

行业周报 (第十二周)

2019年03月24日

行业评级:

轻工制造 增持 (维持)

陈羽锋 执业证书编号: S0570513090004
研究员 025-83387511
chenyufeng@htsc.com

倪娇娇 执业证书编号: S0570517110005
研究员 nijiaojiao@htsc.com

周鑫
联系人 zhou.xin@htsc.com

本周观点

包装板块, 原材料价格中枢回落, 订单向大企业集中, 我们预计一季度包装企业盈利仍将维持较好的景气度, 估值及盈利仍有抬升空间。造纸方面, 中期供需格局趋势向下, 短期提价落实执行效果一般叠加纸机开工率回升, 纸价上涨动力不足, 阶段性看空造纸基本面。家居方面, 预计家居零售1Q19业绩增速环比继续下台阶, 短期一二线城市楼市交易回暖有望持续催化板块情绪; 工装渠道受益于精装修比例提升, 工装的有望实现估值和业绩双升。

子行业观点

造纸: 国废黄板纸上周均价 2271 元/吨, 环比下跌 2.5%; 箱板纸/瓦楞纸均价 4562/3793 元/吨, 环比下滑 1.7%/2.7%; 铜版纸/双胶纸环比分别上调 0.22%/0.56%至 5950/5487 元/吨。家居: 2019 年 3 月 10 日至 3 月 17 日, 全国 30 大中城市当周商品房成交面积为 319.66 万平米, 环比增长 1%。

重点公司及动态

包装重点推荐合兴包装、劲嘉股份、裕同科技; 家居重点推荐帝欧家居、大亚圣象, 可逢低吸纳顾家家居、欧派家居、索菲亚及志邦家居。消费轻工重点推荐生活用纸企业中顺洁柔。

风险提示: 环保执行不及预期, 地产销售低于预期, 烟草行业政策风险。

一周涨幅前十公司

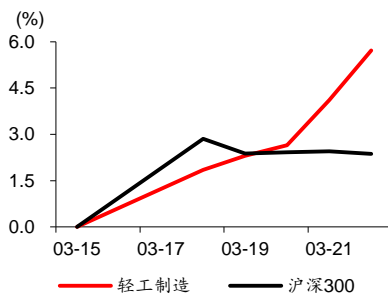
公司名称	公司代码	涨跌幅(%)
华源控股	002787.SZ	28.25
东风股份	601515.SH	26.20
王子新材	002735.SZ	25.97
安妮股份	002235.SZ	20.44
吉宏股份	002803.SZ	19.43
劲嘉股份	002191.SZ	18.23
江山欧派	603208.SH	17.26
金牌厨柜	603180.SH	16.20
萃华珠宝	002731.SZ	15.06
恒丰纸业	600356.SH	14.33

一周跌幅前十公司

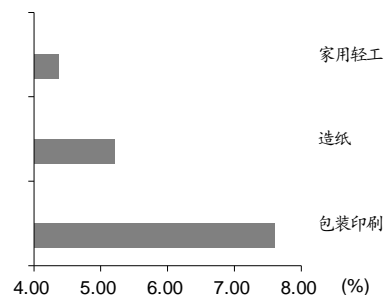
公司名称	公司代码	涨跌幅(%)
盛通股份	002599.SZ	(7.07)
界龙实业	600836.SH	(6.20)
银鸽投资	600069.SH	(5.22)
松发股份	603268.SH	(5.20)
广博股份	002103.SZ	(4.49)
中源家居	603709.SH	(4.48)
大亚圣象	000910.SZ	(2.22)
永吉股份	603058.SH	(1.99)
康旗股份	300061.SZ	(1.30)
齐心集团	002301.SZ	(0.39)

资料来源: 华泰证券研究所

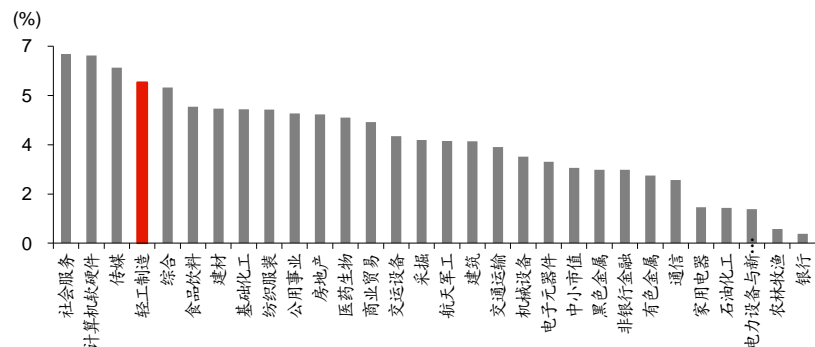
一周内行业走势图



一周行业内各子板块涨跌幅



一周内各行业涨跌幅



本周重点推荐公司

公司名称	公司代码	评级	03月22日 收盘价(元)	目标价区间 (元)	EPS (元)				P/E (倍)			
					2017	2018E	2019E	2020E	2017	2018E	2019E	2020E
合兴包装	002228.SZ	增持	5.62	6.08~6.40	0.12	0.20	0.32	0.41	46.83	28.10	17.56	13.71
索菲亚	002572.SZ	增持	22.37	23.40~24.57	0.98	1.04	1.17	1.31	22.83	21.51	19.12	17.08
大亚圣象	000910.SZ	买入	13.21	17.05~18.60	1.19	1.31	1.55	1.72	11.10	10.08	8.52	7.68
太阳纸业	002078.SZ	增持	7.39	7.73~8.76	0.78	0.86	1.03	1.13	9.47	8.59	7.17	6.54

资料来源: 华泰证券研究所

本周观点

轻工行业可转债情况梳理

可转债兼具股性和债性特征，若债券持有人不想转股则可以继续持有债券，直到偿还期满时收取本金和利息或者在流通市场出售变现，若债券持有人看好正股增值潜力，可按照预定转换价格将债券转换为股票。对于发债企业而言，由于可转债发行利率一般低于普通公司债券利率，企业可大幅降低筹资成本。转股溢价率是转债价格相对其平价的溢价率，是刻画转债股性的指标；一般而言，转债平价与平价溢价率呈逆相关但并不绝对，还要结合正股基本面、转债稀缺性、供求等因素判断。

2019年以来随着股市走强、可转债密集发行，投资者对可转债关注度有所提升。目前轻工行业（申万分类）华源控股、山鹰纸业、梦百合、顾家家居、万顺股份、太阳纸业6家企业已发行可转债，其中华源转债、百合转债股性偏强。

