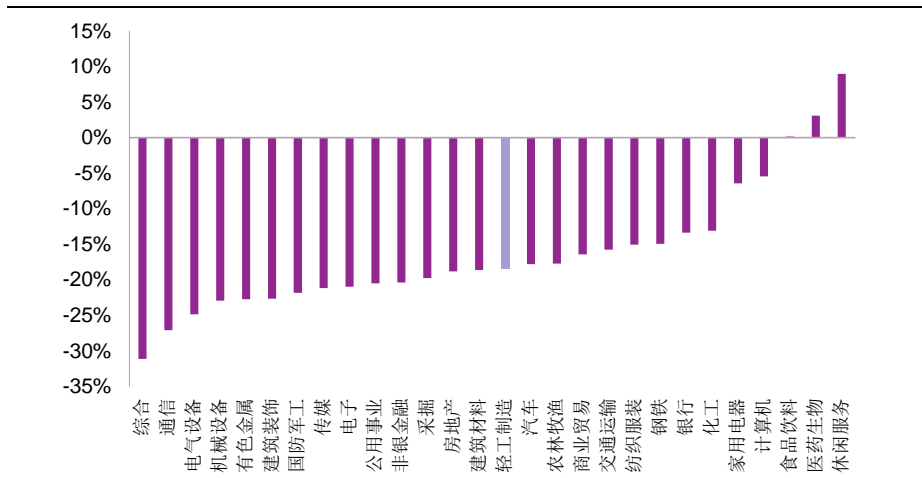
资料来源：Wind，光大证券研究所

图 2：18H1 轻工板块涨幅前五公司



资料来源：Wind，光大证券研究所

图 3：全行业 18H1 涨跌幅



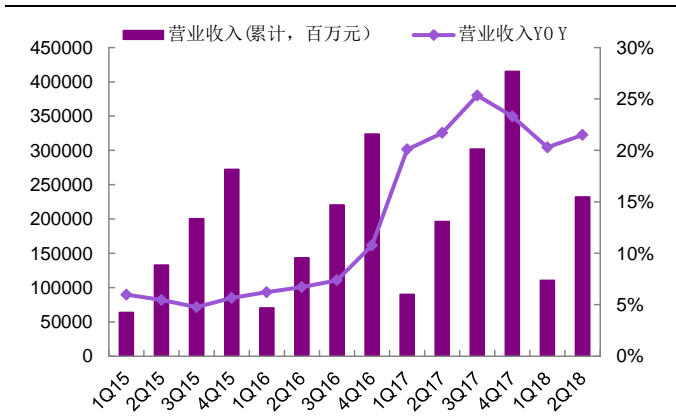
资料来源：Wind，光大证券研究所

## 1.2、基本面：轻工行业 18Q2 收入端增长相对稳定，利润端增速环比略有回升

截至 8 月底，轻工板块全部 A 股上市公司 18 年中报已披露完毕。根据 Wind 数据统计，2018 年上半年轻工制造行业实现营业收入 2320.48 亿元，同比增长 21.50%；归母净利润 172.69 亿元，同比增长 11.97%；其中单二季度收入、归母净利润分别增长 22.56%、13.64%，收入端增长维持相对稳定（处于 20%-25% 区间内），净利润增速自 18Q1 达到阶段性低点后有所回升。

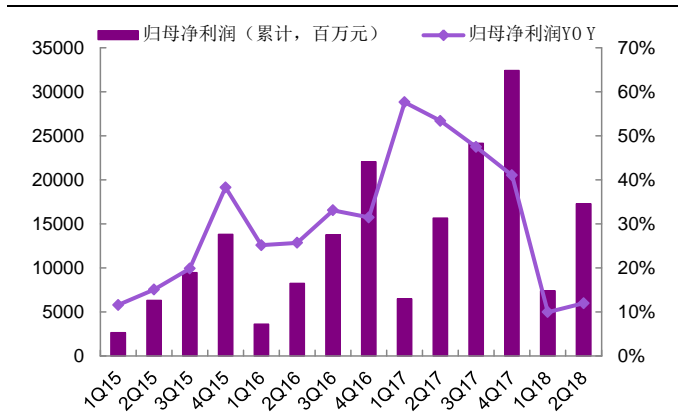
盈利能力方面：18 年上半年轻工板块综合毛利率 23.12%，同比提升 0.03pct，其中单二季度综合毛利率 23.78%，环比 Q1 提升 1.38pct。18 年上半年轻工板块净利率 7.68%，同比小幅下降 0.57pct，其中单二季度净利率 8.34%，环比 Q1 提升 1.41pct，行业盈利能力总体呈现上升趋势。

图 4：轻工行业 18H1 营收增速维持相对稳定



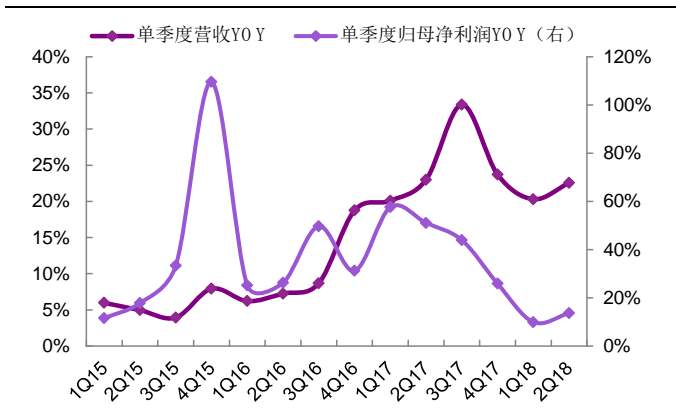
资料来源：Wind，光大证券研究所

图 5：轻工行业 18H1 净利润增速较 Q1 有所回升



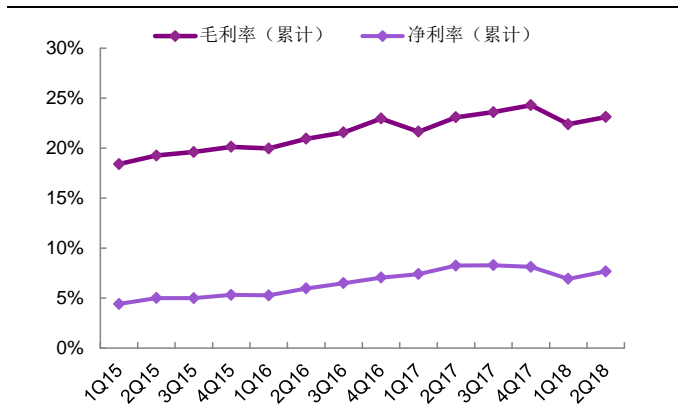
资料来源：Wind，光大证券研究所

图 6：18Q2 轻工行业业绩有所回升



资料来源：Wind，光大证券研究所

图 7：轻工行业毛利率、净利率总体呈上升趋势

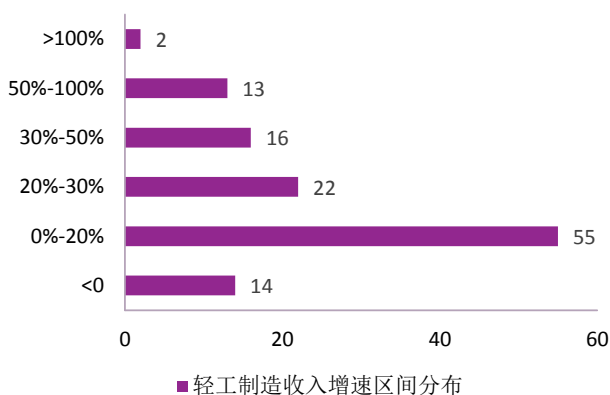


资料来源：Wind，光大证券研究所

收入增速分布结构：18H1 轻工板块公司收入增速的中位数为 15.91%，具体分布结构：收入增速超过 100% 的公司共有 2 家，增速位于 50%-100% 的公司共有 13 家，增速位于 30%-50% 的公司共有 16 家，增速位于 20%-30% 的公司共有 22 家，增速位于 0%-20% 的公司共有 55 家，增速为负的公司共有 14 家。

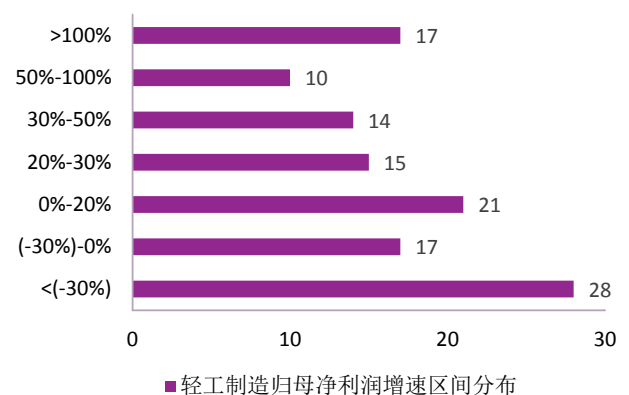
净利润增速分布结构：18H1 轻工板块公司归母净利润增速的中位数为 10.51%，具体分布结构：净利润增速超过 100% 的公司共有 17 家，增速位于 50%-100% 的公司共有 10 家，增速位于 30%-50% 的公司共有 14 家，增速位于 20%-30% 的公司共有 15 家，增速位于 0-20% 的公司共有 21 家，增速为负的公司共有 45 家。

