

造纸板块逐季改善逻辑兑现，家具盈利能力整体提升

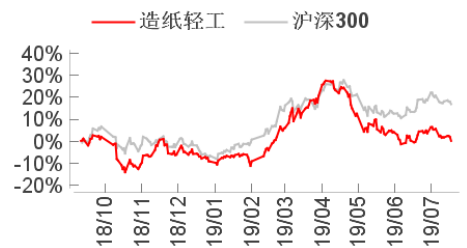
——轻工造纸行业 2019 年中报总结



行业评级 看好 中性 看淡 (维持)

国家/地区 中国
 行业 造纸轻工行业
 报告发布日期 2019 年 09 月 10 日

行业表现



资料来源：WIND、东方证券研究所

证券分析师 李雪君
 021-63325888*6069
 lixuejun@orientsec.com.cn
 执业证书编号：S0860517020001

联系人 吴瑾
 021-63325888-6088
 wujin@orientsec.com.cn

核心观点

- **2019 年二季度，轻工行业收入、利润同比增速放缓，环比均有回暖。**2019 年上半年，轻工制造行业营收、利润同比增速均有放缓。其中，2019Q2 行业营收同比增速放缓，但环比明显回暖；利润端，2019Q2 行业盈利同比降幅趋稳，环比显著改善；各子板块中，2019Q2 归母净利润同比增速由高到低依次为：文娱用品（34.50%）、其他家用轻工（32.48%）、家具（15.62%）、包装印刷（-13.22%）、造纸（-45.53%），各子板块归母净利润相比 2019Q1 环比均有增长。板块整体毛利率改善推动行业整体净利率环比提升。
- **造纸：二季度盈利环比提升，年内逐季改善有望持续兑现。**收入端，二季度木浆系纸品价格顺利提涨，推动 2019Q2 造纸板块营收环比改善。同时，2019Q2 原材料成本持续回落，造纸板块盈利环比显著改善，毛利率、净利率均出现环比提升。由于三季度木浆价格仍呈下跌走势，且收入端文化纸供需关系相对稳定，9 月文化纸提价落地，文化纸盈利有望持续扩张，木浆系纸品盈利预计将稳步提升，Q3、Q4 造纸板块盈利有望逐季改善。
- **家具：二季度盈利能力提升明显，定制家具费用管控成效显著。**2019 年上半年，家具行业营收同比增速放缓，板块收入端逐季回落态势暂未扭转。利润端，2019 年上半年家具板块归母净利润同比增速回暖，其中二季度定制、成品家具盈利增速相较一季度均有放缓。盈利能力方面，二季度家具板块毛利率、净利率整体提升，其中定制家具 2019Q2 期间费用率同比下降 3.89pct，费用管控成效显著。
- **包装印刷：下游需求疲软延续，二季度收入、盈利增速均有明显回落。**2019 年上半年下游需求疲软延续，包装印刷板块营收增速自 2018Q3 出现下滑，2019Q1 小幅反弹后，二季度继续下行。利润端，二季度板块盈利下滑明显，拖累上半年盈利增速整体下行。受益于原材料价格处于低位，2019Q2 板块毛利率有所提升，盈利能力环比均有改善。
- **文娱用品：收入、利润均有亮眼表现，增长稳健。**2019 年上半年文娱用品板块营收、利润增速仍处于 35%左右的高增速区间，业绩表现亮眼。盈利能力方面，文娱用品板块毛利率持续提升，费用率趋于稳定。

投资建议与投资标的

- 造纸行业当前正处于周期底部，短期内，以文化纸为主的木浆系纸企盈利年内有望逐季改善；未来 1-2 年，国废价格有望因废纸缺口显现而上涨，利好原材料自供的企业。建议关注当前行业内原材料布局方面最具优势、从源头解决原材料问题的综合性龙头纸企——太阳纸业(002078，买入)。

风险提示

- 宏观经济增速放缓、终端需求下滑超预期的风险；地产销售不及预期风险

证券代码	公司名称	股价	EPS			PE			投资评级
			18	19E	20E	18	19E	20E	
002078	太阳纸业	7.91	0.86	0.81	0.88	9.16	9.81	8.97	买入

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测，每股收益使用最新股本全面摊薄计算，（上表中预测结论均取自最新发布上市公司研究报告，可能未完全反映该上市公司研究报告发布之后发生的股本变化等因素，敬请注意，如有需要可参阅对应上市公司研究报告）

相关报告

成品纸价格走势平稳，文化纸盈利改善明显 2019-09-08
 显：——造纸产业链数据每周速递 (2019/09/08)
 中美贸易摩擦升温，家具产品出口承压： 2019-09-02
 成品纸价格维持稳定，木浆系纸品盈利持续改善： 2019-09-01

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格，据此开展发布证券研究报告业务。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责声明。

目 录

1 2019 年二季度轻工行业收入、利润环比均有改善	5
1.1 收入端，二季度轻工行业营收增速放缓，环比有所回暖	5
1.2 利润端，行业盈利同比降幅趋稳、环比改善	6
1.3 盈利能力整体提升，造纸板块资金效率领先	7
2 造纸：二季度盈利环比提升，年内逐季改善有望持续兑现	9
3 家具：盈利能力整体提升，定制家具费用投放管控成效显著	12
4 包装印刷：二季度收入、盈利增速双回落，盈利能力有所改善	16
5 文娱用品：收入、利润均有亮眼表现，增长稳健	18
投资建议	21
风险提示	21

图表目录

图 1: 2019 年上半年轻工行业营收增速同比放缓	5
图 2: 轻工行业营收 2019Q2 同比降幅扩大, 环比回暖	5
图 3: 2019Q2 文娱用品营收同比增速远高于轻工行业平均	6
图 4: 除包装印刷外, 2019Q2 各子板块营收环比均出现改善	6
图 5: 2019 年上半年轻工行业归母净利润同比下滑 15%	6
图 6: 轻工行业盈利 2019Q2 同比降幅趋稳, 环比改善明显	6
图 7: 2019Q2 文娱用品归母净利润同比增速领先行业平均	7
图 8: 2019Q2 行业各子板块归母净利润环比均有改善	7
图 9: 2019Q2 轻工行业毛利率环比、同比分别提升 3.04pct、0.43pct	7
图 10: 2019Q2 轻工行业期间费用率环比提升 0.23pct, 同比提升 2.32pct	7
图 11: 2019Q2 轻工行业归母净利润率环比提升 1.90%、同比下降 1.59pct	8
图 12: 2019Q2 造纸板块现金循环周期显著缩短, 效率提升	8
图 13: 2019Q2 文娱用品板块存货周转天数同比下降	8
图 14: 2019Q2 轻工各板块应收账款周转天数略有上升	9
图 15: 2019Q2 轻工各板块应付账款周转天数同比均有增加	9
图 16: 2019 年上半年造纸板块营收同比增速显著放缓	9
图 17: 2019Q2 造纸板块营业收入环比改善	9
图 18: 双胶纸、铜版纸、白卡纸 2019Q2 均价环比 2019Q1 分别上涨 1.40%、2.92%、8.10%	10
图 19: 2019 年上半年造纸板块盈利同比增速显著放缓	10
图 20: 2019Q2 造纸板块盈利环比持续改善	10
图 21: 2019Q2 造纸板块毛利率、归母净利率环比提升	11
图 22: 2019Q2 造纸板块期间费用率环比提升 1.03pct	11
图 23: 2019 年二季度以来, 木浆与文化纸价差逐步扩大	11
图 24: 预计双胶纸盈利将稳步提升	12
图 25: 预计铜版纸盈利将稳步提升	12
图 26: 2019 上半年家具板块营收同比增速放缓	12
图 27: 2019Q2 家具板块单季度营收同比增速延续逐季回落	12
图 28: 2019 年上半年定制家具、成品家具营收增速仍有回落	13
图 29: 2019Q2 定制家具板块营收增速高于成品家具	13
图 30: 2019 年上半年家具板块盈利增速回暖	14
图 31: 2019Q2 家具板块盈利增速有所回落	14
图 32: 2019 年上半年成品家具盈利增速回暖	14

