

龙头业绩靓丽，地位不断巩固

报告摘要：

市场回顾：申万轻工行业 A 股 116 家公司，2017 年上半年实现营收 1,888.96 亿元，同比增长 21.21%；实现归母净利润 148.69 亿元，同比增长 49.92%，利润增速显著快于收入增速。亏损企业仅 7 家，同比减少 4 家。营收增速较快的子行业分别为家具、造纸、包装印刷、文具用品、珠宝首饰，分别为 31.15%、29.46%、13.38%、12.69%、5.9%。家用轻工、造纸分别上涨 7.86%、0.18%，文娱用品、包装印刷、家居、珠宝首饰分别下跌 7.68%、14.06%、15.95%、23.24%、41.95%，结构性行情明显。

展望 2017 年下半年，建议重点配置家具、造纸行业龙头。

造纸板块：环保去产能，集中度快速提升。今年以来环保趋严，加速淘汰落后产能，行业集中度提升。纸价保持高位并快速上涨，行业龙头业绩靓丽，建议持续关注晨鸣纸业、太阳纸业。

家具行业：房地产下行，行业集中度加速提升。随着消费升级，下游的家具行业将会持续受益。我们认为房地产下行，将促使小企业更快倒下，行业整合加速，利好行业龙头。

包装一体化：包装行业具有大行业小公司的特点，行业集中度较低。行业龙头拥有优质高端客户资源，打造包装一体化模式，提供整体解决方案，拥有核心技术优势，客户粘性高，议价能力强。多元化布局，未来高增长可期。推荐标的：裕同科技。

投资建议：1) 索菲亚、欧派家居等家具龙头未来几年高成长确定性强，O2O+直营模式为主，效率不断改善的尚品宅配同样值得关注。

2) **造纸板块**建议关注管理优异的太阳纸业、PE 较低的文化纸龙头晨鸣纸业。以及推出新产品自然木的生活用纸企业中顺洁柔。另外，建议关注具有行业整合潜力，业绩稳定增长的晨光文具。

风险提示：1、宏观经济波动 2、需求持续疲软 3、原材料价格波动 4、人民币汇率大幅波动 5、房地产销售下行。

重点推荐公司估值及投资评级

公司名称	股价	16 EPS	17 EPS	16PE	17PE	投资评级
太阳纸业	9.11	0.54	0.54	17	13	增持
中顺洁柔	13.53	0.66	0.66	43	31	买入
山鹰纸业	5.03	0.15	0.15	58	23	增持
索菲亚	36.80	1.97	1.97	36	29	买入
顾家家居	52.86	2.02	2.72	26	19	买入
欧派家居	102.43	3.01	4.06	34	25	买入
尚品宅配	146.25	3.69	6.63	40	22	买入
宜华生活	10.87	0.74	0.93	15	12	买入

