

轻工制造

造纸 19Q2 盈利修复启动，包装细分领域表现差异化，消费轻工增长稳健

造纸：Q2 盈利修复进程启动，细分纸种盈利存差异

造纸板块 19H1 年实现收入 688.5 亿元，同比-5.6%；实现归母净利润 37.9 亿元，同比-47.1%；实现扣非归母净利润 30.8 亿元，同比-51.3%。19Q2 实现收入 357.3 亿元，同比-10.1%；实现归母净利润 21.9 亿元，同比-47.6%；实现扣非归母净利润 19.7 亿元，同比-45.4%。

19Q1 盈利筑底，Q2 利润率环比改善明显。19H1 造纸板块毛利率为 19.4%，同比-4.8pct；19Q2 毛利率为 21.2%，环比+3.7pct，同比-2.9pct。期间费用率小幅回落。19H1 造纸板块期间费用率为 11.9%，同比-1.0pct；19Q2 期间费用率为 12.2%，环比+0.5pct，同比-0.3pct。对应净利率环比改善，19H1 净利率 5.5%，同比-4.5pct；19Q2 净利率 6.1%，环比+1.4pct，同比-4.5pct。

文化纸盈利能力强。文化纸自 19 年 3 月开始提价落实 300~500 元/吨，Q2 环比涨幅 2%。19 年初木浆价格持续下跌，外盘木浆环比降幅 8%，文化纸毛利率 Q2 环比提升 7~8pct。19Q2 太阳纸业双胶纸/铜版纸毛利率分别环比提升 8.8/6.2pct 至 25.7%/22.4%，19H1 双胶纸/铜版纸吨毛利 1008/758 元；晨鸣纸业文化纸毛利率环比提升 7pct 至 21.8%，19H1 吨毛利 1025 元。

包装纸依靠外废改善成本结构。包装纸延续价格下滑趋势，箱板纸/瓦楞纸单 Q2 价格环比-7.9%/-9.7%，美废/国废价格 Q2 环比-23.7%/-4.2%。山鹰纸业仍享受外废配额红利，19H1 外废使用比例约为 37%，Q2 成本端环比-10.0%，价格端环比-9%，19Q2 毛利率环比+1.1pct 至 20.9%。19Q1 国外价格平均高出美废 675 元/吨，Q2 价差提升至 1018 元/吨，山鹰 19Q2 单吨净利 300 元，环比提升 40 元。

包装：细分领域表现分化，“小包装”增长较为稳健

19 年包装板块收入业绩增长有所承压。包装板块 19H1 年实现收入 441.1 亿元，同比+6.8%；实现归母净利润 35.3 亿元，同比-4.0%；实现扣非归母净利润 32.3 亿元，同比+8.1%。19Q2 实现收入 210.9 亿元，同比+5.5%；实现归母净利润 15.7 亿元，同比-17.1%；实现扣非归母净利润 14.5 亿元，同比+2.9%。

原材料价格下行周期，毛利率小幅提升。19H1 包装板块毛利率为 23.7%，同比+0.9pct；19Q2 毛利率为 24.3%，环比+0.6pct，同比+1.9pct。期间费用率出现回落，19H1 包装板块期间费用率为 11.9%，同比-1.1pct；19Q2 期间费用率为 12.0%，环比+0.2pct，同比-0.2pct。包装行业受非经常性损益影响较大，净利率小幅降低。19H1 净利率 8.2%，同比-1.0pct；19Q2 净利率 8.4%，环比-0.4pct，同比-1.5pct。

“大包装”行业受箱瓦纸价格影响收入承压，“小包装”表现较为稳健。以箱板瓦楞纸箱为主的“大包装”需求受宏观经济波动影响较大，代表企业合兴包装收入端承压，19H1 收入/归母净利润增速分别为 13.8%/-67.3%；但原材料价格下行周期，公司利润率存在向上空间，19H1 毛利率为 12.7%，同比+1.0pct。以烟酒类、3C 类卡纸为主的“小包装”需求稳定性相对较好，增长表现较为稳健。奥瑞金/劲嘉股份/裕同科技 19H1 收入增速分别为 2.6%/15.9%/12.1%，归母净利润增速分别为 5.4%/22.6%/11.2%。

消费轻工：收入业绩增长稳健，中报表现亮眼

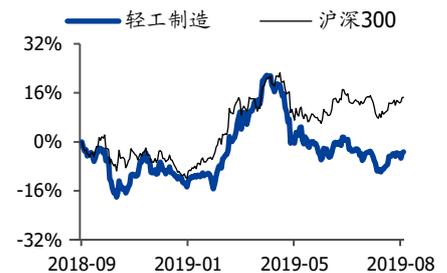
受宏观经济波动影响较小，轻工消费板块收入业绩增长远超行业平均水平。19H1 中顺洁柔/晨光文具/齐心集团收入增速分别为 22.7%/27.8%/57.9%，19Q2 收入增速为 19.9%/27.6%/60.9%，远超轻工板块平均的 -1.9%/-4.2%。19H1 中顺洁柔/晨光文具/齐心集团归母净利润增速分别为 37.6%/25.8%/26.4%，19Q2 归母净利润增速为 49.7%/25.0%/24.8%，同样显著好于轻工行业平均增速-25.1%/-24.5%。

受益原材料价格下降生活用纸企业毛利率环比大幅提升，文具行业表现相对稳定。中顺洁柔生活用纸产品 19H1 毛利率为 37.2%，同比+0.7pct；单 Q2 毛利率 40.3%，环比+6.3pct，同比+6.0pct。晨光文具/齐心集团 19H1 毛利率分别为 26.2%/16.7%，同比+0.6/-3.7pct；19Q2 毛利率分别为 25.4%/16.9%，环比-1.7/+0.6pct，同比+1.3/-2.8pct。

风险提示：原材料价格波动、下游需求不及预期、汇率波动的风向、市场竞争加剧的风险、客户信用的风险、新产品市场开拓的风险、宏观经济波动的风险。

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：加拿大 Canfor 浆厂 7~8 月停产，后市浆价大概率企稳回升》2019-06-28
- 2、《轻工制造：造纸板块价值洼地，产业资本有望入场定价》2019-06-22
- 3、《轻工制造：APP 举牌博汇，行业有望重回协同轨道》2019-06-22



重点标的

股票代码	股票名称	投资评级	EPS (元)				PE			
			2018A	2019E	2020E	2021E	2018A	2019E	2020E	2021E
002078	太阳纸业	买入	0.86	0.71	0.90	1.08	8.92	10.80	8.52	7.10
600567	山鹰纸业	买入	0.70	0.41	0.41	0.45	4.40	7.51	7.51	6.84
603899	晨光文具	买入	0.88	1.10	1.36	1.69	48.41	38.73	31.32	25.21
002511	中顺洁柔	买入	0.31	0.42	0.51	0.59	44.97	33.19	27.33	23.63
002701	奥瑞金	买入	0.10	0.33	0.39	0.45	47.90	14.52	12.28	10.64
002831	裕同科技									
002191	劲嘉股份	买入	0.50	0.63	0.74	0.86	22.30	17.70	15.07	12.97
002228	合兴包装	买入	0.20	0.25	0.37	0.52	20.05	16.04	10.84	7.71