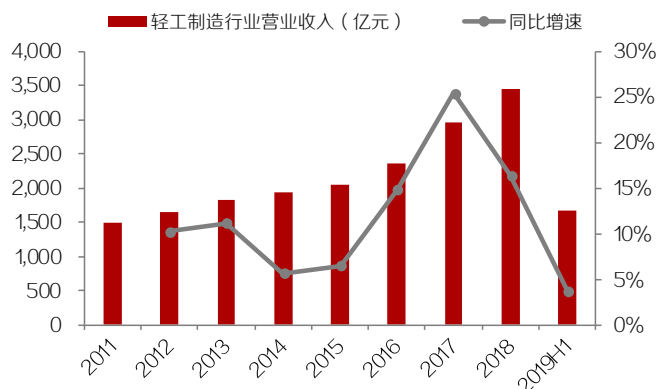
图 33: 2019Q2 定制、成品家具盈利同比增速均有回落.....	14
图 34: 2019 年上半年家具板块毛利率同比小幅提升.....	15
图 35: 2019Q2 家具板块毛利率环比、同比均有提升	15
图 36: 2019 年上半年家具板块归母净利率同比小幅提升	15
图 37: 2019Q2 家具板块归母净利率环比、同比均有提升	15
图 38: 2019Q2 家具板块销售、管理、财务费用率同比均有提升	16
图 39: 2019Q2 板块期间费用率同比提升由成品家具拉动，定制家具费用投放明显下降.....	16
图 40: 2019 年上半年包装印刷板块营收同比增速回落	16
图 41: 2019Q2 包装印刷板块营收增速回落明显	16
图 42: 2019 年上半年包装印刷板块归母净利润同比增速回落	17
图 43: 2019Q2 包装印刷板块盈利增速回落明显	17
图 44: 2019 年上半年包装印刷板块毛利率提升.....	17
图 45: 2019Q2 包装印刷板块毛利率环比、同比均有改善	17
图 46: 2019 年上半年包装印刷板块归母净利率小幅提升	18
图 47: 2019Q2 包装印刷板块归母净利率同比下降、环比提升	18
图 48: 2019Q2 包装印刷板块期间费用率同比、环比均有提升	18
图 49: 2019 年上半年文娱用品板块营收同比增速持续提升.....	19
图 50: 2019Q2 文娱用品板块营收同比增速持续高增长.....	19
图 51: 2019 年上半年文娱用品归母净利润同比增速回升	19
图 52: 2019Q2 文娱用品盈利同比增速仍保持高位.....	19
图 53: 2019 年上半年文娱用品毛利率大幅提升.....	20
图 54: 2019Q2 文娱用品毛利率同比提升 1.39pct.....	20
图 55: 2019 年上半年文娱用品归母净利率同比小幅下降	20
图 56: 2019Q2 文娱用品归母净利率同比小幅下降 0.08pct.....	20
图 57: 2019Q2 文娱用品板块期间费用率为 15.38%，同比小幅提升.....	21

1 2019 年二季度轻工行业收入、利润环比均有改善

1.1 收入端，二季度轻工行业营收增速放缓，环比有所回暖

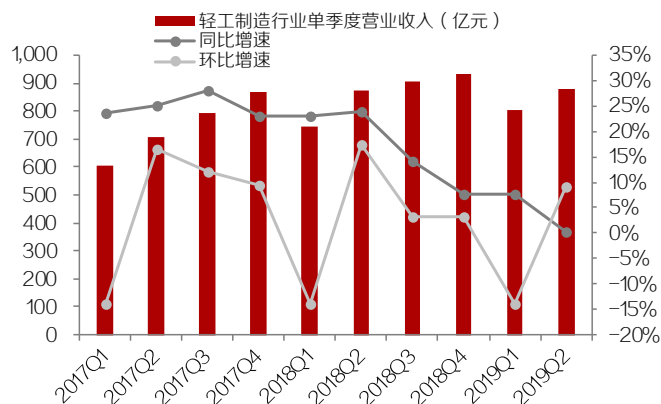
收入端，轻工制造行业 2019Q2 营收同比增速放缓、环比回暖。本篇报告根据申万轻工制造分类，并剔除掉部分主业已脱离轻工行业的上市公司，以 91 家公司为样本进行分析。2019 年上半年轻工制造行业实现营业收入 1680.71 亿元，同比增长 3.70%，较 2018 年上半年同比增速（23.43%）显著放缓。2019 年二季度行业营收同比增速较一季度放缓，但环比出现明显回暖，2019Q2 实现营收 877.62 亿元，同比增长 0.23%，环比增长 9.28%。其中，文娱用品板块上半年整体表现亮眼，2019Q2 营收同比增长 35.71%，连续三个季度营收同比增速保持在 35% 以上，远高于轻工行业平均增速；造纸板块受成品纸价格下跌影响，2019Q2 营收同比下降 9.80%，拖累轻工行业整体同比增速。除包装印刷板块外，2019Q2 轻工行业各子板块营收均出现环比正增长，家具、文娱用品、造纸二季度营收分别环比增长 23.19%、16.40%、6.38%，二季度收入端环比改善明显。

图 1：2019 年上半年轻工行业营收增速同比放缓

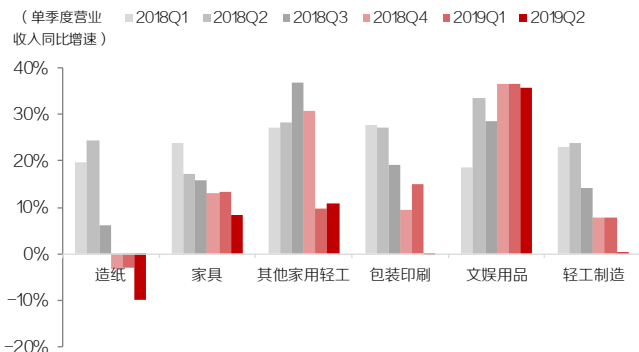


资料来源：公司公告，东方证券研究所

图 2：轻工行业营收 2019Q2 同比降幅扩大，环比回暖



资料来源：公司公告，东方证券研究所

图 3：2019Q2 文娱用品营收同比增速远高于轻工行业平均


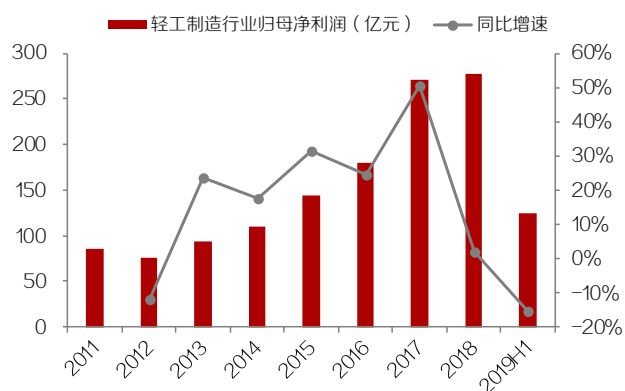
资料来源：公司公告，东方证券研究所

图 4：除包装印刷外，2019Q2 各子板块营收环比均出现改善

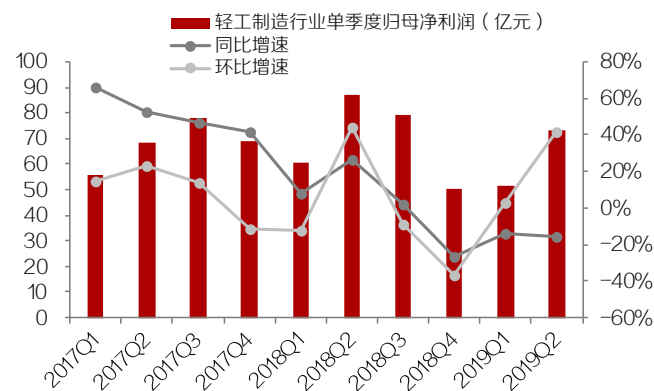

资料来源：公司公告，东方证券研究所

1.2 利润端，行业盈利同比降幅趋稳、环比改善

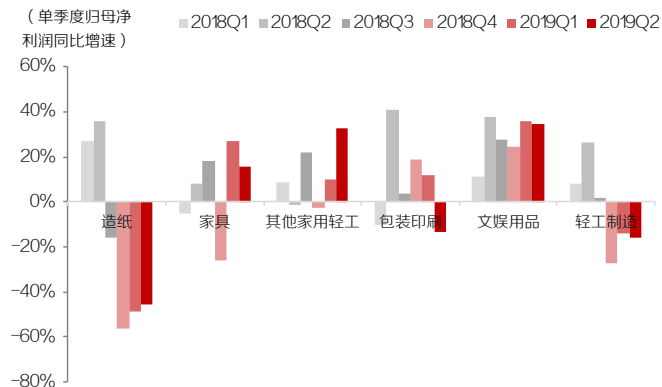
利润端，2019Q2 轻工行业盈利同比降幅趋稳，环比显著改善。2019 年上半年轻工制造行业实现归母净利润 124.84 亿元，同比下降 15.19%，较 2018 年上半年同比增速（18.37%）显著回落。拆分单季度盈利，行业归母净利润同比增速自 2018Q3 起下滑，2019Q1 起已企稳。2019Q2 轻工制造行业归母净利润环比增加 41.53%，同比下滑 15.81%，盈利环比大幅改善，同比降幅趋稳。各子板块中，2019Q2 归母净利润同比增速由高到低依次为：文娱用品（34.50%）、其他家用轻工（32.48%）、家具（15.62%）、包装印刷（-13.22%）、造纸（-45.53%）；二季度轻工行业各子板块归母净利润相比 2019Q1 环比均有明显改善，2019Q2 环比增幅由高到低依次为家具（94.39%）、其他家用轻工（93.93%）、造纸（34.65%）、文娱用品（13.38%）、包装印刷（4.82%）。