历史收益率曲线



重点公司

重点公司	投资评级
山鹰纸业	增持
太阳纸业	增持
索菲亚	买入
欧派家居	买入
顾家家居	买入
大亚圣象	买入
宜华生活	买入
尚品宅配	买入

相关报告

《群雄逐鹿，强者恒强》

2017-07-14

《造纸复苏，大家居打开市场空间

--- 2017 年度轻工行业投资策略》

2016-11-28

证券分析师：唐凯

职业证书编号：S0550516120001

Tangkai@nesc.cn

目 录

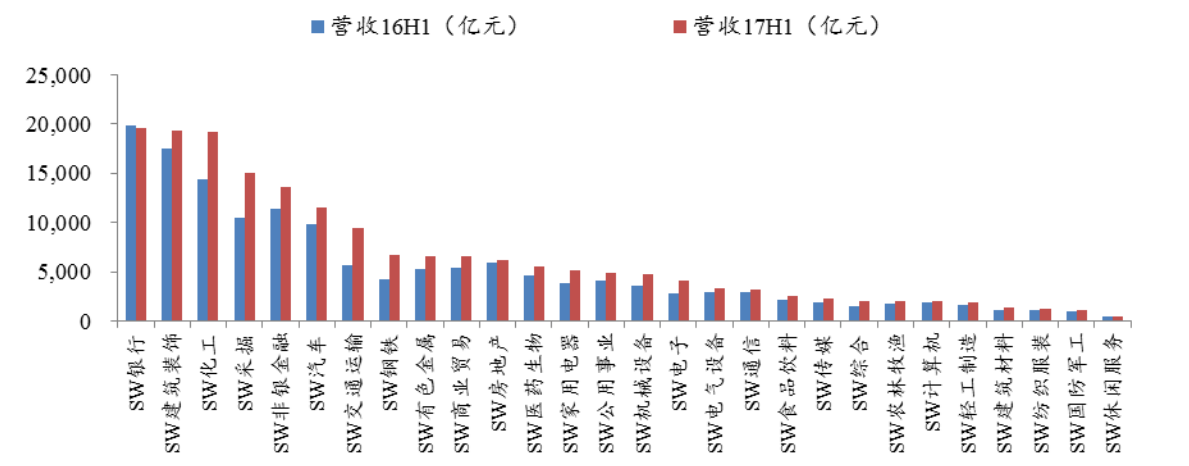
1. 2016 年轻工制造行情回顾.....	3
1.1. 轻工板块业绩表现.....	3
1.2. 市场表现回顾.....	5
1.3. 轻工子板块行情回顾.....	6
1.4. 轻工子板块估值情况.....	8
2. 2017H1 轻工制造行业情况.....	9
2.1. 环保去产能，纸价坚挺，造纸龙头业绩亮眼.....	9
2.1.1. 中顺洁柔：渠道开拓顺利，业绩进入快车道.....	14
2.1.2. 晨鸣纸业：量价齐升，开源节流，业绩靓丽.....	15
2.2. 包装印刷行业景气度低，龙头扩大领先地位.....	15
2.2.1. 裕同科技：汇兑损益致利润增速下滑，业绩符合预期.....	16
2.3. 家居行业受益消费升级，大家居迎合趋势.....	16
2.3.1. 索菲亚：营收利润高增长，新品类起航.....	20
2.3.2. 顾家家居：内外销齐发力，营收延续高增长.....	20
2.3.3. 欧派家居：门店扩张加速，设计驱动大家居.....	21
2.3.4. 尚品宅配：多维度发力，预计全年业绩超预期.....	21
2.3.5. 宜华生活：华达利并表致营收大幅增长，业绩符合预期.....	22
3. 2017 年轻工行业投资策略及个股推荐.....	22

1. 2016 年轻工制造行情回顾

1.1. 轻工板块业绩表现

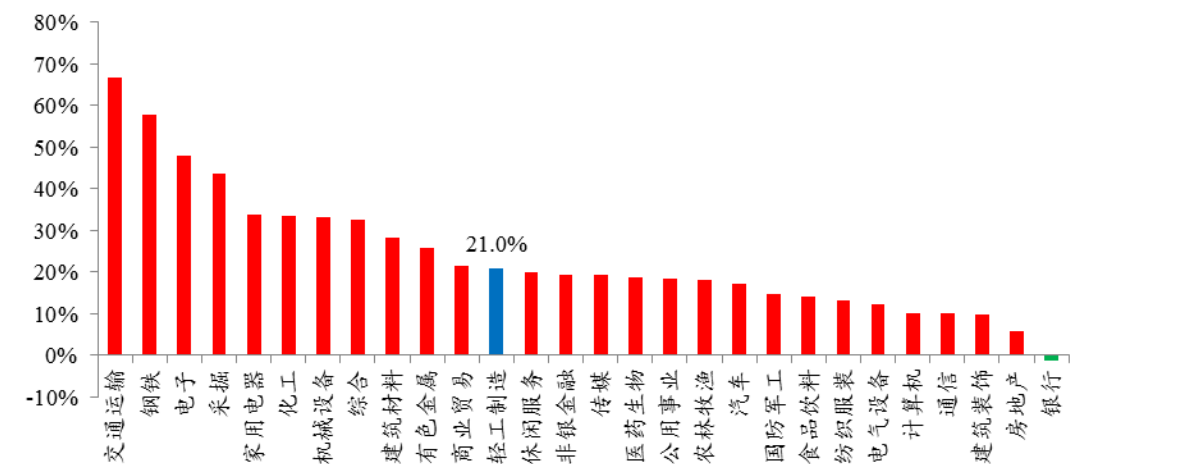
从轻工板块上市公司业绩来看，剔除 B 股，我们统计的 116 家轻工行业 A 股公司 2017 年上半年实现营收 1,888.96 亿元，同比增长 21.21%；实现归母净利润 148.69 亿元，同比增长 49.92%。从行业横向来看，轻工行业营收增速在申万分类 28 个行业中排第 12，在各行业中处中游。归母净利润增速排名第 9，处于行业中较为领先的位置。毛利率 23.1%，净利率为 8.1%，均相对领先。