资料来源: 贝格数据, 国盛证券研究所

内容目录

造纸：Q2 盈利修复进程启动，细分纸种盈利存差异	4
造纸板块中报表现符合预期，Q2 盈利修复进程启动	4
龙头纸厂表现分化，细分纸种盈利存在差异	7
包装：细分领域表现分化，“小包装”增长较为稳健	10
包装板块利润率提升，受价格影响收入增长承压	10
细分领域包装企业表现分化，“小包装”增长较为稳健	13
消费轻工：收入业绩增长稳健，中报表现亮眼	14
风险提示	16

图表目录

图表 1: 造纸板块收入业绩同比增速	4
图表 2: 造纸板块利润率和费用率情况	5
图表 3: 造纸板块收现比变动	5
图表 4: 造纸板块单季度经营现金流净额变动	6
图表 5: 造纸板块存货和应收账款周转率变动	6
图表 6: 造纸板块存货和应收账款增长持续放缓	6
图表 7: 造纸板块资产负债率出现回落	7
图表 8: 龙头造纸企业收入增速	7
图表 9: 龙头造纸企业归母净利润增速	8
图表 10: 龙头纸企毛利率变化	8
图表 11: 龙头纸企期间费用率变化	9
图表 12: 龙头纸企净利率变化	9
图表 13: 包装板块收入业绩同比增速	10
图表 14: 包装板块利润率和费用率情况	11
图表 15: 包装板块收现比变动	11
图表 16: 包装板块单季度经营现金流净额变动	12
图表 17: 包装板块存货和应收账款周转率变动	12
图表 18: 包装板块存货和应收账款增长持续放缓	12
图表 19: 造纸板块资产负债率出现回落	12
图表 20: 主要包装企业收入增速	13
图表 21: 主要包装企业归母净利润增速	13
图表 22: 主要包装企业毛利率情况	13
图表 23: 主要包装企业期间费用率变化	14
图表 24: 主要包装企业净利率变化	14
图表 25: 轻工消费标的收入同比增速	15
图表 26: 轻工消费标的归母净利润同比增速	15
图表 27: 轻工消费标的毛利率情况	15
图表 28: 轻工消费标的期间费用率情况	16
图表 29: 轻工消费标的净利率情况	16

造纸：Q2 盈利修复进程启动，细分纸种盈利存差异

造纸板块中报表现符合预期，Q2 盈利修复进程启动

造纸行业延续下行趋势，19Q2 修复进程开始启动。造纸板块（申万行业分类中的 23 家造纸企业）19H1 年实现收入 688.5 亿元，同比-5.6%；实现归母净利润 37.9 亿元，同比-47.1%；实现扣非归母净利润 30.8 亿元，同比-51.3%。19Q2 实现收入 357.3 亿元，同比-10.1%；实现归母净利润 21.9 亿元，同比-47.6%；实现扣非归母净利润 19.7 亿元，同比-45.4%。

从单季看，18Q3~19Q2 造纸板块收入同比增速为 13.3%/-0.2%/-0.2%/-10.1%，归母净利润同比增速为 -5.4%/-51.7%/-46.4%/-47.6%，扣非归母净利润增速为 -12.2%/-69.2%/-59.2%/-45.4%。18 年 4~5 月白卡纸价格战开启造纸行业的去库周期，行业进入下行周期，18Q3 盈利开始恶化并延续至 19Q2。扣非归母净利润同比下降的幅度 19Q2 开始收窄，因 19Q1 部分纸种价格开始企稳，原材料价格下行，造纸板块修复进程开始启动。**18Q1~2 行业上行周期，基数较高，19Q1 造纸行业基本筑底，Q2 开始修复，预计 19Q3~4 行业将继续改善，同比增长压力有所缓解。**

图表 1：造纸板块收入业绩同比增速

	收入同比增速	归母净利润同比增速	扣非归母净利润同比增速
2018H1	21.9%	30.4%	26.9%
2019H1	-5.6%	-47.1%	-51.3%
2018Q1	17.5%	25.8%	25.4%
2018Q2	25.8%	33.9%	28.1%
2018Q3	13.3%	-5.4%	-12.2%
2018Q4	-0.2%	-51.7%	-69.2%
2019Q1	-0.2%	-46.4%	-59.2%
2019Q2	-10.1%	-47.6%	-45.4%

资料来源：Wind，国盛证券研究所

19Q1 盈利筑底，Q2 利润率环比改善明显。19H1 造纸板块毛利率为 19.4%，同比-4.8pct；19Q2 毛利率为 21.2%，环比+3.7pct，同比-2.9pct。行业下行周期，造纸企业“修炼内功”，费用控制能力较强，期间费用率小幅回落。19H1 造纸板块期间费用率为 11.9%，同比-1.0pct；19Q2 期间费用率为 12.2%，环比+0.5pct，同比-0.3pct。其中 19H1 销售/管理/财务费用率分别为 4.4%/3.6%/3.9%，同比+0.3/-0.8/-0.1pct。对应净利率环比改善，19H1 净利率 5.5%，同比-4.5pct；19Q2 净利率 6.1%，环比+1.4pct，同比-4.5pct。

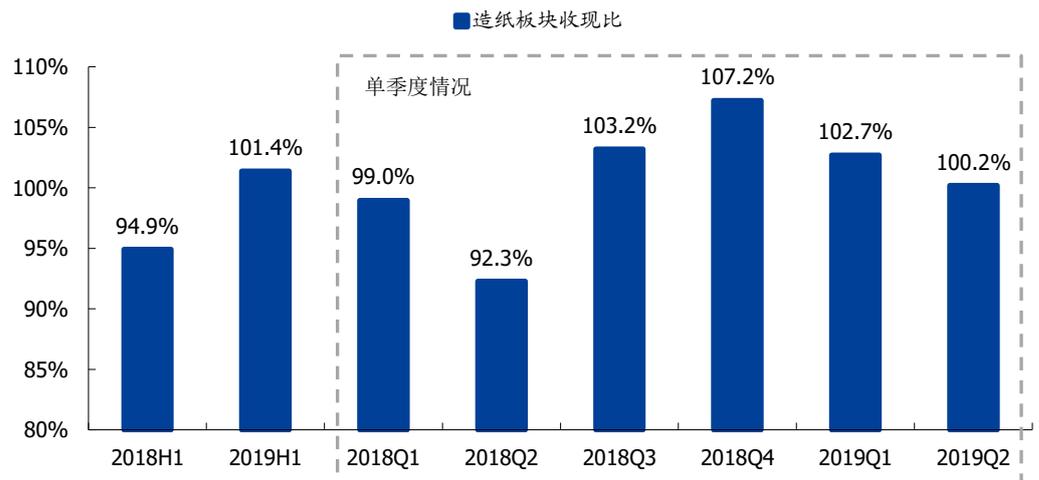
图表 2: 造纸板块利润率和费用率情况

	净利率	毛利率	期间费用率	销售费用率	管理费用率	财务费用率
2018H1	10.0%	24.2%	12.9%	4.1%	4.8%	4.0%
2019H1	5.5%	19.4%	11.9%	4.4%	3.6%	3.9%
2018Q1	9.2%	24.4%	13.4%	4.3%	4.9%	4.1%
2018Q2	10.6%	24.0%	12.5%	3.9%	4.6%	4.0%
2018Q3	7.3%	21.4%	12.1%	4.2%	3.4%	4.5%
2018Q4	4.3%	17.6%	10.7%	4.9%	3.0%	2.9%
2019Q1	4.8%	17.5%	11.7%	4.4%	3.6%	3.6%
2019Q2	6.1%	21.2%	12.2%	4.4%	3.5%	4.3%

