



轻工行业 2018 年报前瞻

包装盈利弹性体现，家居造纸静待回暖

我们对轻工公司进行 18 年 Q4 的业绩预测，认为家居行业 Q4 收入层面持续受到地产下行周期滞后影响，盈利方面开始传导压力。造纸方面由于纸价先于浆价和废纸价格回调，Q4 盈利是低点，后续季度会有一定改善，19 年纸价走势受宏观改善进程、贸易缓和结果、废纸进口政策等影响。包装企业受益于原材料成本下降，盈利能力将有提升。其他消费类轻工预计表现稳健。

支撑评级的要点

- **造纸行业 Q4 盈利普遍下降，春季躁动后还看真实需求状况。**由于 18 年三季度起纸价走势不佳，下游需求不足导致旺季不旺，纸价的下跌领先于废纸和纸浆等原材料的价格，因此 Q4 是造纸行业的盈利低点，我们测算行业一般企业面临亏损考验。经过 4 季度的纸张降价，纸企以及下游的纸张库存降到低位，春节前后在阶段性需求高峰带领下，纸价出现补库存行情，短期仍存在一定上涨趋势，预计 Q1 在高价原材料库存消耗完的情况下，纸企盈利能力有所恢复。19 年的纸价走势受到宏观经济回暖、贸易战缓和、进口废纸政策影响，变化范围则受到行业产能投放节奏加快，浆库存持续高位的影响。我们维持对于纸价浅 V 字走势的判断，向上或向下的空间都不会太大，宏观经济的走势和贸易战走向、废纸政策将较大程度影响后续判断。
- **包装：Q4 业绩明确向上，长线逻辑看行业整合。**由于 Q4 原材料价格的快速下行，包装行业的盈利能力普遍有所提升。部分企业已经出现了明显的盈利拐点，预计 Q4 是行业盈利的高点。长期来看，包装行业的持续整合，以及随之而来的龙头定价能力提升，是行业龙头的长线逻辑。
- **家居：地产压力持续显现，竞争激烈影响盈利。**Q4 仍然在本轮地产下行周期的影响范围之内，预计家居行业的营收继续减速。12 月份地产竣工面积同比回正，而 30 大中城市商品房成交也已经于 18 年下半年回暖，预计在 19 年 Q3 起，装修需求的改善将逐步反应到上市公司营收层面。但家居企业的集中上市，各个公司纷纷加大营销力度消化新产能，行业增速放缓的情况下，家居公司盈利将经受阶段性考验。2 月 15 日住建部就住宅项目要求全装修交付征求意见，住宅精装化进程将会加速，工装占比较高、规模效应明显的地板、木门、瓷砖等家居类别将更为受益。
- **其他消费类轻工：**文具龙头晨光文具在产品升级、渠道革新带领，以及品牌和渠道能力护航情况下，传统渠道预计仍然维持稳健，杂物零售渠道进入快速复制期，办公直销维持快速增长。生活用纸企业中顺洁柔，在渠道拓展和新产品带领下，营收增长保持稳健增长，利润则受到价格回调策略和人民币贬值等影响。

评级面临的主要风险

- 废纸政策变动、宏观经济持续下行。

重点推荐

- 造纸看好营收增长稳健，浆价下行带来盈利弹性的中顺洁柔，包装看好纸包装龙头合兴包装，关注新型烟草布局积极的劲嘉股份，家居板块看好大家居进展领先的欧派家居、外延内生并重的顾家家居、地产精装修受益的帝欧家居，消费轻工看好成长稳健的文具龙头晨光文具。