图表1：轻工行业可转债情况梳理（截至2019年3月22日）

转债代码	转债名称	正股名称	发行公告日期	期限(年)	评级结果	转股起始日	转股价格	可转债收盘价	正股收盘价	转股溢价率(%)	转换平价	2019年以来转债涨跌幅	2019年以来正股涨跌幅
128049.SZ	华源转债	华源控股	2018-11-23	6	AA-	2019-06-03	7.57	121.58	10.26	-10.30	9.20	32%	55%
110047.SH	山鹰转债	山鹰纸业	2018-11-19	6	AA+	2019-05-27	3.34	119.78	4.01	-0.23	4.00	20%	29%
113520.SH	百合转债	梦百合	2018-11-06	6	AA-	2019-05-14	19.03	143.34	28.08	-2.86	27.28	35%	34%
113518.SH	顾家转债	顾家家居	2018-09-10	6	AA	2019-03-18	52.20	120.09	57.49	9.04	62.69	18%	28%
123012.SZ	万顺转债	万顺股份	2018-07-18	6	AA-	2019-01-28	6.47	124.00	8.10	-0.95	8.02	31%	31%
128029.SZ	太阳转债	太阳纸业	2017-12-20	5	AA+	2018-06-28	8.75	112.52	7.39	33.23	9.85	15%	30%

资料来源：Wind，华泰证券研究所

截至2019年3月22日，轻工行业（申万分类）共14家企业计划发行可转债，合计发行规模达到108亿元，发行期限普遍为5~6年。其中德尔未来可转债发行已通过证监会核准，荣晟环保、哈尔斯、大亚圣象、欧派家居可转债发行已通过发审委审核。

图表2：轻工行业可转债发行预案情况梳理（截至2019年3月22日）

最新公告日期	公司代码	公司名称	方案进度	预案公告日	股东大会公告日	发审委通过公告日	证监会核准公告日	发行规模(亿元)	发行期限(年)
2019-03-08	002631.SZ	德尔未来	证监会核准	2018-06-05	2018-06-21	2018-12-24	2019-03-08	6.30	6
2019-03-23	603165.SH	荣晟环保	发审委通过	2019-03-23		2019-01-14		3.30	6
2019-03-13	002615.SZ	哈尔斯	发审委通过	2018-08-22	2018-09-07	2019-03-12		3.00	5
2019-01-29	000910.SZ	大亚圣象	发审委通过	2019-01-08	2019-01-24	2019-01-28		12.00	6
2019-01-15	603833.SH	欧派家居	发审委通过	2018-05-23	2018-06-14	2019-01-14		14.95	6
2019-02-14	600076.SH	康欣新材	股东大会通过	2018-11-03	2018-11-21			13.00	6
2019-01-25	603499.SH	翔港科技	股东大会通过	2019-01-08	2019-01-25			2.00	6
2019-01-24	002228.SZ	合兴包装	股东大会通过	2018-09-29	2018-10-16			5.96	6
2019-01-12	002078.SZ	太阳纸业	股东大会通过	2018-12-27	2019-01-12			10.00	5
2019-01-03	002572.SZ	索菲亚	股东大会通过	2018-12-18	2019-01-03			10.00	6
2018-09-27	002846.SZ	英联股份	股东大会通过	2018-09-03	2018-09-21			2.14	6
2018-08-18	603898.SH	好莱客	股东大会通过	2018-07-25	2018-08-18			6.30	6

资料来源：Wind，华泰证券研究所

包装：纸价中枢下行，包装盈利持续修复

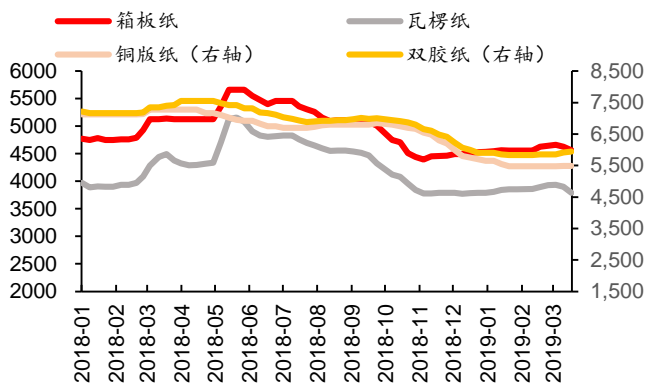
纸价中枢下行，包装行业景气度有望延续。2018年12月CPI当月同比增速自2016年11月以来首次反超PPI，2019年2月CPI-PPI剪刀差达到1.4%，利好中下游企业盈利改善。包装处于产业链中游且行业竞争格局较为分散，因此原材料价格上行阶段价格无法顺利向下游传导，最终体现到企业阶段盈利和股价方面的压力。纸包装生产成本中直接材料占比较大，据公司年报，2017年裕同科技、美盈森、合兴包装等企业直接材料在成本中占比均在50%以上，生产成本受原材料价格波动影响大。2018年下半年以来包装纸价格持续回调，据卓创资讯，2019年以来白板纸/双胶纸/铜版纸/瓦楞纸均价与2018年下半年均价

相比进一步下滑-6%/-14%/-16%/11%，利好公司盈利进一步修复。展望后续，上游供给侧改革带动订单向大企业集中，叠加原材料价格中枢下行，包装企业盈利能力有望持续修复，行业景气有望延续。建议关注**合兴包装**、**裕同科技**。

合兴包装：公司按会计准则要求对报表重述后，2018年公司实现营业收入121.66亿元，同比增长39.08%；实现归母净利润2.33亿元，同比增长64.49%。分业务看，量价齐升驱动下，公司包装制造业务实现营收93.27亿元，同比增长22.54%，受原材料价格上涨影响，毛利率小幅下滑1.1pct至15.0%；2018年公司供应链业务实现收入28.40亿元，同比增长150%，毛利率同比提升1.68pct至4.48%。

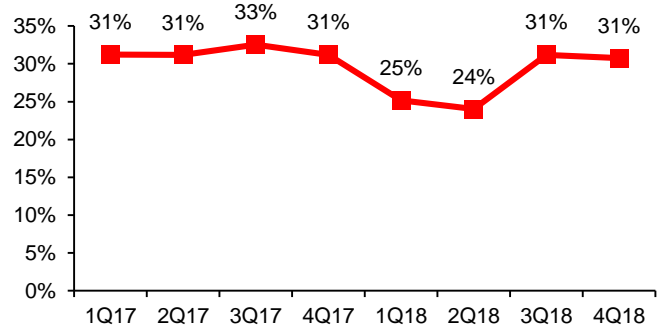
裕同科技：2018年公司实现营收85.78亿元，同比增长23.5%；实现归母净利润9.46亿元，同比增长1.5%。18Q1/Q2/Q3/Q4单季营收同比分别增长16%/32%/16%/29%，单季归母净利润同比分别增长-14%/-14%/-8%/26%，受益于2018年以来原材料价格下行，毛利率持续修复，18Q1/Q2/Q3/Q4单季毛利率分别为25%/24%/31%/31%。分业务看，精品盒业务实现营收61.7亿元，同比增长19.2%；说明书业务实现营收6.9亿元，同比增长5.3%；纸箱业务实现营收8.4亿元，同比增长26.7%；不干胶业务实现营收2.0亿元，同比增长61.3%；精品盒/说明书/纸箱/不干胶毛利率同比变动-3.1/-1.5/+1.1/-8.5pct至29.6%/39.3%/17.6%/26.6%。