图 8：轻工板块公司收入增速分布结构



资料来源：Wind，光大证券研究所

图 9：轻工板块公司净利润增速分布结构



资料来源：Wind，光大证券研究所

## 2、家居板块：地产景气下行，家居板块业绩增长中枢呈下降趋势

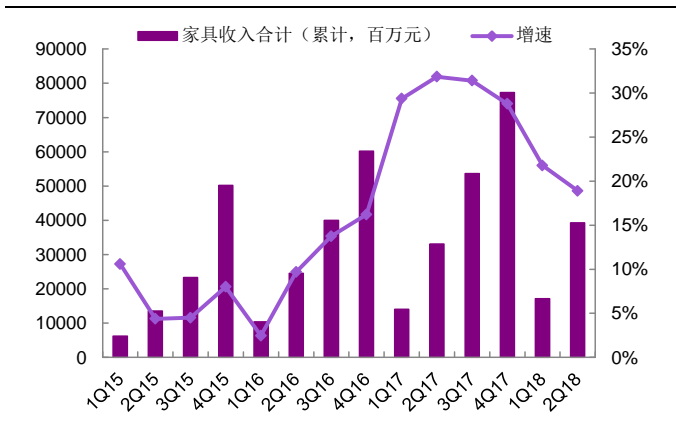
### 2.1、家居板块：18 年上半年收入端同比增长 19%，利润端较 17 年同期略有下滑

2018 年上半年家居板块实现营业收入 392.64 亿元，同比增长 18.89%，归母净利润 32.54 亿元，同比下降 0.97%；其中单二季度实现收入 221.64 亿元，同比增长 16.76%，同比 17Q2 增速下降 16.99pct；Q2 归母净利润 22.05 亿元，同比增长 3.40%，同比 17Q2 增速下降 24.59pct。总体来看，家居板块作为地产产业链的下游行业，无论是定制家具企业，还是成品家具企业，都在一定程度上受到地产景气下行的影响，板块总体业绩增长中枢呈现下降趋势。

盈利能力方面，18 年上半年家居板块综合毛利率 35.17%，同比下降 1.26pct，其中单二季度综合毛利率 36.05%，环比 Q1 提升 2.03pct。18 年上半年家居板块净利率 8.29%，同比下降 1.57pct，其中单二季度净利率 9.95%，环比 Q1 提升 3.81pct。

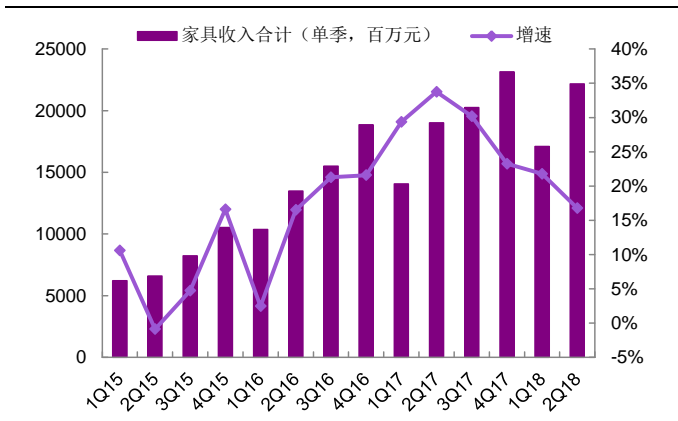
ROE 方面，18 年上半年家居板块净资产收益率（ROE，累计年化）为 10.61%，同比 17H1 下降 2.08pct，环比 18Q1 提升 3.72pct，盈利能力维持相对稳健。

图 10：18H1 家居板块实现营收同比增 19%



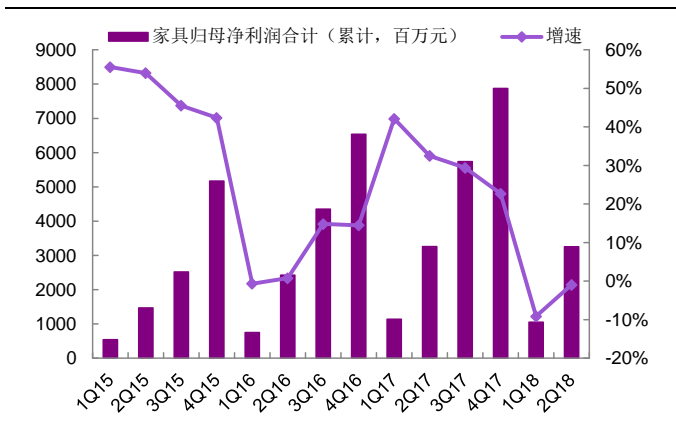
资料来源：Wind，光大证券研究所

图 11：18Q2 家居板块收入同比增 17%



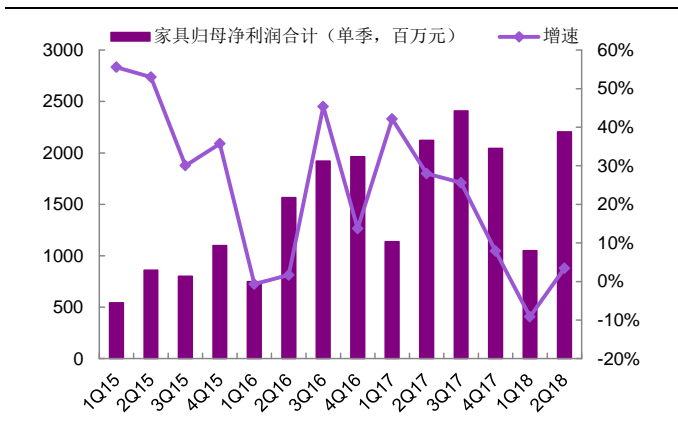
资料来源：Wind，光大证券研究所

图 12：18H1 家居净利润较 17 年同期略有下滑



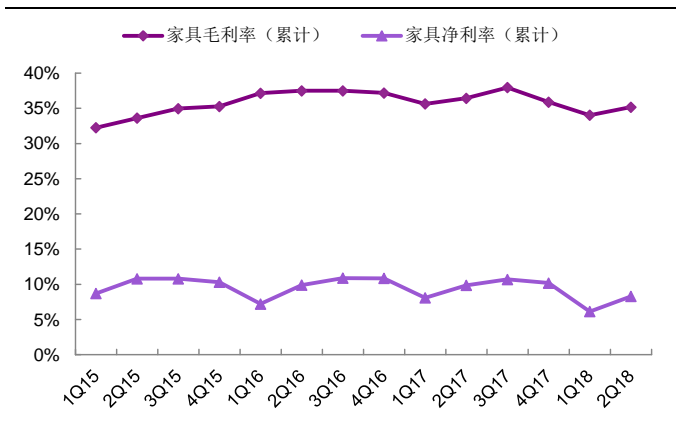
资料来源：Wind，光大证券研究所

图 13：18Q2 家居净利润同比增 3.4%



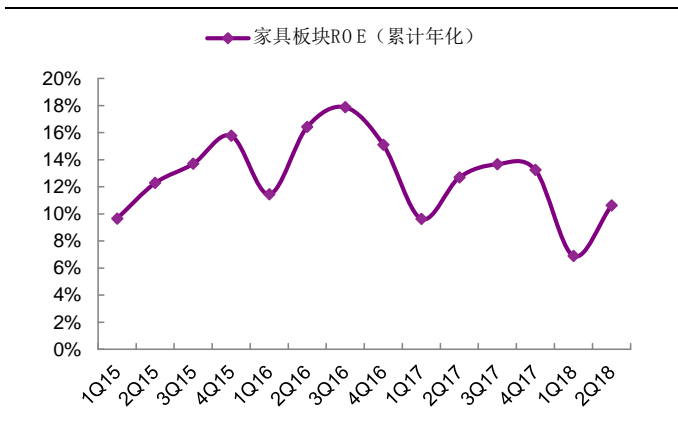
资料来源：Wind，光大证券研究所

图 14：家居板块盈利能力维持相对高位



资料来源：Wind，光大证券研究所

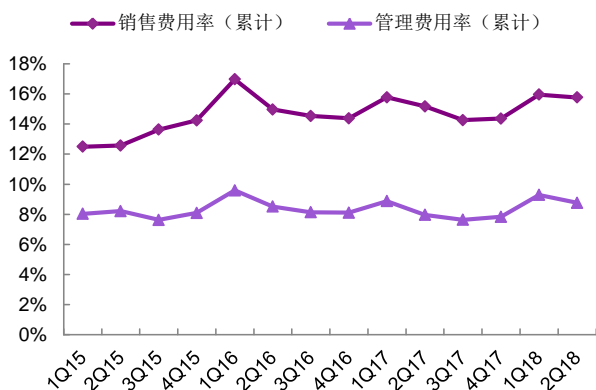
图 15：家居板块 18H1 ROE 为 11%（累计年化）



资料来源：Wind，光大证券研究所

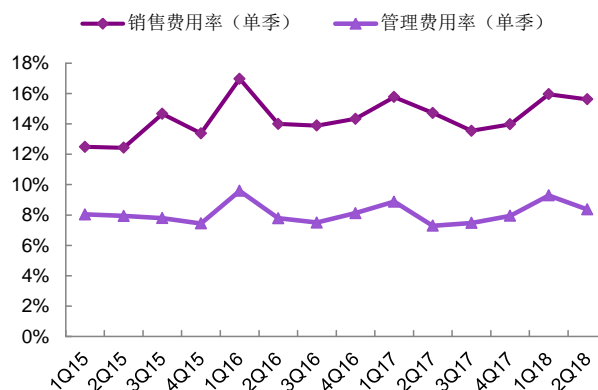
费用方面，家居板块销售费用率总体呈小幅上升态势，管理费用率保持相对平稳。18年上半年家居板块销售费用率 15.76%，同比提升 0.59pct，总体呈小幅上升态势；我们判断销售费用率总体呈小幅上升态势主要与行业竞争较为激烈的背景下，各大家居企业加大广告投入等方面有关。18年上半年家居板块管理费用率 8.77%，同比提升 0.80pct，管理费用率维持相对稳定。