相关研究报告

- 《轻工行业周报》20190218
- 《轻工行业 2019 年年度策略》20190102
- 《轻工制造行业 2018 年三季报综述》20181105

中银国际证券股份有限公司
具备证券投资咨询业务资格

轻工制造

杨志威

(8621)20328510

zhiwei1.yang@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300515060001

*刘凯娜为本报告重要贡献者

图表 1. 轻工行业 Q4 业绩预测表

公司代码	公司	评级	收入 YOY(%)	利润 YOY(%)	中银预测收入	中银预测利润	中银预测收入	中银预测利润
			2018Q1-Q3	2018Q1-Q3	YOY(%)	YOY(%)	YOY(%)	YOY(%)
造纸类								
002078.SZ	太阳纸业	买入	17.5	31.1	6.8	(33.4)	14.6	10.4
002511.SZ	中顺洁柔	买入	21.7	26.8	24.2	(10.5)	22.4	15.9
000488.SZ	晨鸣纸业	未有评级	7.1	(8.5)	0.0	(50.0)	5.2	(20.1)
600567.SH	山鹰纸业	未有评级	44.8	61.9	80.0	85.0	55.1	68.6
印刷包装类								
002228.SZ	合兴包装	买入	89.5	368.0	35.0	60.0	39.1	55.8
002831.SZ	裕同科技	未有评级	20.6	(11.2)	29.0	25.4	23.5	1.4
002191.SZ	劲嘉股份	未有评级	13.2	25.3	17.7	30.3	14.5	26.5
002117.SZ	东港股份	未有评级	11.7	17.7	(1.4)	(7.2)	8.1	10.6
消费类轻工								
603008.SH	喜临门	买入	44.8	(22.0)	20.0	(800.0)	35.9	(239.3)
002572.SZ	索菲亚	买入	20.1	20.2	15.4	(19.3)	18.7	5.8
000910.SZ	大亚圣象	未有评级	5.8	21.7	5.0	15.0	5.6	18.7
603818.SH	曲美家居	买入	17.9	(45.4)	130.0	(320.0)	53.5	(125.4)
300616.SZ	尚品宅配	买入	29.2	42.3	15.7	10.0	24.8	27.5
603801.SH	志邦股份	买入	16.8	31.5	5.0	0.0	13.1	20.8
603326.SH	我乐家居	买入	26.0	65.3	5.0	15.0	18.6	39.3
603816.SH	顾家家居	买入	31.9	26.7	25.0	25.0	30.0	26.3
603833.SH	欧派家居	买入	18.7	27.1	15.0	12.0	17.7	22.9
002798.SZ	帝欧家居	买入	777.1	754.8	561.0	388.2	707.3	601.5
603313.SH	梦百合	买入	26.8	(23.8)	30.0	800.0	27.8	33.6
600337.SH	美克家居	未有评级	36.5	30.4	10.0	10.0	28.6	24.4
603898.SH	好莱客	未有评级	21.3	37.3	10.0	8.0	17.6	26.8
603180.SH	金牌厨柜	未有评级	16.8	31.5	15.0	20.0	16.2	26.3
603180.SH	金牌厨柜	未有评级	16.8	31.5	15.0	20.0	16.2	26.3
603208.SH	江山欧派	未有评级	25.8	21.2	29.8	(2.2)	27.1	13.0
603385.SH	惠达卫浴	未有评级	4.5	12.6	5.0	15.0	4.7	13.1
002084.SZ	海鸥住工	未有评级	4.1	(46.1)	16.6	(73.8)	7.4	(54.4)
603899.SH	晨光文具	买入	36.3	27.3	25.0	28.5	33.0	27.6

