

投资评级：推荐（维持）

报告日期：2018年09月09日

分析师

杨超 0755-83663214

Email:yichao@cgws.com

执业证书编号:S1070512070001

联系人（研究助理）：

张潇 0755-83881635

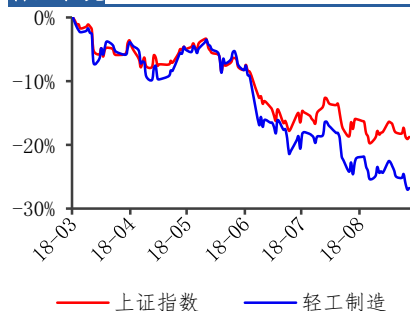
Email:xiaozhang@cgws.com

从业证书编号:S1070118050044

林彦宏 0755-83881635

Email:linyh@cgws.com

从业证书编号:S1070117010015

行业表现


数据来源：贝格数据

软体行业竞争格局优化，定制板块智能生产护城河再加深

——轻工制造 2018 中报总结

重点推荐公司盈利预测

股票名称	EPS		PE	
	18E	19E	18E	19E
顾家家居	2.34	3.07	20.52	15.64
敏华控股	0.54	0.62	8.93	7.77
尚品宅配	2.87	3.88	28.03	20.73
喜临门	0.98	1.29	15.26	11.59
中顺洁柔	0.35	0.45	22.17	17.24

资料来源：长城证券研究所

核心观点

- 轻工板块整体营收增速加快，基金持仓向龙头集中。**2018H1 轻工板块营收同比增速加快，同比增长 21.89%，净利润增速大幅下滑 80.14pcpts，同比增长 10.45%。细分子板块来看，**包装板块是驱动轻工板块营收加速增长的核心子板块**，子板块净利润增速普遍下滑。基金持仓方面，Q2 在市场大跌普遍减仓的大环境下，基金对轻工板块的持仓态度较为坚定，且持仓向龙头集中。
- 家具板块：软体板块竞争格局优化，定制板块生产制造护城河加深。**2018H1 家具板块营收同比增长 18.69% 至 413.46 亿元；归母净利润同比增长 9.66% 至 33.09 亿元。2018H1 家具板块整体营收、净利润增速均下滑。我们将家居板块公司根据体量分为 4 组进行分析，发现**板块内马太效应凸显，龙头表现明显优于中小体量公司**。分板块来看，1) **软体板块**受原材料涨价及美元相对贬值的影响，整体情况不佳但**内部分化明显**，龙头企业如顾家家居/喜临门收入增速（30.15%/55.62%）及盈利能力（毛利率 35.98%/31.2%）较第二梯队公司拉出明显差距。行业集中度继续提升。2) **定制板块**竞争加剧，整体增速都有回落，但在原材料涨价的前提下，毛利率整体走高 1.23pcpts 至 38.45%，证明定制板块的制造效率正在提高，壁垒逐渐深化。面对**18H1 家具卖场流量转移、渠道成本抬升，叠加精装、整装分流的大趋势**，龙头企业率先积极做出获客模式创新。龙头企业布局大家居、整装、全渠道营销获取流量。缺乏应对力的中小企业将在洗牌中率先出局，龙头企业有望脱颖而出。
- 包装板块：营收加速增长集中度提升，盈利能力受原材料价格压制。**包装行业格局分散，受益于市场出清，**2018H1 包装印刷板块在龙头支撑下营收加速增长**，同比增长 26.93% 至 413.04 亿元，归母净利润增速下滑，同比增长 2% 至 36.8 亿元。原纸价格的上升进一步压低下游包装公司的盈利能力。龙头公司立足根本，凭借规模优势受益市场集中度提升；此外，

着手并购布局大包装：纵向梳理供应链，横向外延扩张规模。包装板块估值处在底部，同时上游原材料进一步向上斜率空间余地不大，具有安全边际。

- **造纸板块：龙头盈利优势明显，财务费用上升扩产能周期已开启。**造纸下游消费增速下滑，需求疲软，营收增速下滑。2018H1 营业收入同比增长 22.57% 至 711.75 亿元；净利润增速下滑，同比增长 31.01% 至 71.72 亿元。1) 包装纸方面，纸企盈利水平与是否获得充足的外废配额息息相关。18H1 盈利能力内部出现分化，拥有外废配额优势的龙头毛利率上升，小纸企的毛利率下降。2) 文化纸方面，木浆价格高位紧平衡，叠加高集中度，提价较为顺畅。板块财务费用率上升 0.76pcpts 至 4.07%，主要系经历一轮大周期景气上行，纸企纷纷加杠杆扩产能。产能扩张之下，行业竞争或加剧，龙头的成本、产能布局都具有明显优势，集中度有望持续提升。
- **推荐关注各细分板块龙头：**家具板块看好中高端软体品类，首推抓住舒适性需求，携手分众占据中产心智，功能沙发供应链护城河明显的软体龙头【敏华控股】，切向功能沙发快车道、大家居零售化布局的【顾家家居】，渠道红利释放的床垫龙头【喜临门】；传统业务扎实，拓展办公与精品文创的【晨光文具】，生活用纸成长性强，开启扩品类之路的【中顺洁柔】。定制板块推荐引领大家居整合的龙头企业【欧派家居】，流量模式先锋【尚品宅配】，品牌充分积淀，极具发展韧性的【索菲亚】。包装板块关注成本压力下产业链整合能力强的【合兴包装】，利空出尽、优化业务结构的【劲嘉股份】【裕同科技】。造纸板块建议关注木浆自给率较高，盈利能力较强的【太阳纸业】。
- **风险提示：**原材料价格快速上涨或下跌；环保政策放松；地产调控超预期，景气度下滑

目录

1. 轻工中报受外部环境冲击，基金持仓向龙头集中	6
1.1 轻工中报营收增速回暖，净利润增速下滑	6
1.2 上半年基金仍超配轻工板块，持仓整体向龙头集中	8
2. 家具板块：地产影响初显，龙头表现仍较为稳定	11
2.1 板块整体受地产冲击，龙头受较小影响	11
2.2 软体龙头渠道红利释放，定制竞争加剧但龙头护城河加深	14
3. 包装印刷板块：产业集中趋势明显，静待成本端拐点	18
4. 造纸板块：需求下滑营收增速回落，盈利能力板块内出现分化	22
5. 股权质押：板块整体质押比例略有上升，个股质押情况不一	27
6. 核心标的估值更新	30
7. 投资建议	31

图表目录

图 1: 轻工行业营业收入 (亿元) /YOY (%)	6
图 2: 轻工行业净利润 (亿元) /YOY (%)	6
图 3: 轻工行业期间费用率 (%)	6
图 4: 轻工行业毛利率 (%) /净利率 (%)	6
图 5: 轻工行业三级子板块营业收入 YOY (%)	7
图 6: 轻工行业三级子板块净利润 YOY (%)	7
图 7: 近半年来轻工板块跟随大盘下跌	7
图 8: 轻工二级板块近半年涨跌幅	8
图 9: 轻工三级板块近半年涨跌幅	8
图 10: 轻工板块 PE 近五年波动	8
图 11: 轻工板块基金配置比例 (%) 及超配比例 (%)	9
图 12: 2018Q1-Q2 各行业超配比例 (%) 及变化情况	9
图 13: 轻工细分子板块超配比例 (%)	10
图 14: 持股市值排名靠前的公司持仓市值占轻工板块全部持仓股票市值之和比例 (%)	10
图 15: 家具板块营业收入 (亿元) /YOY (%)	11
图 16: 家具板块净利润 (亿元) /YOY (%)	11
图 17: 家具板块期间费用率 (%)	11
图 18: 家具板块毛利率 (%) /净利率 (%)	11
图 19: 家具板块 ROE (%)	12
图 20: 家具板块经营性现金流 (亿元) /占营收比例 (%)	12
图 21: 家具板块权益乘数	12
图 22: 家具板块经营性总资产周转率	12
图 23: 家具行业增速 (%) 滞后于房产销售增速 (%)	13
图 24: 2018H1 家具板块出现分化	14
图 25: 定制/软体板块营收 YOY (%)	15
图 26: 定制/软体板块净利润 YOY (%)	15
图 27: 定制/软体板块毛利率 (%)	15
图 28: 定制/软体板块净利率 (%)	15
图 29: 定制板块期间费用率 (%)	16
图 30: 软体板块期间费用率 (%)	16
图 31: 定制经营性现金流 (亿元) /占营收比例 (%)	16
图 32: 软体经营性现金流 (亿元) /占营收比例 (%)	16
图 33: 定制/软体存货周转天数	16
图 34: 定制/软体应收账款周转天数	16
图 35: 定制&软体板块 2018H1 个股业绩情况一览	17
图 36: 定制板块 2018H1 预收情况一览	17
图 37: 包装印刷营业收入 (亿元) /YOY (%)	18
图 38: 包装印刷净利润 (亿元) /YOY (%)	18
图 39: 包装印刷期间费用率 (%)	19
图 40: 包装印刷毛利率 (%) /净利率 (%)	19
图 41: 包装印刷 ROE (%)	19

图 42: 包装印刷经营性现金流 (亿元) / 占营收比例 (%)	19
图 43: 包装印刷板块权益乘数	19
图 44: 包装印刷板块经营性总资产周转率	19
图 45: 合兴包装单季营收增速 (%)	20
图 46: 合兴包装单季毛利率 (%)	20
图 47: 包装板块 2018H1 个股业绩情况一览	21
图 48: 造纸营业收入 (亿元) / YOY (%)	22
图 49: 造纸净利润 (亿元) / YOY (%)	22
图 50: 造纸期间费用率 (%)	22
图 51: 造纸毛利率 (%) / 净利率 (%)	22
图 52: 造纸 ROE (%)	23
图 53: 造纸经营性现金流 (亿元) / 占营收比例 (%)	23
图 54: 造纸权益乘数	23
图 55: 造纸总资产周转率	23
图 56: 社会消费品零售总额增速下滑	24
图 57: 国内木浆出厂价 (元/吨)	24
图 58: 进口本色浆/针叶浆/阔叶浆 CFR 现货价 (元/吨)	24
图 59: 国废价格到厂价 (元/吨)	24
图 60: 美废 8#/10#/13# 进口到岸价 (元/吨)	24
图 61: 瓦楞纸价格 (元/吨)	25
图 62: 箱板纸价格 (元/吨)	25
图 63: 双胶纸价格 (元/吨)	25
图 64: 铜版纸价格 (元/吨)	25
图 65: 白板纸 (元/吨)	25
图 66: 白卡纸 (元/吨)	25
图 67: 造纸板块 2018H1 个股业绩情况一览	26
图 68: 2018H1 股权质押比例 (%) 及相对于年初增减 (pcpts)	27
图 69: 造纸板块 2018H1 股权质押比例 (%) 及相对于年初增减 (pcpts) 个股明细	27
图 70: 包装板块 2018H1 股权质押比例 (%) 及相对于年初增减 (pcpts) 个股明细	28
图 71: 家具板块 2018H1 股权质押比例 (%) 及相对于年初增减 (pcpts) 个股明细	28
图 72: 珠宝首饰板块 2018H1 股权质押比例 (%) 及相对于年初增减 (pcpts) 个股明细	29
图 73: 文娱用品 2018H1 股权质押比例 (%) 及相对于年初增减 (pcpts) 个股明细	29
表 1: 2018 年前 18 批外废配额情况	26
表 2: 相关标的核心推荐逻辑及盈利预测	30

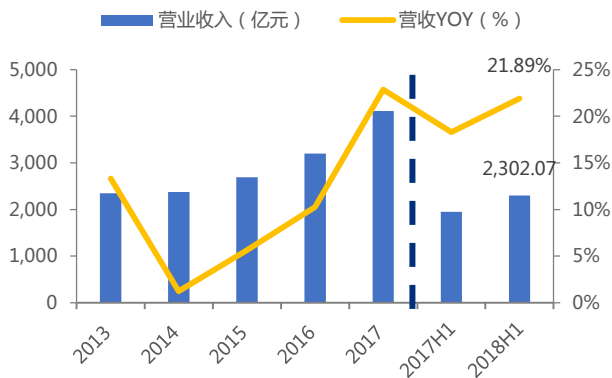
1. 轻工中报受外部环境冲击，基金持仓向龙头集中

1.1 轻工中报营收增速回暖，净利润增速下滑

轻工板块整体营收增速上升，净利润增速回落。2018H1 轻工板块营收同比增速加快，同比增长 21.89%，达到 2302.07 亿元；净利润增速大幅下滑，同比增长 10.45%。毛利率微升 0.23pcpts 至 23.24%，净利率下滑 0.56pcpts 至 7.76%。期间费用率同比上升 0.5pcpts 至 14.26%，三费均有所上升，销售/管理/财务费用率分别同比上升 0.2/0.18/0.13pcpts，达到 6.54%/5.53%/2.18%。

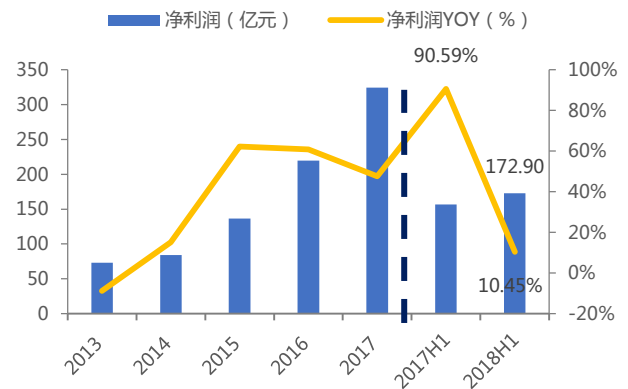
包装板块营收增速提升最快，子板块整体净利润增速下滑。包装、文娱、珠宝首饰板块营收增速上升，推动轻工板块营收加速增长。其中，包装板块营收增速增幅最大，同比上升 14.14pcpts 至 26.93%，造纸、家具板块的营收增速下滑。净利润方面，仅文娱的净利润增速上升，家具/包装/造纸/珠宝首饰净利润增速分别下滑了 113.85/39.34/162.86/40.08 pcpts 至 9.66%/2.00%/31.01%/18.32%，家具及造纸的净利润增速降幅较大。

