



强于大市

轻工行业 2019 年中报前瞻

把握需求稳健品种，关注地产竣工

我们认为家居行业 H1 持续受到地产下行周期滞后影响，Q2 改善不显著，下半年交房回升后需求有望回暖，建议布局业绩改善的家居龙头和头部房企核心精装供应商。造纸方面包装纸受全年产能释放压制，文化纸企盈利旺季有所修复但仍需面临淡季压力。包装企业受益于行业集中度提升以及原材料成本下降，业绩持续改善。其他消费类轻工预计表现稳健。

支撑评级的要点

- **家居：需求明显复苏仍需等待下半年竣工回升。**行业整体仍受地产销售低迷影响，需求回暖需要等待下半年竣工面积回升。定制家居整体受精装渗透率提升、行业竞争加剧的影响，二季度销售回升不明显，但龙头品牌持续在做渠道和产品的优化，在盈利能力仍然保持稳健的情况下，下半年的业绩回升值得期待。成品家居受中美贸易关系影响较大，但内销竞争格局较好，原材料价格下降形成阶段利好，多品类的发展模式下实现稳健增长。龙头房企的竣工面积 19 年确定增长，其精装供应商今年需求和业绩增长最为确定。预计 H1 净利润 YoY(%)表现：索菲亚(5~10)、欧派家居(10~15)、尚品宅配(30~35)、志邦家居(5~10)、帝欧家居(40~45)、顾家家居(10~15)、梦百合(250~300)。
- **其他消费类轻工表现稳健。**国内阳光采购趋势下，办公文具直采进入快速发展期，文具龙头办公业务发展超预期，晨光文具在精品文创战略下，产品结构不断优化，传统业务毛利率不断提升，杂物零售进入加盟扩张期，成长仍然稳健。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，浆移动平均成本降低，Q2 业绩将体现成本弹性。预计 H1 净利润 YoY(%)表现：晨光文具(25~30)、中顺洁柔(30~35)。
- **造纸：文化纸盈利逐步改善，包装纸新产能压制景气。**上半年纸种价格走势分化，文化纸价经历了节后旺季 5 轮提价，在浆价下跌趋势下，Q2 吨毛利相对于 Q1 有明显改善，但 Q3 淡季将面临回调压力。废纸系纸种价格走势低迷，纸企盈利受到压缩，且今年箱板瓦楞纸新增产能较多，下半年废纸进口进一步收紧预期下，行业盈利能力将继续受到考验。预计 Q1 净利润 YoY(%)表现：太阳纸业(-35)，晨鸣纸业(-70)，山鹰纸业(-30~35)。
- **包装：业绩维持改善趋势。**行业集中度提升格局下，龙头包企规模增长更确定，同时由于原材料价格同比大幅回落，上半年业绩将持续改善。此外新兴产业导入、产业供给格局变化，也帮助龙头公司业绩表现走强。预计 H1 净利润 YoY 表现：裕同科技(10)、合兴包装(15~20)、劲嘉股份(20~25)、东港股份(20~25)。

重点推荐

- 家居板块估值和业绩双底部，看好下半年竣工面积回弹带来的业绩回升，推荐大家居进展领先的欧派家居、外延内生并重的顾家家居、精装趋势最为受益的帝欧家居。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，包装看好新型烟草布局积极的劲嘉股份、纸包装龙头合兴包装，消费轻工看好成长稳健的文具龙头晨光文具。

评级面临的主要风险

- 废纸政策变动、宏观经济持续下行。

相关研究报告

《轻工行业 2019 年中期策略》20190630
《轻工制造行业 18 年报和 19 年一季报综述》
20190507
《新型烟草专题报告》20190415

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
kaina.liu@bocichina.com
证券投资咨询业务证书编号：S1300118030026