图 5：2019 年上半年轻工行业归母净利润同比下滑 15%


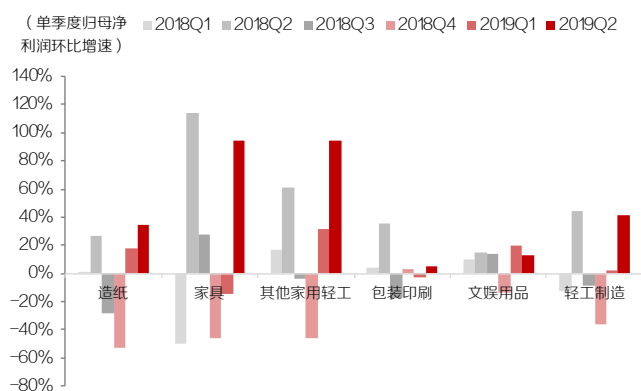
资料来源：公司公告，东方证券研究所

图 6：轻工行业盈利 2019Q2 同比降幅趋稳，环比改善明显


资料来源：公司公告，东方证券研究所

图 7：2019Q2 文娱用品归母净利润同比增速领先行业平均


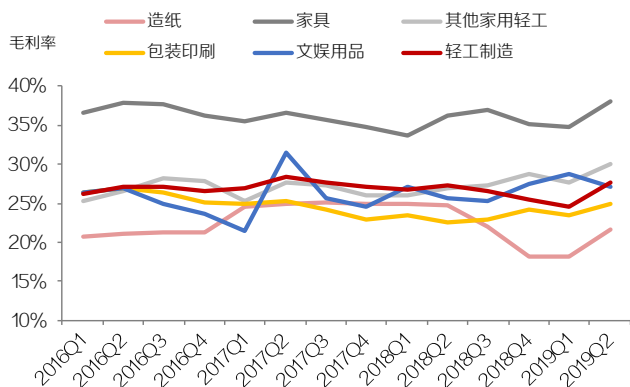
资料来源：公司公告，东方证券研究所

图 8：2019Q2 行业各子板块归母净利润环比均有改善


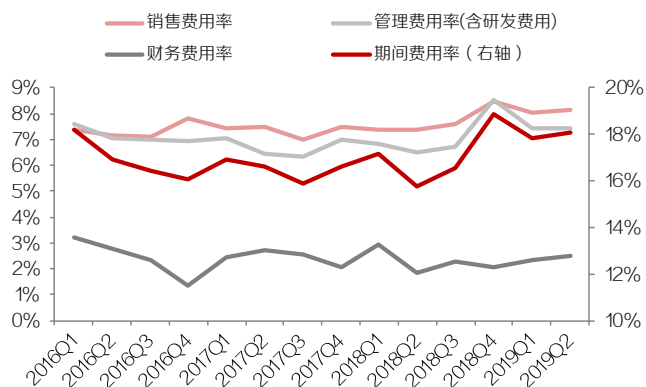
资料来源：公司公告，东方证券研究所

1.3 盈利能力整体提升，造纸板块资金效率领先

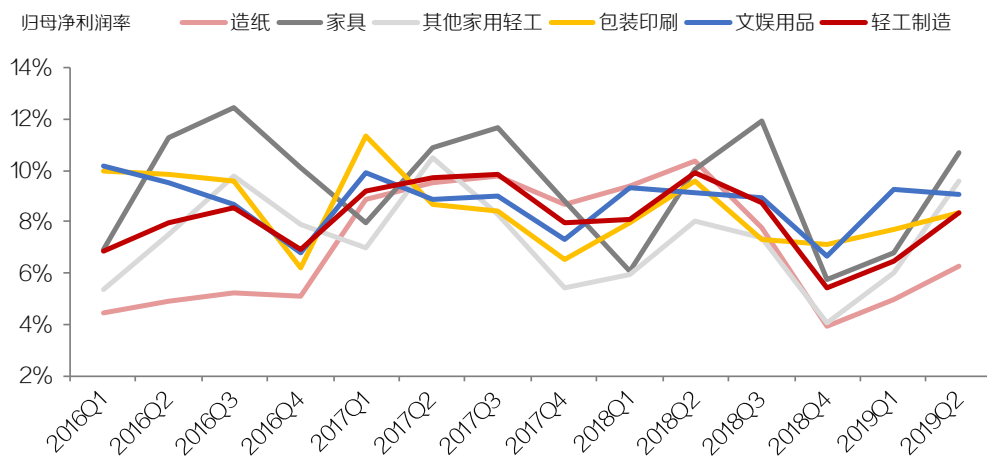
毛利率改善推动行业整体净利率环比提升。从毛利率看，2019 年上半年轻工制造行业整体毛利率为 26.22%，较 2018 年上半年同比下降 0.77pct；2019Q2 行业整体毛利率为 27.68%，较 2019Q1 环比提升 3.04pct，较 2018Q2 同比提升 0.43pct，二季度原材料价格回落，毛利率整体改善。从净利率看，2019 年上半年轻工制造行业整体归母净利率为 7.43%，同比下降 1.65pct；2019Q2 行业归母净利率为 8.34%，较 2019Q1 环比提升 1.90pct，较 2018Q2 同比下降 1.59pct，其中净利率环比提升主要由毛利率改善推动，二季度行业期间费用率整体平稳，2019Q2 轻工制造行业整体期间费用率为 18.08%，较 2019Q1 环比提升 0.23pct。

图 9：2019Q2 轻工行业毛利率环比、同比分别提升 3.04pct、0.43pct


资料来源：公司公告，东方证券研究所

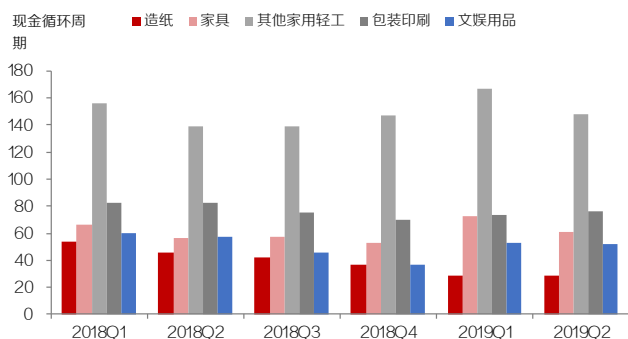
图 10：2019Q2 轻工行业期间费用率环比提升 0.23pct，同比提升 2.32pct


资料来源：公司公告，东方证券研究所

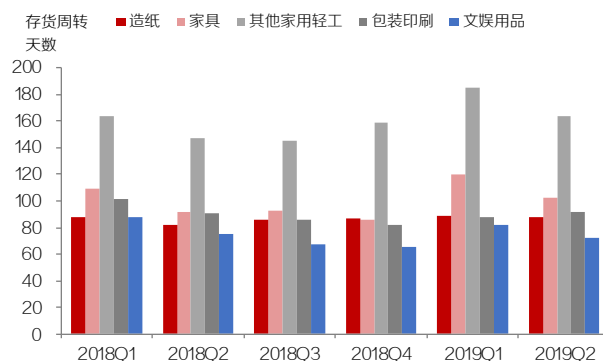
图 11：2019Q2 轻工行业归母净利润率环比提升 1.90%、同比下降 1.59pct


资料来源：公司公告，东方证券研究所

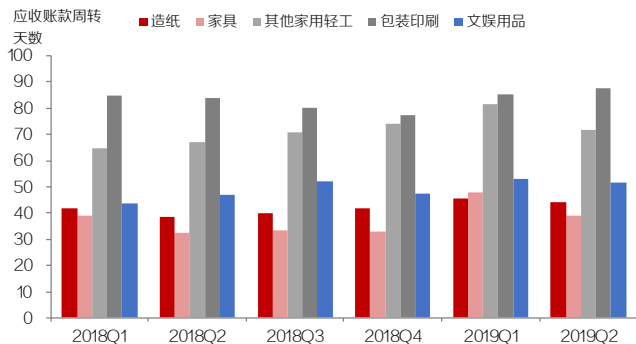
营运能力方面，2019 年二季度造纸板块现金循环周期同比显著缩短，资金周转效率提升。根据“现金循环周期=存货周转天数+应收账款周转天数-应付账款周转天数”，2019Q2 造纸板块应付账款周转天数同比增加 28 天，对上游议价能力提升，导致现金循环周期同比缩短 17 天，资金周转效率在轻工制造行业中位列第一。其次改善较明显的为包装印刷和文娱用品板块，受益于存货周转效率提升，现金循环周期分别同比下降 6 天和 5 天，资金周转效率有所提升。