图 16：家居板块销售费用率总体呈小幅上升态势



资料来源：Wind，光大证券研究所

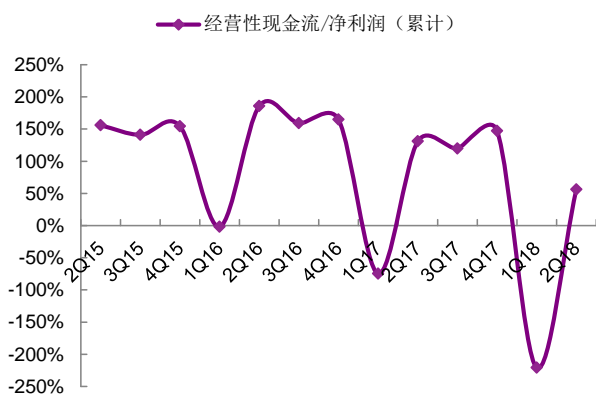
图 17：家居板块管理费用率维持相对稳定



资料来源：Wind，光大证券研究所

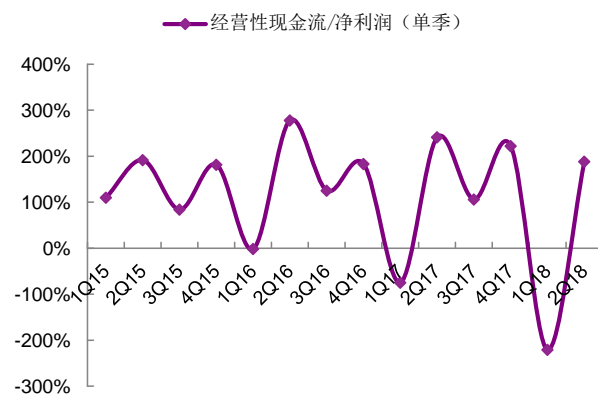
现金流方面，18年上半年家居板块经营性现金流净额为 18.31 亿元，占净利润比重为 56.28%，较 17 年同期占比有所下降；单二季度经营性现金流占净利润比重为 188.11%，现金流情况总体保持相对健康。

图 18：18H1 家居板块经营性现金流/净利润比为 56%



资料来源：Wind，光大证券研究所

图 19：18Q2 家居板块经营性现金流/净利润比为 188%

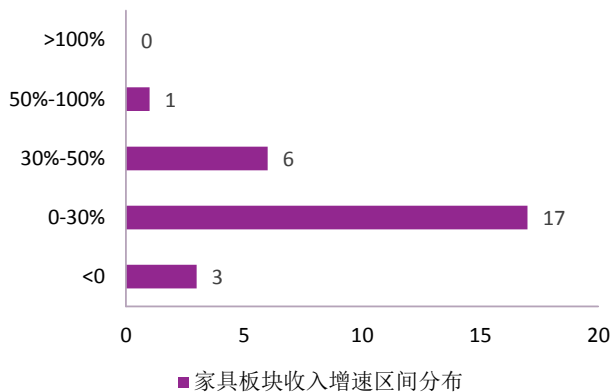


资料来源：Wind，光大证券研究所

收入增速分布结构：18H1 家居板块公司收入增速的中位数为 21.45%，具体分布结构：未有公司收入增速超过 100%，增速位于 50%-100%的公司共有 1 家，增速位于 30%-50%的公司共有 6 家，增速位于 0%-30%的公司共有 17 家，增速为负的公司共有 3 家。

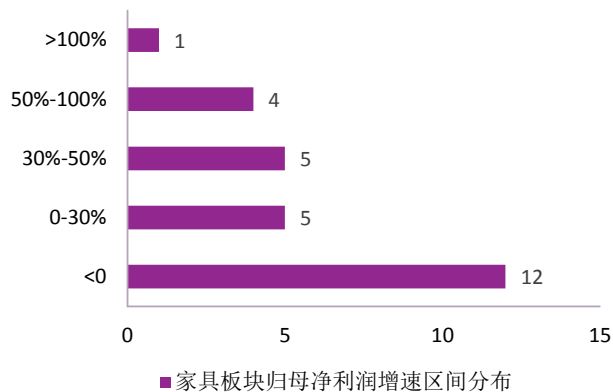
净利润增速分布结构：18H1 家居板块公司归母净利润增速的中位数为 25.38%，具体分布结构：净利润增速超过 100% 的公司共有 1 家，增速位于 50%-100% 的公司共有 4 家，增速位于 30%-50% 的公司共有 5 家，增速位于 0%-30% 的公司共有 5 家，增速为负的公司共有 12 家。

图 20：家居板块收入增速分布结构



资料来源：Wind，光大证券研究所

图 21：家居板块净利润增速分布结构

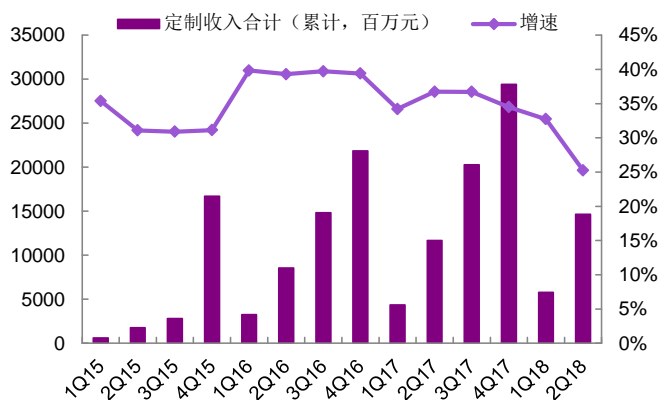


资料来源：Wind，光大证券研究所

## 2.2、定制家具板块：受地产景气下行及行业竞争加剧影响，定制家具板块业绩持续下滑

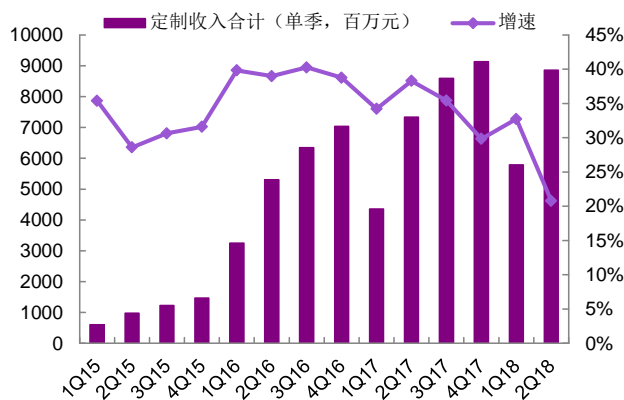
2018 年上半年定制家具板块实现营业收入 146.40 亿元，同比增长 25.25%，归母净利润 15.06 亿元，同比增长 36.94%；其中单二季度实现营业收入 88.55 亿元，同比增长 20.79%，归母净利润 12.59 亿元，同比增长 35.19%，收入端、利润端均较 18Q1 增速环比有较大幅度的下滑。我们认为定制家具板块上半年业绩下滑主要受两方面影响：1) 地产景气下行影响家具行业整体增速，地产红利逐步减弱；2) 定制家具行业竞争加剧：一方面体现在各定制企业渠道、产能扩张节奏加快，另一方面体现在整装公司纷纷布局定制家具业务，抢占部分市场份额。