图表3：主要成品纸价格走势（单位：元/吨）



资料来源：卓创资讯，华泰证券研究所

图表4：裕同科技单季度毛利率情况



资料来源：Wind，华泰证券研究所

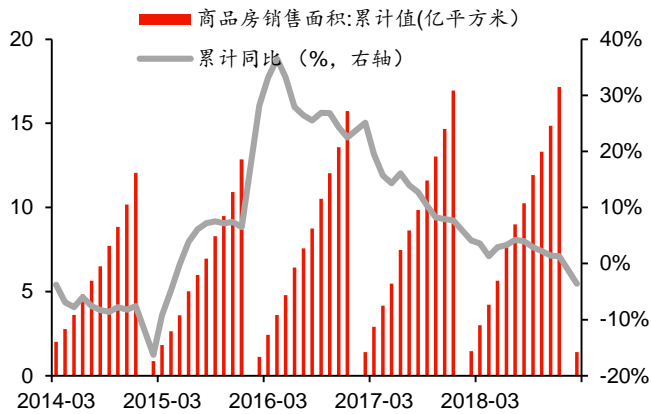
烟标方面，去库存接近尾声，烟草行业产销回暖。2015年以来卷烟行业去库存持续推进，据Wind数据，2016~2017年工商业库存持续下降，截至2018年8月卷烟工商业库存降至425万吨，已低于2011年以来均值水平。此外，卷烟产品结构优化，中高端烟标需求有望增加，有利于市场份额向具备优秀设计、生产能力的烟标企业集中。新型烟草方面，烟草总局提出深化新型烟草制品创新改革三大方向，后续若国内监管政策逐步放开，我们认为具备新型烟草生产专利及技术经验的企业有望率先受益，建议关注**劲嘉股份**。

家居：商品房销售如期下滑，家居前低后高格局有望逐步明朗

地产销售延续前期低迷走势，住宅竣工回落速度放缓。据国家统计局数据，2019年1~2月全国商品房销售面积1.41亿平方米，同比下降3.6%，较2018年累计增速回落4.9个百分点。住宅竣工回落速度放缓，2019年1~2月住宅竣工面积0.89亿平方米，累计同比下滑7.8%，较2018年累计增速提升约0.3个百分点。我们认为2019年以来地产融资成本改善将有助于推动全年地产竣工和交付，给2019年全年家居消费需求带来支撑。

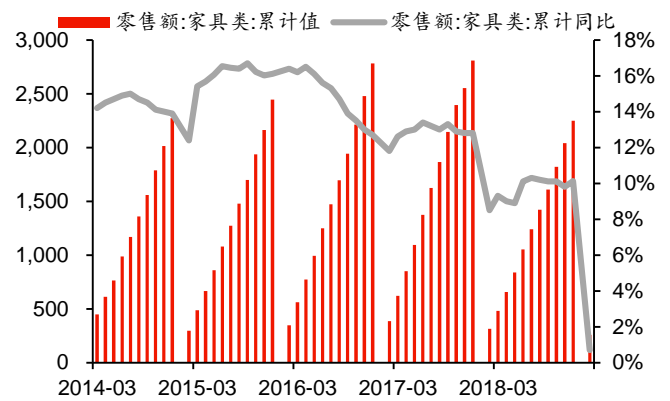
地产走弱+高基数+提前消费影响，2019年1~2月家居零售额增速显著下滑。据国家统计局数据，2019年1~2月社会消费品零售总额6.6万亿元，同比增长8.2%，较2018年全年累计增速下滑0.8个百分点。2019年1~2月家具零售额累计为257亿元，同比增长0.7%，较2018年全年10.1%的累计增速相比下滑9.4个百分点。我们认为家居零售额增速大幅放缓一方面与地产销售走弱使得后周期产品需求减少、消费走弱有关（同属地产后周期行业的家电行业1~2月累计零售额增速也由2018年的8.9%放缓至3.3%），另一方面与2018年一季度家居零售高基数以及2018年末家居提前消费有关（2018年12月家居零售额单月同比增长达到13%，环比提升4.7个百分点）。

图表5：商品房销售面积累计值及同比增速



资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表6：家具累计零售额及同比增速情况



资料来源：Wind，华泰证券研究所

家居前低后高格局有望逐步明朗。家居板块索菲亚、尚品宅配、志邦家居等企业发布2018年业绩快报，受地产因素影响Q4单季度业绩增速出现较明显下滑；短期来看，地产销售走弱对家居企业基本面的负面影响预计尚未完全反映。对于家居基本面走势，我们的判断是前低后高，目前从订单各项指标来看，基本面尚未看到实质性的改善，一季度增速预计在18Q4基础上仍有压力，二季度开始可以持续关注竣工交付回暖对应的订单恢复以及一二线城市地产交易的回暖，家居企业收入增速在二季度之后有望逐步企稳。

图表7：家居板块2018年年报及业绩快报情况

股票代码	公司简称	单季度归母净利润增速								2018年全年	
		17Q1	17Q2	17Q3	17Q4	18Q1	18Q2	18Q3	18Q4	归母净利润增速	绝对值(亿元)
300616.SZ	尚品宅配	-23%	26%	57%	27%	-29%	39%	21%	10%	27%	4.84
002572.SZ	索菲亚	47%	47%	35%	29%	33%	22%	15%	-19%	6%	9.59
002798.SZ	帝欧家居	-191%	14%	-8%	-9%	2215%	410%	1397%	388%	602%	3.82
603801.SH	志邦家居	51%	21%	31%	35%	48%	47%	20%	-13%	17%	2.73
000910.SZ	大亚圣象	39%	34%	25%	14%	41%	23%	17%	-4%	10%	7.25