图 12：2019Q2 造纸板块现金循环周期显著缩短，效率提升


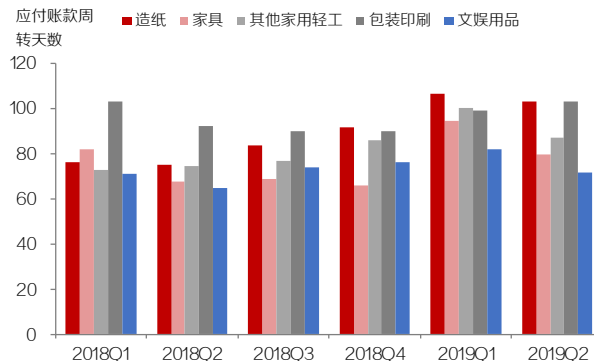
资料来源：公司公告，东方证券研究所

图 13：2019Q2 文娱用品板块存货周转天数同比下降


资料来源：公司公告，东方证券研究所

图 14：2019Q2 轻工各板块应收账款周转天数略有上升


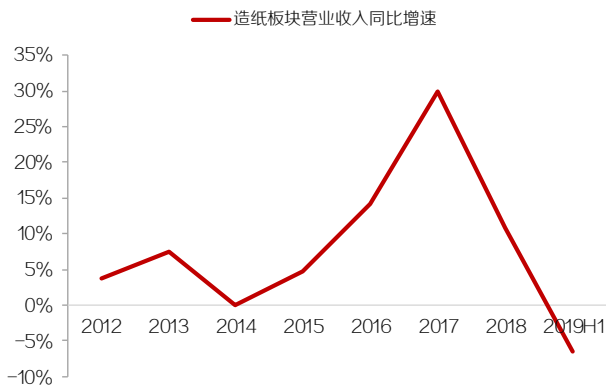
资料来源：公司公告，东方证券研究所

图 15：2019Q2 轻工各板块应付账款周转天数同比均有增加


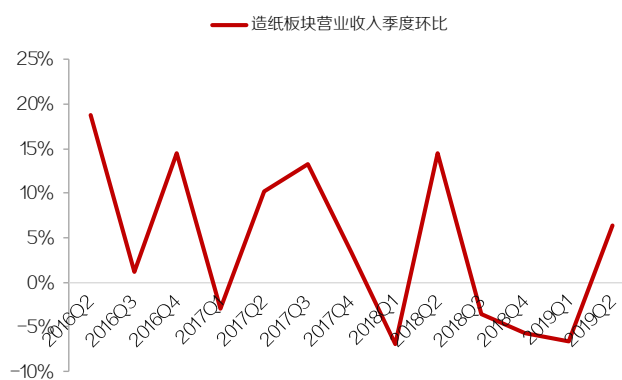
资料来源：公司公告，东方证券研究所

2 造纸：二季度盈利环比提升，年内逐季改善有望持续兑现

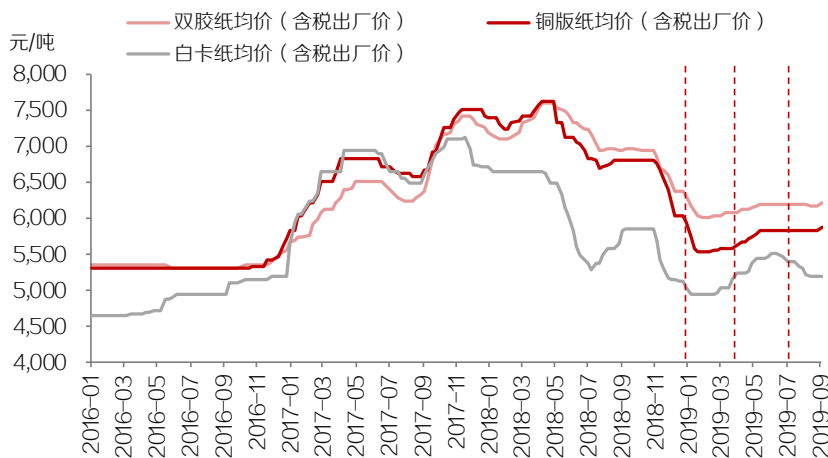
收入端，二季度木浆系纸品价格顺利提涨，推动 2019Q2 造纸板块营收环比改善。2019 年上半年造纸板块上市公司合计实现营业收入 636.01 亿元，同比下滑 6.58%，收入增速较 2018 年显著放缓。2019Q2 造纸板块公司实现营收 327.84 亿元，同比下降 9.80pct，环比提升 6.38pct，2019Q2 木浆系纸品涨价函悉数落地，双胶纸、铜版纸、白卡纸 2019Q2 均价环比 2019Q1 分别上涨 1.40%、2.92%、8.10%，推动造纸板块收入端环比改善。

图 16：2019 年上半年造纸板块营收同比增速显著放缓


资料来源：公司公告，东方证券研究所

图 17：2019Q2 造纸板块营业收入环比改善


资料来源：公司公告，东方证券研究所

图 18：双胶纸、铜版纸、白卡纸 2019Q2 均价环比 2019Q1 分别上涨 1.40%、2.92%、8.10%


资料来源：卓创资讯，东方证券研究所

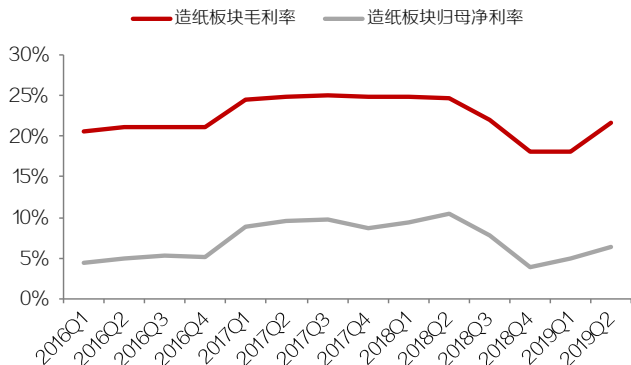
2019Q2 造纸板块盈利改善，毛利率、净利率环比持续提升。2019 年上半年造纸板块实现归母净利润 35.83 亿元，同比下降 46.95%，主要由一季度纸价下跌至低位、原材料成本并未同步下降导致。2019Q2 原材料成本持续回落，收入端木浆系纸品价格提涨顺利落地，造纸板块盈利环比有所改善，从利润增速来看，2019Q2 造纸板块实现归母净利润 20.56 亿元，同比下降 9.8%，环比增长 34.65%；从盈利能力来看，2019Q2 造纸行业毛利率环比提升 3.50pct 至 21.66%，归母净利率环比提升 1.32pct 至 6.27%，毛利率、净利率均出现环比改善。

图 19：2019 年上半年造纸板块盈利同比增速显著放缓

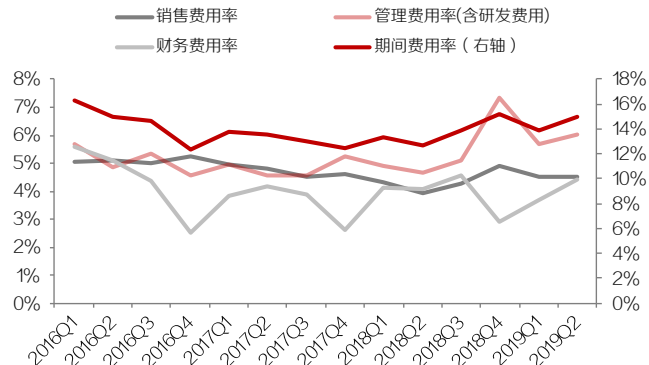

资料来源：公司公告，东方证券研究所

图 20：2019Q2 造纸板块盈利环比持续改善


资料来源：公司公告，东方证券研究所

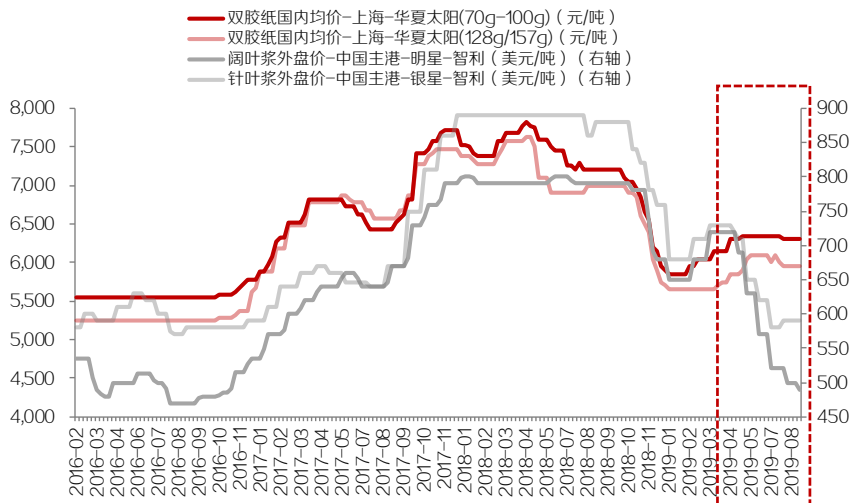
图 21：2019Q2 造纸板块毛利率、归母净利率环比提升


资料来源：公司公告，东方证券研究所

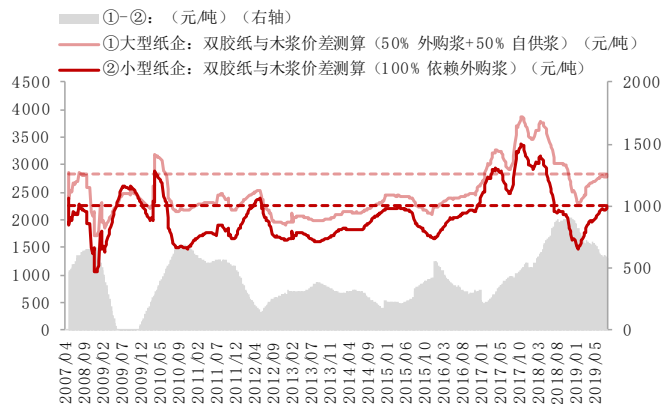
图 22：2019Q2 造纸板块期间费用率环比提升 1.03pct


资料来源：公司公告，东方证券研究所

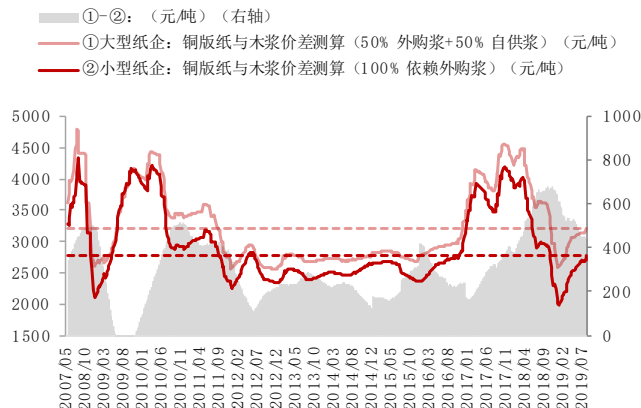
以文化纸为主的水浆系纸品盈利稳步提升，预计将带动造纸板块 Q3、Q4 业绩逐季改善。成本端，三季度水浆价格仍呈下跌走势；收入端，文化纸淡季已过、渠道库存仍处低位，供需相对平稳，旺季到来背景下，9 月文化纸提价如期落地，预计文化纸盈利有望持续扩张，以文化纸为主的水浆系纸品盈利预计将稳步提升，Q3、Q4 造纸板块盈利有望逐季改善。