图 22：18H1 定制板块收入同比增 25%



资料来源：Wind，光大证券研究所

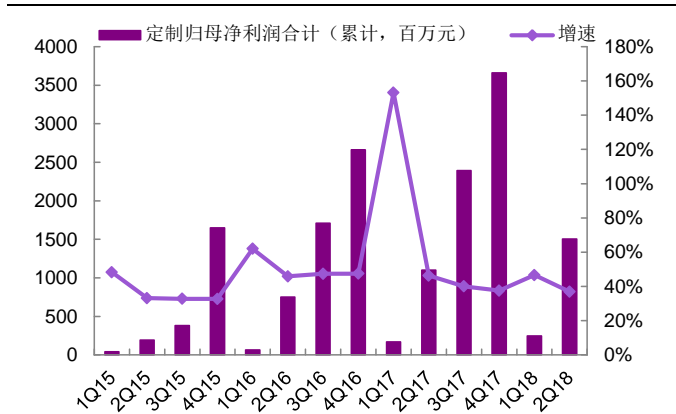
图 23：18Q2 定制板块收入同比增 21%



资料来源：Wind，光大证券研究所

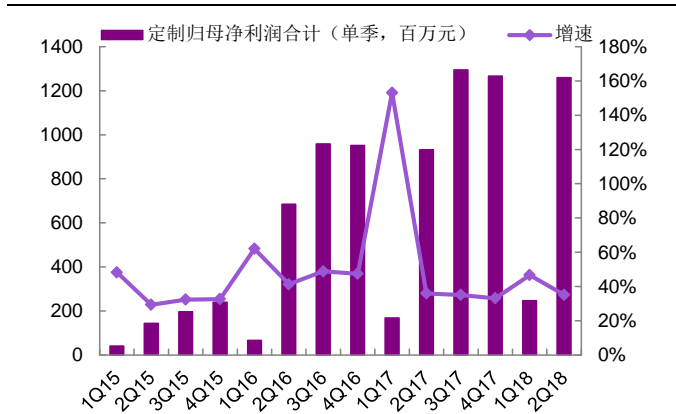


图 24：18H1 定制板块净利润同比增 37%



资料来源：Wind，光大证券研究所

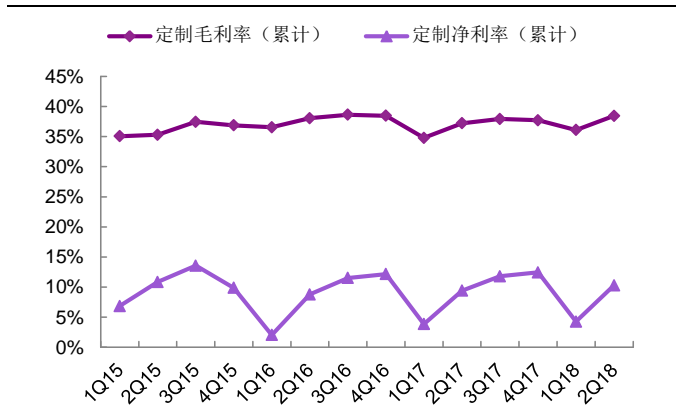
图 25：18Q2 定制板块净利润同比增 35%



资料来源：Wind，光大证券研究所

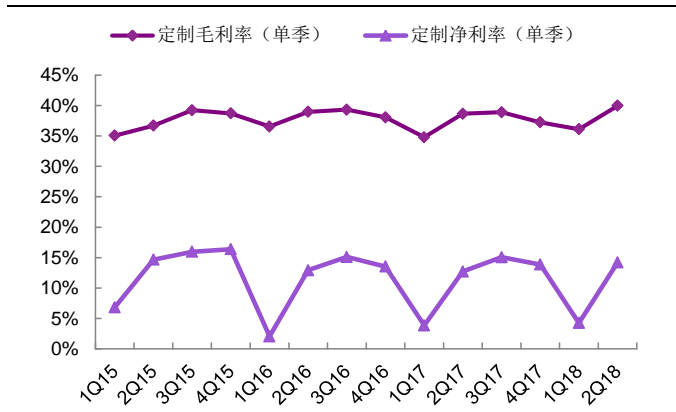
盈利能力方面，18 年上半年定制家具板块综合毛利率为 38.45%，同比提升 1.23pct，其中单二季度综合毛利率 39.98%，环比 Q1 提升 3.87pct；虽行业竞争加剧使得企业纷纷推出低价引流套餐，对客单价带来一定影响，但龙头企业依靠智能化、自动化水平提升，提高生产等各方面效率，毛利率仍呈现上升趋势。净利率方面，18 年上半年定制家具板块净利率为 10.29%，同比提升 0.88pct，净利率水平维持相对高位。

图 26：定制板块毛利率总体呈上升态势



资料来源：Wind，光大证券研究所

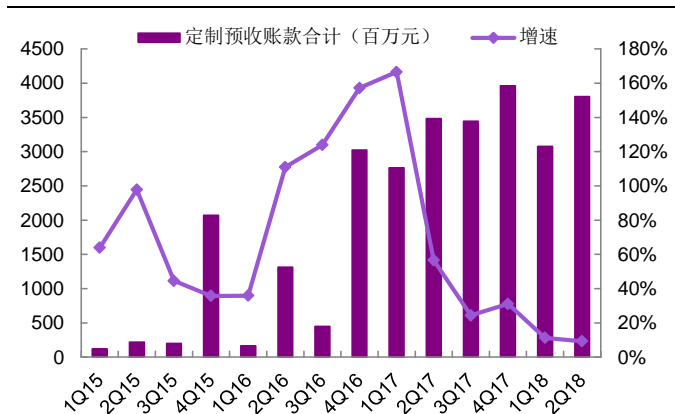
图 27：18Q2 定制板块毛利率环比提升 3.87pct



资料来源：Wind，光大证券研究所

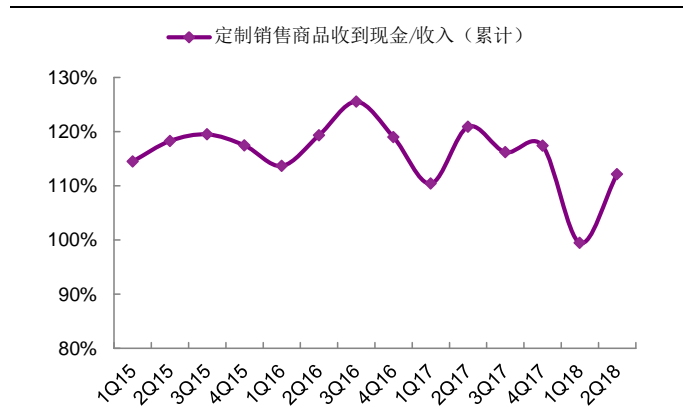
地产景气下行、行业竞争加剧等影响因素短期内仍将继续存在，三季度定制板块收入端增速或将继续承压：定制家具企业基本采用“先款后货”的支付模式，2018 年二季度末定制家具企业预收账款金额为 38.06 亿元，同比增长 9.30%，增速自 17 年下半年起持续下滑。销售商品收到现金方面，18 年上半年定制家具板块销售商品、提供劳务收到的现金金额总计为 164.18 亿元，占同期收入比重约为 112.15%，较 17 年同期占比下降 8.76pct。

图 28：定制板块预收账款增速持续下滑



资料来源：Wind，光大证券研究所

图 29：18H1 定制板块销售商品现金/收入比重为 112%



资料来源：Wind，光大证券研究所

表 1：定制家具板块重点公司 18 年中报业绩汇总

公司	累计 (亿元, %) ——18H1				单季 (亿元, %) ——18Q2			
	收入	YOY	归母净利润	YOY	收入	QoQ	归母净利润	QoQ
索菲亚	29.88	20.12%	3.69	25.38%	17.45	13.78%	2.66	22.50%
好莱客	9.03	25.69%	1.81	67.15%	5.58	22.68%	1.46	76.07%
欧派家居	48.45	25.05%	5.50	32.83%	29.39	21.15%	4.76	32.89%
尚品宅配	28.67	33.64%	1.23	87.46%	17.65	30.63%	1.56	39.15%
志邦家居	10.42	25.69%	0.95	47.53%	6.48	19.10%	0.65	47.21%
金牌厨柜	6.43	15.12%	0.61	32.53%	3.81	8.57%	0.43	18.09%

资料来源：光大证券研究所

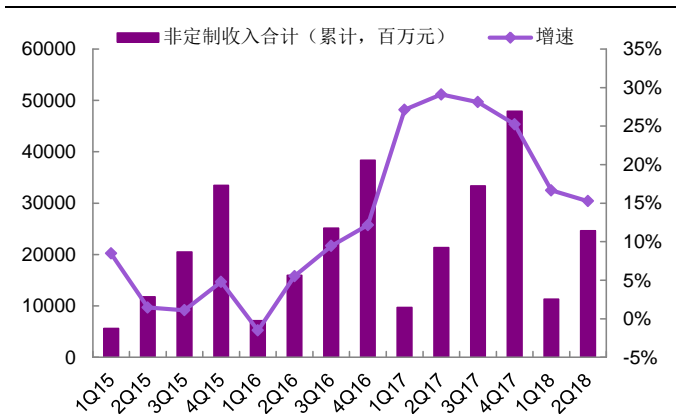
### 2.3、非定制板块（含成品家具等）：地产周期压力持续显现，收入、利润端增速承压

2018 年上半年非定制家居板块实现营业收入 246.25 亿元，同比增长 15.28%，归母净利润 17.48 亿元，同比下降 21.31%；其中单二季度实现营业收入 133.09 亿元，同比增长 14.12%，归母净利润 9.46 亿元，同比下降 23.01%。非定制家居板块收入端、利润端受地产周期压力影响，总体呈现下滑趋势，但板块内公司业绩存在一定分化，部分优质成品家具企业依靠品类扩张、渠道扩张（如积极拓展内销渠道）等方面，仍保持较好的增长态势。

盈利能力方面，18 年上半年非定制家居板块综合毛利率 33.22%，同比下降 2.78pct，其中单二季度综合毛利率 33.44%，同比 17Q2 下降 2.54pct。我们认为非定制板块毛利率下滑主要受外销业务毛利率下降影响，一方面原因是成品家具企业原材料涨价导致成本端压力上升；另一方面是 18 年上半年人民币贬值导致部分进口原材料成本上涨；而外销业务相对内销而言，公司议价能力相对较弱，原材料成本上涨向下游客户及时传导存在一定难度，因而带来非定制家居板块整体毛利率的下滑。净利率方面，18 年上半年非定

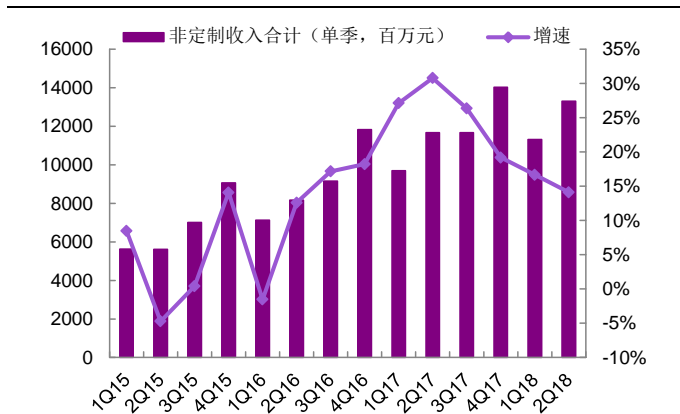
制家居板块净利率为 7.10%，同比下降 3.01pct，除毛利率影响外，主要因部分企业加快渠道扩张等方面带来销售费用的提升，影响整体净利率水平。