图 1：轻工行业营业收入（亿元）/YOY（%）



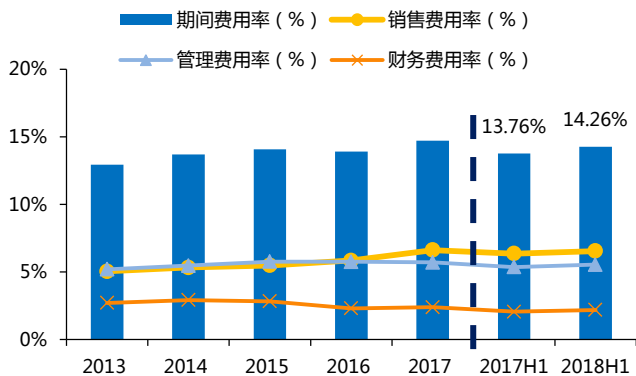
资料来源：Wind，长城证券研究所

图 2：轻工行业净利润（亿元）/YOY（%）



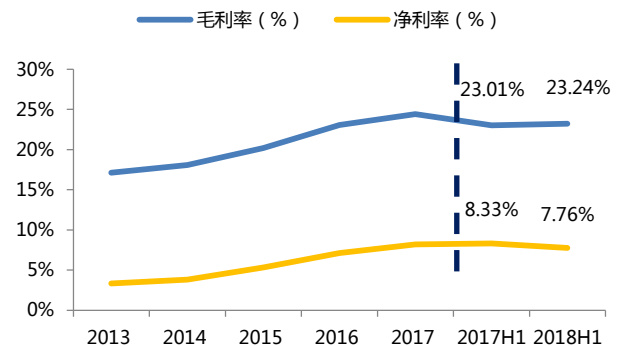
资料来源：Wind，长城证券研究所

图 3：轻工行业期间费用率（%）



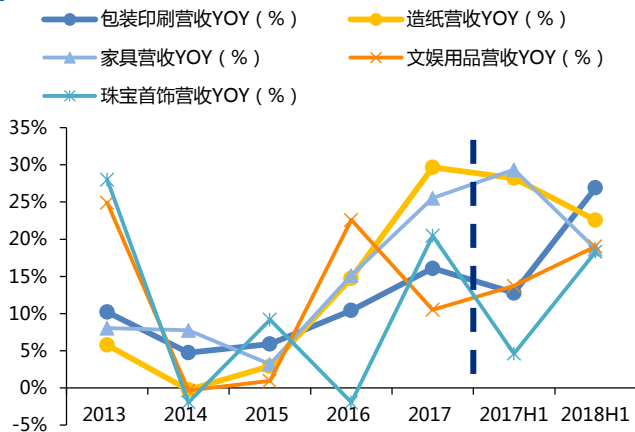
资料来源：Wind，长城证券研究所

图 4：轻工行业毛利率（%）/净利率（%）



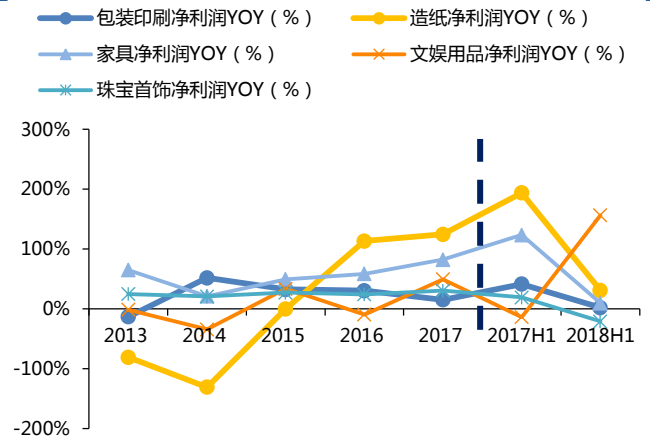
资料来源：Wind，长城证券研究所

图 5：轻工行业三级子板块营业收入 YOY (%)



资料来源：Wind，长城证券研究所

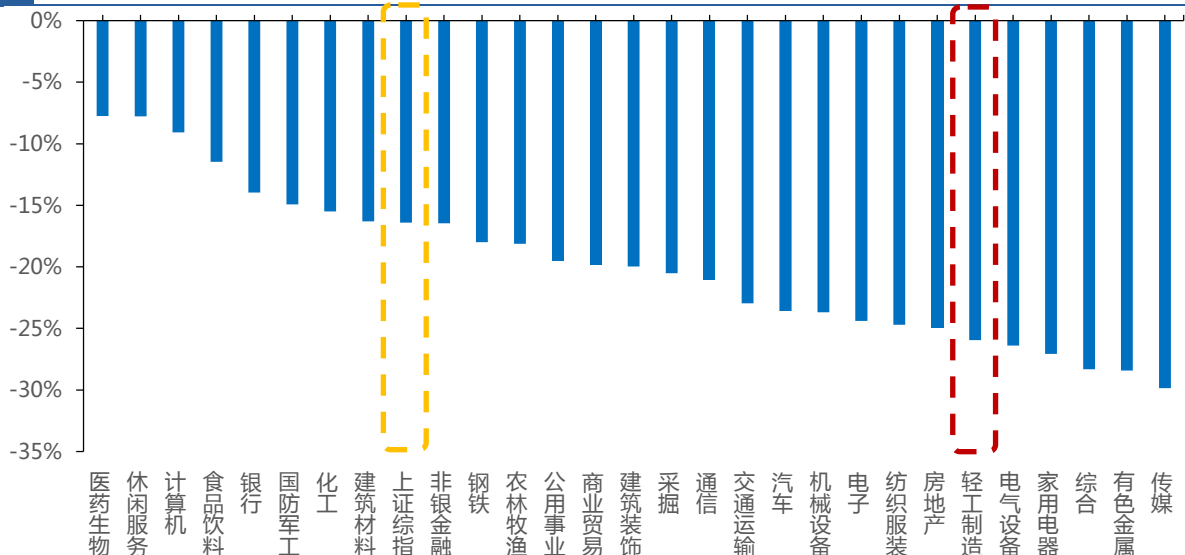
图 6：轻工行业三级子板块净利润 YOY (%)



资料来源：Wind，长城证券研究所

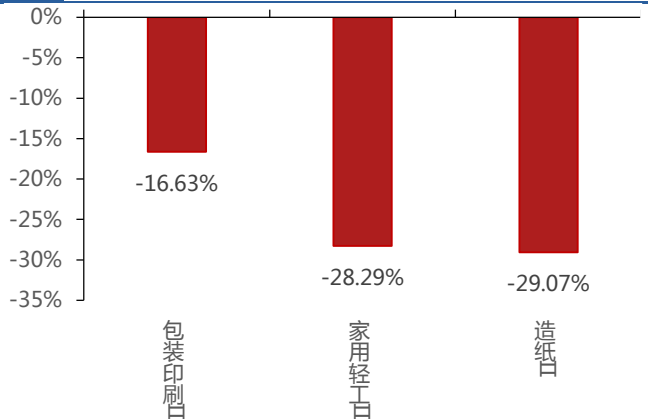
外部环境扰动，轻工板块跑输大盘。近半年，轻工制造指数下跌 25.95%，跑输上证综指 9.54%，在申万 28 个板块中排名第 23。轻工制造板块细分行业涨跌幅由高到低分别为：包装印刷 II (-16.63%)、家用轻工 II (-28.29%)、造纸 II (-29.07%)。近半年来，贸易战、房地产等政策扰动对轻工板块的冲击较大。造纸板块处于大周期下行阶段，叠加中美关系紧张、环保政策持续推行，推升原材料成本，挤压企业盈利能力，领跌轻工二级子板块。家具板块受贸易战加征关税及地产调控双重扰动，市场悲观情绪较浓，累计跌幅达 30.63%，领跌轻工三级子板块。包装印刷行业集中度快速提升，材料价格趋于稳定，市场静待拐点来临，板块小幅跑输上证综指。经历深度回调，板块估值已达近五年的历史最低点。

图 7：近半年来轻工板块跟随大盘下跌



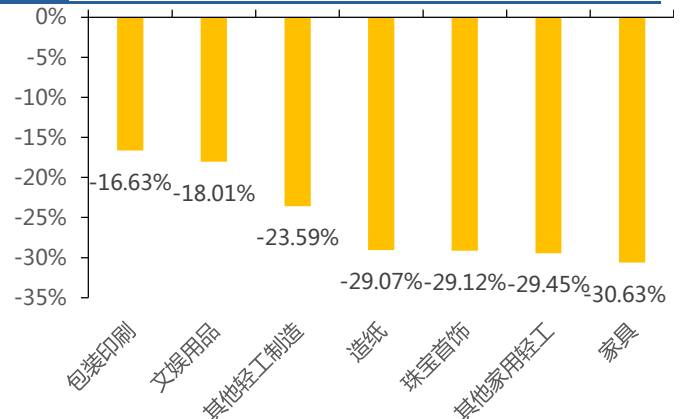
资料来源：Wind，长城证券研究所

图 8: 轻工二级板块近半年涨跌幅



资料来源: Wind, 长城证券研究所

图 9: 轻工三级板块近半年涨跌幅



资料来源: Wind, 长城证券研究所

图 10: 轻工板块 PE 近五年波动

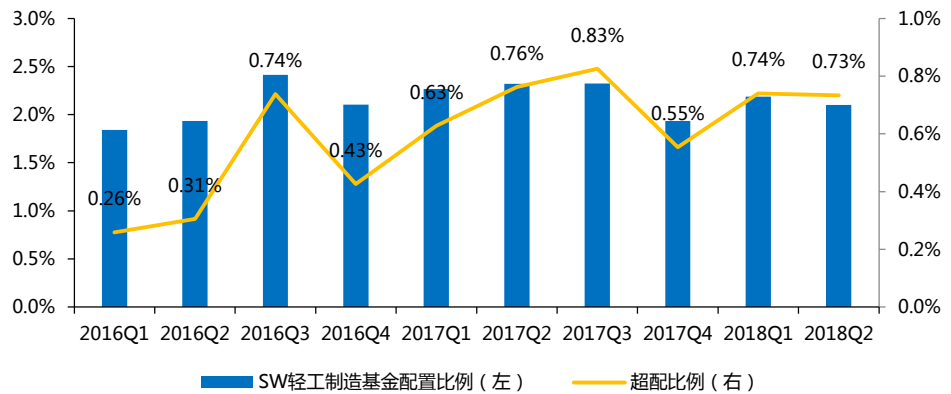


资料来源: Wind, 长城证券研究所

1.2 上半年基金仍超配轻工板块，持仓整体向龙头集中

截至 2018Q2 末，基金保持对轻工板块的超配。2018Q2 超配比例为 0.73%，较 2018Q1 末环比虽然略微下降 0.01pcpts，但相对排名来看，轻工板块超配比例在 28 个申万行业中排名第七，环比上升一位。全行业来看，在市场大跌普遍减仓的大环境下，基金对轻工板块的持仓态度较为坚定。

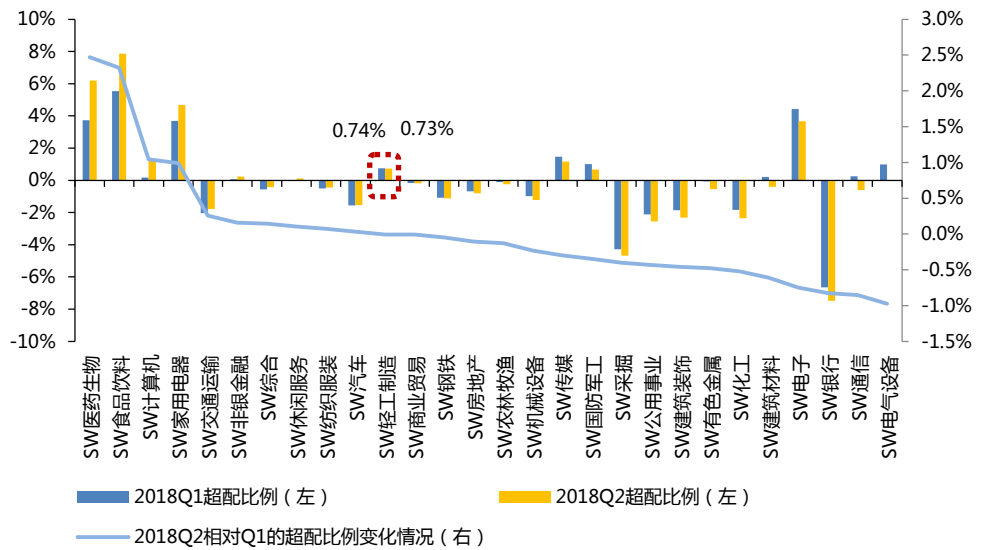
图 11：轻工板块基金配置比例（%）及超配比例（%）



备注：配置比例=SW 轻工基金持股市值/全行业基金持股市值，超配比例=配置比例-SW 轻工行业流通 A 股市值/全行业 A 股流通市值

资料来源：Wind，长城证券研究所

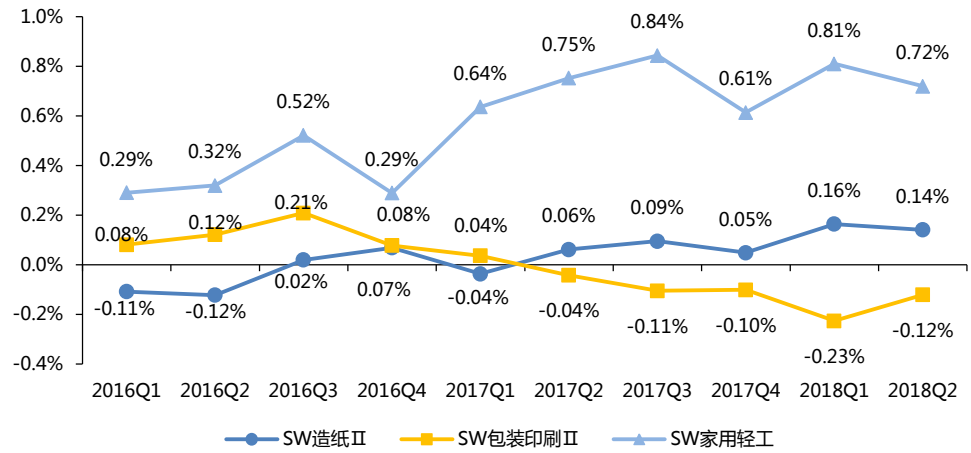
图 12：2018Q1-Q2 各行业超配比例（%）及变化情况



资料来源：Wind，长城证券研究所

符合行业边际变化，家用轻工、造纸配置比例下降，包装配置比例上升。从细分子行业来看，家用轻工、造纸板块、包装印刷的配置比例分别为 1.44%、0.48%和 0.18%，其中，家用轻工和造纸板块配置比例环比分别下降 0.04 pcpts 和 0.02 pcpts，包装印刷板块则环比上升 0.03 pcpts。家用轻工板块依然是机构重仓最多的细分子行业，虽然 Q2 贸易战及房地产悲观预期扩散，家用轻工板块基金配置比例有所降低，但总体而言，家具板块公司质地较优，机构依然保持超配。

