

行业研究/动态点评

2019年07月04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

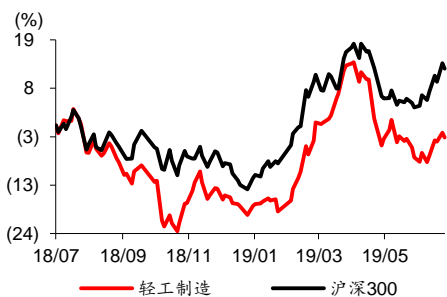
**倪娇娇** 执业证书编号: S0570517110005  
研究员 nijiaojiao@htsc.com

**周鑫**  
联系人 zhou.xin@htsc.com

相关研究

- 1 《轻工制造: 精准定位市场需求, 渠道发力铸造龙头》2019.07
- 2 《轻工制造: 轻工出口标的有望迎来反弹》2019.07
- 3 《轻工制造: 行业周报 (第二十六周)》2019.06

一年内行业走势图



资料来源: Wind

# 优选下游需求稳健的细分龙头

## 轻工行业 2019 年中报前瞻

### 投资建议: 优选下游需求稳健增长的细分龙头

家居板块二季度头部企业收入增速尚未出现明显提升, 结构性看工装业务成长更具确定性; 包装龙头订单量仍有较好支撑, 原材料价格下行有望带动盈利继续修复; 造纸需求不振、供需格局走弱, 纸价与盈利仍然承压。建议优选下游需求稳健增长的细分龙头, 关注帝欧家居、顾家家居、欧派家居、晨光文具、齐心集团、劲嘉股份、中顺洁柔、合兴包装。

### 家居: 基本面支撑仍需关注地产竣工, 工装业务成长更具确定性

受地产销售下行、精装分流等因素影响, 定制行业竞争加剧, 我们预计二季度头部家居企业单季度收入增速尚未出现明显回升, 后续基本面支撑仍需关注地产竣工数据; 结构性看, 精装修交付比例稳步提升, 据奥维云网检测数据, 2019年1-5月全国精装修商品住宅开盘规模达到99.53万套, 同比增长20%, 2019年工程渠道业务成长更具确定性。成品家居竞争格局较好, 多品类拓展、原材料价格持续下行、外延并表推动业绩稳步增长。我们预计19H1收入增速: 帝欧家居(30~35%)、顾家家居(含并表25~30%)、欧派家居(10~15%)、索菲亚(5~10%)。

### 包装: 订单向龙头集中, 烟草行业回暖带动烟标业务稳健增长

中美贸易摩擦给上半年纸包装需求带来一定压力, 但龙头企业受益于供给侧改革、环保趋严后中小产能的出清, 订单量仍有较好支撑; 盈利方面, 受益于原材料纸价持续下行, 毛利率有望进一步修复。烟草包装方面, 据国家统计局数据, 1-5月卷烟产量同比增长4.7%, 较2018年全年-0.4%的增速提升显著, 产销回暖有望支撑烟标需求; 此外, 电子烟国家标准有望年内出台, 给行业带来较强催化。我们预计19H1净利增速: 合兴包装(15~20%)、裕同科技(8~12%)、劲嘉股份(20~30%)。

### 造纸: 需求不振、供需格局走弱, 纸价、盈利持续承压

受国内经济疲软、中美贸易摩擦影响, 包装纸下游需求低迷, 纸价持续下行, 行业“旺季不旺、淡季更淡”特征明显。据卓创资讯, 2019年上半年箱板纸/瓦楞纸/双胶纸/铜版纸均价同比分别下滑14%/16%/18%/21%, 根据我们吨盈利模型测算的当前无外废配比的吨纸毛利仅为170元/吨, 纸价和盈利阶段性承压。中期看, 年内包装纸新增产能较多, 行业供需格局走弱将持续对纸企盈利形成压制。我们预计19H1净利增速: 太阳纸业(-35%~-30%)、晨鸣纸业(-72%~-69%, 据业绩预告)。