图 30：18H1 非定制板块收入同比增 15%



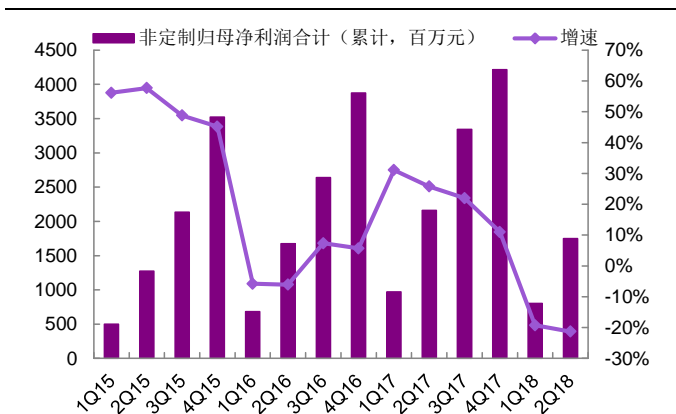
资料来源：Wind，光大证券研究所

图 31：18Q2 非定制板块收入同比增 14%



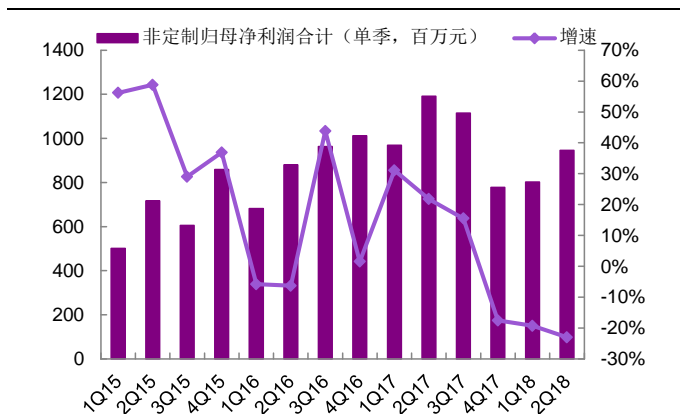
资料来源：Wind，光大证券研究所

图 32：18H1 非定制板块净利润同比下降 21%



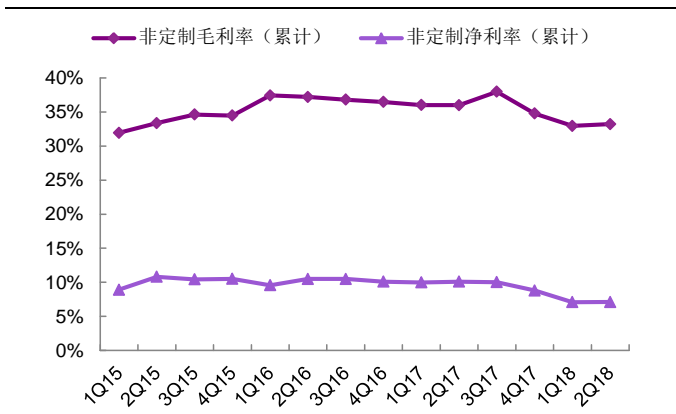
资料来源：Wind，光大证券研究所

图 33：18Q2 非定制板块净利润同比下降 23%



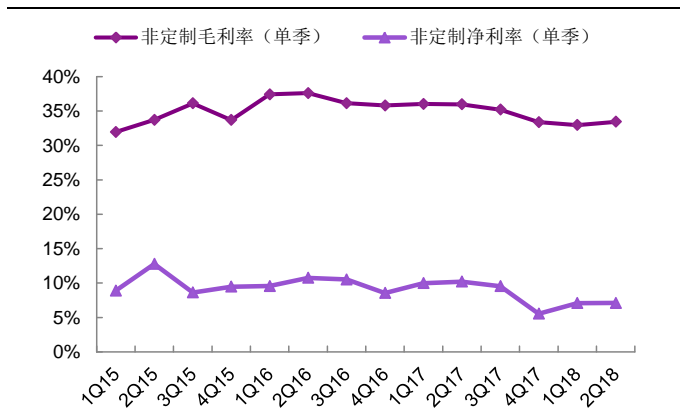
资料来源：Wind，光大证券研究所

图 34：18H1 非定制板块毛利率同比有所下降



资料来源：Wind，光大证券研究所

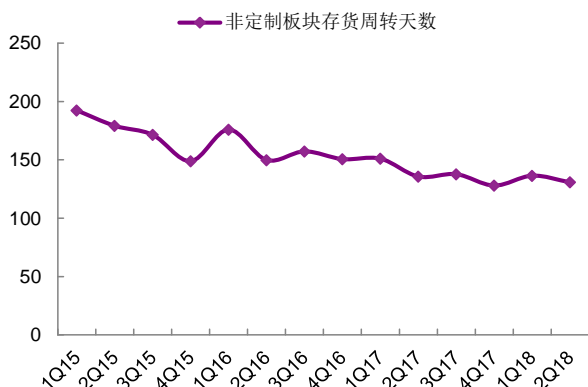
图 35：18Q2 非定制板块净利率同比有所下滑



资料来源：Wind，光大证券研究所

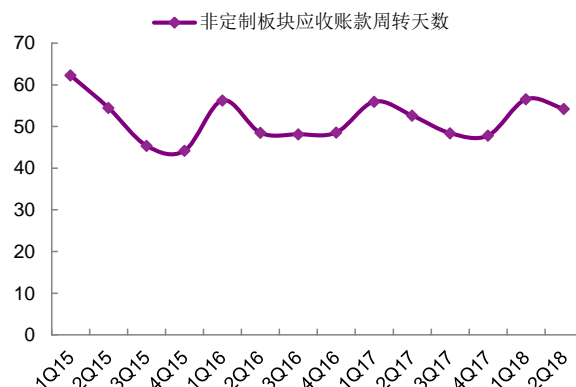
营运能力方面，截至 2018 年二季度末，非定制家居板块存货总额为 122.70 亿元，相应存货周转天数约为 130.74 天，较 17 年同期下降 5 天，环比 18Q1 下降 6 天；应收账款方面，18H1 非定制家居板块应收账款总额为 75.53 亿元，相应应收账款周转天数为 54.25 天，较 17 年同期增加 2 天，环比 18Q1 下降 2 天，非定制家居板块营运能力维持相对稳健。

图 36: 18H1 非定制板块存货周转天数同比下降 5 天



资料来源: Wind, 光大证券研究所

图 37: 非定制板块营运能力维持相对稳健



资料来源: Wind, 光大证券研究所

表 2: 非定制家居板块重点公司 18 年中报业绩汇总

公司	累计 (亿元, %) ——18H1				单季 (亿元, %) ——18Q2			
	收入	YOY	归母净 利润	YOY	收入	QoQ	归母净 利润	QoQ
顾家家居	40.49	30.15%	4.83	24.36%	21.97	26.90%	2.14	6.96%
美克家居	25.26	40.50%	2.06	35.51%	15.12	46.27%	1.43	36.77%
曲美家居	9.73	10.32%	0.70	-33.33%	5.79	7.33%	0.42	-47.45%
喜临门	18.44	55.62%	1.23	29.55%	9.56	36.33%	0.69	34.50%
大亚圣象	31.61	7.05%	1.80	28.54%	17.63	4.07%	1.22	23.30%
梦百合	12.83	22.96%	0.38	-66.32%	6.72	19.55%	0.34	-26.79%
好太太	5.70	21.45%	1.11	55.58%	3.07	13.09%	0.63	56.96%

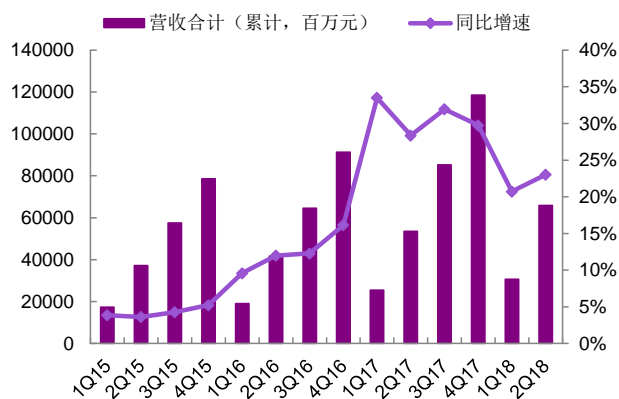
资料来源: 光大证券研究所

### 3、造纸板块: 业绩分化, 成本优势成为纸企盈利水平的重要方面

2018 年上半年造纸板块实现营业收入 658.45 亿元, 同比增长 23.03%, 归母净利润 65.18 亿元, 同比增长 33.30%; 其中单二季度实现收入 351.49 亿元, 同比增长 25.12%, 归母净利润 38.77 亿元, 同比增长 37.24%。总体来看, 造纸板块收入端仍维持较高增长, 主要受益于纸价处于相对高位及龙头纸企新增产能陆续投产; 利润端增速中枢有所下滑, 但仍维持较高增长水平。

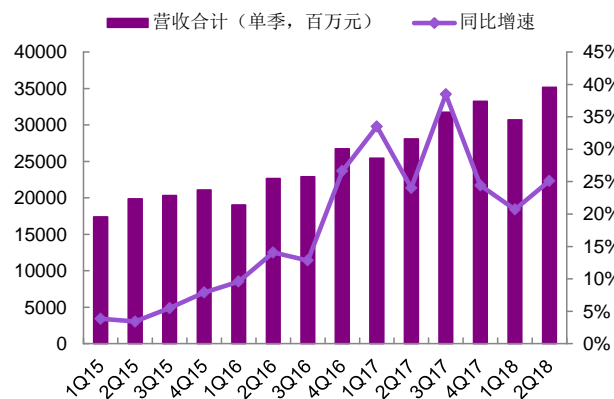
企业层面来看，造纸板块业绩出现较大分化，其中太阳纸业受益文化纸价格上涨及纸浆产能投产，业绩维持较高增长；山鹰纸业受益于废纸回收渠道稳定，成本优势明显，公司造纸板块盈利能力持续提升，加上联盛、北欧纸业并表贡献，公司净利润实现较高增长。而晨鸣纸业、博汇纸业收入端、利润端则有所下滑。另外，中顺洁柔作为生活用纸龙头企业，具有一定消费属性，收入端、利润端均实现稳健增长。