图 1：申万各板块营收（亿元）（含 B 股）



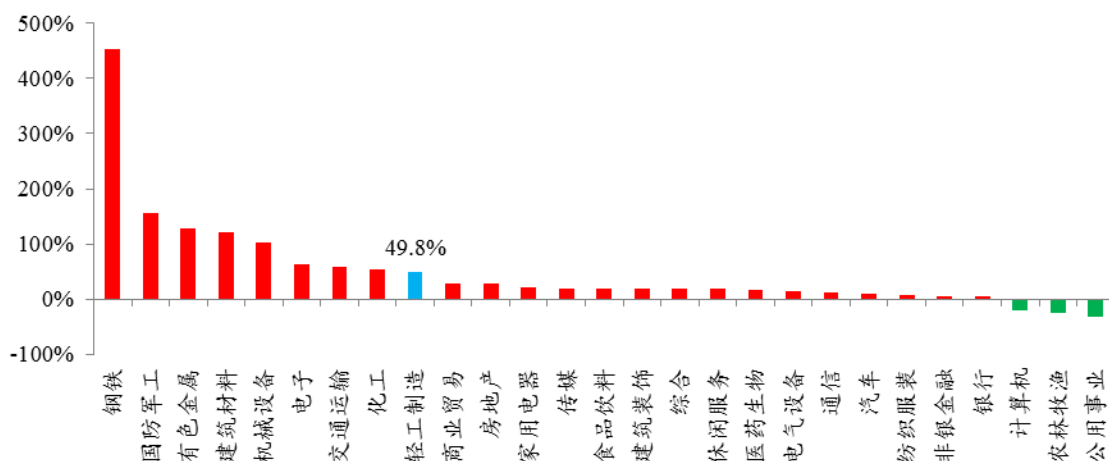
数据来源：Wind，东北证券

图 2：17H1 申万各板块营收增速（含 B 股）



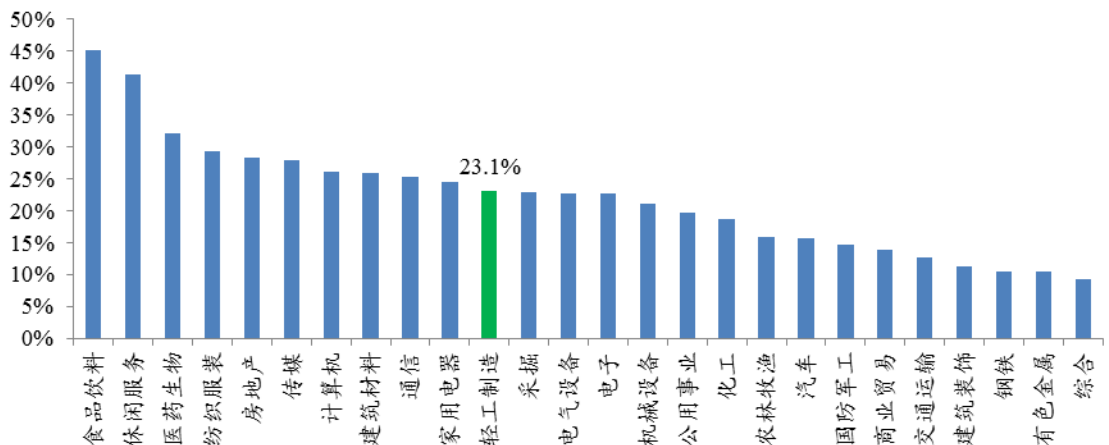
数据来源：Wind，东北证券

图 3: 17H1 申万各板块归母净利润增速 (含 B 股)