资料来源：Wind，华泰证券研究所

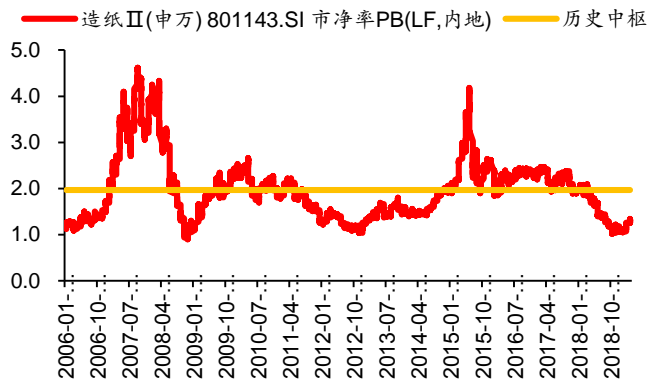
MSCI纳入比例提升，自下而上精选龙头白马的Alpha行情。此前MSCI正式宣布将中国大盘A股纳入因子从5%增加到20%，家居板块除欧派家居在原有中国大盘A股成分股外，本次扩容新纳入索菲亚。复盘历史两轮（2012/2014年）地产周期和家居企业经营及股价走势来看，基本面见底伴随估值修复，但趋势性行情还是源于地产政策刺激，我们认为前面几轮周期的共性在于家居板块走的还是地产增量阶段的板块Beta行情。随着地产销售进入存量阶段，需要自下而上精选具备穿越周期属性的龙头白马，海外增量资金有望加速推动龙头公司的Alpha行情。

建议两条主线布局家居板块：1) 竣工交付回暖，大宗订单提前锁定、大宗业务增长确定性较高的帝欧家居、大亚圣象；2) 行业调整期，内功（品类、渠道、管理）修炼扎实以及积极布局提市占率的龙头企业：欧派家居、顾家家居、索菲亚和尚品宅配。

造纸：PB (If) 估值接近历史底部区间，关注资产负债表强劲的龙头企业

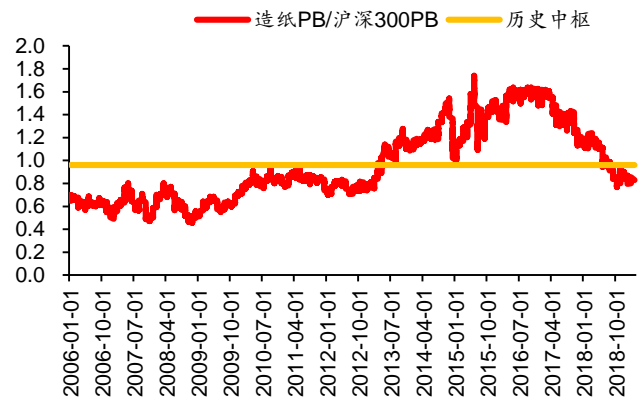
截至2019年3月22日，A股造纸板块PB(If)估值为1.3x，接近2006年以来底部区间，我们认为已经反映纸价和盈利的悲观预期，我们预计2018年全年板块ROE在11.3%，需求景气下行叠加新增产能释放，行业由2016年至2018年上半年的上行周期逐步转入下行周期，纸价和盈利下行将压制板块走势，中期来看，资产负债表强劲的企业抵御下行周期的能力更强，推荐**太阳纸业**、**山鹰纸业**和**华泰股份**（截至2018年华泰股份前三季度净资产/带息债务为2.31），太阳纸业和山鹰纸业通过产能扩张以及上下游一体化等途径有望从规模以及成本优势维度进一步巩固企业龙头地位。

图表8：造纸板块PB (If) 及历史中枢



资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表9：造纸板块PB (If) /沪深300 PB (If) 比值及历史中枢



资料来源：Wind，华泰证券研究所

生活用纸方面，建议关注产品结构不断优化、渠道建设持续发力的生活用纸企业中顺洁柔。中顺洁柔2018年实现营收56.79亿元，同比增长22.43%；实现归母净利润4.04亿元，同比增长15.87%。公司下游需求平稳，主要原材料的木浆价格自2018年下半年开始有所松动，我们预计随着前期高价纸浆库存消化，盈利弹性有望在2019Q1之后逐渐显现。此外，公司公布2018年股票期权及限制性股票激励计划，拟向4772名中层管理人员和核心技术人员授予4481.6万份股票期权和限制性股票，有助于激发员工积极性。业绩考核以2017年为基数，2019~2021年营收分别不低于65.7/77.5/90.0亿元。

行业数据跟踪

地产周度数据观察：2019年3月10日至3月17日，全国30大中城市当周商品房成交面积为319.66万平米，环比增长1%。

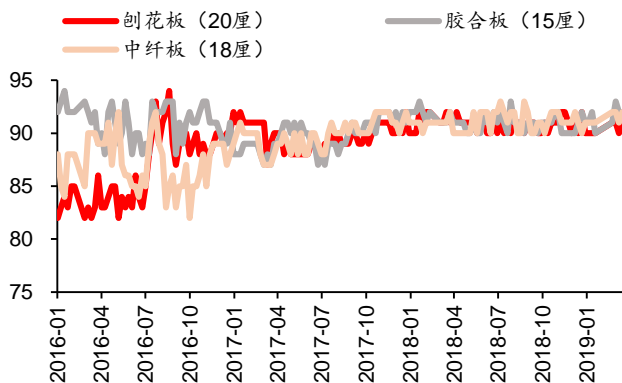
图表10：30大中城市商品房周度成交面积（单位：万平米）



资料来源：Wind，华泰证券研究所

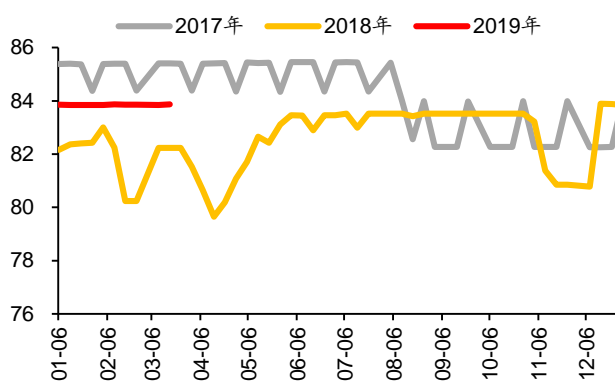
家居原材料价格方面，各类板材价格维持稳定，上周刨花板（20厘）、中纤板（18厘）、胶合板（15厘）价格分别为91、92、92元/张，环比分别变动1.1%/0.0%/1.1%。皮革方面，上周海宁皮革原材料价格指数为83.87，环比持平。海绵主要原材料TDI现货、MDI（PM200）现货上周均价为13000元/吨，15000元/吨，环比分别变动0%/-1%。

图表11： 板材价格跟踪（单位：元/张）



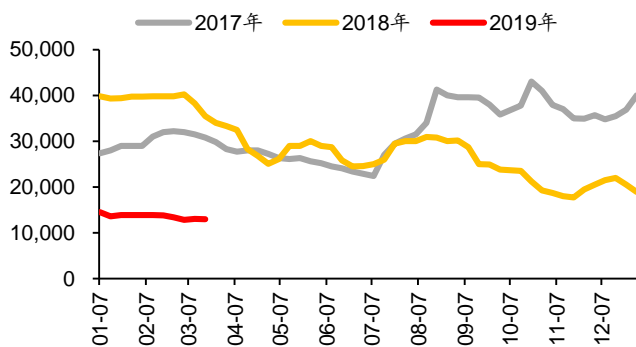
资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表12： 海宁皮革原材料价格指数