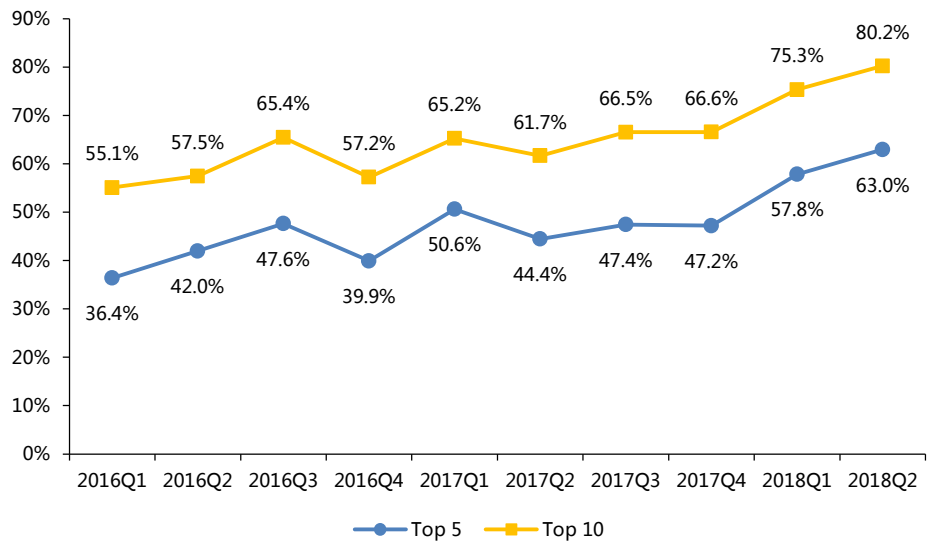
图 13: 轻工细分子板块超配比例 (%)



资料来源: Wind, 长城证券研究所

2016 年以来龙头企业基金持仓持续上升, 市场冲击龙头优势明显, 建议重点关注。短期受于悲观情绪影响, 基金配置比例短期或继续下滑, 但长期来看, 龙头公司质地优质, 在外部环境冲击下有望快速提升市场份额, 回调配置性价比凸显, 建议关注轻工板块各细分行业龙头企业。

图 14: 持股市值排名靠前的公司持仓市值占轻工板块全部持仓股票市值之和比例 (%)



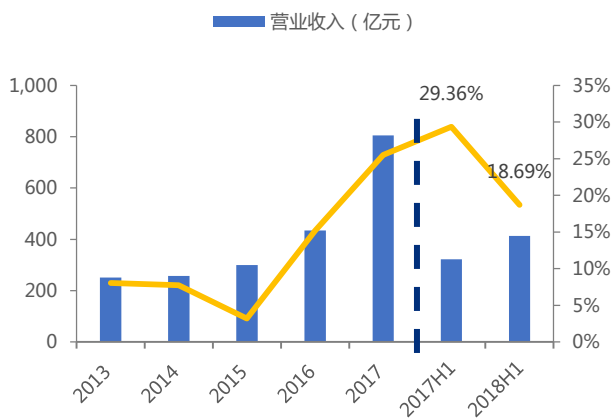
资料来源: Wind, 长城证券研究所

2. 家具板块：地产影响初显，龙头表现仍较为稳定

2.1 板块整体受地产冲击，龙头受较小影响

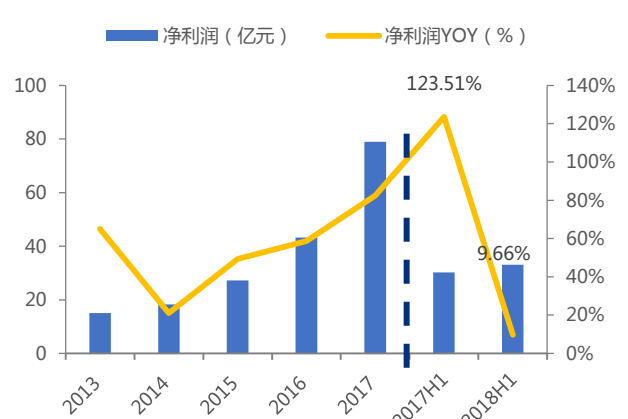
整体来看，家具板块业绩增速放缓，盈利能力、收入质量下降。2018H1 家具板块营收同比增长 18.69% 至 413.46 亿元；归母净利润同比增长 9.66% 至 33.09 亿元。2018H1 家具板块营收、净利润增速均下滑。从盈利能力来看，家具板块毛利率下滑 1.2pcpts 至 34.28%，净利率同比下滑 1.36pcpts 至 8.14%。期间费用率上升 0.93pcpts 至 24.82%，其中，销售费用率上升 0.53pcpts 至 15.33%；管理费用率上升 0.81pcpts 至 8.61%；财务费用率下降 0.4pcpts 至 0.88%。ROE 拆分来看，盈利能力，总资产周转以及权益乘数都出现了一定程度的下滑，ROE 从 6.28% 下降至 5.10%。经营性现金流流入净额及其营收占比均下降。

图 15: 家具板块营业收入 (亿元) /YOY (%)



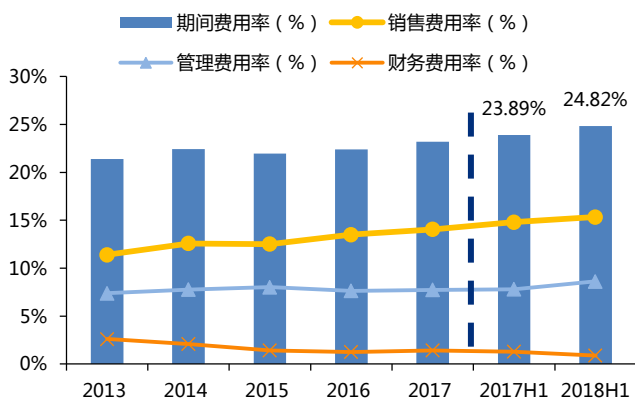
资料来源: Wind, 长城证券研究所

图 16: 家具板块净利润 (亿元) /YOY (%)



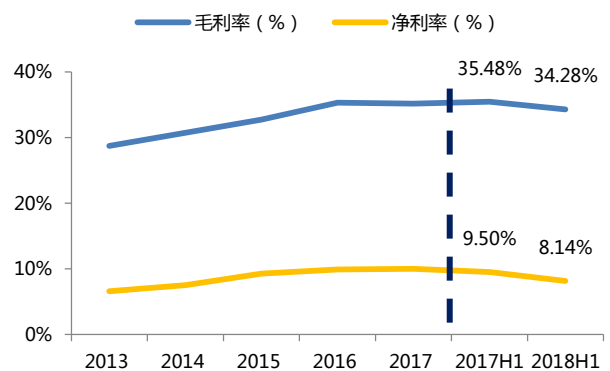
资料来源: Wind, 长城证券研究所

图 17: 家具板块期间费用率 (%)



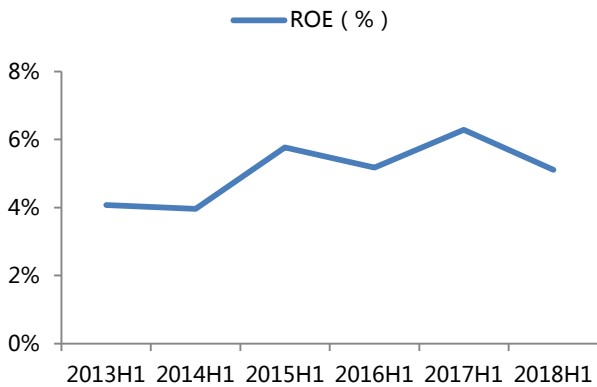
资料来源: Wind, 长城证券研究所

图 18: 家具板块毛利率 (%) /净利率 (%)



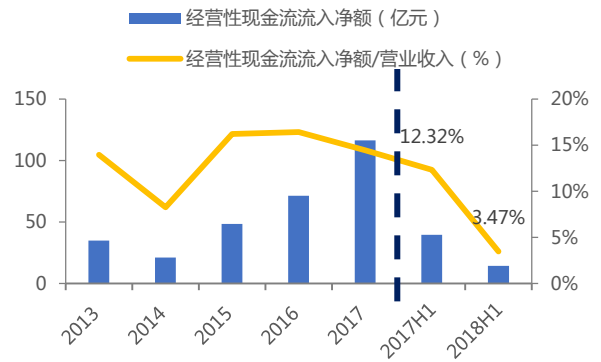
资料来源: Wind, 长城证券研究所

图 19: 家具板块 ROE (%)



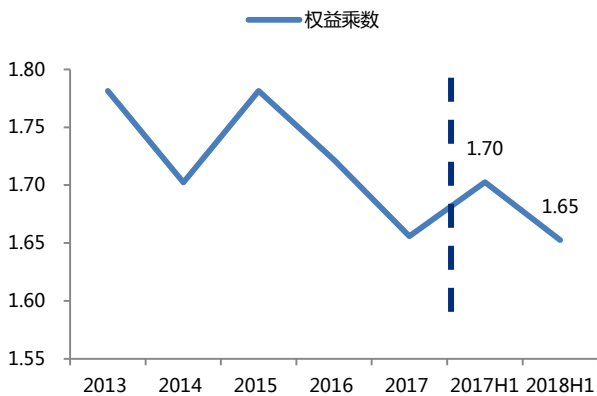
资料来源: Wind, 长城证券研究所

图 20: 家具板块经营性现金流 (亿元) / 占营收比例 (%)



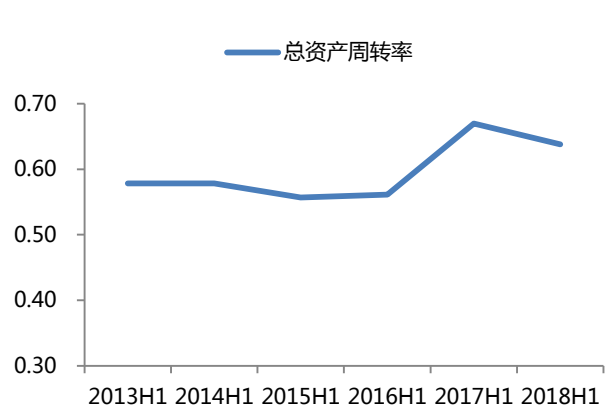
资料来源: Wind, 长城证券研究所

图 21: 家具板块权益乘数



资料来源: Wind, 长城证券研究所

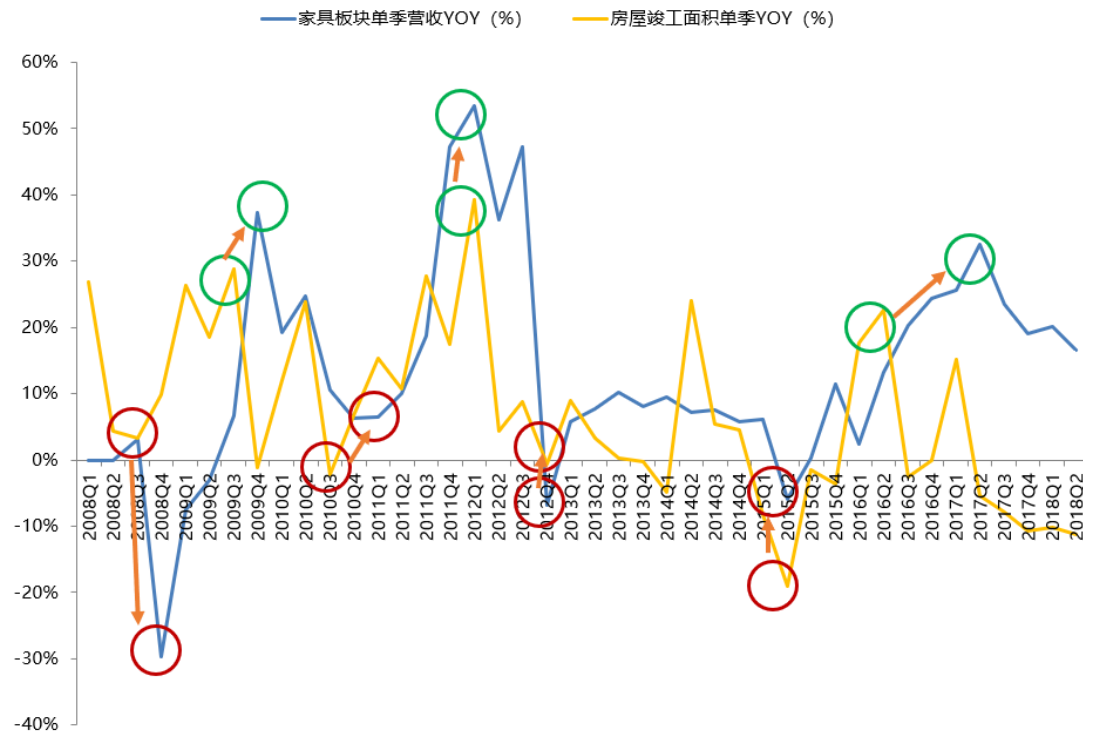
图 22: 家具板块经营性总资产周转率



资料来源: Wind, 长城证券研究所

家居板块属后地产耐用消费品，受到房地产滞后竣工周期的影响。我们对 2008 年至今的房屋竣工面积及家具制造业主营业务收入单季同比增速关系进行研究，结果显示家具制造业销售滞后地产竣工平均 6 个月。总体而言，2017Q2 起，家具板块收入 YOY 跟随地产周期迈入下行阶段，家具行业业绩受此影响，但相对应的行业开始洗牌。