图 38：18H1 造纸板块收入同比增 23%



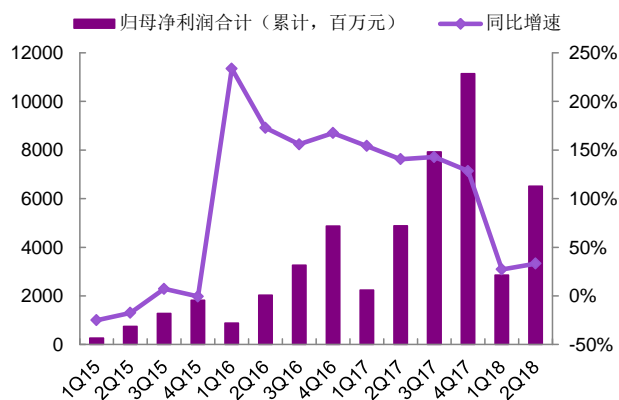
资料来源：Wind，光大证券研究所

图 39：18Q2 造纸板块收入同比增 25%



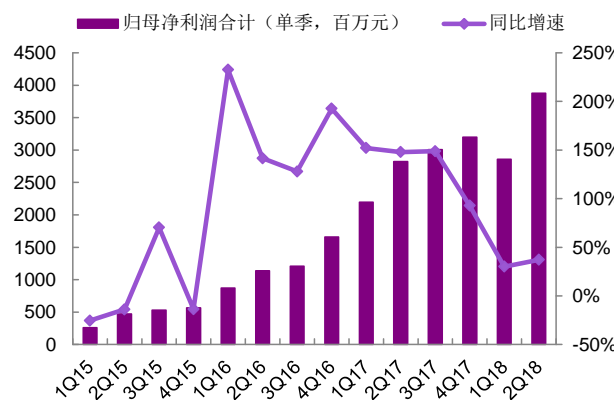
资料来源：Wind，光大证券研究所

图 40：18H1 造纸板块净利润同比增 33%



资料来源：Wind，光大证券研究所

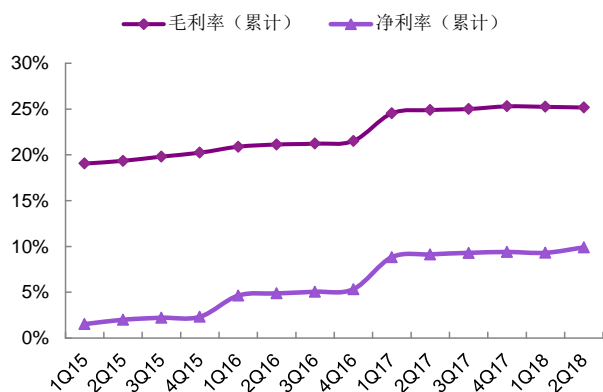
图 41：18Q2 造纸板块净利润同比增 37%



资料来源：Wind，光大证券研究所

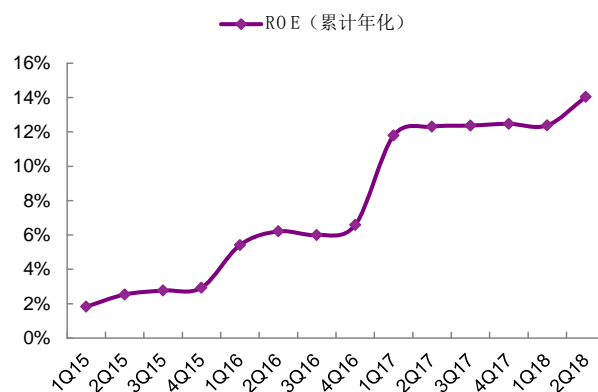
盈利能力方面，造纸板块 18 年上半年综合毛利率为 25.17%，同比提升 0.28pct，其中单二季度综合毛利率为 25.10%，较去年同期基本持平。具体来看，18 年上半年重点纸种铜版纸、胶版纸、箱板纸均价分别同比上涨 14%、12%、21%，白卡纸价格因二季度淡季出现一定幅度回调，18 年上半年均价同比下滑约 5%；原材料方面，虽同期废纸、木浆（主要为进口木浆）价格持续上涨至高位，但龙头企业依靠较高比例的自制浆、较高的林浆纸一体化程度以及稳定的外废配额及固废渠道等方面，吨纸盈利仍保持较高水平。净利率方面，18 年上半年造纸板块净利率为 9.90%，同比提升 0.76pct。

图 42：造纸板块毛利率水平持续提升



资料来源：Wind，光大证券研究所

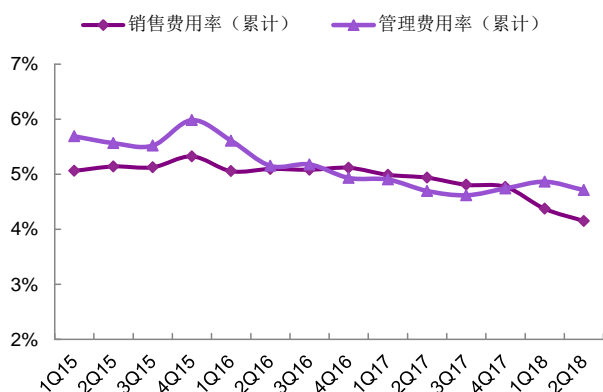
图 43：造纸板块 ROE 持续提升



资料来源：Wind，光大证券研究所

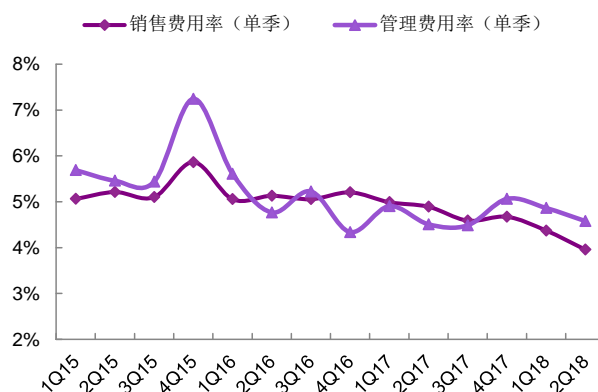
费用方面，受益于龙头纸企规模优势、运营效率等方面的不断提升，造纸板块销售费用率、管理费用率均呈现下降趋势。具体来看，18 年上半年造纸板块销售费用率为 4.15%，同比下降 0.79pct，环比下降 0.22pct；管理费用率 4.71%，同比下降 0.02pct，环比下降 0.15pct。

图 44：造纸板块销售费用率呈下降趋势



资料来源：Wind，光大证券研究所

图 45：造纸板块管理费用率呈下降趋势

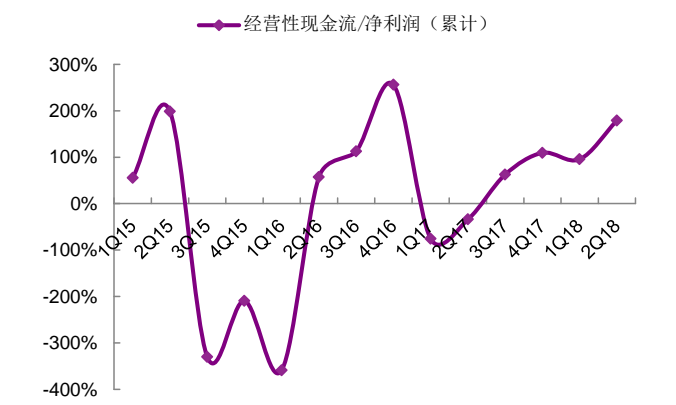


资料来源：Wind，光大证券研究所

现金流方面，18 年上半年造纸板块实现经营性现金流净额为 116.73 亿元，占净利润比重达到 179.09%，较 17 年同期占比大幅提升 213.03pct；其中单二季度经营性现金流净额为 89.43 亿元，占净利润比重达到 230.67%，较 17 年同期占比大幅提升 229.20%。总体来看，造纸板块经营性现金流持续改善。

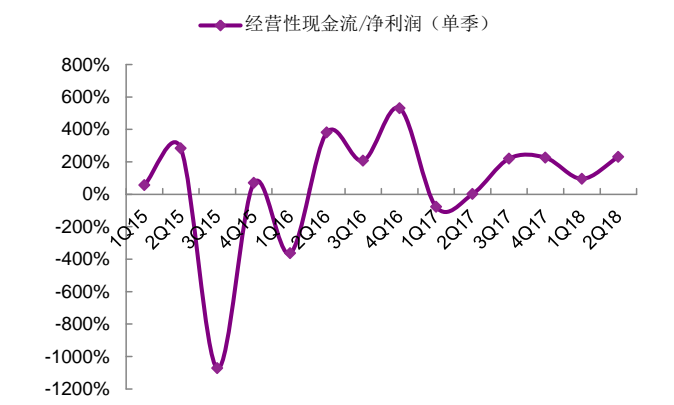
营运能力方面，截至 18 年二季度末，造纸板块存货总额为 250.23 亿元，相应存货周转天数为 89.25 天，较去年同期下降 8 天；应收账款方面，18 年二季度末造纸板块应收账款总额为 147.34 亿元，相应应收账款周转天数为 40.29 天，同比下降 4 天。从存货周转及应收账款周转来看，造纸板块营运能力保持较好水平。