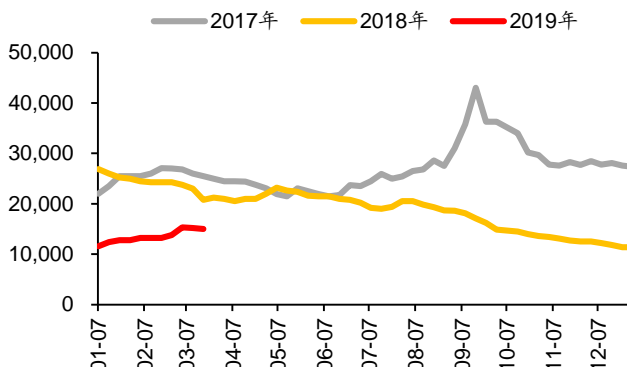
资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表13： TDI价格跟踪（单位：元/吨）



资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表14： MDI价格跟踪（单位：元/吨）

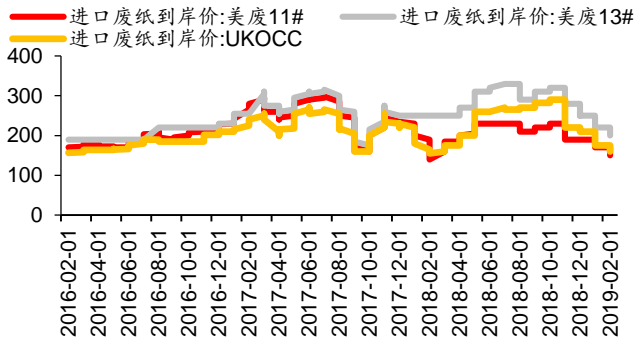


资料来源：Wind，华泰证券研究所

造纸原材料价格：据卓创资讯，受玖龙纸业下调成品纸价格、转变废纸价格政策影响，纸企废纸采购偏谨慎，国废黄板纸上周均价为2271元/吨，环比下跌2.53%，同比下跌5.18%。2月末国内主要地区港口纸浆库存再创新高，纸浆价格存压，上周进口针叶浆均价5652元/吨，环比下降0.58%，同比下降14.66%；进口阔叶浆周均价5559元/吨，环比下降0.50%，同比下降1.03%。

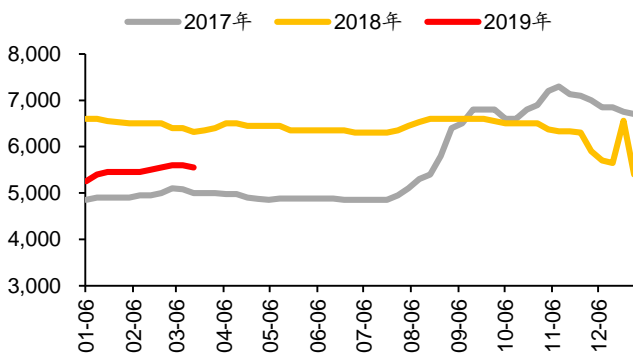
成品纸价格：据卓创资讯，规模纸企大幅降价+原料废纸价格下行，下游采购热情进一步受到抑制，包装纸价格下行，上周瓦楞纸均价3793元/吨，环比下滑2.69%，同比下滑15.05%；箱板纸全国均价4562元/吨，环比下滑1.36%，同比下滑11.56%。文化纸方面，3月、4月为文化印刷纸传统旺季，APP、山东晨鸣、山东太阳、山东华泰等纸企再次发布涨价函，上调幅度普遍在200元/吨，涨价落地情况有待后续观察。铜版纸上周均价为5487元/吨，环比上调0.22%，较去年同期下降24.43%；双胶纸均价为5950元/吨，环比上调0.56%，较去年同期下降19.59%。

图表15: 进口废纸价格走势 (美元/吨)



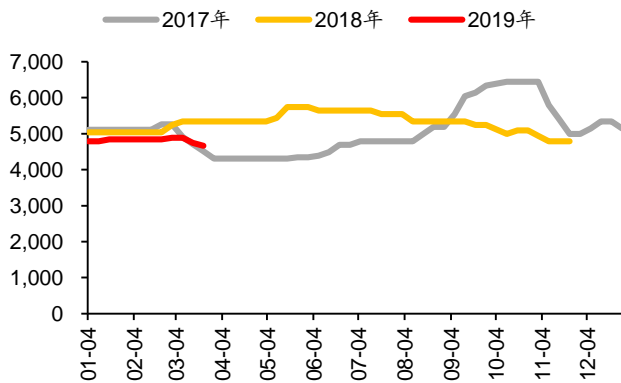
资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表17: 针叶浆价格走势 (元/吨)



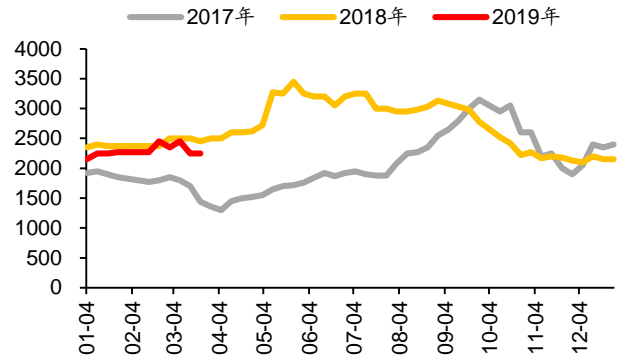
资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表19: 箱板纸价格走势 (元/吨)



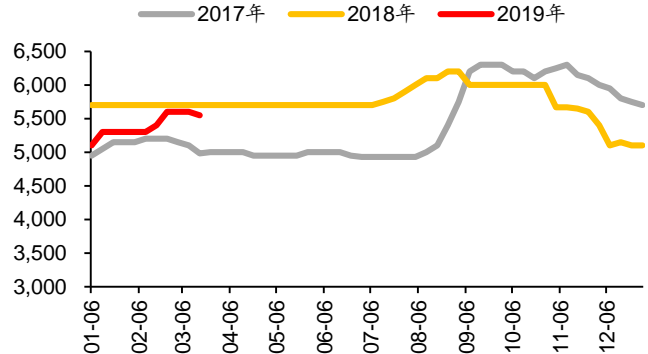
资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表16: 国内废纸到厂价 (不含税) (元/吨)