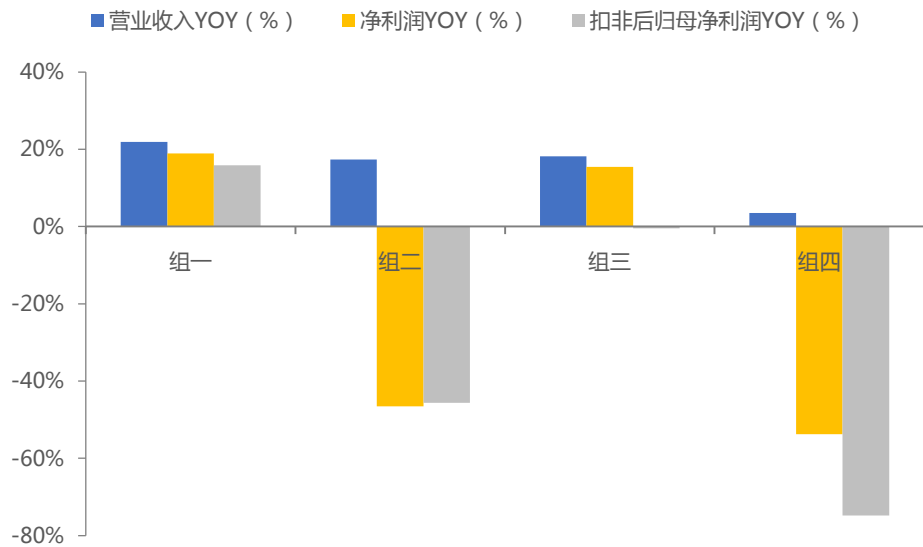
图 23：家具行业增速（%）滞后于房产销售增速（%）



资料来源：国家统计局，长城证券研究所

地产调控力度持续升级，中小企业开始出清。7月31日，中央发表坚决遏制房价意见，深圳出台实质性举措，定制企业好来屋、重庆老牌橱柜公司家博士破产。家居行业在地产下行的冲击下，中小企业加速出清。我们将家具板块按照营收规模从大到小分为四组，组别一的收入规模最大，组别四的收入规模最小，可以看到家具板块内部已经出现分化，龙头的营收净利增速均保持较高水平，而规模较小的企业经营情况开始恶化，马太效应显现。

图 24：2018H1 家具板块出现分化



资料来源：Wind，长城证券研究所

*备注：组一包括：欧派家居、顾家家居、宜华生活、大亚圣象、索菲亚、尚品宅配、美克家居；组二包括：浙江永强、喜临门、梦百合、威华股份、永艺股份、志邦家居、恒林股份；组三包括：曲美家居、好莱客、德尔未来、金牌厨柜、好太太、江山欧派、皮阿诺；组四包括：永安林业、乐歌股份、我乐家居、中源家居、菲林格尔、亚振家居

2.2 软体龙头渠道红利释放，定制竞争加剧但龙头护城河加深

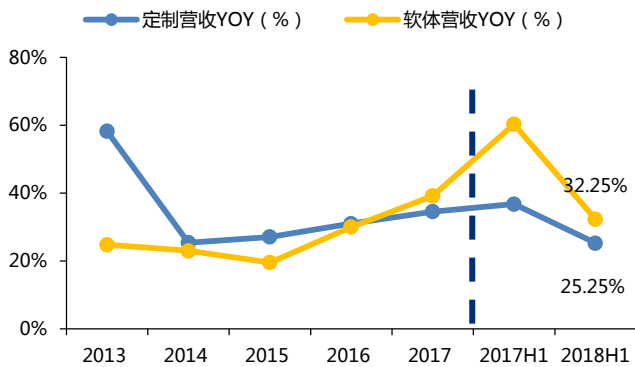
总体来看，软体、定制板块都受到了地产后周期的影响，营收、净利润增速，经营性现金流净流入，及其营收占比均下滑。

软体受大环境影响整体表现不佳，龙头渠道红利释放盈利能力领先。软体板块的增速下滑较快，主要系 2018 上半年，TDI 价格整体同比增长约 6.63%，此外，2018 上半年美元相对于人民币，同比处于贬值状态，贬值约 7.3%，因此软体公司的出口压力较大。软体板块毛利率下滑 2.35pcpts 至 32.86%，净利率下滑 1.98pcpts 至 9.24%。但下半年来看，TDI 价格已出现回落，且人民币相对于美元大幅贬值，利于软体公司盈利修复。

软体板块内部出现分化，龙头顾家家居、喜临门毛利率显著高于可比公司，在渠道加速的情况下，表现靓丽。顾家家居，上半年净新开门店达到 480 家（其中床垫门店约 180 余家），总店数达到约 4000 家，相比去年全年 500 家的净新开门店，今年开店速度明显加速。喜临门方面，全年预计会开 700-800 家门店，相对于 2017 年全年约 400 家门店，渠道开拓速度提升。此外顾家、喜临门都开展了外延打造软体大家居之路，协同效应显著，内生+外延有望抵消部分地产周期影响，未来有望保持稳健增长。外贸方面，顾家、喜临门均考虑海外建厂规避贸易战风险。龙头公司在外部环境冲击下，比中小企业有更强的应对能力，集中度有望加速提升。

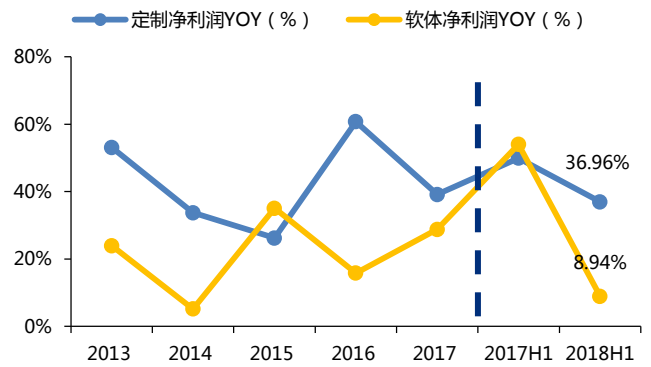
定制板块盈利能力整体提升，信息化生产制造护城河持续加深。由于地产周期及定制板块公司集体上市影响，定制行业竞争加剧，营收/净利润增速分别下滑 11.5/12.96pcpts，达到 25.25%/36.96%，净利润增速仍高于营收增速。值得注意的是，上半年定制板块原材料提价，少数定制公司如欧派、好莱客提高产品出厂价，整体来看，定制公司持续深挖生产护城河，通过智能制造全流程打通、规模效应来提升毛利率，毛利率上升 1.23pcpts 至 38.45%，净利率提高 0.87pcpts 至 10.21%。此外，随着生产信息化水平提高，定制板块的存货周转天数从 46 天下降至 43 天，供应链效率明显提升。另一方面，地产周期影响、行业竞争加剧、终端客户由 C 转 B 也确实在报表中逐渐体现，可以看到行业的应收账款周转天数上升，以及经营性现金流净流入下降，预收账款/营收比例基本下滑。在挑战下，龙头企业紧跟消费者行为变化，在大家居之后又布局整装以及全渠道营销，引流手段升级，这对企业的创新、经营管理又提出了更高的要求。缺乏创新精神的中小企业将在洗牌中率先出局，龙头企业有望脱颖而出。

图 25: 定制/软体板块营收 YOY (%)



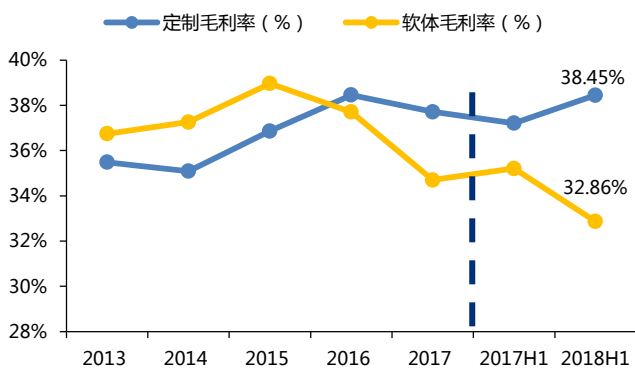
资料来源: Wind, 长城证券研究所

图 26: 定制/软体板块净利润 YOY (%)



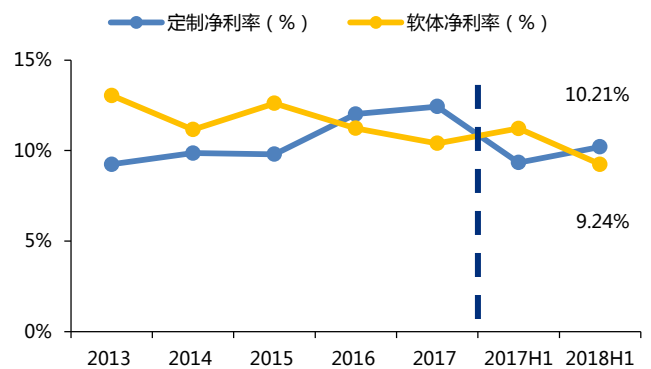
资料来源: Wind, 长城证券研究所

图 27: 定制/软体板块毛利率 (%)



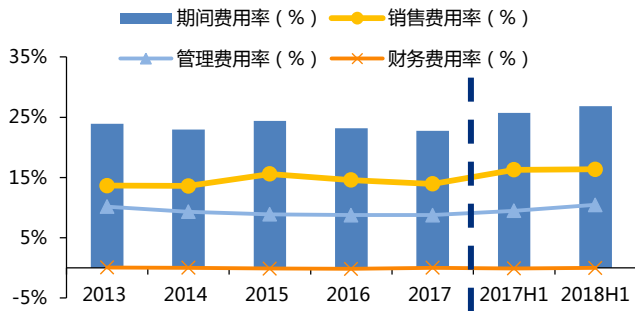
资料来源: Wind, 长城证券研究所

图 28: 定制/软体板块净利率 (%)



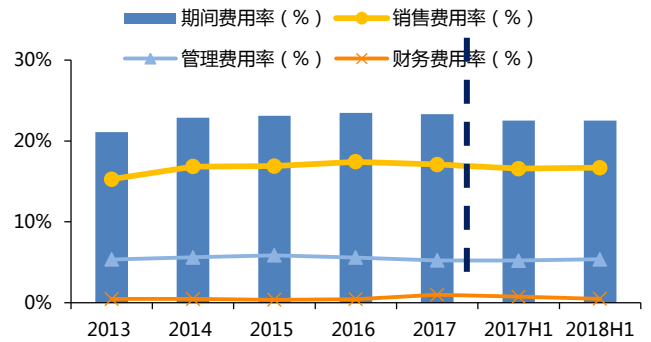
资料来源: Wind, 长城证券研究所

图 29: 定制板块期间费用率 (%)



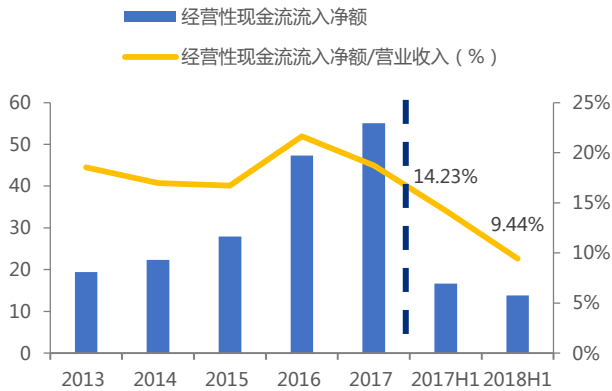
资料来源: Wind, 长城证券研究所

图 30: 软体板块期间费用率 (%)



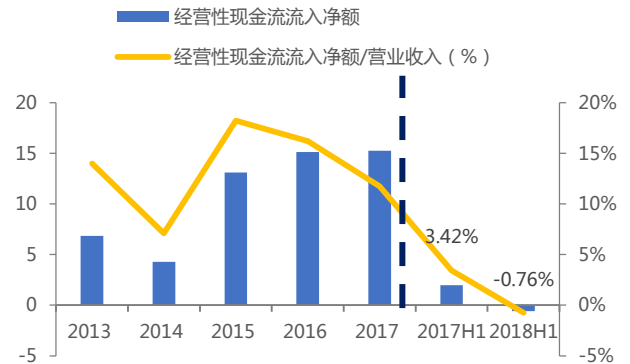
资料来源: Wind, 长城证券研究所

图 31: 定制经营性现金流 (亿元) / 占营收比例 (%)



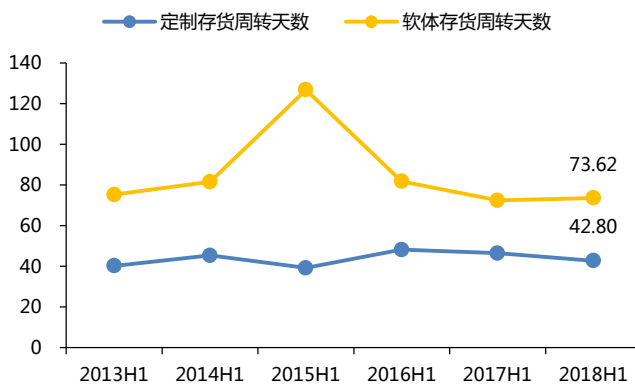
资料来源: Wind, 长城证券研究所

图 32: 软体经营性现金流 (亿元) / 占营收比例 (%)



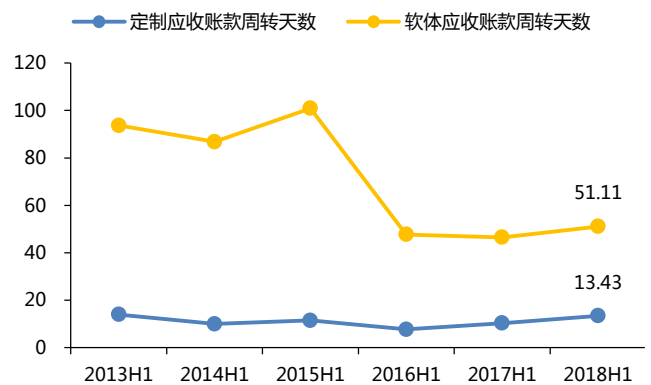
资料来源: Wind, 长城证券研究所

图 33: 定制/软体存货周转天数



资料来源: Wind, 长城证券研究所

图 34: 定制/软体应收账款周转天数



资料来源: Wind, 长城证券研究所

图 35: 定制&软体板块 2018H1 个股业绩情况一览

	营收 (亿元)	营收 YOY (%)	净利润 (亿元)	净利润 YOY (%)	扣非后归 母净利润 (亿元)	扣非后归母 净利润 YOY (%)	毛利率 (%)	毛利率同比 (pcpts)	净利率 (%)
定制									
欧派家居	48.45	25.05%	5.50	32.83%	5.14	36.64%	37.23%	3.11%	11.35%
索菲亚	29.88	20.12%	3.69	25.38%	3.47	23.18%	37.67%	1.42%	12.00%
尚品宅配	28.67	33.64%	1.23	87.46%	0.67	14.20%	43.35%	-2.15%	4.31%
志邦家居	10.42	25.69%	0.95	47.53%	0.84	30.61%	36.48%	0.25%	9.10%
好莱客	9.03	25.69%	1.81	67.15%	1.27	30.36%	39.28%	1.00%	20.06%
金牌厨柜	6.43	15.12%	0.61	32.53%	0.36	10.17%	39.70%	2.94%	9.53%
江山欧派	4.81	13.81%	0.58	-2.91%	0.49	-6.55%	33.97%	1.73%	11.89%
皮阿诺	4.43	40.84%	0.49	39.90%	0.37	17.09%	34.89%	-0.28%	10.88%
我乐家居	4.28	26.42%	0.20	60.56%	0.17	31.65%	34.71%	-1.51%	4.65%
软体									
顾家家居	40.49	30.15%	4.83	24.36%	3.92	21.84%	35.98%	-2.27%	12.43%
喜临门	18.44	55.62%	1.23	29.55%	1.09	34.07%	31.20%	-1.19%	7.05%
梦百合	12.83	22.96%	0.38	-66.32%	0.55	-41.78%	28.42%	-3.36%	3.29%
中源家居	4.00	2.82%	0.25	-38.27%	0.17	-56.03%	23.23%	-5.52%	6.15%