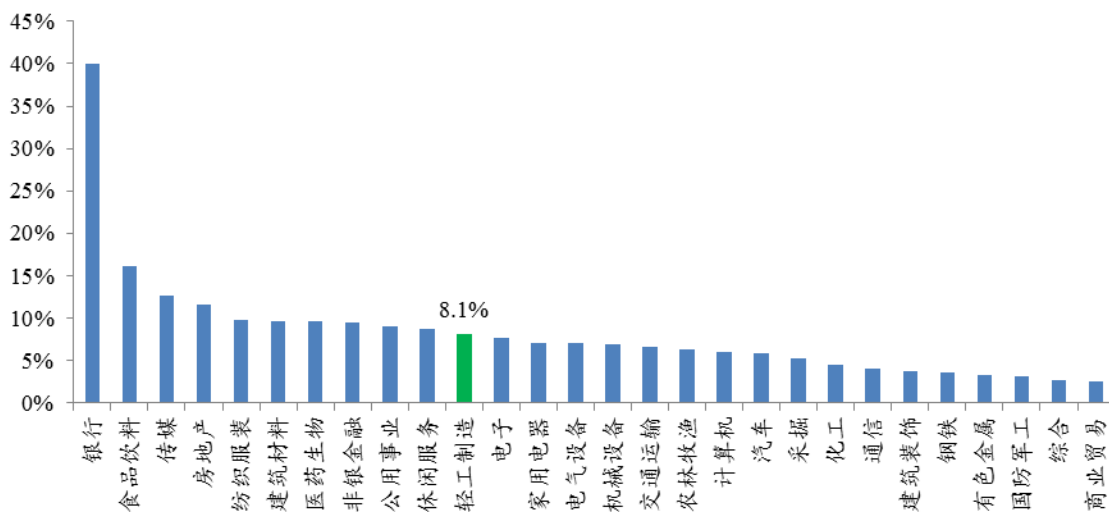
数据来源: Wind, 东北证券

图 4: 17H1 申万各板块毛利率



数据来源: Wind, 东北证券

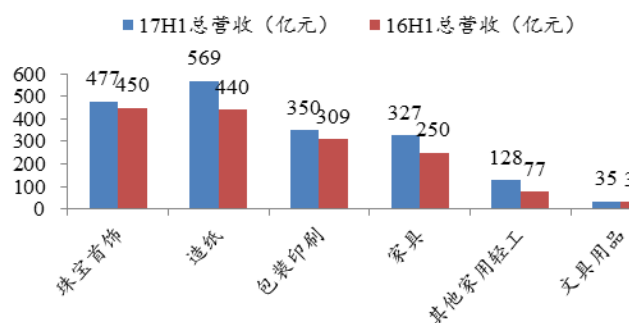
图 5: 17H1 申万各板块净利润率



数据来源: Wind, 东北证券

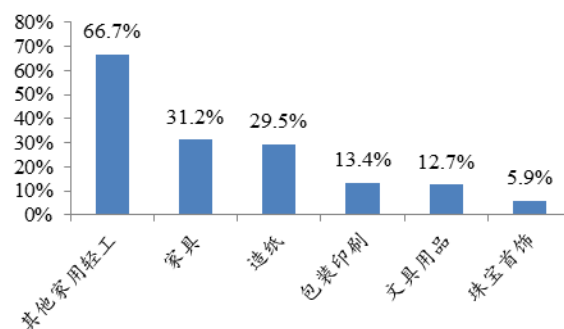
分子行业来看，营收端 2017H1 营收增速较快的子行业分别为家具、造纸、包装印刷、文具用品、珠宝首饰，分别为 31.15%、29.46%、13.38%、12.69%、5.9%。