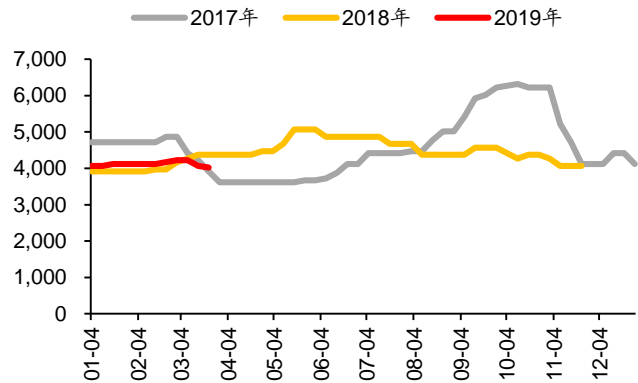
资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表18: 阔叶浆价格走势 (元/吨)



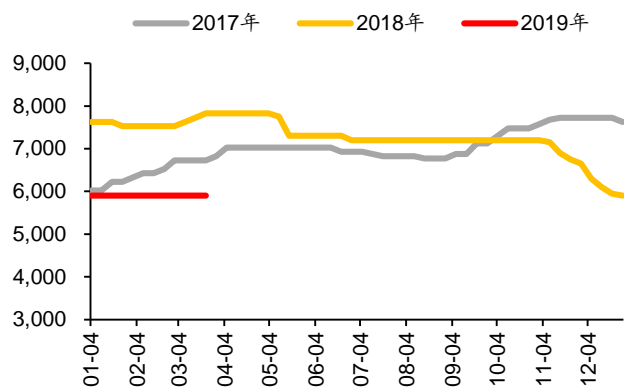
资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表20: 瓦楞纸价格走势 (元/吨)



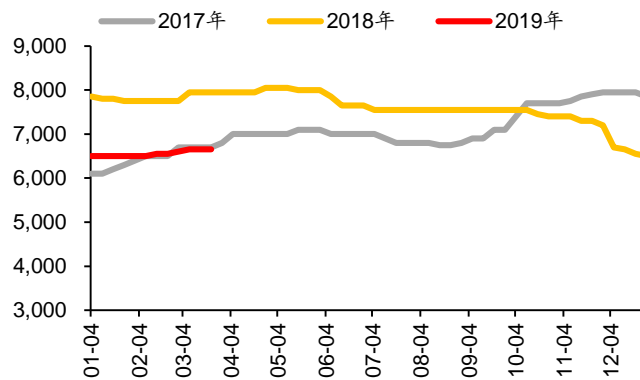
资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表21: 铜版纸价格走势 (元/吨)



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表22: 双胶纸价格走势 (元/吨)



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

重点公司概况

图表23: 重点公司一览表

公司名称	公司代码	评级	03月22日		EPS (元)				P/E (倍)			
			收盘价 (元)	目标价区间 (元)	2017	2018E	2019E	2020E	2017	2018E	2019E	2020E
合兴包装	002228.SZ	增持	5.62	6.08~6.40	0.12	0.20	0.32	0.41	46.83	28.10	17.56	13.71
索菲亚	002572.SZ	增持	22.37	23.40~24.57	0.98	1.04	1.17	1.31	22.83	21.51	19.12	17.08
大亚圣象	000910.SZ	买入	13.21	17.05~18.60	1.19	1.31	1.55	1.72	11.10	10.08	8.52	7.68
太阳纸业	002078.SZ	增持	7.39	7.73~8.76	0.78	0.86	1.03	1.13	9.47	8.59	7.17	6.54
山鹰纸业	600567.SH	增持	4.01	4.65~4.89	0.44	0.70	0.64	0.72	9.11	5.73	6.27	5.57

资料来源: 华泰证券研究所

图表24: 重点公司最新观点

公司名称	最新观点
合兴包装 (002228.SZ)	<p>合并范围变更, 报表重述后 2018 年归母净利润同比增长 64.49%</p> <p>合兴包装发布年报, 公司按会计准则要求将并购基金于初始设立时纳入合并范围并对 2016/2017 年财务报表进行重述, 导致 2018 年因并购形成的 2.96 亿元营业外收入重述调整至 2016 年。重述后 2018 年公司实现营业收入 121.66 亿元, 同比增长 39.08%; 实现归母净利润 2.33 亿元, 同比增长 64.49%, 扣非后归母净利润略低于我们此前预期。分季度看, 公司 18Q1/Q2/Q3/Q4 单季营收分别为 26.57/31.87/32.92/30.30 亿元, 单季归母净利分别为 0.58/0.62/0.62/0.51 亿元。我们预计公司 2018-2020 年 EPS 为分别为 0.32、0.41、0.46 元, 维持“增持”评级。</p> <p>点击下载全文: 合兴包装(002228,增持): 量价齐升促成长, 盈利有望持续修复</p>
索菲亚 (002572.SZ)	<p>2018 年归母净利润同比增长 5.77%, 基本符合我们此前预期</p> <p>索菲亚发布年报, 公司 2018 年实现营业收入 73.11 亿元, 同比增长 18.66%; 实现归母净利润 9.59 亿元, 同比增长 5.77%, 基本符合我们此前预期。分季度看, 公司 18Q1/Q2/Q3/Q4 单季营收分别为 12.4/17.4/21.2/22.1 亿元, 同比分别增长 30%/14%/20%/15%; 18Q1/Q2/Q3/Q4 单季归母净利分别为 1.0/2.7/3.2/2.7 亿元, 同比分别增长 34%/23%/15%/-19%。我们预计公司 2018-2020 年 EPS 为分别为 1.17、1.32、1.52 元, 维持“增持”评级。</p> <p>点击下载全文: 索菲亚(002572,增持): 橱柜扭亏为盈, 赋能渠道费用率提升</p>
大亚圣象 (000910.SZ)	<p>2018 年归母净利润同比增长 10.0%</p> <p>2018 年大亚圣象实现营业收入 72.61 亿元, 同比增长 3.0%; 实现归母净利润 7.25 亿元, 同比增长 10.0%, 符合我们此前预期。分季度看, 18Q1/Q2/Q3/Q4 单季营收分别为 14.0/17.6/19.5/21.5 亿元, 同比分别增长 11%/4%/4%/-3%; 18Q1/Q2/Q3/Q4 单季归母净利分别为 0.6/1.2/2.6/2.8 亿元, 同比分别增长 41%/23%/17%/-5%。我们预计公司 2019-2021 年 EPS 分别为 1.55、1.72、2.00 元, 维持“买入”评级。</p> <p>点击下载全文: 大亚圣象(000910,买入): 业绩符合预期, 产能释放助成长</p>
太阳纸业 (002078.SZ)	<p>核心观点</p> <p>太阳纸业发布业绩快报, 2018 年公司实现营收 216.51 亿元, 同比增长 14.59%; 实现归母净利润 22.34 亿元, 同比增长 10.37%, 业绩表现低于我们此前预期。分季度看, 公司 18Q1/Q2/Q3/Q4 单季营收分别为 50.4/54.3/56.4/55.4 亿元, 同比分别增长 14.3%/26.8%/12.5%/6.8%; 18Q1/Q2/Q3/Q4 单季归母净利分别为 6.2/6.1/5.7/4.3 亿元, 同比分别增长 40.1%/40.6%/14.8%/-33.4%。我们预计公司 2018-2020 年 EPS 分别为 0.86、1.03、1.13 元, 维持“增持”评级。</p> <p>点击下载全文: 太阳纸业(002078,增持): Q4 业绩下滑, 回购计划彰显信心</p>
山鹰纸业 (600567.SH)	<p>2018 年归母净利润同比增长 59.04%</p> <p>2018 年山鹰纸业实现营业收入 243.67 亿元, 同比增长 39.48%; 实现归母净利润 32.04 亿元, 同比增长 59.04%, 略低于公司业绩预告与我们此前预期。分季度看, 18Q1/Q2/Q3/Q4 单季营收分别为 54.2/65.4/59.8/64.3 亿元, 同比分别增长 61%/60%/22%/26%; 18Q1/Q2/Q3/Q4 单季归母净利分别为 6.1/11.0/6.1/8.9 亿元, 同比分别增长 40%/180%/1%/52%。我们预计公司 2019-2021 年 EPS 分别为 0.64、0.72、0.83 元, 维持“增持”评级。</p> <p>点击下载全文: 山鹰纸业(600567,增持): 并购加强海外布局, 巩固成本优势</p>

