

轻工制造

轻工板块 18 年业绩分化，包装板块增长较为稳健

包装：纸价下滑叠加行业整合增厚包装企业盈利。纸价下滑叠加行业整合增厚包装企业盈利，大部分包装企业 18 年仍实现增长。已披露业绩预告的包装企业共 26 家，仅 9 家 18 年业绩预亏，其余均实现增长。包装作为造纸的下游，纸价下滑将缓解包装企业成本端压力，为包装企业创造盈利条件。

包装企业 18 年同样面临需求下滑压力，但行业整合推进，利好龙头包装企业。国内纸包装和金属包装行业均呈现分散化格局，CR4 均不足 35%，相较于海外 60% 以上的集中度，龙头企业的市场份额仍有较大的提升空间。18 年包装行业整合进程开始，并且呈现多样化整合特征。

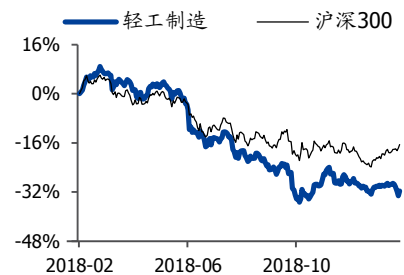
家居：地产周期影响下 18 年业绩增速下滑。地产周期影响下，18 年家居企业业绩增速较 17 年下滑明显。已披露业绩预告的家居企业共 14 家，其中 6 家 18 年业绩预亏，其余实现增长，但龙头家居企业 18 年业绩增速较 17 年出现明显下滑。一方面受到地产下行周期影响，家居企业增长乏力；另一方面，家居企业扩渠道和品类的红利接近尾声，家居企业实力的比拼开始进入“下半场”。18Q4 龙头定制企业增长出现分化。尚品、欧派和索菲亚三家定制龙头 18Q4 业绩增长出现分化，尚品和欧派增长较为稳健。

造纸：需求端承压 18 年增长乏力。自 18 年下半年成品纸需求承压，18 年全年造纸企业整体增长乏力。我们整理了已披露 18 年业绩预告的 13 家造纸企业，其中 5 家企业业绩增速预减，剩余 8 家业绩预增，但增速较 17 年出现大幅下滑。受整体宏观经济环境影响，18 年下半年文化纸和包装纸需求均承压，纸价进入下行周期。叠加贸易摩擦影响，美废进口成本上涨，以及汇率因素推高木浆进口成本，导致纸厂成本上升。大型成品纸厂荣晟环保、景兴纸业和博汇纸业 18 年业绩均出现较大幅度下滑。

风险提示：地产周期波动，原材料价格波动。

增持（维持）

行业走势



作者

分析师 丁婷婷

执业证书编号：S0680512050001

邮箱：dingtingting@gszq.com

相关研究

- 1、《轻工制造：等待纸张提价落实，地产政策放松带动家居板块估值修复》2019-01-27
- 2、《轻工制造：18Q4 轻工板块超配比小幅回落，强消费属性个股获配增》2019-01-27
- 3、《轻工制造：造纸基本面悄然迎来三击复苏》2019-01-20



内容目录

包装：纸价下滑叠加行业整合增厚包装企业盈利	3
家居：地产周期影响下 18 年业绩增速下滑	4
造纸：需求端承压 18 年增长乏力	5
风险提示	6

图表目录

图表 1：包装行业企业业绩快报	4
图表 2：家居行业企业业绩快报	5
图表 3：造纸行业企业业绩快报	6

包装：纸价下滑叠加行业整合增厚包装企业盈利

纸价下滑叠加行业整合增厚包装企业盈利，大部分包装企业 18 年仍实现增长。已披露业绩预告的包装企业共 26 家，仅 9 家 18 年业绩预亏，其余均实现增长。包装作为造纸的下游，纸价下滑将缓解包装企业成本端压力，为包装企业创造盈利条件。