图 6：轻工各子板块营收（亿元）



数据来源：Wind，东北证券

图 7：17H1 轻工各子板块营收增速

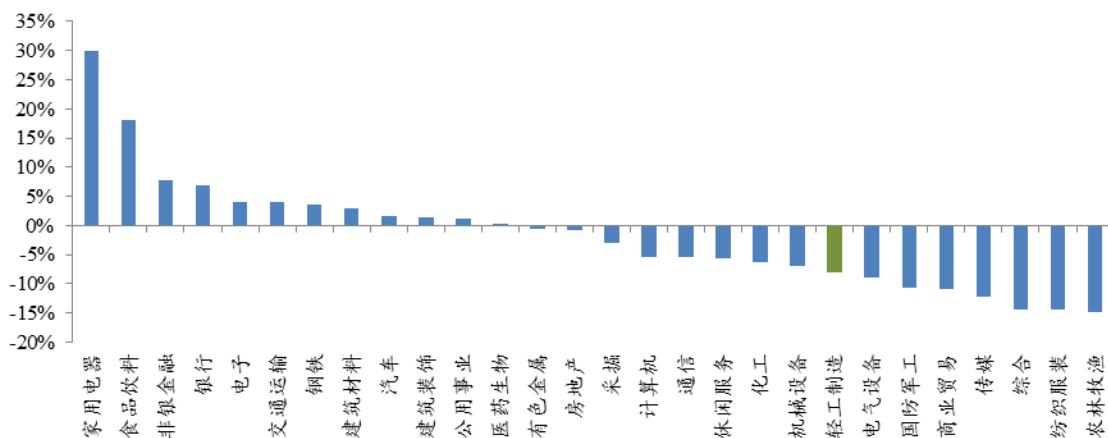


数据来源：Wind，东北证券

1.2. 市场表现回顾

从年初到 6 月 30 日，沪深 300 指数从 3310.08 上升至 3666 点，上升 10.78%，申万轻工指数同期下跌 8.00%，跑输大盘。行业整体涨跌幅在申万 28 个行业中排在第 21 位，排名倒数第 8 位。涨幅前五的板块分别是家电、食品饮料、非银金融、银行、电子。整体呈现出大消费和蓝筹股等业绩增长确定性强的板块及个股涨幅居前，缺乏业绩支撑的个股跌幅较大，估值处于修复中，后期反弹乏力。

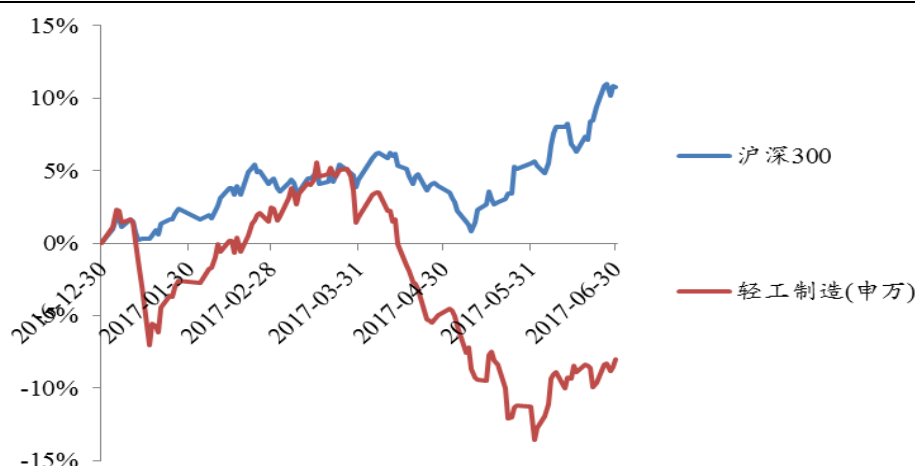
图 8：截止 2017/6/30 17H1 申万一级行业指数各板块涨跌幅 (%)



数据来源：Wind，东北证券

轻工板块弹性较大，5 月 9 日以来板块与沪深 300 走势背道而驰，同期沪深 300 指数强劲反弹。轻工板块继续大幅下探，并于 6 月 1 日触底反弹。

图 9：指数走势图—轻工制造（申万）和沪深 300 指数(2016/12/30-2017/6/30)