资料来源: 华泰证券研究所

行业动态

图表25：行业新闻概览

新闻日期	来源	新闻标题及链接地址
2019年03月22日	中国纸业网	星巴克正在研发环保纸杯 曾承诺到2020年全球停止供应塑料吸管 (点击查看原文)
2019年03月22日	中国纸业网	纸箱厂请注意：这424家食品厂、电子厂的订单要慎接 (点击查看原文)
2019年03月22日	中国纸业网	一月之内连降两次，包装纸价格企稳仍需时日 (点击查看原文)
2019年03月21日	新浪财经	大自然木门全面赋能产品，打造全屋水漆家居 (点击查看原文)
2019年03月19日	中国纸业网	扬州市抽检5个批次30件妇女卫生用品样品 全部合格 (点击查看原文)
2019年03月19日	中国纸业网	2018年福建省造纸行业8强名单发布 (点击查看原文)

资料来源：财汇资讯、华泰证券研究所

图表26：公司动态

	2019-03-22	公司章程修正案 链接: https://crm.htsc.com.cn/pdf_finchina/CNSESZ_STOCK/2019/2019-3/2019-03-22/5101903.pdf
	2019-03-22	第五届董事会2019年第三次会议决议公告 链接: https://crm.htsc.com.cn/pdf_finchina/CNSESZ_STOCK/2019/2019-3/2019-03-22/5101900.pdf
	2019-03-22	公司章程(2019年3月) 链接: https://crm.htsc.com.cn/pdf_finchina/CNSESZ_STOCK/2019/2019-3/2019-03-22/5101902.pdf
	2019-03-18	2019年第一季度业绩预告 链接: https://crm.htsc.com.cn/pdf_finchina/CNSESZ_STOCK/2019/2019-3/2019-03-18/5089407.pdf
合兴包装	2019-03-23	关于控股股东进行股票质押式回购交易及股权解除质押的公告 链接: https://crm.htsc.com.cn/pdf_finchina/CNSESZ_STOCK/2019/2019-3/2019-03-23/5106046.pdf
	2019-03-19	关于控股股东进行股票质押式回购交易及股权解除质押的公告 链接: https://crm.htsc.com.cn/pdf_finchina/CNSESZ_STOCK/2019/2019-3/2019-03-19/5090684.pdf
索菲亚	2019-03-23	关于控股股东进行股票质押式回购业务的公告 链接: https://crm.htsc.com.cn/pdf_finchina/CNSESZ_STOCK/2019/2019-3/2019-03-23/5107552.pdf
美克家居	2019-03-20	美克家居对外担保公告 链接: https://crm.htsc.com.cn/pdf_finchina/CNSESZ_STOCK/2019/2019-3/2019-03-20/5093576.pdf
山鹰纸业	2019-03-23	山鹰纸业关于回购股份事项股东持股及回购预案情况的说明公告 链接: https://crm.htsc.com.cn/pdf_finchina/CNSESZ_STOCK/2019/2019-3/2019-03-23/5107689.pdf
	2019-03-21	山鹰纸业关于控股股东部分股份质押的公告 链接: https://crm.htsc.com.cn/pdf_finchina/CNSESZ_STOCK/2019/2019-3/2019-03-21/5099480.pdf
	2019-03-19	募集资金年度存放与使用情况鉴证报告 链接: https://crm.htsc.com.cn/pdf_finchina/CNSESZ_STOCK/2019/2019-3/2019-03-19/5091759.pdf
	2019-03-19	非经营性资金占用及其他关联资金往来情况专项审核报告 链接: https://crm.htsc.com.cn/pdf_finchina/CNSESZ_STOCK/2019/2019-3/2019-03-19/5091765.pdf
	2019-03-19	山鹰纸业关于董事会秘书辞职及指定公司高级管理人员代行董事会秘书职责的公告 链接: https://crm.htsc.com.cn/pdf_finchina/CNSESZ_STOCK/2019/2019-3/2019-03-19/5091760.pdf
	2019-03-19	山鹰纸业2018年年度报告摘要 链接: https://crm.htsc.com.cn/pdf_finchina/CNSESZ_STOCK/2019/2019-3/2019-03-19/5091742.pdf
	2019-03-19	山鹰纸业第七届监事会第十六次会议决议公告 链接: https://crm.htsc.com.cn/pdf_finchina/CNSESZ_STOCK/2019/2019-3/2019-03-19/5091751.pdf
	2019-03-19	山鹰纸业关于2018年核销应收款项的公告 链接: https://crm.htsc.com.cn/pdf_finchina/CNSESZ_STOCK/2019/2019-3/2019-03-19/5091758.pdf
	2019-03-19	山鹰纸业2018年年度报告 链接: https://crm.htsc.com.cn/pdf_finchina/CNSESZ_STOCK/2019/2019-3/2019-03-19/5091767.pdf
	2019-03-19	国金证券股份有限公司关于山鹰国际控股股份公司2018年度募集资金存放与使用情况的核查意见 链接: https://crm.htsc.com.cn/pdf_finchina/CNSESZ_STOCK/2019/2019-3/2019-03-19/5091737.pdf
	2019-03-19	山鹰纸业公司章程(2019年3月修订) 链接: https://crm.htsc.com.cn/pdf_finchina/CNSESZ_STOCK/2019/2019-3/2019-03-19/5091762.pdf
	2019-03-19	山鹰纸业关于募集资金年度存放与使用情况的专项报告 链接: https://crm.htsc.com.cn/pdf_finchina/CNSESZ_STOCK/2019/2019-3/2019-03-19/5091761.pdf
	2019-03-19	山鹰纸业关于使用银行承兑汇票、信用证及自有外汇等方式支付募集资金投资项目并以募集资金等额置换的公告 链接: https://crm.htsc.com.cn/pdf_finchina/CNSESZ_STOCK/2019/2019-3/2019-03-19/5091749.pdf
	2019-03-19	山鹰纸业关于以集中竞价交易方式回购股份的预案 链接: https://crm.htsc.com.cn/pdf_finchina/CNSESZ_STOCK/2019/2019-3/2019-03-19/5091754.pdf
	2019-03-19	山鹰纸业关于为控股子公司向金融机构申请授信额度提供担保的公告 链接: https://crm.htsc.com.cn/pdf_finchina/CNSESZ_STOCK/2019/2019-3/2019-03-19/5091744.pdf