### 消费轻工: 文具需求稳健、办公集采推动增长; 生活用纸受益浆价下行

文具行业下游需求偏刚性, C端业务有望稳健增长; 2015年政府加强推进阳光采购, 驱动办公用品集采市场快速发展, 具备大宗服务能力的办公用品集采企业有望受益。重点推荐晨光文具(我们预计19H1净利同比增速20~25%), 建议关注齐心集团。此外, 看好受益于浆价下行、盈利有望回升的生活用纸企业中顺洁柔(我们预计19H1净利同比增速30~35%)。

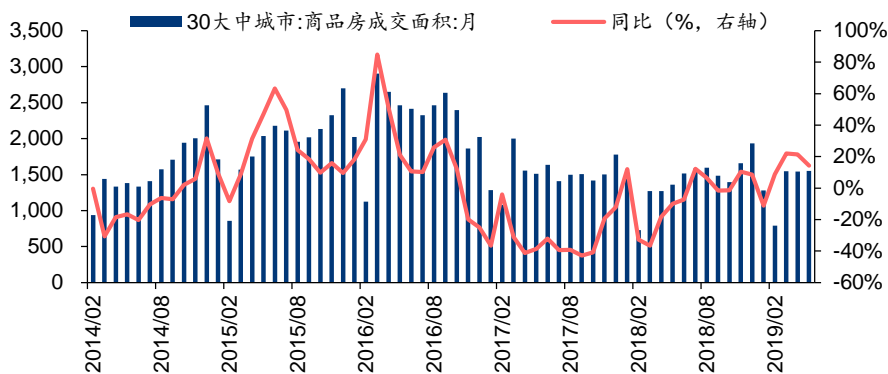
风险提示: 市场竞争加剧, 下游需求不及预期。

重点推荐

股票代码	股票名称	收盘价 (元)	投资评级	EPS (元)				P/E (倍)			
				2018A	2019E	2020E	2021E	2018A	2019E	2020E	2021E
002798	帝欧家居	19.10	买入	0.99	1.28	1.70	2.27	19.29	14.92	11.24	8.41
603816	顾家家居	33.09	买入	1.64	2.12	2.64	3.27	20.18	15.61	12.53	10.12
603899	晨光文具	42.97	增持	0.88	1.08	1.33	1.62	48.83	39.79	32.31	26.52
002511	中顺洁柔	11.91	增持	0.31	0.40	0.49	0.63	38.42	29.78	24.31	18.90
002228	合兴包装	5.12	买入	0.20	0.32	0.41	0.50	25.60	16.00	12.49	10.24

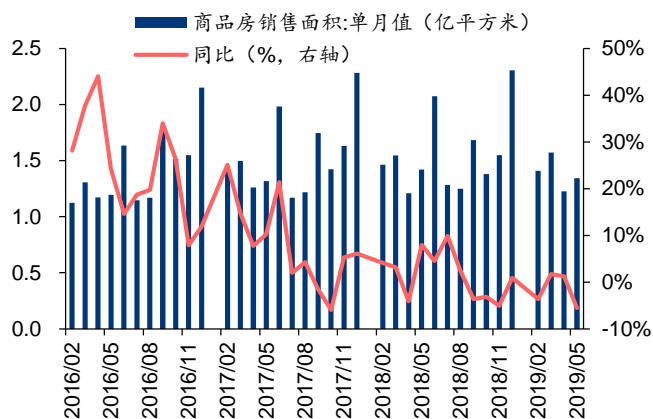
资料来源: 华泰证券研究所

图表1: 30大中城市商品房成交面积及同比增速



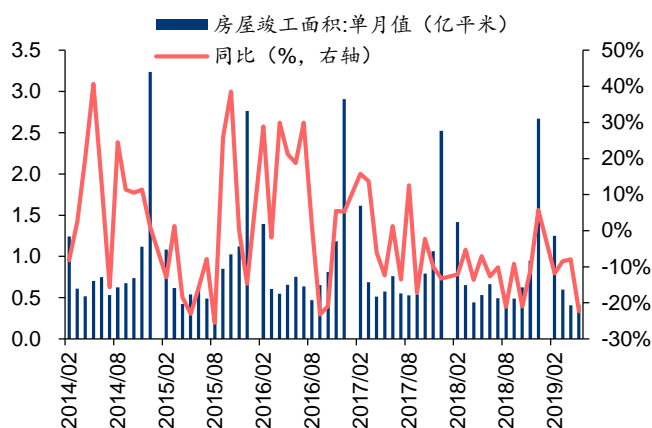
资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表2: 商品房单月销售面积及同比情况