图 46: 造纸板块经营性现金流持续改善



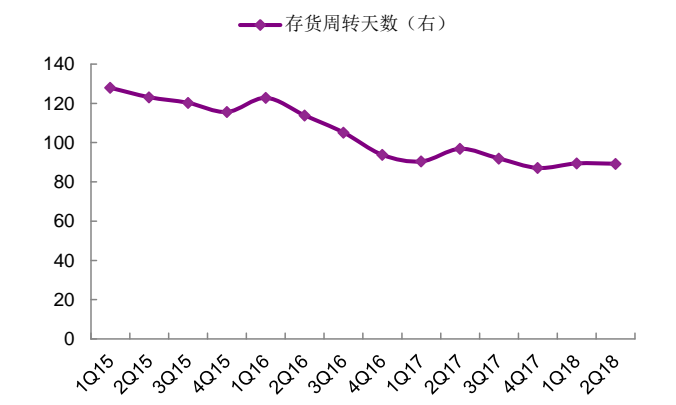
资料来源: Wind, 光大证券研究所

图 47: 18Q2 造纸板块经营性现金流/净利润为 231%



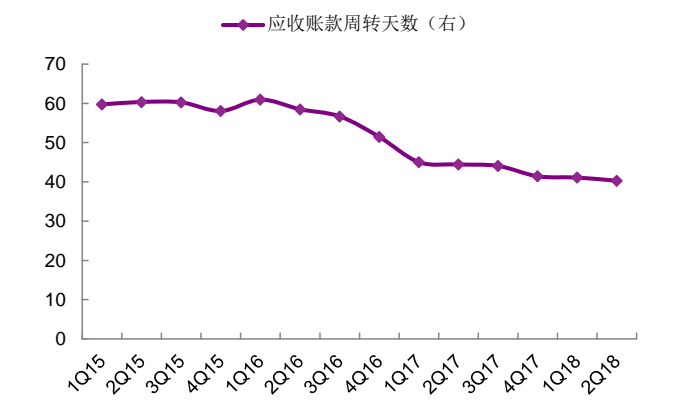
资料来源: Wind, 光大证券研究所

图 48: 造纸板块存货周转天数持续下降



资料来源: Wind, 光大证券研究所

图 49: 造纸板块应收账款周转天数持续下降



资料来源: Wind, 光大证券研究所

表 3: 造纸板块重点公司 18 年中报业绩汇总

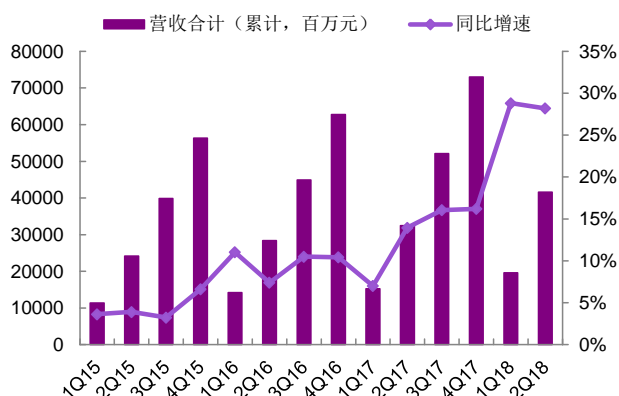
公司	累计 (亿元, %) ——18H1				单季 (亿元, %) ——18Q2			
	收入	YOY	归母净利润	YOY	收入	QoQ	归母净利润	QoQ
晨鸣纸业	155.51	13.11%	17.85	2.24%	83.10	11.16%	10.02	-3.92%
太阳纸业	104.74	20.43%	12.28	40.38%	54.32	26.76%	6.11	40.63%
山鹰纸业	119.54	60.21%	17.06	106.48%	65.35	59.89%	11.01	179.80%
博汇纸业	43.64	7.54%	4.11	1.50%	26.47	31.25%	2.06	-0.87%
中顺洁柔	25.86	21.80%	2.00	27.73%	13.61	24.78%	1.01	24.77%

资料来源: Wind, 光大证券研究所

## 4、包装板块：Q2 板块收入增速持续回升，利润弹性逐步释放

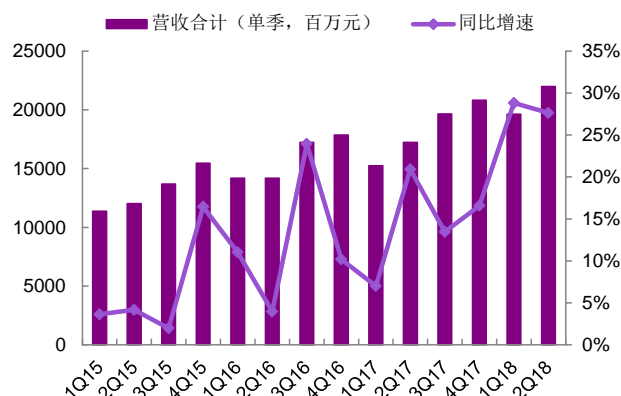
2018 年上半年包装板块实现营业收入 416.20 亿元，同比增长 28.19%，归母净利润 38.52 亿元，同比增长 16.07%；其中单二季度实现营收 219.88 亿元，同比增长 27.63%，归母净利润 21.76 亿元，同比增长 40.59%。总体来看，包装板块收入增速自 17 年下半年起持续回升，我们认为主要受益于包装行业集中度提升，订单向龙头企业集中市场份额持续提升；净利润方面，18Q2 单季度包装板块净利润增速同比提升 34.05pct，利润弹性逐步释放。

图 50：18H1 包装板块收入同比增 28%



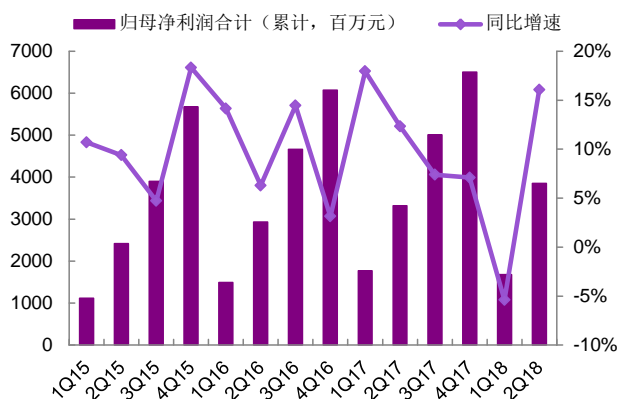
资料来源：Wind，光大证券研究所

图 51：18Q2 包装板块收入同比增 28%



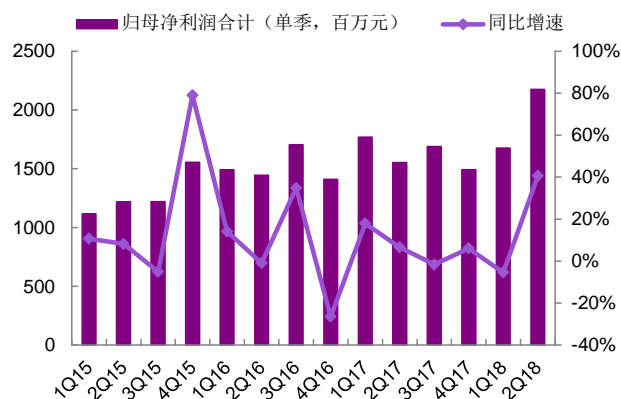
资料来源：Wind，光大证券研究所

图 52：18H1 包装板块净利润同比增 16%



资料来源：Wind，光大证券研究所

图 53：18Q2 包装板块净利润同比增 41%

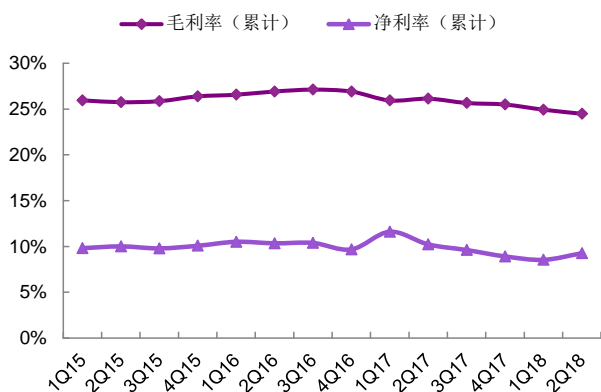


资料来源：Wind，光大证券研究所

盈利能力方面，18 年上半年包装板块综合毛利率 24.49%，同比下降 1.65pct，其中单二季度毛利率 22.49%，同比下降 2.36pct，我们认为包装板块二季度毛利率有所下滑主要受原材料端纸张价格上涨影响，随着纸价上涨至高位，以及行业集中度提升带来龙头企业议价能力的增强，我们认为包装板块毛利率水平有望回复上升态势。净利率方面，18 年上半年包装板块净利率 9.26%，同比下降 0.97pct，其中单二季度净利率 9.90%，同比提升 0.89pct，18Q2 包装板块净利率水平有所提升。

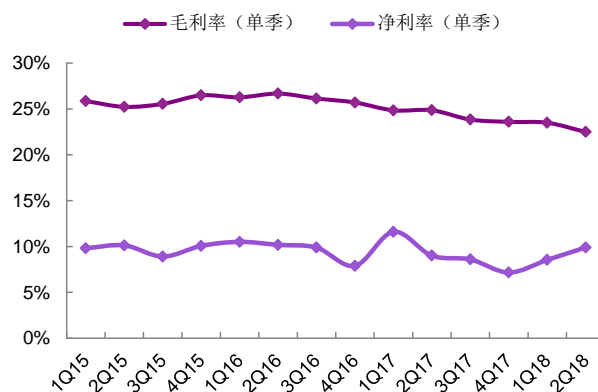


图 54: 受成本端压力, 包装板块毛利率呈下滑态势



资料来源: Wind, 光大证券研究所

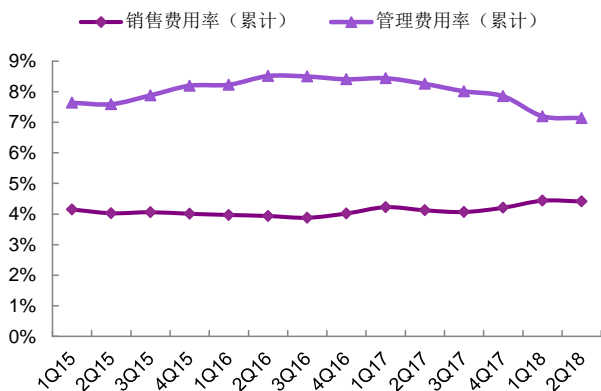
图 55: 18Q2 净利率同比提升 0.89pct



资料来源: Wind, 光大证券研究所

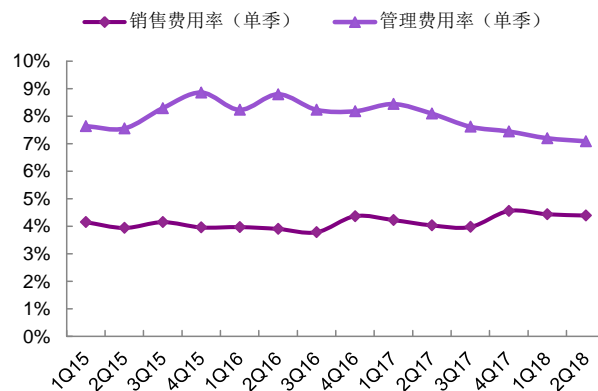
费用率方面, 包装板块销售费用率呈现小幅上升态势, 管理费用率逐步下降。具体来看, 18 年上半年包装板块销售费用率为 4.41%, 同比提升 0.29pct, 环比基本持平; 管理费用率 7.14%, 同比下降 1.12pct, 环比基本持平。