资料来源: Wind, 国盛证券研究所

造纸板块收现比在 **100%**以上, 对下游保持一定议价能力。19H1/19Q2 造纸板块收现比(销售商品提供劳务收到的现金/营业收入)分别为 101.4%/100.2%, 分别同比 +6.5/+7.9pct。造纸板块收现比大于 1 表明造纸企业收入以现金形式实现, 并且收回过往的应收账款, 增厚现金流。从单季度情况来看, 19 年造纸板块收现比有所回落, 但仍保持大于 1, 表明下行周期中造纸企业仍对下游有一定议价能力, 账期管控能力较强。

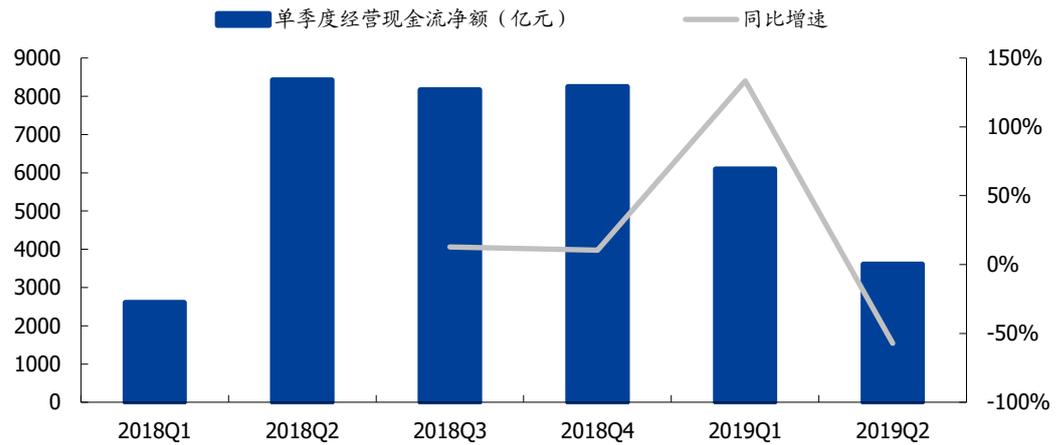
图表 3: 造纸板块收现比变动



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

行业收缩阶段现金流下滑小于收入变动幅度。19H1/19Q2 行业经营现金流净额为 9701.4/3607.5 亿元, 同比 -12.1%/-57.2%。造纸行业经营现金流收缩主要因收入出现下滑, 但现金流下滑幅度小于收入, 进一步表明行业现金流状况较为良好。

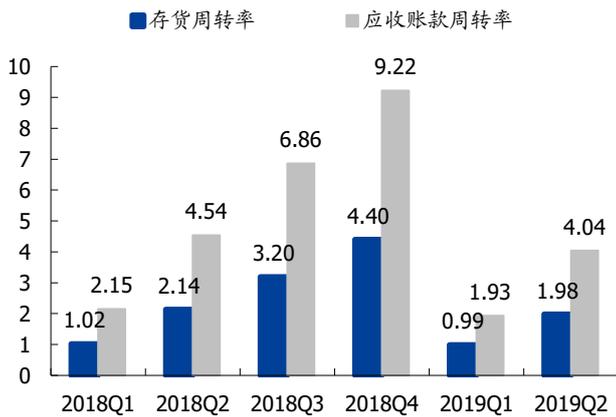
图表4: 造纸板块单季度经营现金流净额变动



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

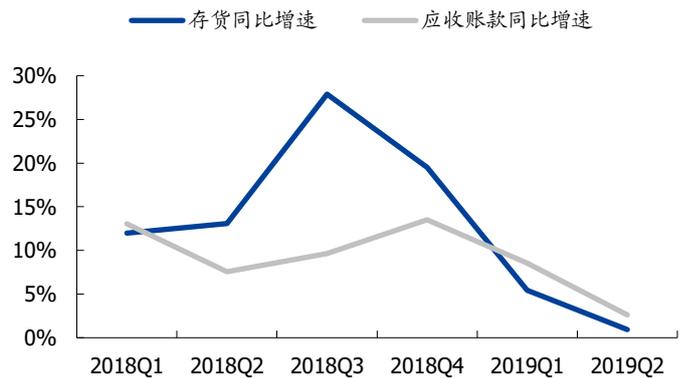
营运效率基本维稳。从营运能力来看, 19H1 造纸板块存货周转率/应收账款周转率分别为 1.8/4.0, 分别同比-0.2/-0.5。19H1 造纸板块存货/应收账款分别为 280.3/174.5 亿元, 同比+0.9%/2.6%。造纸板块存货和应收账款增长速度放缓, 营运效率基本维持稳定。

图表5: 造纸板块存货和应收账款周转率变动



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

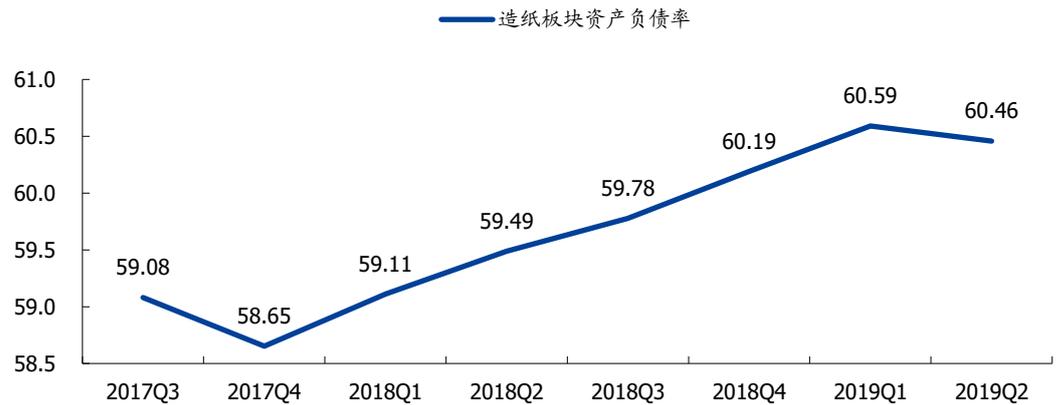
图表6: 造纸板块存货和应收账款增长持续放缓



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

造纸板块资产负债率小幅回落。19H1 造纸板块资产负债率为 60.5%, 环比-0.1pct, 同比+1.0pct。造纸板块自 18Q1 资产负债率呈现上升趋势, 19H1 资产负债率开始出现回落, 未来行业资本结构有望优化。