包装企业 18 年同样面临需求下滑压力，但行业整合推进，利好龙头包装企业。国内纸包装和金属包装行业均呈现分散化格局，CR4 均不足 35%，相较于海外 60% 以上的集中度，龙头企业的市场份额仍有较大的提升空间。18 年包装行业整合进程开始，并且呈现多样化整合特征。

- **合兴包装：横向兼并+平台化整合。**合兴包装 18 年初收购合众创业，整合国际纸业在亚洲业务，通过横向兼并继续扩大公司在纸包装行业优势。公司 17 年开始 PSCP 业务，打造连接中小包企和客户的平台，公司通过收取服务费和贸易分成获利，17 年/18Q3 分别实现收入 10/17 亿元，18 全年预计实现收入 25 亿元 (+150%)。依托 PSCP 平台，将有利于公司快速实现全国化产能和业务覆盖，以轻资产模式实现对包装行业的整合。

合兴包装对收购的合众创业并表时，进行追溯调整，将合众创业利润并入 16、17 年，因此下修 18 年业绩至 2.31~2.77 亿元，同比增长 50%~80%。前期未考虑追溯将收购企业利润全部计算在 18 年时，公司 18 净利润为 5.39~5.85 亿元，同比增长 250%~280%。我们认为公司对并表后的业绩进行追溯调整有利于平滑公司业绩，缓解 19 年业绩压力。

- **裕同科技：业务多元化+平台化整合。**裕同科技 17 年及以前业务较为单一，以苹果手机彩盒包装业务为主，因此业绩波动较大。公司 18 年收购烟标包装企业，并开展酒标包装、环保纸托等多项业务。公司 18 年同样开始尝试 S2B 平台，欲打造连接中小企业与客户之间的平台。

图表 1: 包装行业企业业绩快报

公司名称	18Q1-4 净利润		18Q1-4 同比增速		18Q4 净利润		18Q4 同比增速		预告类型	17年净利润同比增速	17Q4净利润同比增速
	下限	上限	下限	上限	下限	上限	下限	上限			
宝钢包装	0.31	0.43	367.5%	548.4%	0.02	0.14	-91.2%	-46.1%	预增	-32.9%	1118.9%
双星新材	3.21	3.58	330.0%	379.6%	0.59	0.96	-212.1%	-282.0%	预增	-43.9%	-355.3%
恩捷股份	4.50	5.28	188.6%	238.6%	1.27	2.05	136.8%	281.6%	预增	-5.7%	-2.1%
吉宏股份	1.84	2.16	130.0%	170.0%	0.53	0.85	26.6%	103.5%	预增	86.1%	214.2%
通产丽星	0.70	0.90	65.7%	113.1%	0.16	0.36	103.5%	362.5%	预增	60.8%	-12.6%
合兴包装	2.31	2.77	50.0%	80.0%	-2.51	-2.05	-594.7%	-503.9%	预增	49.5%	54.3%
万顺股份	1.15	1.23	45.0%	55.0%	0.44	0.52	338.5%	417.9%	预增	5.2%	-60.2%
盛通股份	1.20	1.50	29.7%	62.1%	0.48	0.78	15.4%	88.0%	预增	153.6%	148.5%
劲嘉股份	6.89	7.47	20.0%	30.0%	1.44	2.01	3.5%	44.8%	略增	0.6%	7.1%
环球印务	0.27	0.32	20.0%	40.0%	0.11	0.16	54.2%	117.4%	略增	-15.6%	-29.9%
美盈森	4.00	4.53	15.0%	30.0%	1.07	1.60	7.0%	59.0%	略增	55.9%	763.6%
东港股份	2.55	3.25	10.0%	40.0%	0.60	1.29	-9.5%	96.3%	略增	5.9%	-6.2%
永新股份	2.05	2.26	0.0%	10.0%	0.56	0.77	-19.4%	10.0%	略增	1.4%	21.1%
奥瑞金	7.04	8.45	0.0%	20.0%	0.02	1.43	-96.6%	175.1%	略增	-39.0%	-60.4%
裕同科技	9.32	9.78	0.0%	5.0%	3.89	4.36	21.4%	35.9%	略增	6.5%	-0.9%
王子新材	0.39	0.50	0.0%	30.0%	0.07	0.19	-6.1%	144.5%	略增	4.1%	-48.4%
海顺新材	0.66	0.76	0.0%	15.0%	0.14	0.24	-24.4%	28.8%	略增	1.9%	9.2%
新宏泽	0.43	0.52	-10.0%	10.0%	0.18	0.27	-5.6%	44.8%	续盈	-5.4%	-6.7%
英联股份	0.39	0.50	-15.0%	10.0%	0.14	0.25	42.8%	160.0%	续盈	-18.1%	-41.9%
顺灏股份	0.83	1.24	-20.0%	20.0%	0.19	0.60	-71.4%	-8.5%	续盈	4.9%	61.6%
华源控股	0.48	0.68	-48.5%	-27.1%	-0.07	0.13	-143.1%	-22.3%	略减	-13.2%	2.7%
浙江众成	0.34	0.68	-50.0%	0.0%	-0.03	0.31	-262.8%	1382.3%	略减	-34.2%	-92.9%
昇兴股份	0.46	0.93	-50.0%	0.0%	0.07	0.54	-66.4%	141.5%	略减	-49.4%	-52.3%
珠海中富	0.20	0.28	-78.7%	-70.2%	-0.04	0.04	-107.6%	-92.4%	预减	116.4%	110.6%
鸿博股份	0.01	0.06	-90.0%	-45.0%	0.06	0.11	-71.0%	-49.1%	预减	-15.1%	-10.5%
界龙实业	-0.12	-0.10	-137.2%	-131.0%	-0.17	-0.15	-139.9%	-135.2%	首亏	393.9%	447.4%