资料来源: Wind, 长城证券研究所

图 36: 定制板块 2018H1 预收情况一览

	预收账款 (百万)		预收账款 同比 (%)	预收/营收 (%)		预收/营收 变动 (pcpts)
	2017H1	2018H1		2017H1	2018H1	
欧派家居	1,316.52	1,276.96	-3.00%	33.98%	26.35%	-7.62%
尚品宅配	830.78	1,042.96	25.54%	38.73%	36.38%	-2.35%
索菲亚	451.44	531.43	17.72%	18.15%	17.79%	-0.36%
志邦家居	347.82	319.95	-8.02%	41.95%	30.70%	-11.25%
金牌厨柜	208.25	238.07	14.32%	37.29%	37.03%	-0.26%
我乐家居	71.14	119.88	68.52%	21.01%	28.01%	7.00%
江山欧派	68.91	107.70	56.29%	16.32%	22.41%	6.09%
好莱客	108.23	90.78	-16.12%	15.07%	10.06%	-5.01%
曲美家居	70.86	77.99	10.06%	8.03%	8.01%	-0.02%

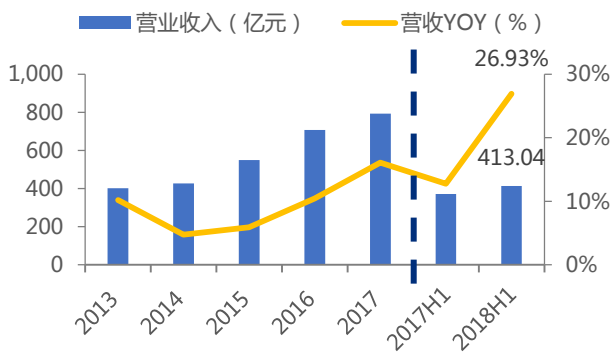
资料来源: Wind, 长城证券研究所

3. 包装印刷板块：产业集中趋势明显，静待成本端拐点

营收加速增长，盈利能力受原材料价格压制。2018年上半年，环保趋严、外废新规、以及中美贸易战等因素持续推高废纸、木浆等原材料成本，原纸价格居高难下。以广东玖龙(120g)瓦楞纸为例，2018年上半年价格平均同比上涨11.08%，达到4877.69元/吨。原纸价格的上升进一步压低下游包装公司的盈利能力。包装行业格局分散，受益于市场出清，2018H1包装印刷板块在龙头支撑下营收加速增长，同比增长26.93%至413.04亿元，归母净利润增速下滑，同比增长2%至36.8亿元。原纸价格同比上升，导致毛利率下滑1.61pcpt至22.8%，净利率下滑0.82pcpts至9.18%。期间费用率缩减1.04pcpts至14.26%，其中，销售费用率下降0.04pcpts至4.43%，管理费用率下降0.74pcpts至7.26%，财务费用率下降0.26pcpts至1.38%。ROE基本持平，下滑0.01pcpts至5.06%，分拆来看，权益乘数、总资产周转率均上升，主要是盈利水平下滑拉低了ROE。经营性现金流及其占营收比例均下降。

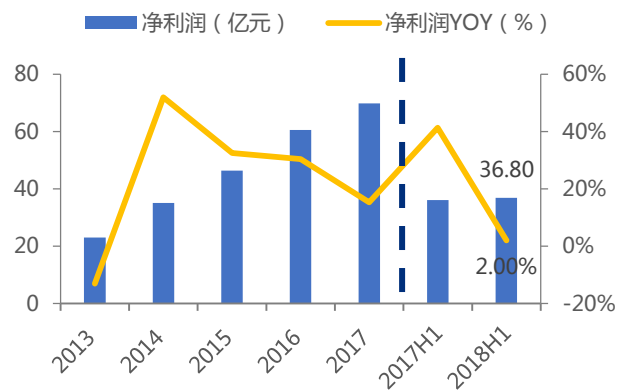
2018年箱板瓦楞原纸产能释放力度较大，包装企业盈利能力向上拐点或到来。根据纸业联讯统计，在国内箱板瓦楞纸市场，2017年总投产的新产能约440万吨，2018年预计将有530万吨新增产能，2019年及以后新增产能超过1200万吨。2018年外废进口限制趋严，市场担忧原材料是新增产能落地的重要瓶颈，但是一方面国废价格走高推动国内废纸回收量及回收利用率走高，另一方面进口废纸浆、以及木浆替代将弥补部分外废缺口，产能投放力度及进度受外废限制影响较小，叠加消费需求端下滑，随着产能逐步落地，供给端或出现过剩的情况，包装企业的盈利拐点即将到来。

图 37：包装印刷营业收入（亿元）/YOY（%）



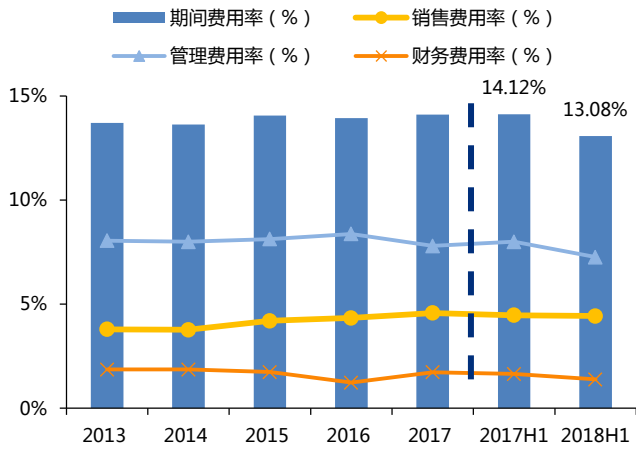
资料来源：Wind，长城证券研究所

图 38：包装印刷净利润（亿元）/YOY（%）



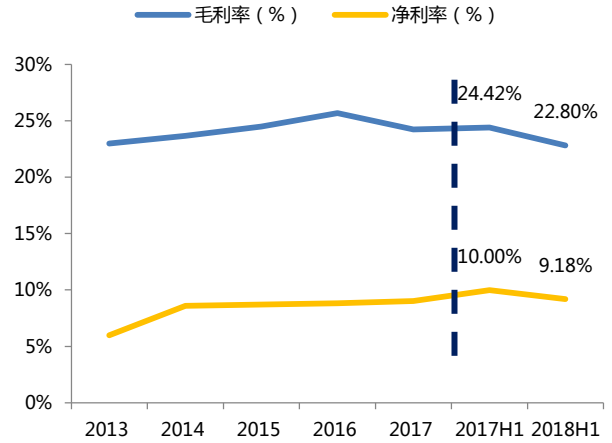
资料来源：Wind，长城证券研究所

图 39: 包装印刷期间费用率 (%)



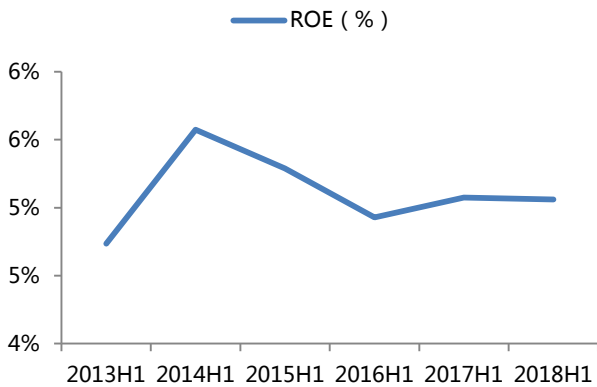
资料来源: Wind, 长城证券研究所

图 40: 包装印刷毛利率 (%) / 净利率 (%)



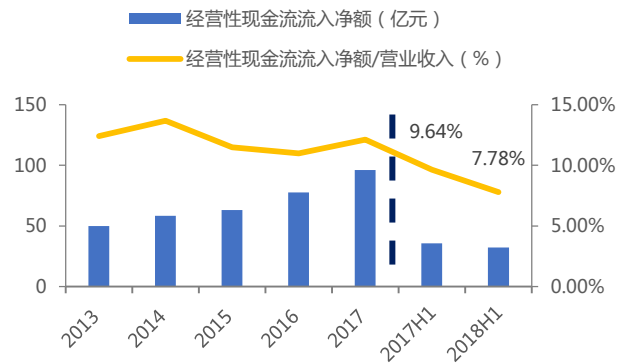
资料来源: Wind, 长城证券研究所

图 41: 包装印刷 ROE (%)



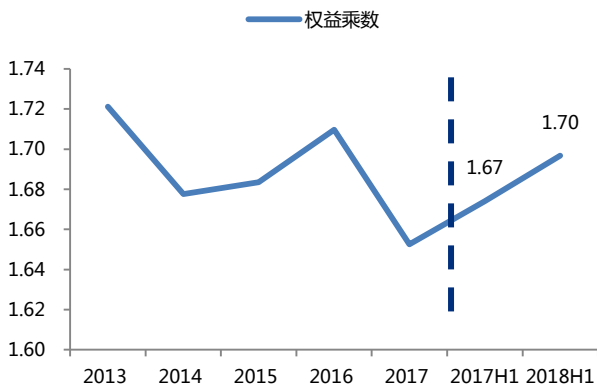
资料来源: Wind, 长城证券研究所

图 42: 包装印刷经营性现金流 (亿元) / 占营收比例 (%)



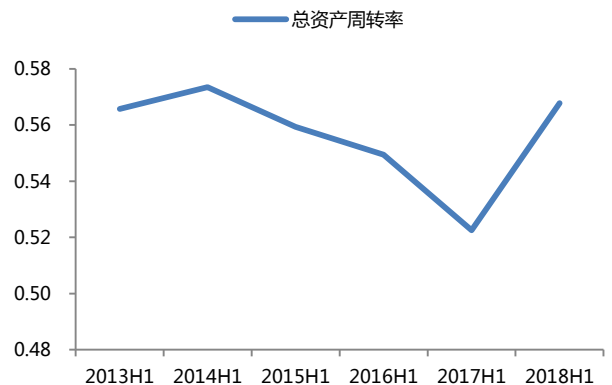
资料来源: Wind, 长城证券研究所

图 43: 包装印刷板块权益乘数



资料来源: Wind, 长城证券研究所

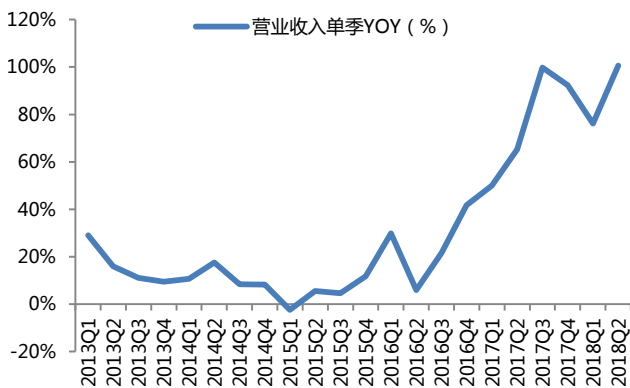
图 44: 包装印刷板块经营性总资产周转率



资料来源: Wind, 长城证券研究所

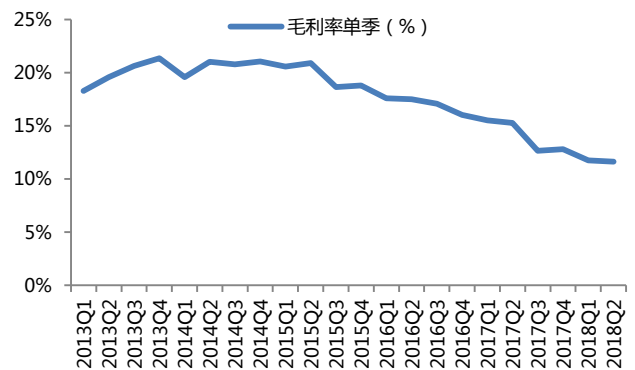
行业盈利低谷期加速淘汰中小企业，龙头企业内生+外延营收加速增长。纸价高涨致使纸质印刷包装企业盈利面承压，部分落后中小企业无法承受高企的成本，在行业洗牌中惨遭淘汰。同时，下游消费环境不佳，产品品牌化、集中化态势正不断加速，行业整合带动包装龙头收入增速整体攀升。以合兴包装为例，剔除合众创亚包装服务（亚洲）有限公司并表的影响，合兴包装仍录得约 70.31% 的营收增长。龙头公司立足根本，横向、纵向外延协同发展。箱板瓦楞的包装龙头合兴包装收购合众创亚（亚洲）有限公司 100% 股份，加强了公司的全国性布局，产能进一步扩张，规模效应提升显著。此外，公司大力发展供应链业务 2018H1 实现营业收入 11.95 亿元，同比大幅增长 287.41%，占比 24.78%。烟标龙头公司劲嘉股份发力大包装，包括酒包、3C 包装；涉足大健康，拓展电子烟业务；过去专注于 3C 包装的裕同科技也开始往烟标、酒包等大包装布局。包装龙头在内生驱动增长的同时，纷纷外延发力，纵横整合协同发展。

图 45: 合兴包装单季营收增速 (%)



资料来源: Wind, 长城证券研究所

图 46: 合兴包装单季毛利率 (%)