图表7: 造纸板块资产负债率出现回落



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

龙头纸厂表现分化, 细分纸种盈利存在差异

造纸企业收入业绩表现出现分化。我们挑选出可比的主要造纸企业, 可以发现 19H1 仅太阳纸业一家企业实现收入正增长, 主要因太阳纸业溶解浆业务增长良好, 同时新增的包装纸产品开始放量。收入层面就单 Q2 来看, 主要造纸企业均为负增长, 主要因 18Q2 位纸价周期高点, 当前行业下行阶段, 企业收入伴随价格回落下降, 太阳纸业、山鹰纸业、华泰股份、岳阳林纸表现优于行业平均水平。

就业绩层面来看, 主要造纸企业 19H1 业绩均同比下降, 太阳纸业、山鹰纸业、华泰股份表现优于行业平均水平。木浆系成品纸 19Q2 提价落实, 原材料价格持续下行, 木浆系造纸企业除博汇外, 太阳纸业、晨鸣纸业、华泰股份、岳阳林纸 19Q2 业绩下降幅度均较 Q1 出现明显收窄。废纸系成品纸价格 19Q2 仍延续下降趋势, 山鹰纸业、景兴纸业 19Q2 业绩下降幅度仍在扩大。

图表8: 龙头造纸企业收入增速

收入增速	2018H1	2019H1	2018Q1	2018Q2	2018Q3	2018Q4	2019Q1	2019Q2
太阳纸业	20.4%	2.9%	14.3%	26.8%	12.5%	9.1%	8.1%	-2.0%
晨鸣纸业	13.1%	-14.2%	15.4%	11.2%	-2.9%	-28.6%	-14.9%	-13.5%
山鹰纸业	60.2%	-6.6%	60.6%	59.9%	21.6%	26.4%	-3.7%	-8.9%
博汇纸业	7.5%	-7.3%	-15.9%	31.2%	-10.2%	-26.3%	26.4%	-29.2%
华泰股份	17.7%	-11.8%	17.1%	18.3%	3.2%	-3.4%	-13.5%	-10.1%
景兴纸业	19.6%	-8.5%	34.6%	9.1%	3.5%	4.3%	-0.8%	-15.2%
岳阳林纸	35.6%	-7.9%	35.0%	36.1%	3.6%	-3.7%	-12.8%	-3.5%
行业平均	21.9%	-5.6%	17.5%	25.8%	13.3%	-0.2%	-0.2%	-10.1%

资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 9: 龙头造纸企业归母净利润增速

业绩增速	2018H1	2019H1	2018Q1	2018Q2	2018Q3	2018Q4	2019Q1	2019Q2
太阳纸业	40.4%	-27.8%	40.1%	40.6%	14.8%	-32.9%	-38.3%	-17.2%
晨鸣纸业	2.2%	-71.4%	11.4%	-3.9%	-27.9%	-97.3%	-95.1%	-52.9%
山鹰纸业	106.5%	-45.8%	39.9%	179.8%	1.1%	51.9%	-24.3%	-57.6%
博汇纸业	1.5%	-68.0%	4.0%	-0.9%	-52.2%	-203.1%	-40.3%	-95.5%
华泰股份	25.7%	-26.3%	34.9%	19.0%	48.6%	-63.6%	-39.1%	-16.0%
景兴纸业	5.1%	-48.0%	-20.5%	36.4%	-56.6%	-115.7%	-27.8%	-62.3%
岳阳林纸	263.3%	-90.2%	938.4%	113.5%	-61.6%	-83.2%	-121.2%	-56.8%
行业平均	30.4%	-47.1%	25.8%	33.9%	-5.4%	-51.7%	-46.4%	-47.6%

资料来源: Wind, 国盛证券研究所

龙头纸厂 19Q2 毛利率环比改善幅度大。主要纸厂毛利率在 18Q4~19Q1 筑底,除博汇、景兴外, 19Q2 主要纸厂毛利率环比改善明显。木浆系纸厂晨鸣纸业/岳阳林纸/太阳纸业/华泰股份 19Q2 毛利率分别为 30.3%/17.8%/21.8%/13.3%, 环比 +7.2%/+7.0%/+4.1%/+2.6pct。行业 19Q2 毛利率平均水平为 21.2%, 环比+3.7pct。废纸系山鹰纸业 19Q2 毛利率 20.9%, 环比小幅+1.1pct, 主要因具备低成本外废优势。对比之下无外废优势的景兴纸业 19Q2 毛利率仅 9.7%, 同比-0.2pct。

图表 10: 龙头纸企毛利率变化

毛利率	2018H1	2019H1	2018Q1	2018Q2	2018Q3	2018Q4	2019Q1	2019Q2
太阳纸业	26.9%	19.7%	27.5%	26.4%	23.1%	17.3%	17.7%	21.8%
晨鸣纸业	34.0%	26.9%	35.2%	33.0%	30.7%	24.2%	23.0%	30.3%
山鹰纸业	23.2%	20.4%	21.3%	24.7%	20.3%	25.4%	19.8%	20.9%
博汇纸业	23.3%	14.8%	28.1%	20.3%	13.8%	1.9%	15.2%	14.2%
华泰股份	15.4%	12.0%	13.8%	17.0%	18.0%	10.0%	10.6%	13.3%
景兴纸业	15.4%	9.8%	13.0%	17.6%	11.8%	8.3%	9.9%	9.7%
岳阳林纸	24.5%	14.7%	23.2%	25.6%	19.3%	15.7%	10.8%	17.8%
行业平均	24.2%	19.4%	24.4%	24.0%	21.4%	17.6%	17.5%	21.2%

资料来源: Wind, 国盛证券研究所

主要纸厂费用率有所上升, 净利率小幅改善。主要除华泰股份、岳阳林纸, 其他主要纸厂期间费用率同比均出现小幅上升, 并且主要由于销售、管理费用率上升所致, 财务费用率均有所下降。19H1 太阳/晨鸣/山鹰/博汇/景兴期间费用率分别同比 +0.8%/+3.4%/+3.7%/+0.3%/+0.5pct。山鹰纸业期间费用率同比上升主要因 18H2 并表 WPT 和凤凰纸业。华泰股份期间费用率同比-2.0pct, 主要因公司原有设备进行技改, 9.6 亿固定资产转入在建工程, 折旧下降减少部分费用摊销。木浆系纸厂净利率环比均实现增长, 19Q2 太阳/晨鸣/华泰股份/岳阳林纸净利率分别为 9.7%/6.9%/4.9%/3.6%, 环比 +2.7%/+6.3%/+1.9%/+5.9pct。废纸系山鹰纸业/景兴纸业 19Q2 净利率分别为 7.8%/4.4%, 环比-0.9/-1.7pct。