资料来源: Wind, 国盛证券研究所

家居: 地产周期影响下 18 年业绩增速下滑

地产周期影响下, 18 年家居企业业绩增速较 17 年下滑明显。已披露业绩预告的家居企业共 14 家, 其中 6 家 18 年业绩预亏, 其余实现增长, 但龙头家居企业 18 年业绩增速较 17 年出现明显下滑。一方面受到地产下行周期影响, 家居企业增长乏力; 另一方面, 家居企业扩渠道和品类的红利接近尾声, 家居企业实力的比拼开始进入“后半场”。

18Q4 龙头定制企业增长出现分化。尚品、欧派和索菲亚三家定制龙头 18Q4 业绩增长出现分化, 尚品和欧派增长较为稳健。欧派家居顺应渠道多元化趋势, 把握家居流量入口加强与

整装企业合作，推进经销商改革，实现18全年归母净利润15%~30%增长，预计的扣非净利润增速是20%~30%，比扣非前增速更快。索菲亚多重原因影响下，18Q4毛利率下滑，下调全年业绩增速：1)为促进销售，自18Q2开始下调出厂价，大部分订单反映在Q4。并且“爱家季”活动因受消费者欢迎时间延长，导致Q4毛利率下滑。2)为鼓励经销商多开新店和重装旧店(18年新开门店超1000家)，公司对经销商新开店的上样产品给予了高折扣的优惠，导致毛利率下降；3)工程业务持续增长。