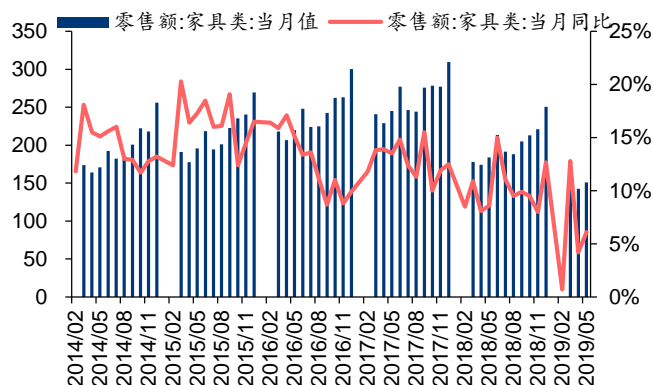
资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表3: 房屋竣工面积累计值及同比增速情况



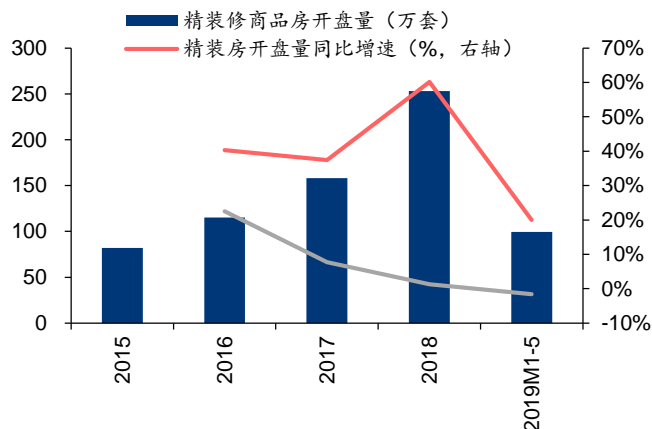
资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表4: 家居零售额当月值及其同比情况



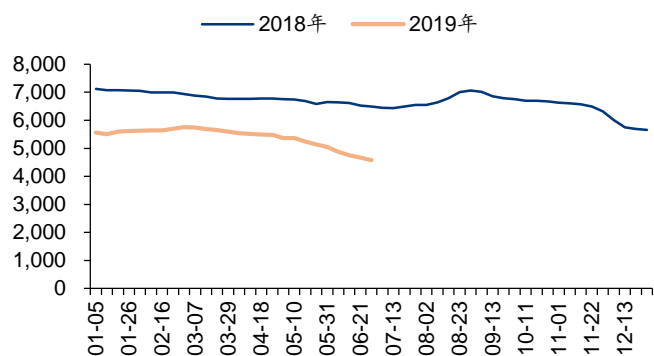
资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表5: 精装修商品房开盘量及同比增速



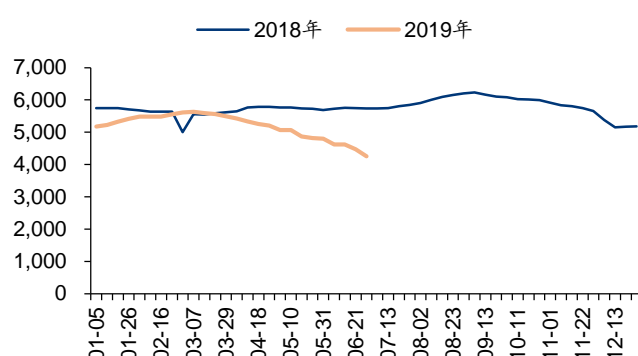
资料来源: 奥维云网, Wind, 华泰证券研究所

图表6: 针叶浆价格走势 (元/吨)