图 23：2019 年二季度以来，水浆与文化纸价差逐步扩大


资料来源：卓创资讯，东方证券研究所

图 24：预计双胶纸盈利将稳步提升


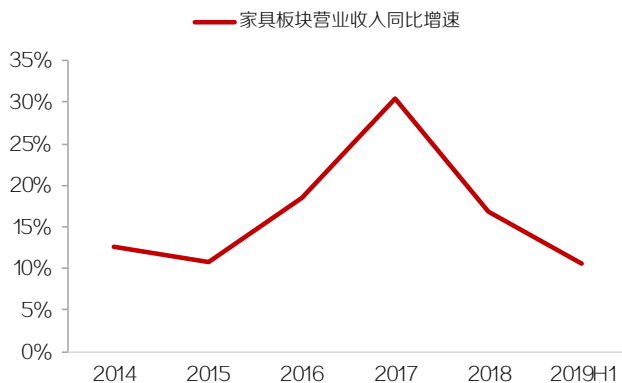
资料来源：卓创资讯，Wind，东方证券研究所

图 25：预计铜版纸盈利将稳步提升


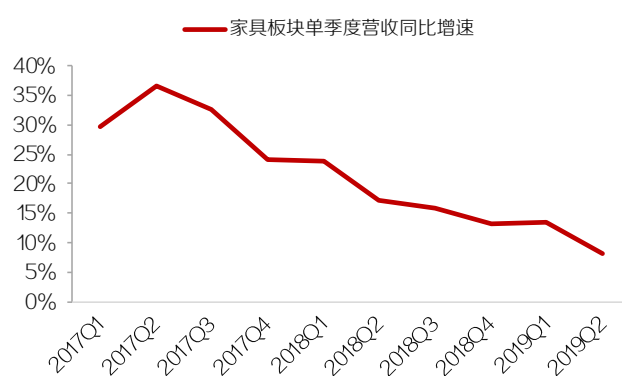
资料来源：卓创资讯，Wind，东方证券研究所

3 家具：盈利能力整体提升，定制家具费用投放管控成效显著

2019 上半年家具行业营收同比增速放缓，板块整体逐季回落态势暂未扭转。2019 年上半年家具板块上市公司共实现营业收入 419.51 亿元，同比增长 10.50%，较 2018 年上半年同比增速（20.02%）明显放缓；拆分单季度营收，2019Q2 家具板块整体实现营业收入 231.54 亿元，同比增长 8.24%，2018 年以来收入端同比增速逐季下滑的趋势尚未改善。

图 26：2019 上半年家具板块营收同比增速放缓


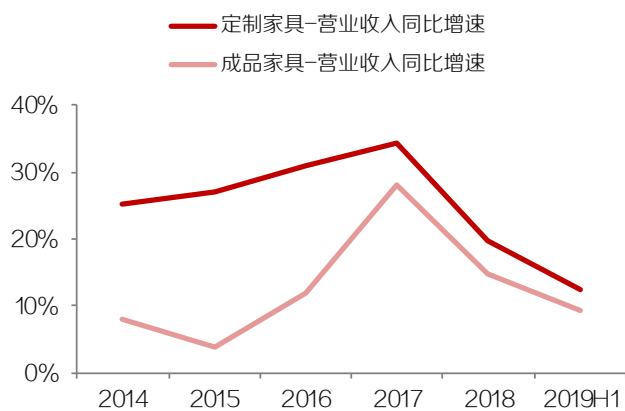
资料来源：公司公告，东方证券研究所

图 27：2019Q2 家具板块单季度营收同比增速延续逐季回落


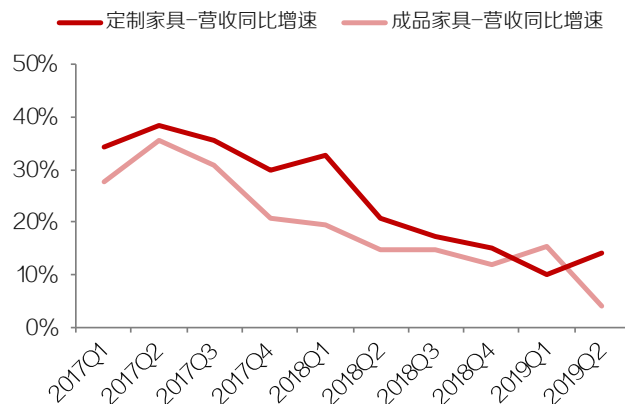
资料来源：公司公告，东方证券研究所

2019 年二季度定制家具收入端环比回暖，表现略好于成品家具。这里将家具板块公司（22 家）划分为定制家具、成品家具两类，其中定制家具（包括欧派家居、索菲亚、尚品宅配、志邦家居、金

牌厨柜、好莱客、皮阿诺、我乐家居)共8家,成品家具共14家。2019年上半年定制家具、成品家具营收增速均出现明显回落,同比2018年上半年增速分别下降12.72pct、7.72pct。2019Q2定制家具收入端表现好于成品家具,2019Q2定制家具营收同比增长14.24%,较2018Q2增速下降6.55pct,较2019Q1环比提升4.34pct,定制家具二季度收入端环比明显改善;2019Q2成品家具营收同比增长4.00%,较2018Q2同比下降10.78pct,较2019Q1环比下降11.31pct,成品家具二季度营收增速持续放缓。

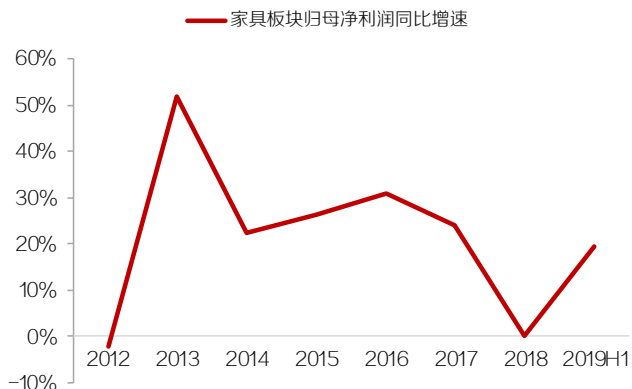
图 28: 2019 年上半年定制家具、成品家具营收增速仍有回落


资料来源:公司公告,东方证券研究所

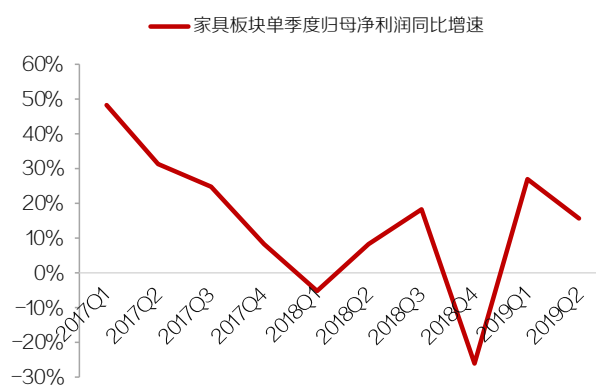
图 29: 2019Q2 定制家具板块营收增速高于成品家具


资料来源:公司公告,东方证券研究所

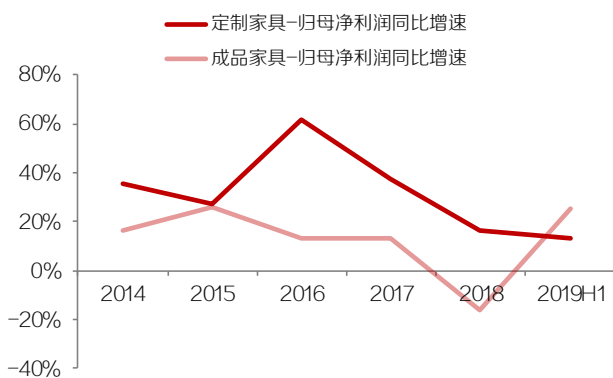
利润端,2019年上半年家具板块归母净利润同比增速回暖,二季度定制、成品家具盈利增速均有放缓。2019年上半年家具板块上市公司共实现归母净利润37.60亿元,同比增长19.31%,较2018年上半年同比增速(3.45%)明显回暖。2019Q2家具板块整体实现归母净利润24.83亿元,同比增长15.62%,较一季度同比增速27.19%略有放缓;2019Q2定制家具、成品家具归母净利润分别同比增长12.01%、20.73%,相比一季度(同比增速分别为18.32%、30.07%)均有回落。