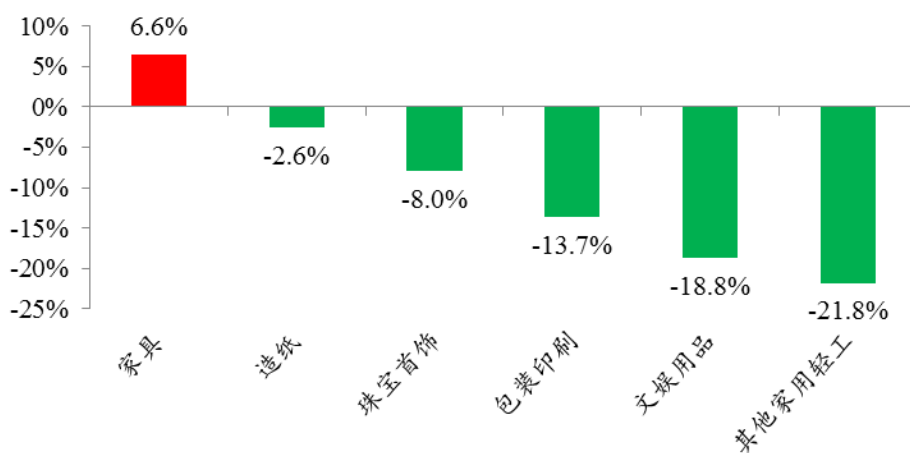


数据来源：Wind，东北证券

1.3. 轻工子板块行情回顾

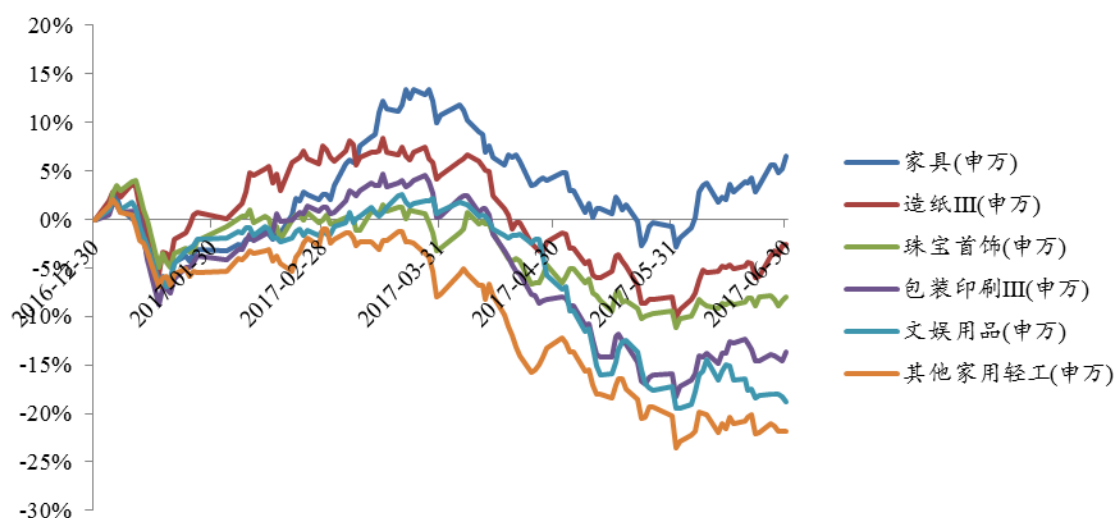
板块演绎结构性行情，业绩较好，估值合理表现较好。从行业来看，家具板块由于三四线地产回暖，板块指数上涨 7.86%，造纸板块年初表现强劲，涨幅领先各板块，进入 3 月淡季后，板块个股多有回调。造纸、珠宝首饰、包装印刷、文娱用品、其他家用轻工分别下跌 2.6%、8.0%、13.7%、18.8%、21.8%，结构性行情明显。