图表 11: 龙头纸企期间费用率变化

		太阳纸业	晨鸣纸业	山鹰纸业	博汇纸业	华泰股份	景兴纸业	岳阳林纸
销售费用率	2018H1	3.0%	3.9%	3.6%	3.4%	3.3%	2.4%	4.4%
	2019H1	3.5%	4.4%	3.9%	3.4%	2.3%	2.8%	4.7%
	2018Q2	3.1%	4.0%	2.8%	2.7%	3.6%	2.4%	4.3%
	2019Q2	3.8%	4.2%	3.3%	3.8%	2.1%	2.9%	4.5%
管理费用率	2018H1	3.0%	6.3%	3.2%	1.6%	3.9%	4.7%	7.7%
	2019H1	3.9%	7.4%	7.3%	2.8%	2.8%	5.0%	6.8%
	2018Q2	3.0%	5.7%	3.0%	1.0%	4.6%	5.3%	8.5%
	2019Q2	4.2%	7.4%	7.2%	3.1%	3.2%	5.2%	6.3%
财务费用率	2018H1	3.3%	9.6%	3.1%	5.4%	1.4%	1.7%	1.3%
	2019H1	2.8%	11.4%	2.5%	4.5%	1.4%	1.6%	1.8%
	2018Q2	3.8%	8.8%	2.8%	6.0%	1.5%	1.9%	2.5%
	2019Q2	3.0%	10.9%	3.4%	7.0%	1.5%	1.8%	2.1%
期间费用率	2018H1	9.4%	19.8%	9.9%	10.4%	8.5%	8.8%	13.4%
	2019H1	10.2%	23.2%	13.6%	10.7%	6.5%	9.4%	13.3%
	2018Q2	10.0%	18.6%	8.6%	9.7%	9.7%	9.5%	15.3%
	2019Q2	10.9%	22.5%	13.8%	13.9%	6.8%	9.9%	13.0%

资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 12: 龙头纸企净利率变化

净利率	2018H1	2019H1	2018Q1	2018Q2	2018Q3	2018Q4	2019Q1	2019Q2
太阳纸业	12.9%	8.3%	13.6%	12.1%	8.1%	7.7%	7.0%	9.7%
晨鸣纸业	11.5%	4.0%	10.8%	12.1%	9.2%	0.9%	0.6%	6.9%
山鹰纸业	14.3%	8.2%	11.2%	16.9%	10.1%	17.5%	8.6%	7.8%
博汇纸业	9.4%	3.3%	11.9%	7.8%	4.8%	-13.2%	5.6%	0.5%
华泰股份	5.1%	4.0%	4.5%	5.6%	7.6%	1.8%	3.1%	4.9%
景兴纸业	9.4%	5.2%	8.4%	10.2%	7.1%	-1.4%	6.0%	4.4%
岳阳林纸	8.7%	0.9%	9.5%	7.9%	2.8%	1.2%	-2.3%	3.6%
行业平均	10.0%	5.5%	9.2%	10.6%	7.3%	4.3%	4.8%	6.1%

资料来源: Wind, 国盛证券研究所

文化纸盈利能力强。文化纸自 19 年 3 月开始提价落实 300~500 元/吨, Q2 环比涨幅 2%。19 年初木浆价格持续下跌, 外盘木浆环比降幅 8%, 文化纸毛利率 Q2 环比提升 7~8pct。19Q2 太阳纸业双胶纸/铜版纸毛利率分别环比提升 8.8/6.2pct 至 25.7%/22.4%, 19H1 双胶纸/铜版纸吨毛利 1008/758 元; 晨鸣纸业文化纸毛利率环比提升 7pct 至 21.8%, 19H1 吨毛利 1025 元。

包装纸依靠外废改善成本结构。包装纸延续价格下滑趋势, 箱板纸/瓦楞纸单 Q2 价格环比-7.9%/-9.7%, 美废/国废价格 Q2 环比-23.7%/-4.2%。山鹰纸业仍享受外废配额红利, 19H1 外废使用比例约为 37%, Q2 成本端环比-10.0%, 价格端环比-9%, 19Q2 毛利率环比+1.1pct 至 20.9%。19Q1 国外价格平均高出美废 675 元/吨, Q2 价差提升至 1018 元/吨, 山鹰 19Q2 单吨净利 300 元, 环比提升 40 元。

包装：细分领域表现分化，“小包装”增长较为稳健

包装板块利润率提升，受价格影响收入增长承压

19年包装板块收入业绩增长有所承压。包装板块（申万行业分类中的37家包装企业）19H1年实现收入441.1亿元，同比+6.8%；实现归母净利润35.3亿元，同比-4.0%；实现扣非归母净利润32.3亿元，同比+8.1%。19Q2实现收入210.9亿元，同比+5.5%；实现归母净利润15.7亿元，同比-17.1%；实现扣非归母净利润14.5亿元，同比+2.9%。

从单季看，18Q3~19Q2包装板块收入同比增速为28.5%/0.2%/8.0%/5.5%，归母净利润同比增速为20.6%/-30.4%/9.9%/-17.1%，扣非归母净利润增速为15.3%/-27.6%/12.7%/2.9%。18H2造纸进入下行周期，用作包装的原纸价格持续下行，纸包装行业18H2增长良好；饮料类金属包装和烟酒类包装需求较为稳定，这类包装企业18H2增长较为平稳。**19Q1~2原纸价格延续下行趋势，对应纸包装企业销售单价下滑；在贸易摩擦影响，19年出口增速下降，各类包装需求均受到一定程度影响，带来收入和业绩端增长压力。**

图表 13：包装板块收入业绩同比增速

	收入同比增速	归母净利润同比增速	扣非归母净利润同比增速
2018H1	11.2%	2.0%	0.2%
2019H1	6.8%	-4.0%	8.1%
2018Q1	22.5%	-5.7%	15.8%
2018Q2	1.2%	10.4%	-13.0%
2018Q3	28.5%	20.6%	15.3%
2018Q4	0.2%	-30.4%	-27.6%
2019Q1	8.0%	9.9%	12.7%
2019Q2	5.5%	-17.1%	2.9%

资料来源：Wind，国盛证券研究所

原材料价格下行周期，毛利率小幅提升。19H1包装板块毛利率为23.7%，同比+0.9pct；19Q2毛利率为24.3%，环比+0.6pct，同比+1.9pct。行业管理能力优化，期间费用率出现回落。19H1包装板块期间费用率为11.9%，同比-1.1pct；19Q2期间费用率为12.0%，环比+0.2pct，同比-0.2pct。其中19H1销售/管理/财务费用率分别为4.7%/5.7%/1.5%，同比+0.3/-1.6/+0.2pct。包装行业受非经常性损益影响较大，净利率小幅降低。19H1净利率8.2%，同比-1.0pct；19Q2净利率8.4%，环比-0.4pct，同比-1.5pct。