图 30：2019 年上半年家具板块盈利增速回暖


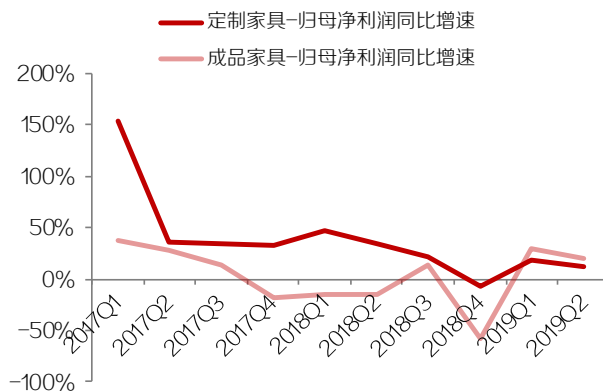
资料来源：公司公告，东方证券研究所

图 31：2019Q2 家具归母净利润同比增长 16%，略有放缓


资料来源：公司公告，东方证券研究所

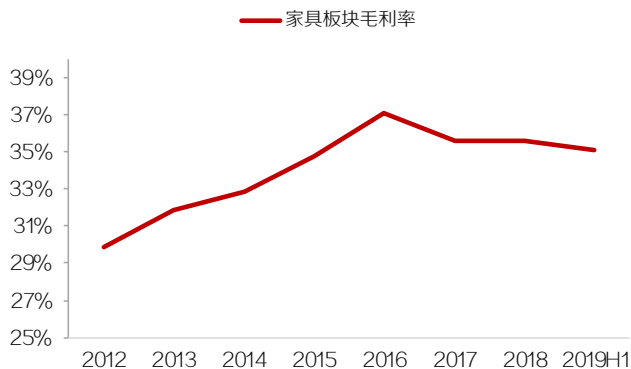
图 32：2019 年上半年成品家具盈利增速回暖


资料来源：公司公告，东方证券研究所

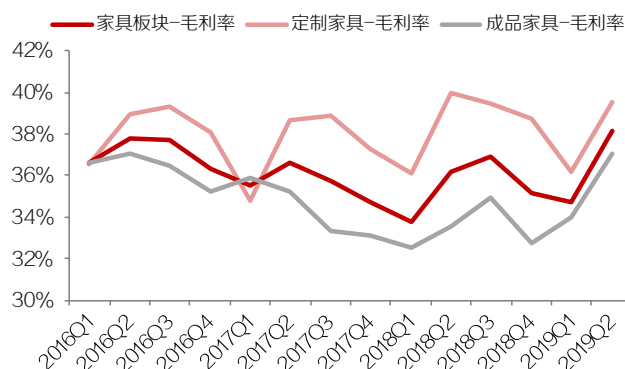
图 33：2019Q2 定制、成品家具盈利同比增速均有回落


资料来源：公司公告，东方证券研究所

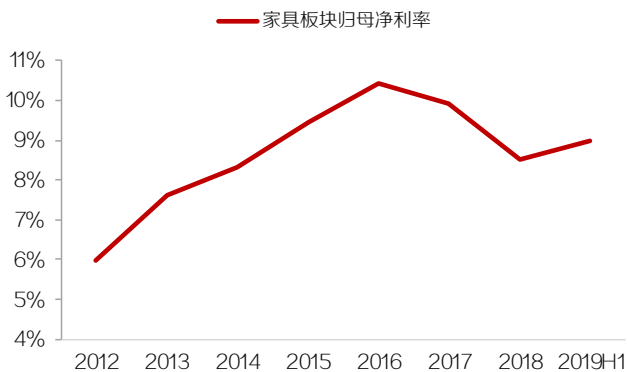
家具板块 2019 年二季度盈利能力整体提升，成品家具表现好于定制家具。2019 年上半年家具板块整体毛利率为 36.62%，与 2018 年上半年相比提升 1.47pct；2019 年二季度家具板块毛利率环比提升至 38.15%，较 2018Q2 同比提升 1.94pct，毛利率稳中有升。其中，2019Q2 定制家具毛利率为 39.57%，同比小幅下滑 0.40pct；成品家具毛利率为 37.05%，同比提升 3.49pct。净利率角度，2019 年上半年家具板块整体归母净利率为 8.96%，同比提升 0.66pct，其中，2019Q2 家具板块实现归母净利率 10.72%，较 2018Q2 提升 0.68pct；定制家具 2019Q2 归母净利润率同比下滑 0.28pct，成品家具同比提升 1.14pct，二季度盈利能力整体表现好于定制家具。

图 34：2019 年上半年家具板块毛利率同比小幅提升


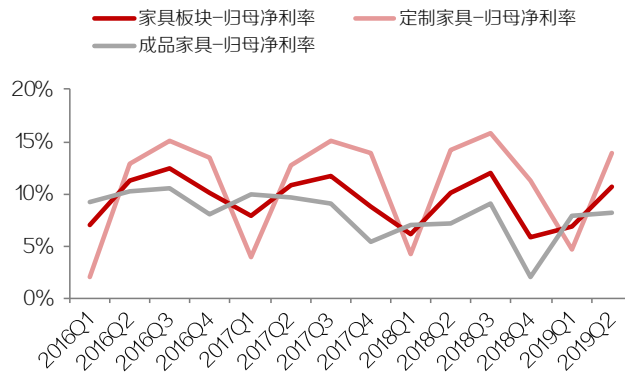
资料来源：公司公告，东方证券研究所

图 35：2019Q2 家具板块毛利率环比、同比均有提升


资料来源：公司公告，东方证券研究所

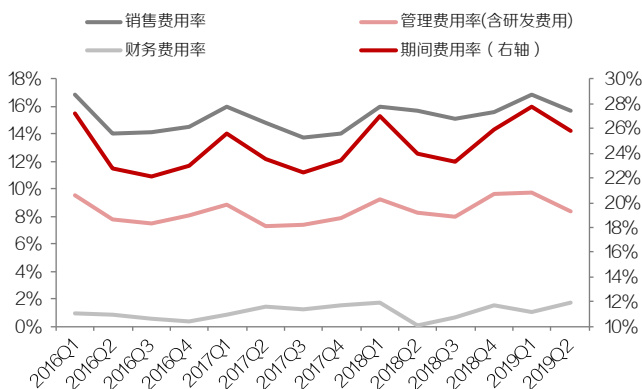
图 36：2019 年上半年家具板块归母净利率同比小幅提升


资料来源：公司公告，东方证券研究所

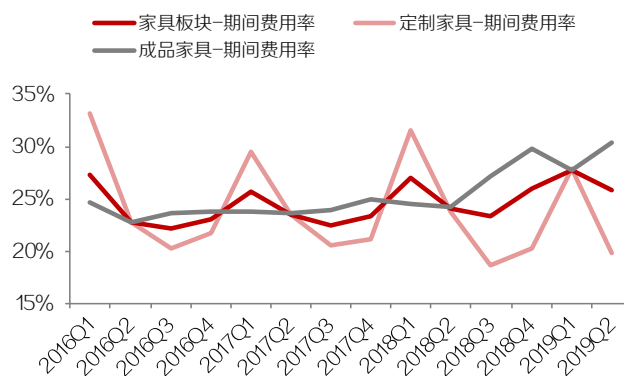
图 37：2019Q2 家具板块归母净利率环比、同比均有提升


资料来源：公司公告，东方证券研究所

2019 年二季度成品家具财务费用增加，定制家具费用管控成效显著。2019Q2 家具板块期间费用率同比 2018Q2 提升 1.81pct，其中销售费用率、管理费用率（含研发费用在内）、财务费用率同比分别提升 0.05pct、0.16pct、1.60pct。板块期间费用率提升主要由成品家具费用率增加导致，2019Q2 成品家具期间费用率同比提升 6.25pct，原因主要包括上市公司并购后管理费用、借款费用增加等；与之相反，2019Q2 定制家具期间费用率同比下降 3.89pct，定制家具费用管控力度增强。

图 38：2019Q2 家具板块销售、管理、财务费用率同比均有提升


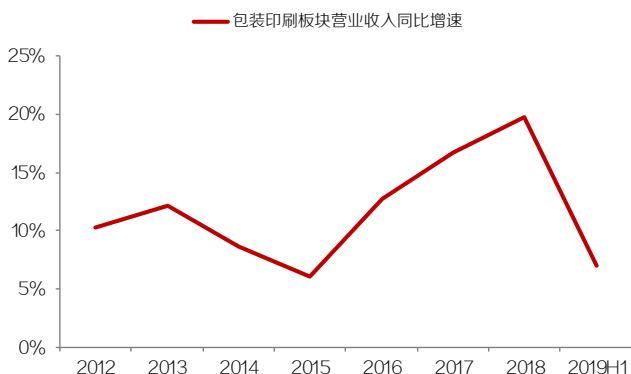
资料来源：公司公告，东方证券研究所

图 39：2019Q2 板块期间费用率同比提升由成品家具拉动，定制家具费用投放明显下降


资料来源：公司公告，东方证券研究所

4 包装印刷：二季度收入、盈利增速双回落，盈利能力有所改善

2019 年二季度包装印刷板块营收增速回落。2019 年上半年包装印刷板块上市公司合计实现营业收入 413.32 亿元，同比增长 7.00%，收入增速较 2018 年上半年明显放缓。2019 年上半年下游需求疲软延续，板块营收增速自 2018Q3 出现下滑，2018Q4 触底、2019Q1 小幅反弹后，二季度继续下行。2019Q2 包装印刷板块实现营收 203.32 亿元，同比下降 0.29%，收入端增速回落明显。