图表2: 家居行业企业业绩快报

公司名称	18Q1-4 净利润		18Q1-4 同比增速		18Q4 净利润		18Q4 同比增速		预告类型	17年净利润同比增速	17Q4净利润同比增速
	下限	上限	下限	上限	下限	上限	下限	上限			
威华股份	1.80	1.93	585.4%	634.9%	0.55	0.68	608.9%	776.7%	预增	12.2%	-90.5%
帝欧家居	3.60	3.87	560.0%	610.0%	0.89	1.16	289.0%	408.6%	预增	7.7%	-8.6%
皮阿诺	1.29	1.49	25.0%	45.0%	0.27	0.47	-19.1%	43.1%	略增	17.6%	-22.4%
尚品宅配	4.56	4.94	20.0%	30.0%	1.63	2.01	-6.3%	15.5%	略增	48.7%	27.1%
欧派家居	14.95	16.25	15.0%	25.0%	2.95	4.25	-17.1%	19.5%	略增	36.9%	51.4%
索菲亚	9.52	9.97	5.0%	10.0%	2.60	3.06	-21.4%	-7.7%	略增	36.6%	29.4%
顶固集创	0.75	0.92	0.9%	23.8%	0.24	0.41	-26.4%	26.7%	略增	83.9%	0.0%
大亚圣象	6.59	8.57	0.0%	30.0%	2.17	4.15	-26.6%	40.2%	略增	21.8%	14.2%
乐歌股份	0.57	0.59	-9.3%	-6.1%	0.14	0.16	-26.4%	-15.7%	略减	4.6%	2.9%
宜华生活	4.82	5.57	-36.0%	-26.0%	-0.47	0.28	-195.0%	-44.0%	略减	6.1%	-49.9%
曲美家居	-0.83	-0.56	-133.8%	-122.8%	-1.78	-1.51	-348.9%	-311.1%	首亏	32.8%	38.2%
亚振家居	-0.80	-0.70	-231.0%	-214.7%	-0.59	-0.49	-408.3%	-356.1%	首亏	-19.2%	-43.2%
喜临门	-4.40	-3.90	-255.2%	-237.5%	-5.99	-5.49	-856.8%	-793.6%	首亏	39.2%	36.5%
永安林业	-13.50	-9.00	-2063.5%	-1409.0%	-12.80	-8.30	-3350.1%	-2207.6%	首亏	-44.1%	-65.5%

资料来源: Wind, 国盛证券研究所

造纸: 需求端承压 18年增长乏力

自18年下半年成品纸需求承压，18全年造纸企业整体增长乏力。我们整理了已披露18年业绩预告的13家造纸企业，其中5家企业业绩增速预减，剩余8家业绩预增，但增速较17年出现大幅下滑。受整体宏观经济环境影响，18年下半年文化纸和包装纸需求均承压，纸价进入下行周期。叠加贸易摩擦影响，美废进口成本上涨，以及汇率因素推高木浆进口成本，导致纸厂成本上升。大型成品纸厂荣晟环保、景兴纸业和博汇纸业18年业绩均出现较大幅度下滑。

部分纸企因收购并表或非经常性因素等原因，业绩增长。山鹰纸业因18Q4完成对美国凤凰纸业的收购，并表3.6亿元利润，上修公司全年业绩。山鹰纸业并表的北欧和联盛纸业18Q4表现好转，全年实现利润6.3亿元，其中Q4利润1.8亿元，环比增长20%。根据我们测算，扣除公司并表凤凰3.6亿元+北欧联盛6.3亿元，以及会计政策变更产生的利润0.57亿元，公司18全年净利润23.4亿元，同比增长16.0%。冠豪高新新拓展的不干胶业务扭亏为盈和印刷业务大幅减亏，主营的热敏纸毛利率提高，17年基数较低，18年增速较大。宜宾纸业

因收到搬迁补偿款，带来非经常性收入 2.15 亿元，其 18 年扣非净利润-3762~-4112 万元，同比下降-63.4%~-66.5%。**岳阳林纸**由于园林业务向好，18 年实现利润增长。

中顺洁柔和**太阳纸业**增长较为稳健。生活用纸作为刚需，相对其他成品纸，18 年生活用纸纸价较去年维稳，销量增长较为稳健，**中顺洁柔**销量端预计带来 14%增长，涨价带来 10%增长，涨价对冲掉一部分木浆上涨和人民币贬值带来的成本端压力，预计全年业绩增长较为稳健。**太阳纸业**经营较为稳健，18 年新增高克重铜板产品成本低，提高生产效率，有利毛利率提升。同时公司自建浆产能增加，预计 18 年以后文化纸的木浆原材料自给率将达到 65%。