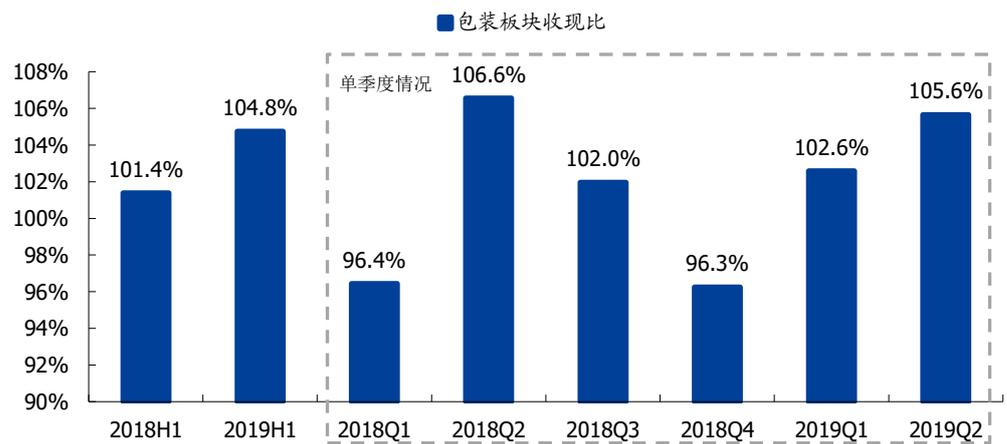
图表 14: 包装板块利润率和费用率情况

	净利率	毛利率	期间费用率	销售费用率	管理费用率	财务费用率
2018H1	9.2%	22.8%	13.1%	4.4%	7.3%	1.4%
2019H1	8.2%	23.7%	11.9%	4.7%	5.7%	1.5%
2018Q1	8.6%	23.6%	14.2%	4.9%	7.2%	2.0%
2018Q2	9.9%	22.4%	12.2%	4.4%	7.1%	0.7%
2018Q3	8.4%	23.3%	11.2%	4.6%	5.4%	1.2%
2018Q4	4.7%	24.5%	12.2%	4.9%	5.5%	1.8%
2019Q1	8.8%	23.8%	11.8%	4.5%	5.5%	1.8%
2019Q2	8.4%	24.3%	12.0%	4.9%	5.8%	1.3%

资料来源: Wind, 国盛证券研究所

19年包装板块收现比提升，现金流表现良好。19H1/19Q2包装板块收现比（销售商品提供劳务收到的现金/营业收入）分别为104.8%/105.6%，分别同比+3.4/-0.9pct。包装板块收现比大于1表明造纸企业收入以现金形式实现，并且收回过往的应收账款，增厚现金流。从单季度情况来看，19年包装板块收现比提升，表明行业回款情况良好。

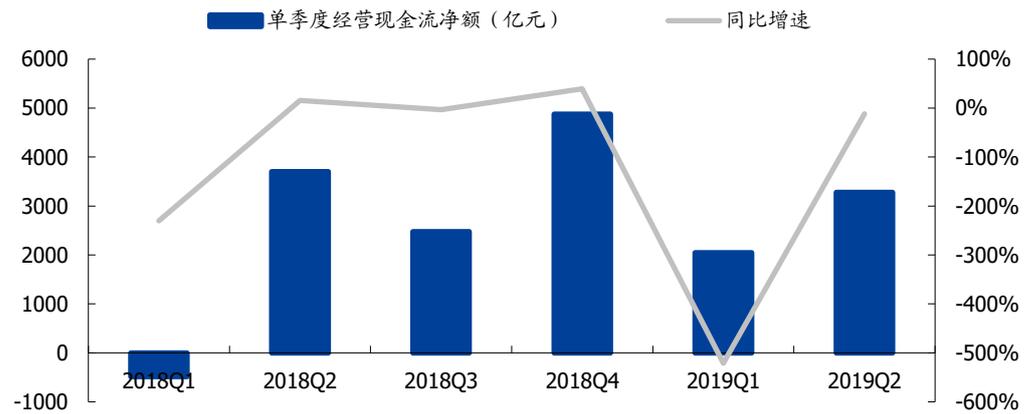
图表 15: 包装板块收现比变动



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

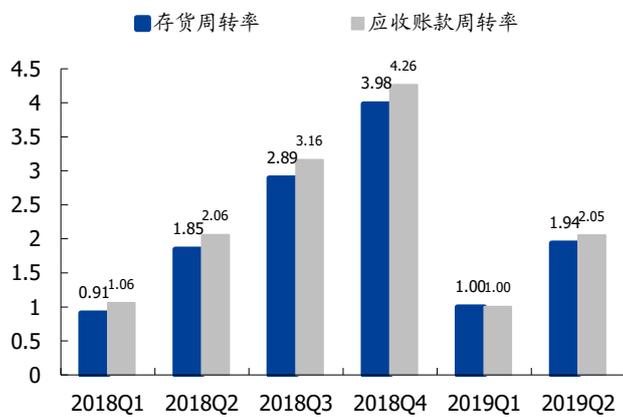
经营现金流净额增长，营运能力小幅优化。19H1/19Q2行业经营现金流净额为5323.0/3275.4亿元，同比+65.6%/-11.5%。从营运能力来看，19H1包装板块存货周转率/应收账款周转率分别为1.9/2.1，分别同比+0.1/0。19H1造纸板块存货/应收账款分别为171.0/213.8亿元，同比-2.0%/+1.9%。

图表 16: 包装板块单季度经营现金流净额变动



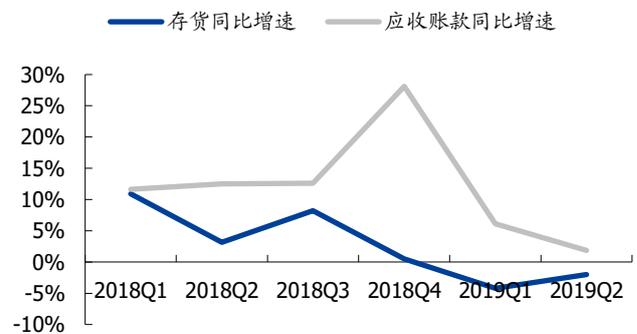
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 17: 包装板块存货和应收账款周转率变动



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

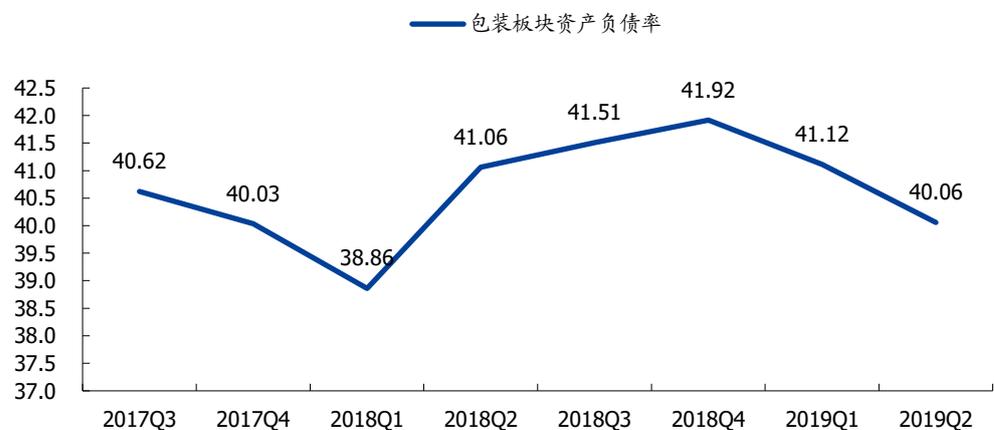
图表 18: 包装板块存货和应收账款增长持续放缓



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

包装板块资产负债率持续回落。19H1 造纸板块资产负债率为 40.1%，环比-1.0pct，同比-1.0pct。包装板块资产负债率自 18Q4 开始呈现回落趋势，资本结构持续优化。

图表 19: 造纸板块资产负债率出现回落



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

细分领域包装企业表现分化，“小包装”增长较为稳健

细分领域包装企业表现差异化。我们选择奥瑞金、劲嘉股份、裕同科技、合兴包装进行分析，可以发现 19H1 除奥瑞金外，另外 3 家收入增速均超过行业平均水平。收入层面就单 Q2 来看，合兴包装出现负增长，主要因原纸价格持续下降，同时需求较弱；奥瑞金增速低于行业平均，劲嘉和裕同高于行业平均增速。