图 40：2019 年上半年包装印刷板块营收同比增速回落


资料来源：公司公告，东方证券研究所

图 41：2019Q2 包装印刷板块营收增速回落明显

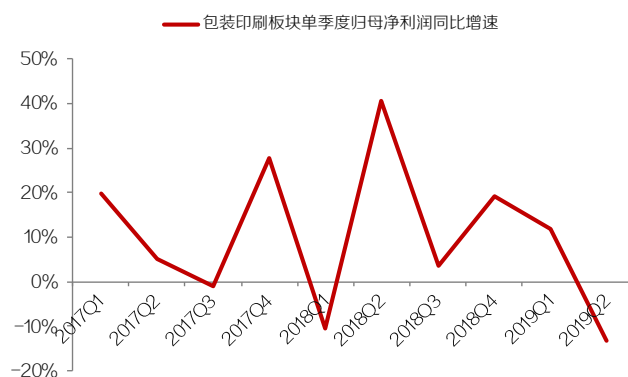

资料来源：公司公告，东方证券研究所

利润端，二季度板块盈利下滑明显，拖累上半年盈利增速整体下行。2019 年上半年包装印刷板块上市公司合计实现归母净利润 33.27 亿元，同比下降 2.54%，较 2018 年上半年增速明显回落。拆

分单季度盈利，2019 年二季度盈利增速回落明显。2019Q2 包装印刷板块实现归母净利润 17.03 亿元，同比下降 13.22%，较 2018Q2 同比下滑 53.93pct，较 2019Q1 环比下降 25.13pct。

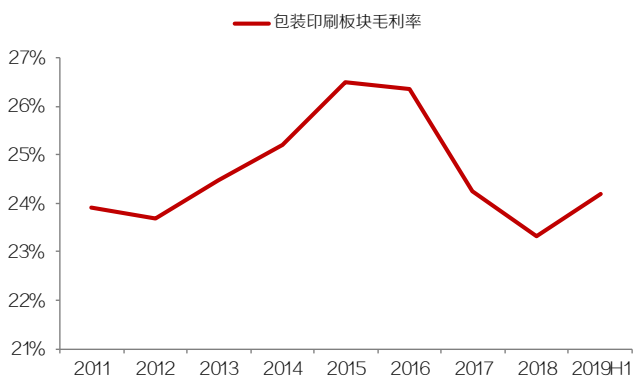
图 42：2019 年上半年包装印刷板块归母净利润同比增速回落


资料来源：公司公告，东方证券研究所

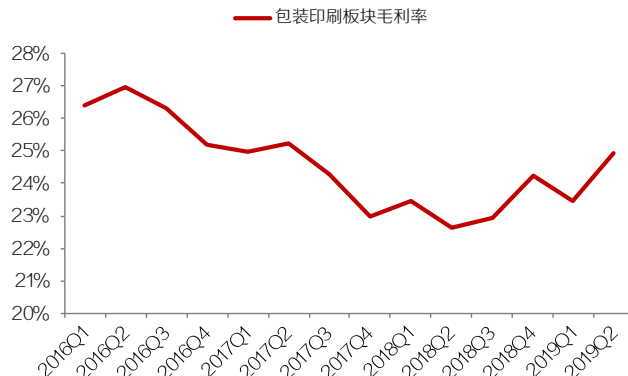
图 43：2019Q2 包装印刷板块盈利增速回落明显


资料来源：公司公告，东方证券研究所

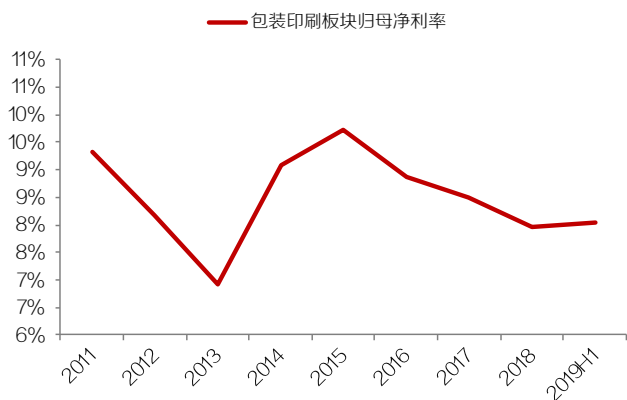
2019Q2 包装印刷板块盈利能力环比均有改善。2019 年上半年包装印刷板块实现毛利率 24.19%，同比提升 1.18pct；实现归母净利率 8.05%，同比下降 0.79pct。2019 年以来原材料价格处于低位，2019Q2 包装印刷板块毛利率达 24.94%，同比、环比分别提升 2.33pct、1.49pct，费用端期间费用率同比、环比提升 2.55pct、0.63pct，导致二季度包装印刷归母净利率同比小幅下滑 1.25pct、环比提升 0.64pct。

图 44：2019 年上半年包装印刷板块毛利率提升


资料来源：公司公告，东方证券研究所

图 45：2019Q2 包装印刷板块毛利率环比、同比均有改善


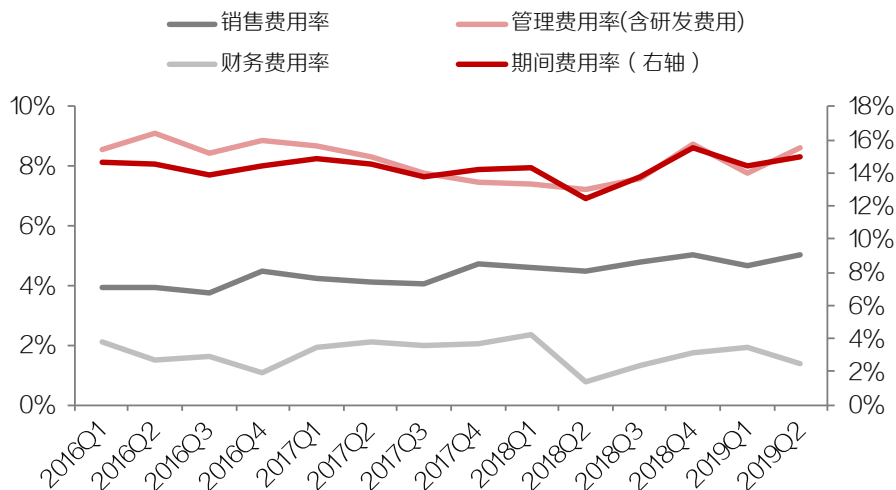
资料来源：公司公告，东方证券研究所

图 46：2019 年上半年包装印刷板块归母净利润率小幅提升


资料来源：公司公告，东方证券研究所

图 47：2019Q2 包装印刷板块归母净利润率同比下降、环比提升


资料来源：公司公告，东方证券研究所

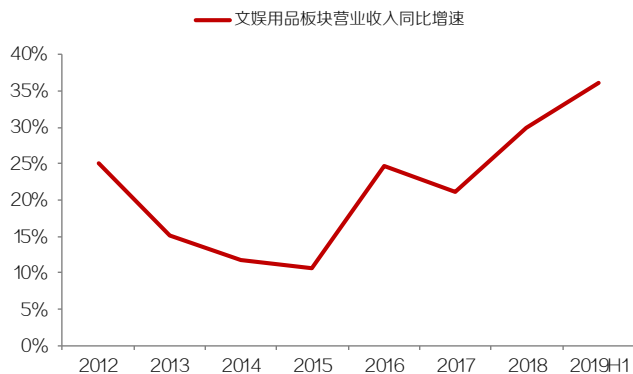
图 48：2019Q2 包装印刷板块期间费用率同比、环比均有提升


资料来源：Wind，东方证券研究所

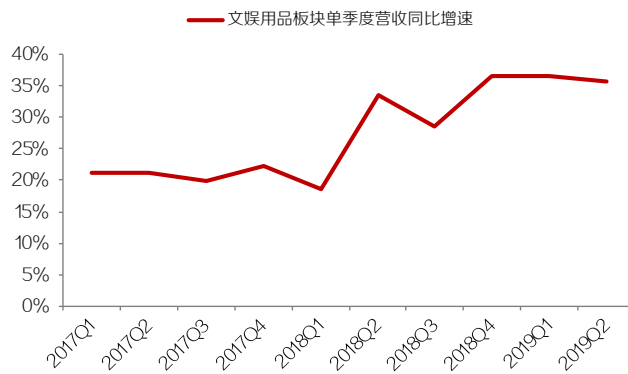
5 文娱用品：收入、利润均有亮眼表现，增长稳健

二季度文娱用品板块营收、利润增速仍处于高增长区间，业绩表现亮眼。收入端，2019 年上半年文娱用品板块上市公司合计实现营业收入 104.53 亿元，同比增长 36.09%，收入增速较 2018 年上半年提升 9.90pct；2019Q2 营收同比增长 35.71%，增速与 2019Q1 基本持平，收入端稳健增长。利润端，2019 年上半年文娱用品利润增速持续提升。2019 年上半年板块合计实现归母净利润 9.57