资料来源: Wind, 长城证券研究所

图 47: 包装板块 2018H1 个股业绩情况一览

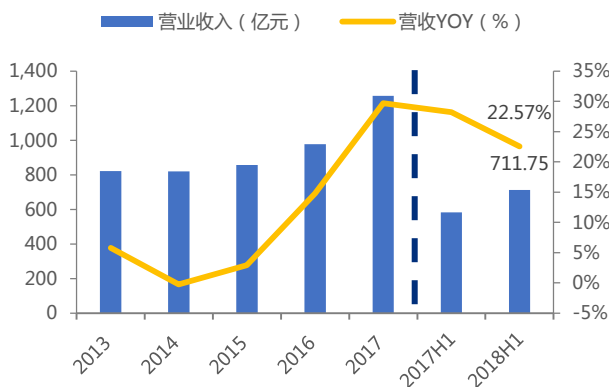
包装	营收 (亿元)	营收 YOY (%)	净利润 (亿元)	净利润 YOY (%)	扣非后归母 净利润 (亿元)	扣非后归母 净利润 YOY (%)	毛利率 (%)	毛利率变化 (pcpts)	净利率(%)
合兴包装	48.20	89.53%	4.10	476.37%	0.95	34.01%	11.68%	-3.70%	9.07%
紫江企业	47.23	10.32%	2.97	-48.03%	1.96	9.55%	19.54%	-0.78%	6.64%
奥瑞金	40.40	21.14%	4.61	11.33%	4.11	20.60%	27.57%	-1.22%	11.17%
裕同科技	32.86	23.48%	2.66	-14.49%	2.02	-30.60%	24.59%	-6.60%	8.49%
宝钢包装	25.05	14.31%	0.16	166.20%	0.08	121.13%	10.65%	0.99%	0.81%
万顺股份	19.62	46.44%	0.41	-12.71%	0.29	-21.55%	11.53%	-2.52%	2.66%
双星新材	17.26	29.78%	1.56	71.13%	1.52	78.90%	17.43%	2.81%	9.05%
东风股份	16.28	10.64%	3.58	0.56%	3.45	2.79%	38.30%	-3.59%	22.44%
劲嘉股份	16.09	13.14%	3.79	25.06%	3.61	24.80%	44.04%	-0.68%	26.38%
美盈森	14.23	14.56%	1.74	20.80%	1.73	21.47%	33.69%	0.90%	12.09%
康欣新材	12.47	70.23%	2.69	16.66%	2.58	12.59%	32.18%	-12.80%	21.53%
永新股份	10.48	16.83%	0.91	9.69%	0.86	10.97%	21.31%	-0.06%	8.93%
吉宏股份	9.59	147.24%	0.81	312.13%	0.80	304.66%	38.32%	21.71%	9.03%
昇兴股份	9.51	1.72%	0.35	-48.83%	0.29	-51.83%	15.18%	-2.19%	3.83%
顺灏股份	9.25	10.19%	0.45	169.98%	0.18	-58.32%	24.64%	-2.42%	5.41%
珠海中富	8.68	5.13%	0.08	-24.68%	0.17	80.64%	22.07%	0.63%	0.77%
盛通股份	8.51	62.15%	0.50	67.03%	0.38	87.48%	18.37%	-1.84%	5.91%
东港股份	8.38	16.22%	1.32	32.45%	1.31	36.40%	38.87%	-1.03%	15.80%
界龙实业	7.35	48.36%	0.10	180.58%	0.08	150.63%	18.21%	2.06%	1.07%
通产丽星	6.23	10.06%	0.29	14.61%	0.25	17.81%	20.95%	-1.89%	5.33%
华源控股	5.86	4.47%	0.40	-17.94%	0.39	-14.18%	21.41%	-0.45%	6.78%
创新股份	5.12	-6.47%	0.42	-35.67%	0.34	-41.97%	21.44%	-2.16%	8.23%
浙江众成	4.83	57.07%	0.25	-39.85%	0.15	-60.15%	19.71%	-14.93%	1.84%
陕西金叶	4.41	20.78%	0.25	143.19%	0.23	122.64%	33.30%	7.98%	5.68%
鸿博股份	3.42	17.62%	-0.09	43.96%	-0.11	-43.72%	21.05%	2.22%	-1.76%
英联股份	3.29	75.74%	0.14	-42.03%	0.10	-52.52%	16.25%	-9.01%	4.36%
新通联	3.27	15.84%	0.22	37.39%	0.20	92.39%	20.31%	1.14%	6.63%
王子新材	2.83	8.29%	0.17	-14.36%	0.15	-20.85%	23.57%	-1.43%	5.39%
京华激光	2.60	0.17%	0.42	-1.23%	0.42	-1.79%	30.23%	-3.98%	16.22%
环球印务	2.48	12.24%	0.13	4.07%	0.12	-1.49%	19.87%	-1.00%	5.31%
海顺新材	2.40	33.98%	0.37	7.99%	0.33	11.25%	34.59%	-3.55%	15.55%
永吉股份	2.18	51.23%	0.63	56.07%	0.59	43.77%	38.66%	2.38%	28.98%
翔港科技	1.78	14.31%	0.26	2.64%	0.23	0.09%	23.76%	-3.46%	14.37%
新宏泽	0.89	-15.92%	0.13	-27.96%	0.11	-26.51%	34.22%	-0.91%	14.76%

资料来源: Wind, 长城证券研究所

4. 造纸板块：需求下滑营收增速回落，盈利能力板块内出现分化

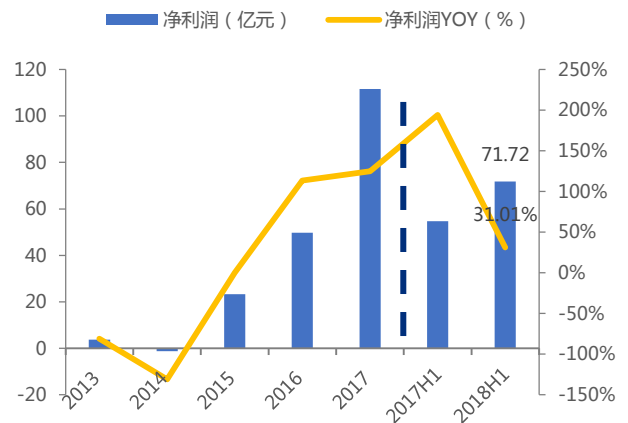
板块盈利能力整体保持稳定，财务费用上升扩产能周期已开启。2018H1 营业收入增速下滑，同比增长 22.57% 至 711.75 亿元。增速下滑主要有两方面原因：一方面，消费增速下滑，另一方面，价格高企，下游使用替代包装规避价格上涨风险。净利润增速下滑，同比增长 31.01% 至 71.72 亿元，净利润增速高于营收增速。盈利能力内部出现分化，龙头毛利率上升，小纸企的毛利率下降。在龙头纸企的带动下，板块毛利率整体上升 0.68pcpts 至 24.56%，净利率上升 0.66pcpts 至 10.29%。期间费用率下滑 0.07pcpts 至 12.94%，其中，销售费用率下滑 0.7pcpts 至 4.08%，管理费用率下滑 0.12pcpts 至 4.79%，财务费用率上升 0.76pcpts 至 4.07%，主要系经历一轮大周期景气上行，纸企纷纷加杠杆扩产能。在盈利能力的驱动下，ROE 上升至 7.04%，分拆来看，权益乘数较为稳定，总资产周转率提升。经营性现金流流入净额及其占收入比均上升，主要系去年同期纸企为了控制原材料成本，提前大量采购，基数较低。

图 48：造纸营业收入（亿元）/YOY（%）



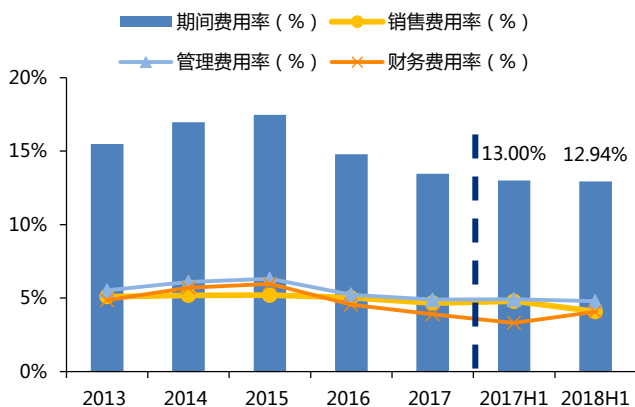
资料来源：Wind，长城证券研究所

图 49：造纸净利润（亿元）/YOY（%）



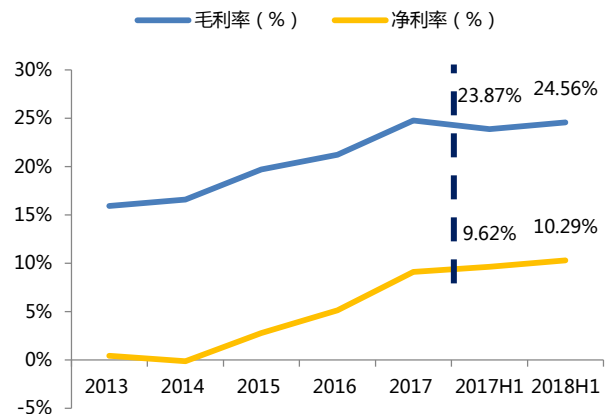
资料来源：Wind，长城证券研究所

图 50：造纸期间费用率（%）



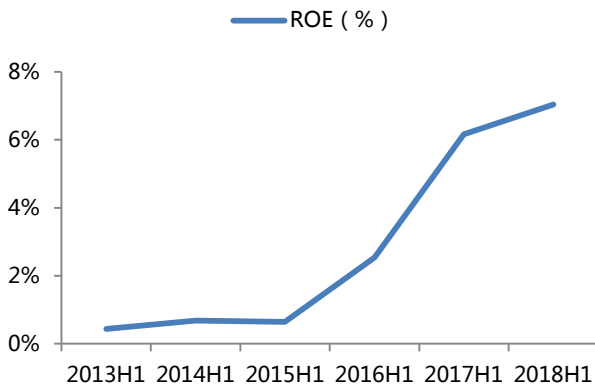
资料来源：Wind，长城证券研究所

图 51：造纸毛利率（%）/净利率（%）



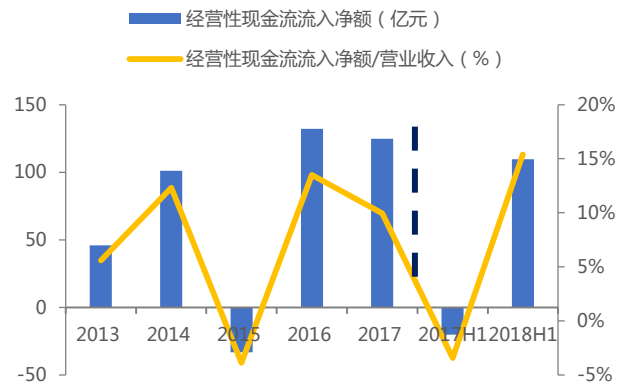
资料来源：Wind，长城证券研究所

图 52: 造纸 ROE (%)



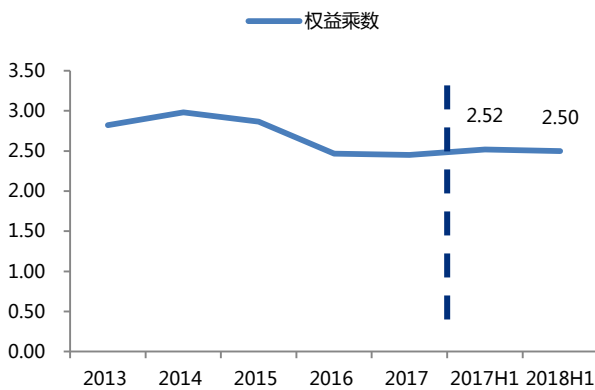
资料来源: Wind, 长城证券研究所

图 53: 造纸经营性现金流 (亿元) / 占营收比例 (%)



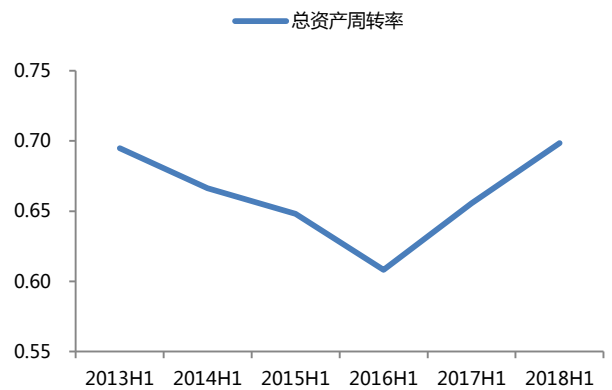
资料来源: Wind, 长城证券研究所

图 54: 造纸权益乘数



资料来源: Wind, 长城证券研究所

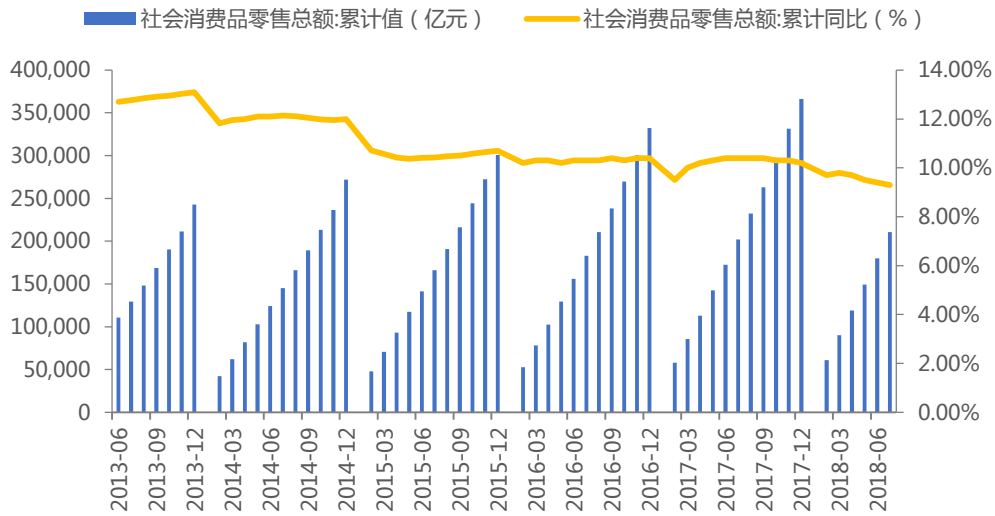
图 55: 造纸总资产周转率



资料来源: Wind, 长城证券研究所

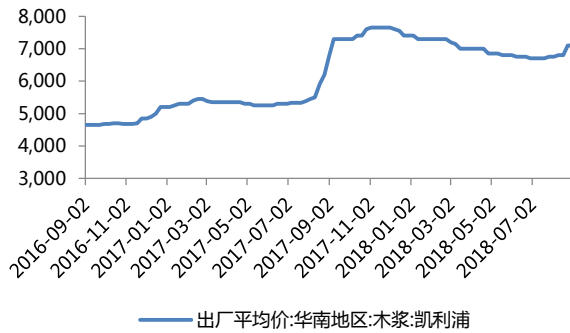
包装纸方面，下游需求疲软，纸企成本传导难度较大。一方面，2018 年以来高价房地产对于消费的挤出效应开始显现，社会消费品零售总额增速下滑。另一方面，高企的包装原纸驱使下游企业更换包装。整体来看，成本端方面，国废/美废价格上半年同比上涨约 67%/4%，瓦楞/箱板原纸价格上半年同比上涨约 15%/12%。纸企向下游传导涨价压力并不顺畅，纸企盈利水平与是否获得充足的外废配额息息相关。文化纸方面，浆价高位支撑，由于市场集中度较高，传导较为顺畅，但由于整体需求端逐年缩减，盈利能力或有所波动，集中度将成为盈利能力的有效支撑。