图 10：截止 2017/6/30 轻工子行业 17H1 市场表现



数据来源：Wind，东北证券

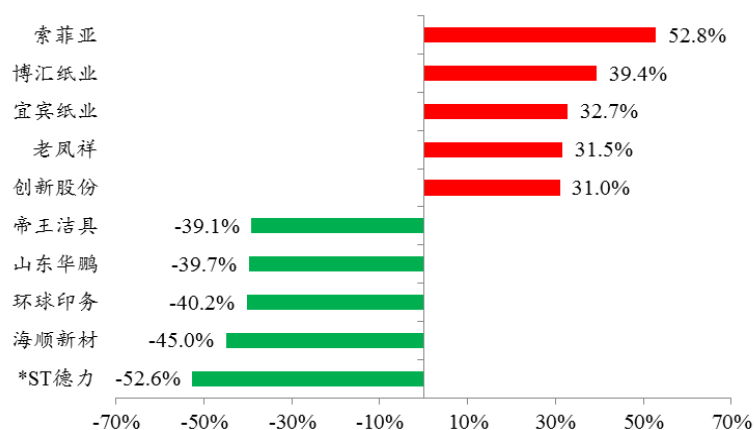
图 11: 轻工子行业 17H1 市场表现



数据来源: Wind, 东北证券

从个股来看, 2017 年上半年涨幅前 5 名分别为索菲亚、博汇纸业、安得利、宜宾纸业、老凤祥、创新股份, 排名靠前个股均为业绩较好的行业个股。跌幅前 5 名为 ST 德力、海顺新材、环球印务、山东华鹏、帝王洁具。包装印刷行业个股由于市盈率较高, 跌幅较大。

图 12: 轻工行业涨跌幅前 5 名个股 (截止 17/6/30)

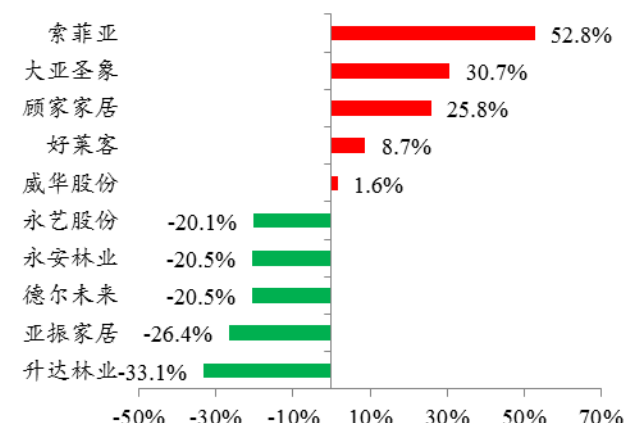


数据来源: Wind, 东北证券

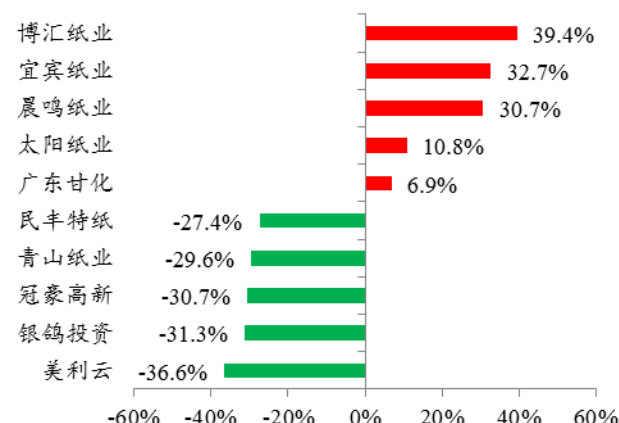
强者恒强, 马太效应明显。造纸、家具、包装印刷子行业龙头无论是在业绩增速还是在赚钱效应方面都明显好于行业其他竞争对手, 呈现出强者恒强的竞争格局。

图 13: 家具板块涨跌幅前 5 名个股 (截止 17/6/30)

图 14: 造纸板块涨跌幅前 5 名个股 (截止 17/6/30)

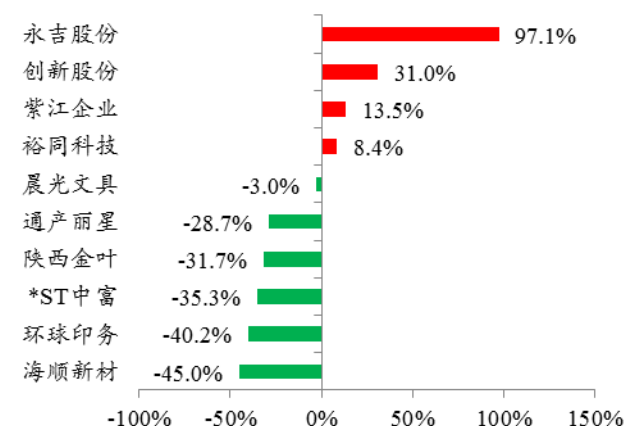


数据来源: Wind, 东北证券



数据来源: Wind, 东北证券

图 15: 包装印刷板块涨跌幅前 10 名个股 (截止 17/6/30)