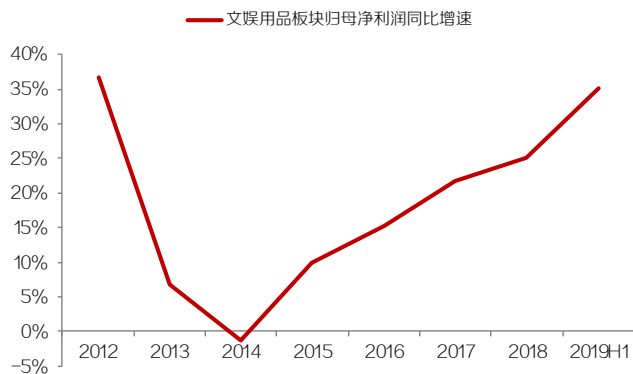
亿元，同比增长 35.10%，较 2018 年上半年增速提升 11.01pct。拆分单季度盈利，2019Q2 板块实现归母净利润 5.09 亿元，同比增长 34.50%，增速与 2019Q1 相比小幅下滑，但仍处于较高增长区间，以文具为主的板块业绩表现亮眼。

图 49：2019 年上半年文娱用品板块营收同比增速持续提升


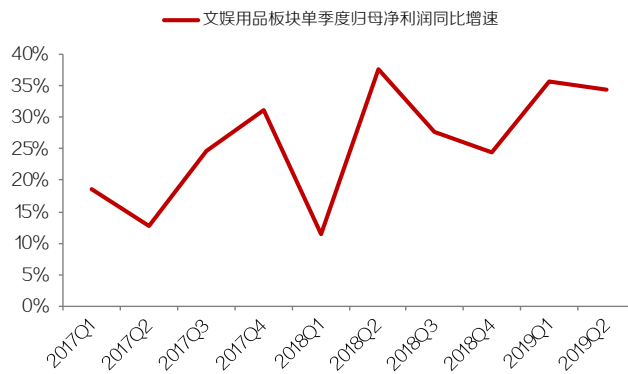
资料来源：公司公告，东方证券研究所

图 50：2019Q2 文娱用品板块营收同比增速持续高增长


资料来源：公司公告，东方证券研究所

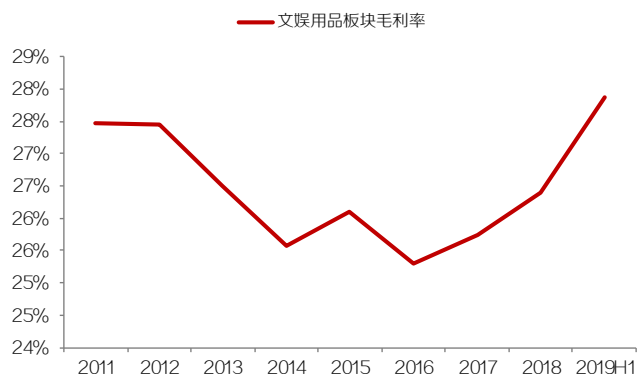
图 51：2019 年上半年文娱用品归母净利润同比增速回升


资料来源：公司公告，东方证券研究所

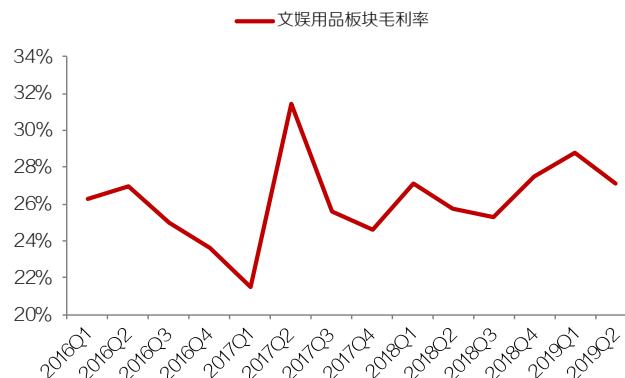
图 52：2019Q2 文娱用品盈利同比增速仍保持高位


资料来源：公司公告，东方证券研究所

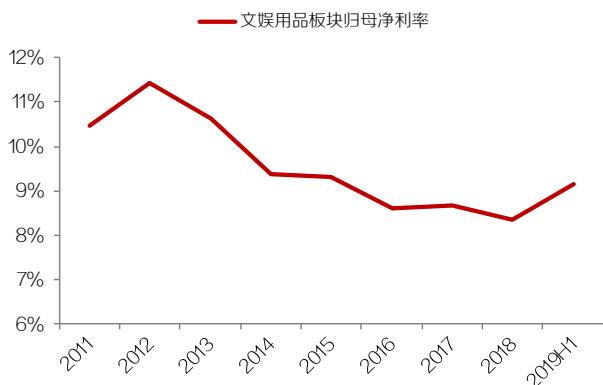
文娱用品板块毛利率持续提升，费用率趋于稳定。2019 年上半年文娱用品板块实现毛利率 27.87%，同比提升 1.52pct；实现归母净利率 9.16%，同比略有下降，但仍处于高位。其中，二季度文娱用品板块实现毛利率 27.10%，同比提升 1.39pct；费用管控能力逐步趋稳，2019Q2 板块期间费用率为 15.38%，同比提升 0.40pct，板块归母净利率 9.05%，同比小幅下滑 0.08pct，但仍处于相对稳定的高增长区间。

图 53：2019 年上半年文娱用品毛利率大幅提升


资料来源：公司公告，东方证券研究所

图 54：2019Q2 文娱用品毛利率同比提升 1.39pct


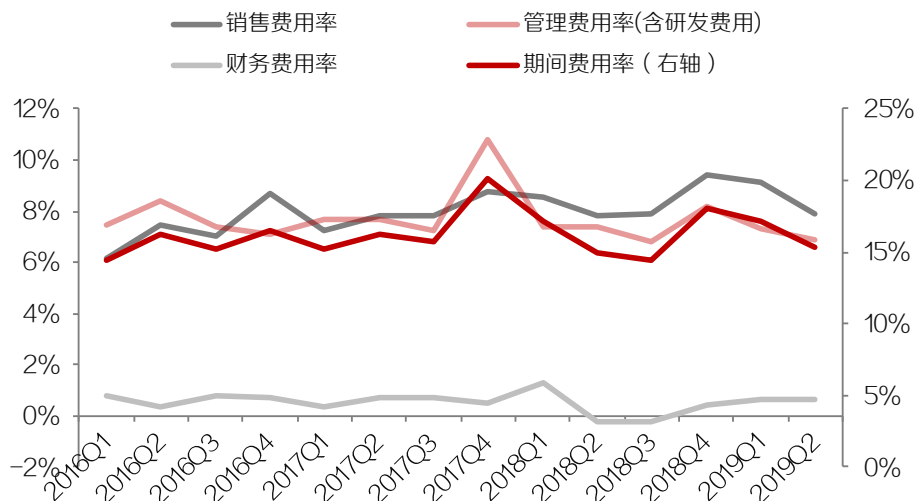
资料来源：公司公告，东方证券研究所

图 55：2019 年上半年文娱用品归母净利率同比小幅下降


资料来源：公司公告，东方证券研究所

图 56：2019Q2 文娱用品归母净利率同比小幅下降 0.08pct


资料来源：公司公告，东方证券研究所

图 57：2019Q2 文娱用品板块期间费用率为 15.38%，同比小幅提升


资料来源：Wind，东方证券研究所

投资建议

造纸行业当前正处于周期底部，短期内，以文化纸为主的木浆系纸企盈利年内有望逐季改善；未来 1-2 年，国废价格有望因废纸缺口显现而上涨，利好原材料自供的企业。**建议关注当前行业内原材料布局方面最具优势、从源头解决原材料问题的综合性龙头纸企——太阳纸业(002078，买入)。**

风险提示

- **宏观经济增速放缓、终端需求下滑超预期的风险：**若国内宏观经济增速发生较大波动，终端需求下滑幅度超预期，则造纸行业、包装印刷行业、家具行业存在收入端大幅回落、盈利大幅下滑的风险。
- **地产销售不及预期的风险：**由于家具行业受地产后周期影响较大，若地产销售不及预期，将影响家具行业订单情况，家具企业盈利存在大幅波动的风险。

信息披露

依据《发布证券研究报告暂行规定》以下条款：

发布对具体股票作出明确估值和投资评级的证券研究报告时，公司持有该股票达到相关上市公司已发行股份1%以上的，应当在证券研究报告中向客户披露本公司持有该股票的情况，

就本证券研究报告中涉及符合上述条件的股票，向客户披露本公司持有该股票的情况如下：

截止本报告发布之日，东证资管仍持有太阳纸业(002078)股票达到相关上市公司已发行股份1%以上。

提请客户在阅读和使用本研究报告时充分考虑以上披露信息。

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

增持：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15%；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；

减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；

看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

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本公司的当然客户。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

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，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，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。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容。不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

联系人：王骏飞

电话：021-63325888*1131

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

Email：wangjunfei@orientsec.com.cn