图 56: 社会消费品零售总额增速下滑



资料来源: 国家统计局, 长城证券研究所

图 57: 国内木浆出厂价 (元/吨)



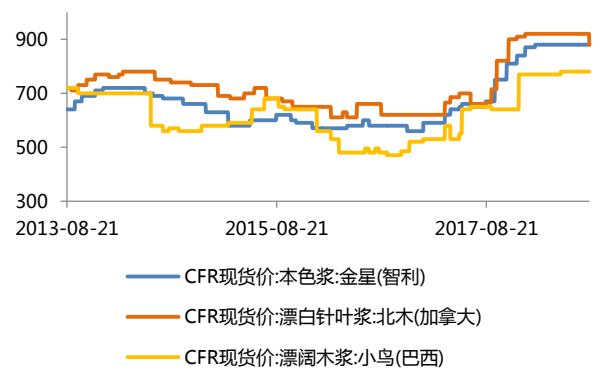
资料来源: 纸业联讯, 长城证券研究所

图 59: 国废价格到厂价 (元/吨)



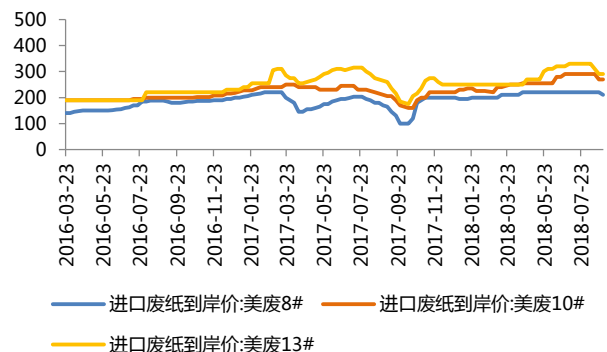
资料来源: 纸业联讯, 长城证券研究所

图 58: 进口本色浆/针叶浆/阔叶浆 CFR 现货价 (元/吨)



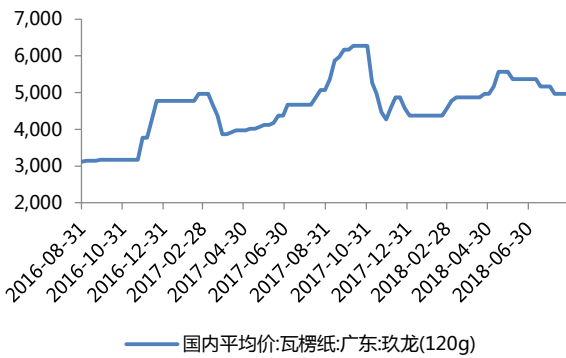
资料来源: 纸业联讯, 长城证券研究所

图 60: 美废 8#/10#/13# 进口到岸价 (元/吨)



资料来源: 纸业联讯, 长城证券研究所

图 61: 瓦楞纸价格 (元/吨)



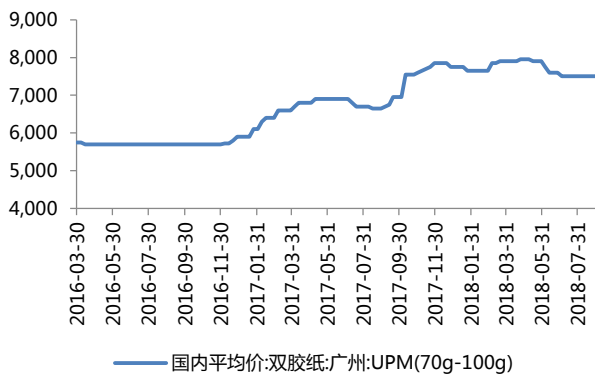
资料来源: 纸业联讯, 长城证券研究所

图 62: 箱板纸价格 (元/吨)



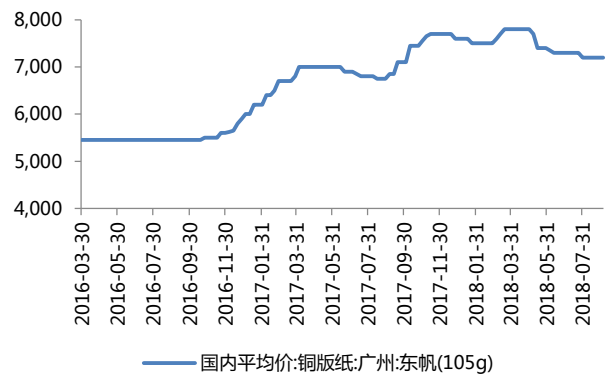
资料来源: 纸业联讯, 长城证券研究所

图 63: 双胶纸价格 (元/吨)



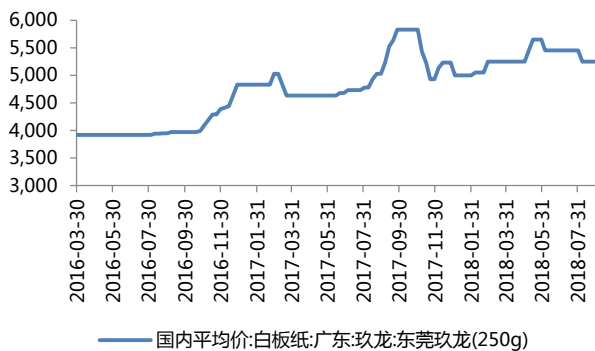
资料来源: 纸业联讯, 长城证券研究所

图 64: 铜版纸价格 (元/吨)



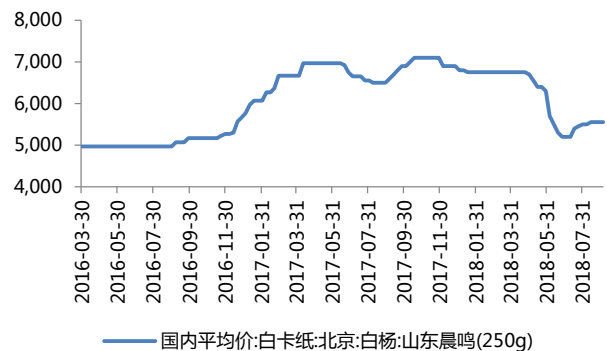
资料来源: 纸业联讯, 长城证券研究所

图 65: 白板纸 (元/吨)



资料来源: 纸业联讯, 长城证券研究所

图 66: 白卡纸 (元/吨)



资料来源: 纸业联讯, 长城证券研究所

外废进口量大幅减少, 龙头成本优势明显。今年以来外废配额总量相比去年大幅减少, 国废价格大幅上升, 木浆替代性需求上升价格于高位维持紧平衡, 造纸行业整体成本上升。但总体而言, 外废配额分配出现分化, 截至目前, 18 年环保部共核准废纸进口量 1433 万吨, 其中获批额度最高的分别是玖龙纸业、理文造纸、山鹰纸业 (含联盛), 三者额度合计占比 63.1%, 龙头企业仍具有明显成本优势。

表 1: 2018 年前 18 批外废配额情况

单位 (万吨) 企业	2018 年	
	前 18 批次总计	占比
玖龙纸业	523.68	35.9%
理文造纸	235.67	16.2%
山鹰纸业	160.66	11.0%
联盛纸业	96.15	6.6%
华泰纸业	90.00	6.2%
景兴纸业	8.86	0.6%
荣晟环保	0.77	0.1%
其他	341.30	23.4%
总配额	1457.08	100%
玖龙纸业	523.68	35.9%

资料来源: 环保部, 长城证券研究所

板块内盈利能力分化, 龙头强者恒强集中度或加速提升。龙头外废配额占比较多, 成本端有天然的优势, 叠加环保力度不减, 龙头强者恒强趋势延续, 龙头市场份额有望持续提升。

图 67: 造纸板块 2018H1 个股业绩情况一览

造纸

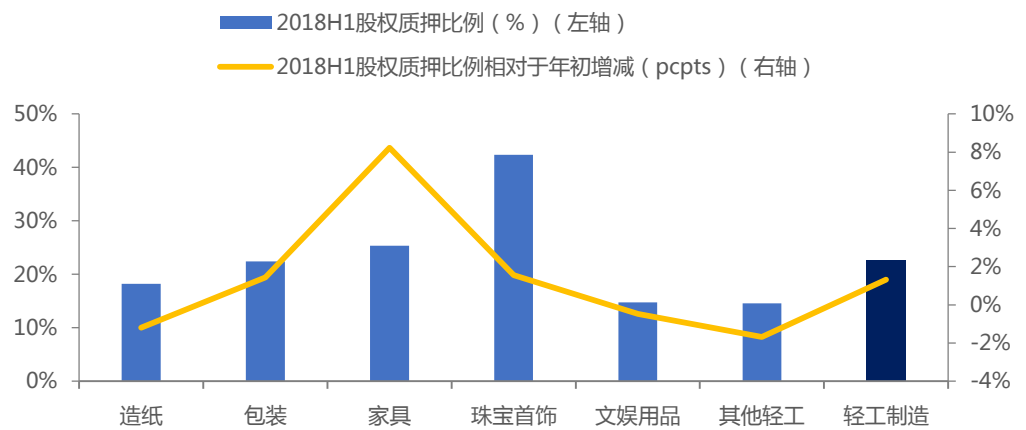
	营收 (亿元)	营收 YOY (%)	净利润 (亿元)	净利润 YOY (%)	扣非后归母 净利润 (亿元)	扣非后归母 净利润 YOY (%)	毛利率 (%)	毛利率同比 (pcpts)	净利率(%)
晨鸣纸业	155.51	13.11%	17.85	2.24%	15.38	-5.26%	34.03%	0.73%	11.47%
山鹰纸业	119.54	60.21%	17.06	106.48%	14.86	84.60%	23.16%	1.20%	14.28%
太阳纸业	104.74	20.43%	12.28	40.38%	12.11	39.23%	26.92%	1.95%	12.87%
华泰股份	74.21	17.71%	3.72	25.67%	3.58	24.57%	15.42%	0.85%	5.05%
博汇纸业	43.64	7.54%	4.11	1.50%	4.11	1.59%	23.34%	-1.94%	9.43%
岳阳林纸	33.98	35.60%	2.96	263.27%	2.79	348.89%	24.47%	1.34%	8.70%
景兴纸业	28.12	19.64%	2.48	5.08%	2.43	3.88%	15.42%	-3.68%	9.40%
中顺洁柔	25.86	21.80%	2.00	27.73%	1.90	30.54%	36.49%	0.33%	7.73%
齐峰新材	18.39	10.77%	0.41	-55.05%	0.36	-58.70%	12.36%	-4.37%	2.25%
青山纸业	15.45	21.76%	1.27	99.57%	1.10	156.95%	21.60%	-0.06%	9.00%
银鸽投资	14.06	5.57%	0.09	142.49%	0.07	-129.02%	8.53%	1.12%	0.31%
冠豪高新	11.59	26.39%	0.50	46.71%	0.49	45.03%	19.64%	1.96%	4.20%
荣晟环保	10.02	9.24%	1.23	-32.97%	1.21	-31.24%	16.41%	-10.33%	12.26%
民丰特纸	7.68	-3.26%	0.13	27.92%	0.12	15.85%	16.23%	-0.44%	1.68%
恒丰纸业	7.35	9.39%	0.31	-32.69%	0.30	-33.43%	22.30%	-4.86%	4.05%
凯恩股份	5.42	15.97%	0.10	-53.00%	0.07	35.21%	22.49%	-2.37%	2.93%
美利云	5.13	37.65%	0.25	817.71%	0.13	-213.44%	15.52%	3.77%	4.95%
安妮股份	3.41	19.06%	0.50	32.25%	0.29	21.33%	26.71%	-1.46%	14.58%

资料来源: Wind, 长城证券研究所

5. 股权质押：板块整体质押比例略有上升，个股质押情况不一

轻工板块整体质押率小幅上升，家具板块股权质押率显著增长。随着股价下跌，股权质押成为重要的风险点。轻工板块股权质押比例相对于年初上升 1.31pcpts 至 22.64%，总体可看风险可控。其中，家具板块股权质押比例边际上升最多，相对于年初增加 8.22pcpts 至 25.34%；珠宝首饰/包装分别上升 1.55/1.44pcpts 至 42.38%/25.34%；文娱、造纸、其他轻工板块股权质押比例相对年初降低。家具板块中曲美家居股权质押比例上升最多，目前质押比例为 63.58%；珠宝首饰板块股权质押比例在几个子板块中最高，赫美集团股权质押比例最高，上升至 71.95%；包装板块中永吉股份质押比例上升 27.48pcpts 至 45.39% 造纸板块中山鹰股份质押比例最高，相对年初下降 4.58pcpts 至 24.01%。

图 68：2018H1 股权质押比例（%）及相对于年初增减（pcpts）



资料来源：Wind，长城证券研究所

图 69：造纸板块 2018H1 股权质押比例（%）及相对于年初增减（pcpts）个股明细

造纸					
股票简称	总市值（亿元）	质押股份数（万股）	质押比例（%）	质押比例相对年初增减（pcpts）	
山鹰纸业	176.41	109,735.35	24.01%	-4.58%	
安妮股份	42.24	14,380.34	23.05%	-2.44%	
青山纸业	53.03	39,589.72	22.32%	0.03%	
博汇纸业	57.62	27,522.44	20.59%	1.01%	
岳阳林纸	72.40	28,090.32	20.10%	3.13%	
晨鸣纸业	212.97	32,609.33	19.53%	3.54%	
集友股份	43.20	3,378.20	17.74%	-3.25%	
华泰股份	58.14	18,028.46	15.44%	-0.02%	
太阳纸业	251.22	30,431.13	11.74%	-5.38%	
景兴纸业	44.24	7,439.85	6.59%	0.34%	
中顺洁柔	121.30	2,468.79	1.92%	-1.17%	
冠豪高新	51.74	2,069.36	1.63%	-1.68%	
荣晟环保	41.72	2.38	0.01%	-0.01%	
仙鹤股份	163.04	0.00	0.00%	0.00%	