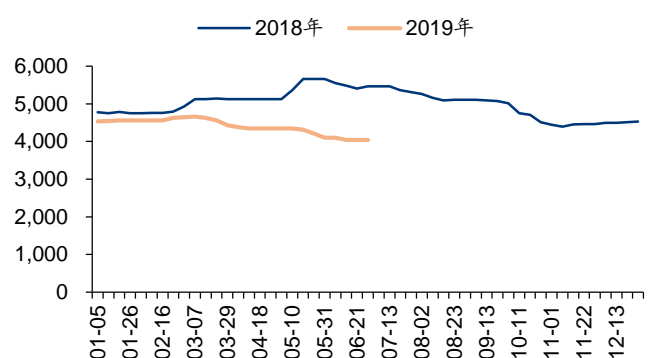
资料来源: 卓创资讯, 华泰证券研究所

图表7: 阔叶浆价格走势 (元/吨)



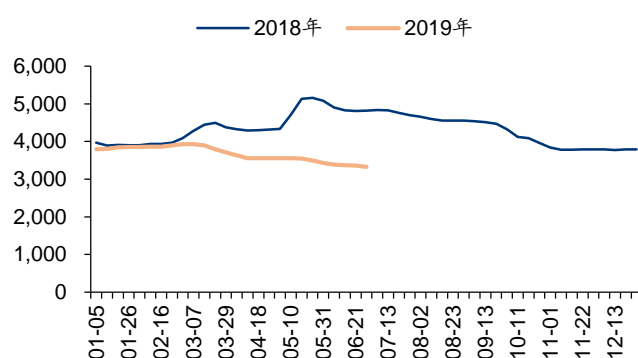
资料来源: 卓创资讯, 华泰证券研究所

图表8: 箱板纸价格走势 (元/吨)



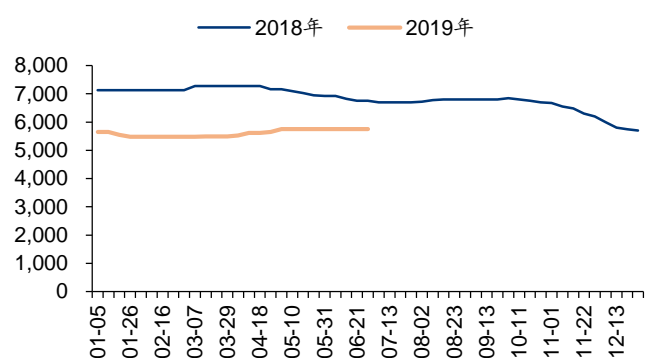
资料来源: 卓创资讯, 华泰证券研究所

图表9: 瓦楞纸价格走势 (元/吨)



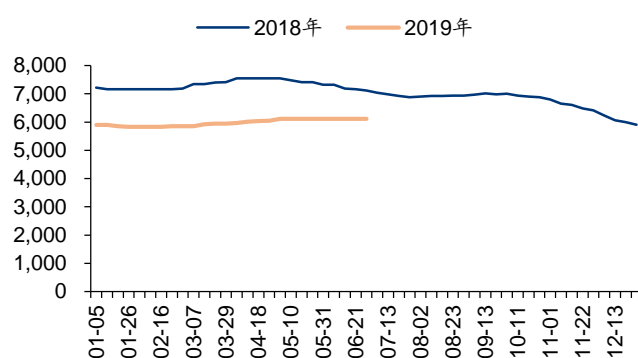
资料来源: 卓创资讯, 华泰证券研究所

图表10: 铜版纸价格走势 (元/吨)



资料来源: 卓创资讯, 华泰证券研究所

图表11: 双胶纸价格走势 (元/吨)



资料来源: 卓创资讯, 华泰证券研究所

## 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