资料来源: 万得, 中银国际证券, 已公布业绩快报的按照快报业绩填写

附录图表：报告中提及上市公司估值表

公司代码	公司简称	评级	股价 (元)	市值 (亿元)	每股收益(元/股)		市盈率(x)		最新每股净资产 (元/股)
					2017A	2018E	2017A	2018E	
000488.SZ	晨鸣纸业	未有评级	6.83	167	1.30	1.59	5.3	4.3	6.04
002511.SZ	中顺洁柔	增持	8.77	103	0.27	0.31	32.3	27.9	2.56
002078.SZ	太阳纸业	增持	7.24	187	0.78	0.93	9.3	7.8	4.48
600567.SH	山鹰纸业	未有评级	3.71	166	0.44	0.64	8.4	5.8	2.64
002228.SZ	合兴包装	买入	5.29	62	0.13	0.49	40.2	10.8	2.30
002191.SZ	劲嘉股份	未有评级	9.62	143	0.38	0.48	25.0	20.1	4.25
002831.SZ	裕同科技	未有评级	50.56	199	2.33	2.36	21.7	21.4	13.28
603008.SH	喜临门	买入	10.17	40	0.72	0.96	14.2	10.6	7.22
002572.SZ	索菲亚	买入	18.56	175	0.98	1.14	18.9	16.3	5.13
000910.SZ	大亚圣象	增持	13.49	73	1.19	1.47	11.3	9.2	7.29
600337.SH	美克家居	未有评级	4.57	80	0.21	0.28	22.2	16.5	2.73
603818.SH	曲美家居	买入	7.96	39	0.50	0.32	15.9	24.9	3.36
603898.SH	好莱客	未有评级	18.25	57	1.11	1.42	16.5	12.9	6.96
300616.SZ	尚品宅配	买入	77.41	149	1.91	2.63	40.5	29.4	14.18
603208.SH	江山欧派	未有评级	30.80	24	1.70	1.97	18.1	15.7	13.03
603313.SH	梦百合	买入	23.26	57	0.64	0.83	36.1	28.0	6.84
603180.SH	金牌厨柜	未有评级	71.00	49	2.47	3.17	28.7	22.4	13.57
603801.SH	志邦家居	增持	27.68	43	1.46	1.88	18.9	14.7	11.30
603326.SH	我乐家居	买入	11.39	25	0.37	0.53	30.7	21.5	3.49
603816.SH	顾家家居	买入	53.35	224	1.91	2.47	27.9	21.6	9.98
603833.SH	欧派家居	买入	94.00	411	3.09	3.81	30.4	24.7	17.09
002798.SZ	帝欧家居	买入	17.52	65	0.14	0.99	123.8	17.7	8.04
603899.SH	晨光文具	买入	30.65	278	0.69	0.88	44.5	34.8	3.51
603385.SH	惠达卫浴	未有评级	10.06	36	0.61	0.67	16.4	14.9	8.42
002084.SZ	海鸥住工	未有评级	4.80	24	0.18	0.00	26.4	NA	3.15
002117.SZ	东港股份	未有评级	16.64	61	0.64	0.76	26.1	21.9	4.30

资料来源：万得，中银国际证券

注：股价截止日2月28日，未有评级公司盈利预测来自万得一预期

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券股份有限公司同时声明，将通过公司网站披露本公司授权公众媒体及其他机构刊载或者转发证券研究报告有关情况。如有投资者于未经授权的公众媒体看到或从其他机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券股份有限公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

评级体系说明

以报告发布日后公司股价/行业指数涨跌幅相对同期相关市场指数的涨跌幅的表现为基准：

公司投资评级：

- 买入：预计该公司在未来 6 个月内超越基准指数 20% 以上；
- 增持：预计该公司在未来 6 个月内超越基准指数 10%-20%；
- 中性：预计该公司股价在未来 6 个月内相对基准指数变动幅度在 -10%-10% 之间；
- 减持：预计该公司股价在未来 6 个月内相对基准指数跌幅在 10% 以上；
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

行业投资评级：

- 强于大市：预计该行业指数在未来 6 个月内表现强于基准指数；
- 中性：预计该行业指数在未来 6 个月内表现基本与基准指数持平；
- 弱于大市：预计该行业指数在未来 6 个月内表现弱于基准指数。
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

沪深市场基准指数为沪深 300 指数；新三板市场基准指数为三板成指或三板做市指数；香港市场基准指数为恒生指数或恒生中国企业指数；美股市场基准指数为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券股份有限公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券股份有限公司的机构客户；2) 中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券股份有限公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券股份有限公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券股份有限公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人士，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券股份有限公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券股份有限公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券股份有限公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券股份有限公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券股份有限公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券股份有限公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构:

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065
新加坡客户请拨打: 800 852 3392
传真: (852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
传真: (852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
西单北大街 110 号 8 层
邮编: 100032
电话: (8610) 8326 2000
传真: (8610) 8326 2291

中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury
London EC2R 7DB
United Kingdom
电话: (4420) 3651 8888
传真: (4420) 3651 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约市美国大道 1045 号
7 Bryant Park 15 楼
NY 10018
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6692 6829 / 6534 5587
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371