资料来源：Wind，长城证券研究所

图 70: 包装板块 2018H1 股权质押比例 (%) 及相对于年初增减 (pcpts) 个股明细

包装					
股票简称	总市值 (亿元)	质押股份数 (万股)	质押比例 (%)	质押比例相对年初增减 (pcpts)	
永吉股份	48.20	19,222.43	45.39%	27.48%	
劲嘉股份	111.66	61,334.92	41.03%	2.11%	
裕同科技	200.01	15,810.75	39.53%	5.96%	
昇兴股份	74.49	30,472.87	36.57%	0.32%	
东风股份	85.85	40,005.02	35.98%	0.00%	
鸿博股份	44.74	13,477.15	26.81%	4.18%	
双星新材	61.75	29,824.27	25.79%	0.95%	
康欣新材	49.64	26,197.19	25.33%	-0.95%	
美盈森	81.43	37,554.70	24.35%	2.55%	
奥瑞金	128.60	56,574.19	24.02%	-1.15%	
合兴包装	55.79	27,525.17	23.54%	2.66%	
浙江众成	58.60	19,554.65	21.59%	3.73%	
创新股份	134.08	4,268.36	9.01%	-9.56%	
东港股份	53.95	1,387.51	3.81%	0.12%	
紫江企业	51.11	83.41	0.05%	-0.07%	

资料来源: Wind, 长城证券研究所

图 71: 家具板块 2018H1 股权质押比例 (%) 及相对于年初增减 (pcpts) 个股明细

家具					
股票简称	总市值 (亿元)	质押股份数 (万股)	质押比例 (%)	质押比例相对年初增减 (pcpts)	
曲美家居	57.80	31,248.41	63.58%	62.99%	
永安林业	25.30	16,741.25	49.10%	-0.61%	
大亚圣象	93.84	23,637.33	42.59%	-0.30%	
美克家居	104.02	65,379.58	36.83%	12.48%	
浙江永强	79.20	71,505.13	32.86%	21.54%	
梦百合	46.68	7,825.86	32.61%	9.06%	
喜临门	78.10	11,125.30	28.18%	2.04%	
宜华生活	101.28	39,012.37	26.31%	1.55%	
德尔未来	49.42	17,192.72	25.74%	4.29%	
顾家家居	314.73	10,114.30	23.64%	13.28%	
威华股份	69.59	10,546.90	19.70%	-5.11%	
尚品宅配	216.59	2,666.54	13.42%	1.72%	
皮阿诺	35.46	2,080.99	13.40%	4.23%	
乐歌股份	32.25	1,054.05	12.06%	12.06%	
志邦家居	72.77	1,632.55	10.20%	3.20%	
金牌厨柜	68.86	687.71	10.19%	2.29%	
索菲亚	297.16	4,004.78	4.34%	-5.27%	
欧派家居	535.99	1,644.87	3.91%	2.93%	
我乐家居	24.66	827.76	3.66%	3.60%	
江山欧派	21.73	148.93	1.84%	0.62%	
好莱客	84.06	497.25	1.55%	-0.96%	
恒林股份	40.21	127.17	1.27%	1.27%	
好太太	95.00	0.12	0.00%	0.00%	
中源家居	23.32	0.00	0.00%	0.00%	

资料来源: Wind, 长城证券研究所

图 72: 珠宝首饰板块 2018H1 股权质押比例 (%) 及相对于年初增减 (pcpts) 个股明细

珠宝首饰				
股票简称	总市值 (亿元)	质押股份数 (万股)	质押比例 (%)	质押比例相对年初增减 (pcpts)
赫美集团	37.54	37,975.23	71.95%	0.74%
秋林集团	33.47	35,848.21	58.05%	-1.83%
金一文化	75.04	47,707.56	57.15%	7.56%
东方金钰	135.54	71,273.44	52.80%	-0.38%
金洲慈航	105.34	109,101.88	51.37%	-1.03%
爱迪尔	25.29	15,753.85	47.65%	-1.14%
潮宏基	77.87	34,104.50	37.67%	-0.09%
萃华珠宝	22.13	3,118.03	20.69%	-0.96%
周大生	152.85	9,747.01	20.08%	1.29%
明牌珠宝	29.25	5,411.30	10.25%	10.18%
飞亚达A	35.32	46.10	0.13%	-0.09%
老凤祥	158.54	0.59	0.00%	0.00%

资料来源: Wind, 长城证券研究所

图 73: 文娱用品 2018H1 股权质押比例 (%) 及相对于年初增减 (pcpts) 个股明细

文娱用品				
股票简称	总市值 (亿元)	质押股份数 (万股)	质押比例 (%)	质押比例相对年初增减 (pcpts)
实丰文化	16.56	3,787.12	47.34%	11.67%
齐心集团	67.39	24,576.69	38.29%	-0.02%
邦宝益智	36.57	8,141.81	38.26%	3.18%
群兴玩具	23.37	16,411.32	27.88%	3.49%
高乐股份	29.84	20,938.03	22.11%	-11.65%
姚记扑克	29.19	7,098.73	17.87%	14.47%
金陵体育	28.78	502.03	6.63%	-0.01%
创源文化	26.40	262.58	2.19%	0.93%
珠江钢琴	89.02	1,062.88	0.78%	-0.02%
海伦钢琴	20.45	9.46	0.04%	-0.13%
晨光文具	291.55	4.44	0.00%	-0.01%

资料来源: Wind, 长城证券研究所

6. 核心标的估值更新

表 2: 相关标的核心推荐逻辑及盈利预测

行业	简称	核心推荐逻辑	市值 (亿元)	EPS (2019E)	PE (2019E)
软 体	顾家家居 603816.SH	国内休闲沙发绝对龙头，管理制度优异，创新能力缔造品牌护城河。未来看内生渠道下沉，以及外延扩品类、扩品牌。	205.43	3.07	15.64
	敏华控股 1999.HK	国内功能沙发绝对龙头，打造类可口可乐极致单品，产品、技术、规模优势明显。国内功能沙发渗透率提升空间大。	184.76	0.62	7.77
定 制	欧派家居 603833.SH	公司是定制家居超级航母，品类布局领先行业。18 年将扩充卫浴、木门等品类，工程收入突破值得期待。	385.95	5.29	17.36
	尚品宅配 300616.SZ	渠道布局模式独特，O2O 引流效率显著。加盟渠道开拓力道强劲，门店潜力释放可期。产能扩张完善全国布局，竞争力加强支撑长期增长。	159.86	3.63	22.16
	索菲亚 002572.SZ	2017 年公司经营战略与市场情况出现偏差，随着战略调整到位，渠道持续加码，大家居概念落地，公司 2018 年稳定增长态势可期。	191.80	1.79	11.60
	好莱客 603898.SH	公司升级数字化、精细化运营，推进全渠道、全品类大家居模式，公司经营质量有望持续提升。在龙头公司中市值较小，弹性更足。	70.49	1.89	11.65
包 装	合兴包装 002228.SZ	成本端压力难减，行业格局优化，公司作为行业龙头，营收增速亮眼。加速推进 IPS 与 PSCP 业务模块融合，产业优化升级在望。	78.01	0.28	23.82
	美盈森 002303.SZ	成本端涨价，行业格局优化，公司作为行业龙头，加强成本把控，拓展优质客户，营收增速、毛利率均上升。	82.05	0.42	12.67
造 纸	太阳纸业 002078.SZ	高纸浆自给率，确保公司成本优势，充分受益终端涨价。2018 年公司集中产能投放，业绩增量贡献可期。	208.96	1.22	6.61
	晨鸣纸业 000488.SZ	木浆自给率高，为 73.11%，成本优势明显。公司作为纸浆龙头，将深刻受益全球浆价高位紧平衡。文化纸 Q2 迎来需求旺季，叠加原材料价格有力支撑，公司将受益于终端涨价。	158.81	2.77	2.28
	山鹰纸业 600567.SH	行业箱板瓦楞新增产能低于预期，价格得以支撑。外废进口政策趋紧，公司拥有全球废纸回收网络，并自备电厂，成本端优势明显。产能扩张回归主业，联盛纸业并表有望增厚业绩。	173.23	0.67	5.66
	玖龙纸业 2689.HK	箱板瓦楞行业龙头，自备电厂，外废配额向龙头集中，成本优势明显，产能扩张步伐加快。	406.19	1.68	5.17
	理文造纸 2314.HK	箱板瓦楞行业龙头，自备电厂，外废配额向龙头集中，成本优势明显。布局纸中行业。	323.53	1.02	7.18
其 他 轻 工	中顺洁柔 002511.SZ	最具潜力的生活用纸品牌公司，高端产品成盈利亮点。生活用纸空间广阔，产业集中度持续提升。“产能+渠道”双轮驱动，绑定员工及经销商利益。	99.85	0.44	17.64
	晨光文具 603899.SH	文具行业绝对龙头，渠道、研发、产品等护城河较深。2017 科力普收购欧迪中国业务，2B 端放量。2C 端布局精品文创，业绩、估值双升。	273.98	1.13	26.35

资料来源：长城证券研究所整理（注：暂未覆盖的股票 EPS 预测来自于 Wind 一致预测）

7. 投资建议

轻工板块整体营收增速加快，基金持仓向龙头集中。2018H1 轻工板块营收同比增速加快，同比增长 21.89%，净利润增速大幅下滑 80.14pcpts，同比增长 10.45%。细分子板块来看，包装板块是驱动轻工板块营收加速增长的核心子板块，子板块净利润增速普遍下滑。Q2 在市场大跌普遍减仓的大环境下，基金对轻工板块的持仓态度较为坚定，且持仓向龙头集中。

家具板块：软体板块竞争格局优化，定制板块生产制造护城河加深。2018H1 家具板块营收同比增长 18.69%至 413.46 亿元；归母净利润同比增长 9.66%至 33.09 亿元。2018H1 家具板块整体营收、净利润增速均下滑。我们将家居板块公司根据体量分为 4 组进行分析，发现板块内马太效应凸显，龙头表现明显优于中小体量公司。分板块来看，1) 软体板块受原材料涨价及美元相对贬值的影响，整体情况不佳但内部分化明显，龙头企业如顾家家居/喜临门收入增速（30.15%/55.62%）及盈利能力（毛利率 35.98%/31.2%）较第二梯队公司拉出明显差距。行业集中度继续提升。2) 定制板块竞争加剧，整体增速都有回落，但在原材料涨价的前提下，毛利率整体走高 1.23pcpts 至 38.45%，证明定制板块的制造效率正在提高，壁垒逐渐深化。面对 18H1 家具卖场流量转移、渠道成本抬升，叠加精装、整装分流的大趋势，龙头企业率先积极做出获客模式创新。龙头企业布局大家居、整装、全渠道营销获取流量。缺乏应对力的中小企业将在洗牌中率先出局，龙头企业有望脱颖而出。

包装板块：营收加速增长集中度提升，盈利能力受原材料价格压制。包装行业格局分散，受益于市场出清，2018H1 包装印刷板块在龙头支撑下营收加速增长，同比增长 26.93%至 413.04 亿元，归母净利润增速下滑，同比增长 2%至 36.8 亿元。原纸价格的上升进一步压低下游包装公司的盈利能力。龙头公司立足根本，凭借规模优势受益市场集中度提升；此外，着手并购布局大包装：纵向梳理供应链，横向外延扩张规模。包装板块估值处在底部，同时上游原材料进一步向上斜率空间余地不大，具有安全边际。

推荐关注各细分板块龙头：家具板块看好中高端软体品类，首推抓住舒适性需求，携手分众占据中产心智，功能沙发供应链护城河明显的软体龙头【敏华控股】，切向功能沙发快车道、大家居零售化布局的【顾家家居】，渠道红利释放的床垫龙头【喜临门】；传统业务扎实，拓展办公与精品文创的【晨光文具】，生活用纸成长性强，开启扩品类之路的【中顺洁柔】。定制板块推荐引领大家居整合的龙头企业【欧派家居】，流量模式先锋【尚品宅配】，品牌充分积淀，极具发展韧性的【索菲亚】。包装板块关注成本压力下产业链整合能力强的【合兴包装】，利空出尽、优化业务结构的【劲嘉股份】【裕同科技】。造纸板块建议关注木浆自给率较高，盈利能力较强的【太阳纸业】。

研究员承诺

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，在执业过程中恪守独立诚信、勤勉尽职、谨慎客观、公平公正的原则，独立、客观地出具本报告。本报告反映了本人的研究观点，不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收到任何形式的报酬。

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。因本研究报告涉及股票相关内容，仅面向长城证券客户中的专业投资者及风险承受能力为稳健型、积极型、激进型的普通投资者。若您并非上述类型的投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研究报告中的任何信息。

因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

免责声明

长城证券股份有限公司（以下简称长城证券）具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格。

本报告由长城证券向专业投资者客户及风险承受能力为稳健型、积极型、激进型的普通投资者客户（以下统称客户）提供，除非另有说明，所有本报告的版权属于长城证券。未经长城证券事先书面授权许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布，亦不得作为诉讼、仲裁、传媒及任何单位或个人引用的证明或依据，不得用于未经允许的其它任何用途。如引用、刊发，需注明出处为长城证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向他人作出邀请。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。在任何情况下，本公司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。

长城证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。长城证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

长城证券版权所有并保留一切权利。

长城证券投资评级说明

公司评级：

强烈推荐——预期未来6个月内股价相对行业指数涨幅15%以上；
推荐——预期未来6个月内股价相对行业指数涨幅介于5%~15%之间；
中性——预期未来6个月内股价相对行业指数涨幅介于-5%~5%之间；
回避——预期未来6个月内股价相对行业指数跌幅5%以上

行业评级：

推荐——预期未来6个月内行业整体表现战胜市场；
中性——预期未来6个月内行业整体表现与市场同步；
回避——预期未来6个月内行业整体表现弱于市场

长城证券研究所

深圳办公地址：深圳市福田区深南大道6008号特区报业大厦17层

邮编：518034 传真：86-755-83516207

北京办公地址：北京市西城区西直门外大街112号阳光大厦8层

邮编：100044 传真：86-10-88366686

上海办公地址：上海市浦东新区世博馆路200号A座8层

邮编：200126 传真：021-31829681

网址：<http://www.cgws.com>