2019-03-19	山鹰纸业关于拟注册发行短期融资券的公告 链接: https://crm.htsc.com.cn/pdf_finchina/CNSESH_STOCK/2019/2019-3/2019-03-19/5091747.pdf
2019-03-19	山鹰纸业独立董事关于第七届董事会第十八次会议相关事项的独立意见 链接: https://crm.htsc.com.cn/pdf_finchina/CNSESH_STOCK/2019/2019-3/2019-03-19/5091739.pdf
2019-03-19	山鹰纸业关于使用闲置自有资金进行结构性存款或购买理财产品的公告 链接: https://crm.htsc.com.cn/pdf_finchina/CNSESH_STOCK/2019/2019-3/2019-03-19/5091750.pdf
2019-03-19	山鹰纸业第七届董事会第十八次会议决议公告 链接: https://crm.htsc.com.cn/pdf_finchina/CNSESH_STOCK/2019/2019-3/2019-03-19/5091738.pdf
2019-03-19	山鹰纸业 2018 年度内部控制评价报告 链接: https://crm.htsc.com.cn/pdf_finchina/CNSESH_STOCK/2019/2019-3/2019-03-19/5091763.pdf
2019-03-19	国金证券股份有限公司关于山鹰国际控股股份公司 2018 年持续督导年度报告书 链接: https://crm.htsc.com.cn/pdf_finchina/CNSESH_STOCK/2019/2019-3/2019-03-19/5091632.pdf
2019-03-19	2018 年度审计报告 链接: https://crm.htsc.com.cn/pdf_finchina/CNSESH_STOCK/2019/2019-3/2019-03-19/5091766.pdf
2019-03-19	国金证券股份有限公司关于山鹰国际控股股份公司使用银行承兑汇票、信用证及自有外汇等方式支付募集资金投资项目并以募集资金等额置换的核查意见 链接: https://crm.htsc.com.cn/pdf_finchina/CNSESH_STOCK/2019/2019-3/2019-03-19/5091748.pdf
2019-03-19	山鹰纸业关于公司及控股子公司开展金融衍生品投资业务的公告 链接: https://crm.htsc.com.cn/pdf_finchina/CNSESH_STOCK/2019/2019-3/2019-03-19/5091746.pdf
2019-03-19	山鹰纸业关于执行新会计准则的公告 链接: https://crm.htsc.com.cn/pdf_finchina/CNSESH_STOCK/2019/2019-3/2019-03-19/5091756.pdf
2019-03-19	山鹰纸业董事会审计委员会 2018 年度履职报告 链接: https://crm.htsc.com.cn/pdf_finchina/CNSESH_STOCK/2019/2019-3/2019-03-19/5091740.pdf
2019-03-19	内部控制审计报告 链接: https://crm.htsc.com.cn/pdf_finchina/CNSESH_STOCK/2019/2019-3/2019-03-19/5091736.pdf
2019-03-19	山鹰纸业 2018 年度独立董事述职报告 链接: https://crm.htsc.com.cn/pdf_finchina/CNSESH_STOCK/2019/2019-3/2019-03-19/5091764.pdf
2019-03-19	山鹰纸业关于修订《公司章程》的公告 链接: https://crm.htsc.com.cn/pdf_finchina/CNSESH_STOCK/2019/2019-3/2019-03-19/5091752.pdf

资料来源: 财汇资讯、华泰证券研究所

风险提示

环保执行不及预期：若环保执行不及预期，将影响到行业内中小产能出清速度，进而将影响纸企市场份额提升程度与盈利能力。

地产销售低于预期：家用轻工属于地产后周期消费品种，虽然地产销售到家居品消费存在4-6个季度的滞后，但是如果地产销售增速超预期下滑，势必将影响家居收入高增长的可持续性。

烟草行业政策风险：目前国内新型烟草销售政策尚未放开，尽管当前国家烟草总局表明要加强新型烟草领域相关研究与政策推进，但若后续新型烟草政策推进不及预期，布局新型烟草业务的企业的相关业务经营或受到一定影响。

免责声明

本报告仅供华泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司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，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或征价。该等观点、建议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，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。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。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。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。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为之提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。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独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权力。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。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：91320000704041011J。

全资子公司华泰金融控股（香港）有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格，经营许可证编号为：A0K809

©版权所有 2019 年华泰证券股份有限公司

评级说明

行业评级体系

一 报告发布日后的 6 个月内的行业涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

一 投资建议的评级标准

增持行业股票指数超越基准

中性行业股票指数基本与基准持平

减持行业股票指数明显弱于基准

公司评级体系

一 报告发布日后的 6 个月内的公司涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

一 投资建议的评级标准

买入股价超越基准 20% 以上

增持股价超越基准 5%-20%

中性股价相对基准波动在 -5%~5% 之间

减持股价弱于基准 5%-20%

卖出股价弱于基准 20% 以上

华泰证券研究

南京

南京市建邺区江东中路 228 号华泰证券广场 1 号楼/邮政编码：210019

电话：86 25 83389999/传真：86 25 83387521

电子邮件：ht-rd@htsc.com

深圳

深圳市福田区益田路 5999 号基金大厦 10 楼/邮政编码：518017

电话：86 755 82493932/传真：86 755 82492062

电子邮件：ht-rd@htsc.com

北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同 28 号太平洋保险大厦 A 座 18 层
 邮政编码：100032

电话：86 10 63211166/传真：86 10 63211275

电子邮件：ht-rd@htsc.com

上海

上海市浦东新区东方路 18 号保利广场 E 栋 23 楼/邮政编码：200120

电话：86 21 28972098/传真：86 21 28972068

电子邮件：ht-rd@htsc.com