就业绩层面来看，合兴包装受到非经常性损益影响，归母净利润同比增速下滑幅度较大；另外 3 家均实现正增长，且高于行业平均水平。单 Q2 业绩表现类似，合兴增速为负；另外 3 家实现正增长，明显好于行业平均，其中奥瑞金业绩增速环比下滑，劲嘉和裕同均环比上升。

图表 20: 主要包装企业收入增速

收入增速	2018H1	2019H1	2018Q1	2018Q2	2018Q3	2018Q4	2019Q1	2019Q2
奥瑞金	21.1%	2.6%	53.8%	0.4%	0.5%	6.4%	2.9%	2.2%
劲嘉股份	13.1%	15.9%	8.1%	18.8%	13.3%	17.9%	24.1%	7.5%
裕同科技	23.5%	12.1%	16.2%	31.5%	16.4%	28.9%	10.5%	13.6%
合兴包装	89.5%	13.8%	76.1%	100.6%	89.6%	-9.3%	42.2%	-6.8%
行业平均	11.2%	6.8%	22.5%	1.2%	28.5%	0.2%	8.0%	5.5%

资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 21: 主要包装企业归母净利润增速

业绩增速	2018H1	2019H1	2018Q1	2018Q2	2018Q3	2018Q4	2019Q1	2019Q2
奥瑞金	11.3%	5.4%	31.1%	-1.4%	1.3%	-1020.4%	11.0%	0.5%
劲嘉股份	25.1%	22.6%	21.1%	30.5%	25.8%	29.4%	21.8%	23.7%
裕同科技	-14.5%	11.2%	-14.1%	-14.9%	-7.8%	25.6%	10.7%	11.8%
合兴包装	476.4%	-67.3%	60.6%	791.3%	127.2%	-745.7%	38.9%	-81.8%
行业平均	2.0%	-4.0%	-5.7%	10.4%	20.6%	-30.4%	9.9%	-17.1%

资料来源: Wind, 国盛证券研究所

19 年主要包装企业毛利率优化。受益原材料价格下降，19 年包装企业毛利率均处在优化阶段。劲嘉毛利率同比和环比有所下滑，主要因公司拓展彩盒业务，产品结构变动导致毛利率降低。纸包装行业毛利率偏低，合兴包装毛利率低于行业平均水平。

图表 22: 主要包装企业毛利率情况

毛利率	2018H1	2019H1	2018Q1	2018Q2	2018Q3	2018Q4	2019Q1	2019Q2
奥瑞金	27.6%	27.1%	26.9%	28.3%	25.9%	21.9%	26.7%	27.4%
劲嘉股份	44.0%	43.1%	47.1%	40.9%	43.5%	43.1%	43.8%	42.2%
裕同科技	24.6%	28.0%	25.2%	24.0%	31.2%	30.7%	27.1%	28.9%
合兴包装	11.7%	12.7%	11.7%	11.6%	12.6%	13.5%	12.3%	13.1%
行业平均	22.8%	23.7%	23.6%	22.4%	23.3%	24.5%	23.8%	24.3%

资料来源: Wind, 国盛证券研究所

期间费用率和净利率变动个体间表现存在差异。费用率方面，合兴包装、裕同科技期间费用率同比、环比均有所提升，且增长主要来自销售和管理费用率提高。合兴包装主要因收入下滑，费用端压力较大。奥瑞金、劲嘉股份期间费用率同比、环比实现下降，费

用管控能力较强。

净利率方面，受成本端因素影响，合兴包装、奥瑞金净利率同比和环比均提高。裕同科技由于费用率增长影响，净利率出现下滑；劲嘉主要因产品结构调整，带动毛利率下降，对应净利率有所下降。

图表 23: 主要包装企业期间费用率变化

		奥瑞金	劲嘉股份	裕同科技	合兴包装
销售费用率	2018H1	3.8%	3.3%	4.7%	3.4%
	2019H1	3.7%	3.1%	4.6%	4.1%
	2018Q2	3.8%	3.2%	4.4%	3.2%
	2019Q2	4.0%	3.2%	5.0%	4.6%
管理费用率	2018H1	5.7%	11.7%	10.6%	3.3%
	2019H1	5.8%	10.1%	12.6%	4.5%
	2018Q2	6.1%	11.4%	10.2%	3.1%
	2019Q2	5.8%	11.0%	12.7%	4.6%
财务费用率	2018H1	3.8%	-1.2%	2.0%	0.6%
	2019H1	3.2%	-0.2%	2.7%	0.7%
	2018Q2	2.3%	-1.3%	-1.8%	0.6%
	2019Q2	2.8%	0.1%	1.3%	0.6%
期间费用率	2018H1	13.2%	13.7%	17.2%	7.2%
	2019H1	12.8%	13.0%	19.9%	9.3%
	2018Q2	12.2%	13.2%	12.8%	6.9%
	2019Q2	12.6%	14.4%	19.0%	9.9%

资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 24: 主要包装企业净利率变化

净利率	2018H1	2019H1	2018Q1	2018Q2	2018Q3	2018Q4	2019Q1	2019Q2
奥瑞金	11.2%	11.8%	10.5%	11.8%	11.3%	-24.7%	11.5%	12.0%
劲嘉股份	26.4%	26.8%	28.8%	23.9%	24.3%	20.5%	27.4%	26.1%
裕同科技	8.5%	8.3%	8.7%	8.3%	13.3%	13.2%	9.0%	7.7%
合兴包装	2.5%	2.6%	3.0%	13.5%	2.6%	-5.9%	2.6%	2.7%
行业平均	9.2%	8.2%	8.6%	9.9%	8.4%	4.7%	8.8%	8.4%

资料来源: Wind, 国盛证券研究所

“大包装”行业增长压力较大，“小包装”表现较为稳健。以箱板瓦楞纸箱为主的“大包装”需求受宏观经济波动影响较大，代表企业合兴包装收入端承压，但原材料价格下行周期，公司利润率存在向上空间。以烟酒类、3C类卡纸为主的“小包装”需求稳定性相对较好，增长表现较为稳健。

消费轻工：收入业绩增长稳健，中报表现亮眼

受宏观经济波动影响较小，轻工消费板块收入业绩增长远超行业平均水平。轻工板块强

消费属性行业主要有生活用纸和文具，19H1 宏观经济波动较大的环境下，消费属性强的公司收入业绩增长仍较为强劲，受周期波动影响较小。19H1 中顺洁柔/晨光文具/齐心集团收入增速分别为 22.7%/27.8%/57.9%，19Q2 收入增速为 19.9%/27.6%/60.9%，远超轻工板块平均的-1.9%/-4.2%。19H1 中顺洁柔/晨光文具/齐心集团归母净利润增速分别为 37.6%/25.8%/26.4%，19Q2 归母净利润增速为 49.7%/25.0%/24.8%，同样显著好于轻工行业平均增速-25.1%/-24.5%。