图表 3: 造纸行业企业业绩快报

主营业务	公司名称	18Q1-4 净利润		18Q1-4 同比增速		18Q4 净利润		18Q4 同比增速		预告类型	17 年净利润同比增速	17Q4 净利润同比增速
		下限	上限	下限	上限	下限	上限	下限	上限			
热敏纸	冠豪高新	1.14		115.6%		0.27		87.8%		预增	-51.4%	-70.0%
竹浆纸	宜宾纸业	1.69	1.77	82.8%	91.4%	-0.41	-0.33	403.1%	305.4%	预增	2809.3%	-116.4%
包装纸	山鹰纸业	33.80		67.8%		10.63		82.1%		预增	471.0%	300.4%
纸袋纸	青山纸业	1.47	1.63	39.9%	55.0%	-0.25	-0.09	-645.5%	-294.6%	预增	134.3%	-48.0%
书写+特种纸	美利云	0.34	0.38	33.3%	49.0%	0.01	0.05	-95.3%	-77.0%	略增	622.2%	-68.9%
生活用纸	中顺洁柔	4.01	4.54	15.0%	30.0%	0.89	1.41	-13.5%	37.6%	略增	34.0%	29.2%
文化纸	太阳纸业	22.27	26.32	10.0%	30.0%	4.25	8.30	-34.6%	27.7%	略增	91.6%	62.7%
文化纸	岳阳林纸	3.56	3.88	2.4%	11.6%	0.15	0.47	-89.9%	-68.2%	略增	1131.9%	1426.3%
工业配套用纸	凯恩股份	0.20	0.30	-34.7%	-2.0%	0.01	0.11	-77.2%	77.0%	略减	252.3%	-73.6%
包装纸	荣晟环保	2.08		-47.8%		0.67		-45.1%		略减	211.4%	118.2%
包装纸	景兴纸业	4.00	5.00	-37.3%	-21.6%	0.42	1.42	-71.9%	-4.2%	略减	100.1%	0.6%
文化+包装纸	博汇纸业	2.80		-67.3%		-2.29		-193.3%		预减	325.3%	161.1%
装饰原纸	齐峰新材	0.48	0.96	-70.0%	-40.0%	-0.05	0.43	-115.1%	38.0%	预减	13.1%	-33.7%

资料来源: Wind, 国盛证券研究所

18Q4 “旺季不旺”，库存降至低位，还看节后订单情况。从 18Q4 单季度业绩增速情况来看，大部分造纸企业业绩均出现负增长。四季度作为造纸行业的传统旺季，今年却因为需求承压，提价不顺畅，纸厂降价销售去库存。目前成品纸厂和经销商库存均处于低位，部分纸厂和经销商将于春节或元宵节后开始营业，还看节后订单情况。订单情况好转，将有望带来纸价上涨，利好造纸企业。

风险提示

地产周期波动，原材料价格波动。

免责声明

国盛证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告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。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。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们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，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的6个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中A股市场以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普500指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在-5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
减持		相对同期基准指数跌幅在10%以上	

国盛证券研究所

北京

地址：北京市西城区锦什坊街35号南楼

邮编：100033

传真：010-57671718

邮箱：gsresearch@gszq.com

南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道1115号北京银行大厦

邮编：330038

传真：0791-86281485

邮箱：gsresearch@gszq.com

上海

地址：上海市浦明路868号保利One56 10层

邮编：200120

电话：021-38934111

邮箱：gsresearch@gszq.com

深圳

地址：深圳市福田区益田路5033号平安金融中心101层

邮编：518033

邮箱：gsresearch@gszq.com