图 56: 包装板块销售费用率呈现小幅上升态势



资料来源: Wind, 光大证券研究所

图 57: 包装板块管理费用率逐步下降



资料来源: Wind, 光大证券研究所

表 4: 包装板块重点公司 18 年中报业绩汇总

公司	累计 (亿元, %) ——18H1				单季 (亿元, %) ——18Q2			
	收入	YOY	归母净利润	YOY	收入	QoQ	归母净利润	QoQ
裕同科技	32.86	23.48%	2.66	-14.49%	16.72	31.46%	1.27	-14.88%
劲嘉股份	16.09	13.14%	3.79	25.06%	7.95	18.84%	1.66	30.52%
东风股份	16.28	10.64%	3.58	0.56%	8.15	14.03%	1.50	-2.79%
合兴包装	48.20	89.53%	4.10	476.37%	27.98	100.57%	3.60	791.35%
美盈森	14.23	14.56%	1.74	20.80%	7.37	8.01%	0.92	0.18%
奥瑞金	40.40	21.14%	4.61	11.33%	20.47	0.38%	2.48	-1.45%

资料来源: Wind, 光大证券研究所

## 5、轻工板块重点公司三季报业绩预告

截至8月31日,轻工板块共有55家企业发布2018年三季报业绩预告,我们挑选相对重点公司,汇总三季报净利润及增速情况。

表5: 轻工板块重点公司三季报业绩预告汇总

代码	公司	Q3 预告净利润下限(亿元)	Q3 预告净利润上限(亿元)	预告净利润同比增长下限	预告净利润同比增长上限
002078.SZ	太阳纸业	16.49	19.24	20%	40%
002572.SZ	索菲亚	6.91	8.06	20%	40%
002701.SZ	奥瑞金	6.52	8.48	0%	30%
002191.SZ	劲嘉股份	5.23	5.66	20%	30%
002831.SZ	裕同科技	5.19	6.42	-15%	5%
002867.SZ	周大生	4.99	5.82	20%	40%
002228.SZ	合兴包装	4.33	4.84	320%	370%
002067.SZ	景兴纸业	3.30	4.00	-33%	-18%
002511.SZ	中顺洁柔	2.84	3.21	15%	30%
002303.SZ	美盈森	2.73	3.22	10%	30%
002798.SZ	帝欧家居	2.54	2.70	700%	750%
002345.SZ	潮宏基	2.32	2.78	0%	20%
002117.SZ	东港股份	1.83	2.49	10%	50%
603165.SH	荣晟环保	1.40	1.50	-49%	-46%
002240.SZ	威华股份	1.36	1.45	635%	683%
002014.SZ	永新股份	1.36	1.49	0%	10%
002301.SZ	齐心集团	1.27	1.76	30%	80%
002803.SZ	吉宏股份	1.19	1.27	210%	230%
002631.SZ	德尔未来	1.06	1.69	-15%	35%
002721.SZ	金一文化	1.00	1.30	22%	58%
002853.SZ	皮阿诺	0.84	1.05	20%	50%
002790.SZ	瑞尔特	0.79	1.28	-35%	5%
002599.SZ	盛通股份	0.77	0.92	50%	80%
002615.SZ	哈尔斯	0.74	1.06	-30%	0%
002605.SZ	姚记扑克	0.67	0.92	30%	80%
002751.SZ	易尚展示	0.55	0.65	79%	112%
002084.SZ	海鸥住工	0.48	0.81	-25%	25%
002521.SZ	齐峰新材	0.39	0.77	-70%	-40%
002752.SZ	昇兴股份	0.39	0.70	-45%	0%
002522.SZ	浙江众成	0.33	0.66	-50%	0%
002846.SZ	英联股份	0.23	0.34	-35%	-5%
002836.SZ	新宏泽	0.20	0.29	-30%	0%
002799.SZ	环球印务	0.15	0.16	-5%	5%
002012.SZ	凯恩股份	0.14	0.21	-42%	-13%
002575.SZ	群兴玩具	0.03	0.05	120%	130%
002229.SZ	鸿博股份	-0.07	-0.04	38%	65%
002571.SZ	德力股份	-0.48	-0.38	-271%	-235%
002489.SZ	浙江永强	-1.20	-0.60	-172%	-136%

资料来源: Wind, 光大证券研究所

## 6、风险分析

### 地产景气程度低于预期风险

家用轻工属于地产后周期行业，大约会滞后地产销售 8-10 个月。如果地产景气程度低于预期，会影响家用家居行业的增长速度和盈利能力。

### 原材料价格上涨风险

对于造纸包装印刷等制造行业，原材料价格的波动会导致企业经营成本的上升，影响企业的盈利能力。

## 行业及公司评级体系

评级	说明
买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15% 以上；
增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5% 至 15%；
中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差 -5% 至 5%；
减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5% 至 15%；
卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15% 以上；
无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。

**基准指数说明：**A 股主板基准为沪深 300 指数；中小盘基准为中小板指；创业板基准为创业板指；新三板基准为新三板指数；港股基准指数为恒生指数。

## 分析、估值方法的局限性说明

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。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

## 分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

## 特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于 1996 年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，光大证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本证券研究报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。报告中的信息或所表达的意见不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司不就任何人依据报告中的内容而最终操作建议做出任何形式的保证和承诺。在任何情况下，本报告中的信息或所表达的意见并不构成对任何人的投资建议。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表达的意见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。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。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理部、自营部门以及其他投资业务部门可能会独立做出与本报告的意見或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅向特定客户传送，未经本公司书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。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。如欲引用或转载本文内容，务必联络本公司并获得许可，并需注明出处为光大证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

## 光大证券股份有限公司

上海市新闻路 1508 号静安国际广场 3 楼 邮编 200040

总机：021-22169999 传真：021-22169114、22169134

机构业务总部	姓名	办公电话	手机	电子邮件	
上海	徐硕		13817283600	shuoxu@ebscn.com	
	李文渊		18217788607	liwenyuan@ebscn.com	
	李强	021-22169131	18621590998	liqiang88@ebscn.com	
	罗德锦	021-22169146	13661875949/13609618940	luodj@ebscn.com	
	张弓	021-22169083	13918550549	zhanggong@ebscn.com	
	黄素青	021-22169130	13162521110	huangsuqing@ebscn.com	
	邢可	021-22167108	15618296961	xingk@ebscn.com	
	李晓琳	021-22169087	13918461216	lixiaolin@ebscn.com	
	丁点	021-22169458	18221129383	dingdian@ebscn.com	
	郎珈艺		18801762801	dingdian@ebscn.com	
	郭永佳		13190020865	guoyongjia@ebscn.com	
	余鹏	021-22167110	17702167366	yupeng88@ebscn.com	
	北京	郝辉	010-58452028	13511017986	haohui@ebscn.com
梁晨		010-58452025	13901184256	liangchen@ebscn.com	
吕凌		010-58452035	15811398181	lvling@ebscn.com	
郭晓远		010-58452029	15120072716	guoxiaoyuan@ebscn.com	
张彦斌		010-58452026	15135130865	zhangyanbin@ebscn.com	
鹿舒然		010-58452040	18810659385	pangsr@ebscn.com	
黎晓宇		0755-83553559	13823771340	lix1@ebscn.com	
李潇		0755-83559378	13631517757	lixiao1@ebscn.com	
深圳	张亦潇	0755-23996409	13725559855	zhangyx@ebscn.com	
	王渊锋	0755-83551458	18576778603	wangyuanfeng@ebscn.com	
	张靖雯	0755-83553249	18589058561	zhangjingwen@ebscn.com	
	牟俊宇	0755-83552459	13827421872	moujy@ebscn.com	
	苏一耘		13828709460	suyy@ebscn.com	
	常密密		15626455220	changmm@ebscn.com	
	国际业务	陶奕	021-22169091	18018609199	taoyi@ebscn.com
		梁超	021-22167068	15158266108	liangc@ebscn.com
金英光		021-22169085	13311088991	jinyg@ebscn.com	
王佳		021-22169095	13761696184	wangjia1@ebscn.com	
郑锐		021-22169080	18616663030	zhui@ebscn.com	
凌贺鹏		021-22169093	13003155285	linghp@ebscn.com	
周梦颖		021-22169087	15618752262	zhoumengying@ebscn.com	
金融同业与战略客户		黄怡	010-58452027	13699271001	huangyi@ebscn.com
	徐又丰	021-22169082	13917191862	xuyf@ebscn.com	
	王通	021-22169501	15821042881	wangtong@ebscn.com	
	赵纪青	021-22167052	18818210886	zhaojq@ebscn.com	
	马明周	021-22167343	18516159056	mamingzhou@ebscn.com	
	私募业务部	戚德文	021-22167111	18101889111	qidw@ebscn.com
安玲娴		021-22169479	15821276905	anlx@ebscn.com	
张浩东		021-22167052	18516161380	zhanghd@ebscn.com	
吴冕		0755-23617467	18682306302	wumian@ebscn.com	
吴琦		021-22169259	13761057445	wuqi@ebscn.com	
王舒		021-22169134	15869111599	wangshu@ebscn.com	
傅裕		021-22169092	13564655558	fuyu@ebscn.com	
王婧		021-22169359	18217302895	wangjing@ebscn.com	
陈潞		021-22169369	18701777950	chenlu@ebscn.com	
王涵洲			18601076781	wanghanzhou@ebscn.com	