图表 25: 轻工消费标的收入同比增速

收入增速	2018H1	2019H1	2018Q1	2018Q2	2018Q3	2018Q4	2019Q1	2019Q2
中顺洁柔	21.8%	22.7%	18.7%	24.8%	21.6%	24.2%	25.8%	19.9%
晨光文具	35.9%	27.8%	30.3%	41.8%	36.9%	29.4%	28.0%	27.6%
齐心集团	25.8%	57.9%	16.2%	33.6%	23.6%	52.2%	53.8%	60.9%
轻工板块	18.2%	-1.9%	22.7%	14.4%	17.4%	2.4%	0.5%	-4.2%

资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 26: 轻工消费标的的归母净利润同比增速

业绩增速	2018H1	2019H1	2018Q1	2018Q2	2018Q3	2018Q4	2019Q1	2019Q2
中顺洁柔	27.7%	37.6%	30.9%	24.8%	25.3%	-8.1%	25.2%	49.7%
晨光文具	29.6%	25.8%	23.2%	38.2%	24.0%	27.1%	26.4%	25.0%
齐心集团	38.5%	26.4%	2.8%	58.7%	67.5%	21.6%	30.8%	24.8%
轻工板块	10.3%	-25.1%	13.8%	7.8%	5.5%	-179.9%	-25.9%	-24.5%

资料来源: Wind, 国盛证券研究所

受益原材料价格下降，生活用纸企业毛利率环比大幅提升。18 年底开始外盘浆价持续下跌，19H1 外盘针阔叶浆价格分别同比下跌 22.6%/14.4%至 697/681 美元/吨，生活用纸企业成本端压力快速缓解。19H1 中顺洁柔毛利率 36.7%，同比+0.2pct。其中生活用纸产品 19H1 毛利率为 37.2%，同比+0.7pct；单 Q2 毛利率 40.3%，环比+6.3pct，同比+6.0pct。中顺洁柔单 Q2 毛利率大幅提升，一方面因为原材料木浆价格环比跌幅接近 9%，另一方面受益增值税税率降低 3pct 影响。

文具行业毛利率表现较为稳定。晨光文具/齐心集团 19H1 毛利率分别为 26.2%/16.7%，同比+0.6/-3.7pct；19Q2 毛利率分别为 25.4%/16.9%，环比-1.7/+0.6pct，同比+1.3/-2.8pct。晨光毛利率环比有所下降，主要因科力普办公直销业务拓展较好，毛利率低于传统主业，产品结构调整导致毛利率小幅下滑。

图表 27: 轻工消费标的的毛利率情况

毛利率	2018H1	2019H1	2018Q1	2018Q2	2018Q3	2018Q4	2019Q1	2019Q2
中顺洁柔	36.5%	36.7%	38.8%	34.4%	33.2%	31.0%	34.0%	39.2%
晨光文具	25.6%	26.2%	27.2%	24.1%	25.2%	26.8%	27.1%	25.4%
齐心集团	20.3%	16.7%	21.1%	19.7%	14.8%	18.3%	16.3%	16.9%
轻工板块	23.1%	23.0%	22.4%	23.8%	23.9%	23.2%	21.5%	24.5%

资料来源: Wind, 国盛证券研究所

毛利率上行，费用管控良好，生活用纸企业中顺洁柔净利率提升。中顺洁柔费用管控能力强，19H1 期间费用率为 25.6%，同比-0.8pct。其中销售/管理/财务费用率分别为 19.2%/6.0%/0.5%，分别同比变动+0.1/0/-0.8pct。中顺洁柔毛利率提升，费用率下降，净利率上升，19H1 公司实现净利率 8.7%，同比+1.0pct；19Q2 净利率 9.3%，环比+1.3pct，

同比+1.8pct。

文具企业净利率小幅下滑。19H1 晨光文具/齐心集团期间费用率分别为 15.0%/10.4%，同比+0.2/-3.6pct。晨光文具费用率基本维稳，齐心集团费用率下降主要来自销售和财务费用率下降。19H1 晨光文具/齐心集团净利率分别为 9.8%/5.3%，同比-0.1/-1.4pct；19Q2 净利率 8.7%/6.4%，环比-2.4/+2.7pct，同比-0.3/-1.9pct。晨光净利率小幅下滑主要因产品结构调整带动毛利率小幅下降，齐心集团主要因办公直销主业毛利率下滑较多。

图表 28: 轻工消费标的期间费用率情况

		中顺洁柔	晨光文具	齐心集团
销售费用率	2018H1	19.1%	9.6%	7.6%
	2019H1	19.2%	9.2%	5.8%
	2018Q2	17.4%	9.3%	7.9%
	2019Q2	21.0%	9.0%	5.6%
管理费用率	2018H1	6.0%	5.4%	5.1%
	2019H1	6.0%	6.0%	3.7%
	2018Q2	5.3%	5.3%	4.5%
	2019Q2	6.1%	6.3%	3.2%
财务费用率	2018H1	1.2%	-0.1%	1.3%
	2019H1	0.5%	-0.1%	0.9%
	2018Q2	1.3%	-0.2%	-0.4%
	2019Q2	0.5%	-0.2%	0.7%
期间费用率	2018H1	26.3%	14.8%	14.0%
	2019H1	25.6%	15.0%	10.4%
	2018Q2	24.0%	14.4%	12.0%
	2019Q2	27.7%	15.0%	9.5%

资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 29: 轻工消费标的净利率情况

净利率	2018H1	2019H1	2018Q1	2018Q2	2018Q3	2018Q4	2019Q1	2019Q2
中顺洁柔	7.7%	8.7%	8.0%	7.4%	7.6%	5.9%	8.0%	9.3%
晨光文具	9.9%	9.8%	10.9%	9.0%	10.9%	7.3%	11.0%	8.7%
齐心集团	6.7%	5.3%	4.5%	8.3%	2.7%	3.5%	3.7%	6.4%
轻工板块	7.7%	5.8%	6.9%	8.3%	7.5%	-5.8%	5.0%	6.7%

资料来源: Wind, 国盛证券研究所

风险提示

原材料价格波动: 造纸和包装成本中原材料占比高，原材料价格出现大幅波动的情形，

将影响公司产品的生产成本，对公司的正常生产经营带来一定影响。

下游需求不及预期：造纸和包装行业销售受下游需求影响较大，需求对价格产生影响，从而对企业收入业绩产生较大影响。

汇率波动的风向：部分企业原材料以美元计价进口，且有外债、外汇资产等，汇率波动会影响成本和公司业绩表现。

市场竞争加剧的风险：国内造纸、制浆行业内的主要产品普遍都存在产能集中释放，供大于求，产品价格波动幅度大等情况，市场竞争加剧，会导致提价困难。

客户信用的风险：如果公司供应商不能按照双方合同或协议的要求按时、保质、保量地提供生产要素，就产生了供应商的信用风险；另外公司在销售产品或提供劳务等方面，可能会因赊欠产生客户不予支付的风险。

新产品市场开拓的风险：新产品开拓不及预期将影响企业收入表现。

宏观经济波动的风险：造纸和包装行业需求受到宏观经济波动的影响。

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：北京市西城区平安里西大街26号楼3层

邮编：100032

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 1号楼10层

邮编：200120

电话：021-38934111

邮箱：gsresearch@gszq.com

深圳

地址：深圳市福田区福华三路100号鼎和大厦24楼

邮编：518033

邮箱：gsresearch@gszq.com