图表1. 轻工行业 H1 业绩预测表

公司代码	公司	评级	收入 YOY(%)	利润 YOY(%)	预测收入 YOY(%)	预测利润 YOY(%)	预测收入 YOY(%)	预测利润 YOY(%)
			2019Q1	2019Q1	2019Q2	2019Q2	2019H1	2019H1
造纸类								
002078.SZ	太阳纸业	买入	8	(38)	5	(35)	7	(37)
000488.SZ	晨鸣纸业	未有评级	(15)	(95)	(10)	(50)	(12)	(70)
600567.SH	山鹰纸业	未有评级	(4)	(24)	(5)	(35)	(4)	(31)
002511.SZ	中顺洁柔	买入	26	25	25	45	25	35
印刷包装类								
002228.SZ	合兴包装	买入	8	17	10	15	9	16
002831.SZ	裕同科技	未有评级	11	11	8	10	9	10
002191.SZ	劲嘉股份	增持	24	22	25	20	25	21
002117.SZ	东港股份	未有评级	8	18	10	30	9	24
消费类轻工								
002572.SZ	索菲亚	买入	(5)	4	10	5	4	5
603833.SH	欧派家居	买入	16	25	10	15	12	16
300616.SZ	尚品宅配	买入	16	32	15	20	15	34
603898.SH	好莱客	未有评级	5	8	10	10	8	10
603801.SH	志邦家居	增持	5	5	10	10	8	8
603180.SH	金牌厨柜	未有评级	6	3	10	10	8	8
000910.SZ	大亚圣象	未有评级	1	10	5	5	3	7
002798.SZ	帝欧家居	买入	38	49	35	40	36	42
603816.SH	顾家家居	买入	33	10	25	15	29	12
603313.SH	梦百合	买入	29	1547	20	110	24	283
603899.SH	晨光文具	买入	28	26	25	25	26	26
002925.sz	盈趣科技	买入	4	(10)	10	10	7	2

资料来源: 万得, 中银国际证券

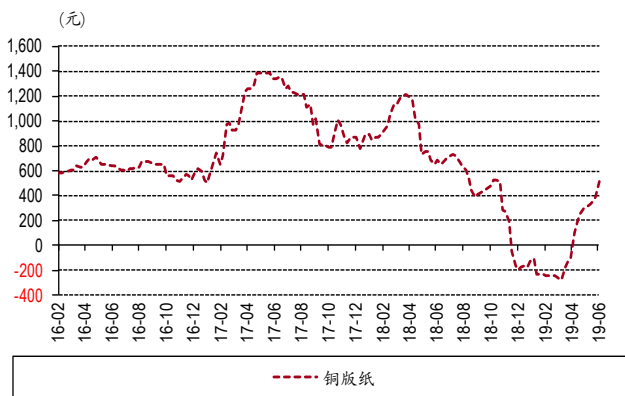
附录图表2. 报告中提及上市公司估值表

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)
					2018A	2019E	2018A	2019E	
000488.SZ	晨鸣纸业	未有评级	5.43	131	0.86	0.74	6.3	7.3	6.09
002511.SZ	中顺洁柔	买入	12.27	160	0.31	0.39	39.4	31.6	2.61
002078.SZ	太阳纸业	增持	6.99	181	0.86	0.89	8.1	7.8	4.78
600567.SH	山鹰纸业	未有评级	3.34	153	0.70	0.70	4.8	4.8	2.83
002228.SZ	合兴包装	买入	4.77	56	0.20	0.29	23.9	16.7	2.35
002191.SZ	劲嘉股份	增持	11.83	173	0.50	0.60	23.9	19.7	4.31
002831.SZ	裕同科技	未有评级	19.24	169	1.08	1.35	17.8	14.2	6.30
002117.SZ	东港股份	未有评级	10.47	57	0.47	0.58	22.3	18.2	2.64
002572.SZ	索菲亚	买入	18.36	170	1.04	1.17	17.7	15.6	4.36
000910.SZ	大亚圣象	未有评级	10.90	60	1.31	1.47	8.3	7.4	7.80
603898.SH	好莱客	未有评级	16.44	51	1.23	1.41	13.3	11.6	6.89
300616.SZ	尚品宅配	买入	87.20	166	1.91	2.43	45.6	35.9	14.18
603208.SH	江山欧派	未有评级	34.92	28	1.89	2.50	18.5	14.0	13.13
603313.SH	梦百合	买入	17.85	57	0.58	1.50	30.7	11.9	5.13
603180.SH	金牌厨柜	未有评级	54.30	36	3.13	3.75	17.4	14.5	13.54
603801.SH	志邦家居	增持	19.00	42	1.22	1.98	15.5	9.6	7.76
002798.SZ	帝欧家居	买入	21.14	81	0.99	1.31	21.4	16.1	8.31
603816.SH	顾家家居	买入	32.05	193	1.64	2.90	19.5	11.0	6.56
603833.SH	欧派家居	买入	108.30	455	3.74	4.32	29.0	25.1	17.48
603899.SH	晨光文具	买入	41.11	378	0.88	1.12	46.9	36.5	3.69
002925.SZ	盈趣科技	买入	37.75	173	1.78	2.25	21.2	16.8	7.44

资料来源: 万得, 中银国际证券

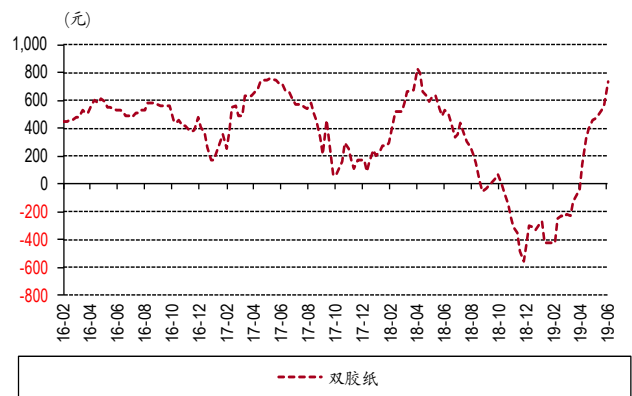
注: 股价截止日7月16日, 未有评级公司盈利预测来自万得一致预期

图表3. 铜版纸企业毛利率模拟走势



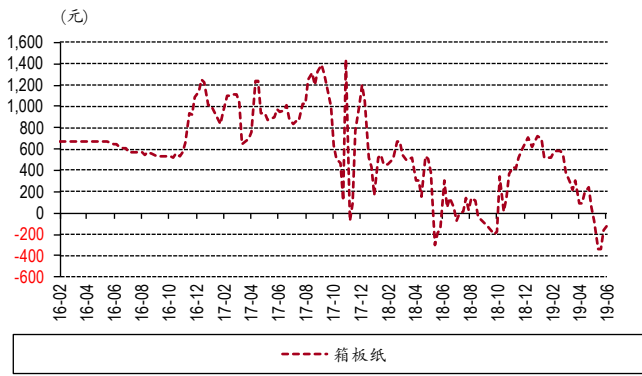
资料来源: 万得, 中银国际证券

图表4. 双胶纸企业毛利率模拟走势



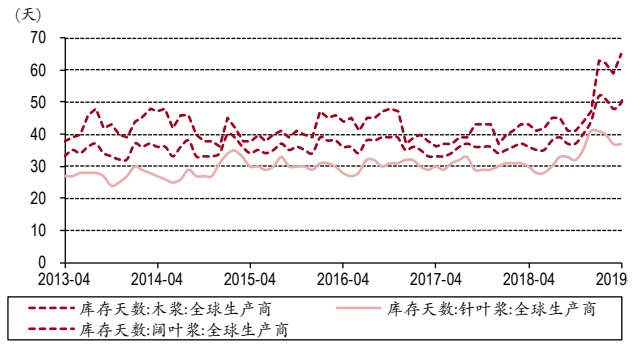
资料来源: 万得, 中银国际证券

图表5. 箱板纸吨毛利模拟走势



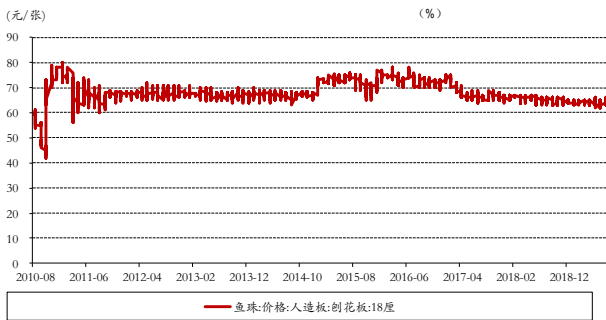
资料来源: 万得, 中银国际证券

图表6. 全球木浆生产商库存天数



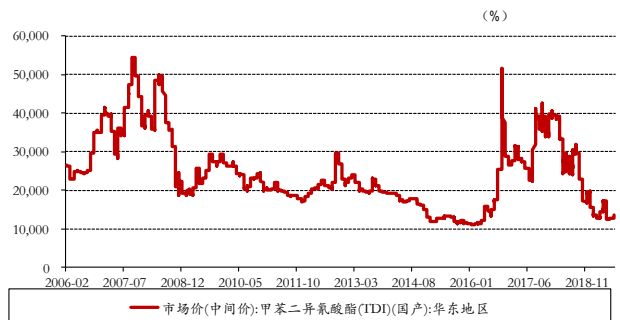
资料来源: 卓创资讯, 中银国际证券

图表7. 板材价格走势稳中有降



资料来源: 万得, 中银国际证券

图表8. TDI 价格走势持续回落



资料来源: 卓创资讯, 中银国际证券

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