数据来源: Wind, 东北证券

1.4. 轻工子板块估值情况

估值方面,截止到 17 年 9 月初,轻工行业市盈率(TTM,整体法剔除负值)为 33.75X。各子行业造纸、珠宝首饰、包装印刷、家具、其他家用轻工、文娱用品市盈率分别为 23.62X、30.6X、36.99X、37.71X、43.32X、73.29X。

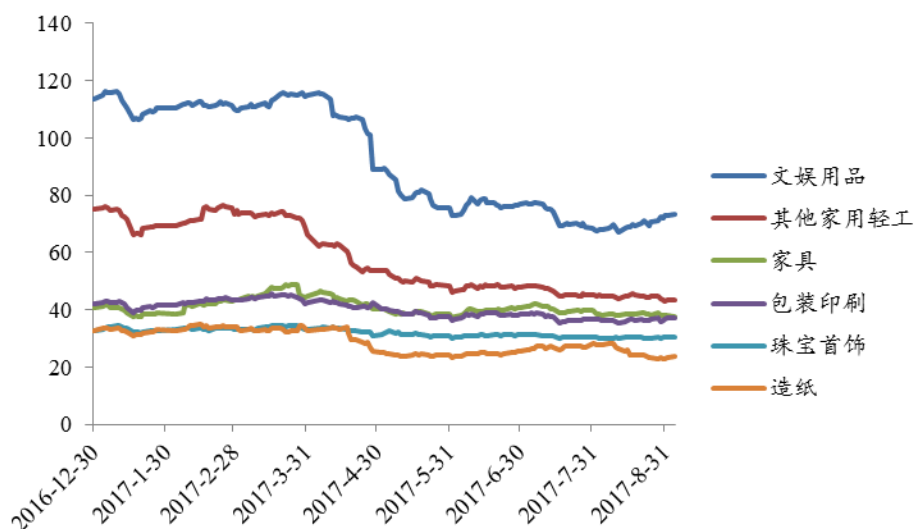
家具、造纸板块整体市盈率相对合理。珠宝首饰、包装印刷、其他家用轻工、文娱用品板块估值仍较高。截止 9 月 4 日,剔除负值的情况下,各子板块市盈率如下:

表 1 申万轻工子板块市盈率、市净率 (截止 17/9/4)

股东名称	市盈率 (TTM)	市净率 (MRQ)	平均市值 (亿元)
造纸Ⅲ(申万)	23.62	2.43	83.43
珠宝首饰(申万)	30.6	3.33	67.83
包装印刷Ⅲ(申万)	36.99	3.89	47.11
家具(申万)	37.71	5.22	53.12
其他家用轻工(申万)	43.32	3.16	29.62
文娱用品(申万)	73.29	4.96	41.92
轻工板块整体	33.75	3.59	54.27

资料来源：Wind，东北证券

图 16: 轻工子版块市盈率 (TTM)



数据来源：Wind，东北证券

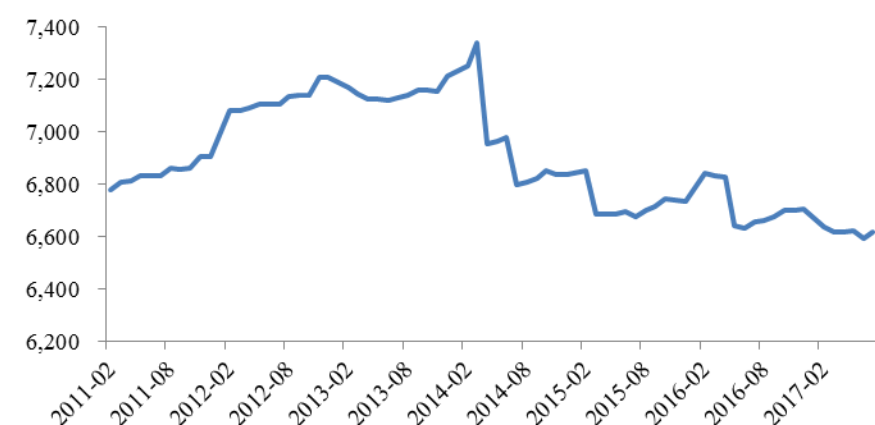
2. 2017H1 轻工制造行业情况

2.1. 环保去产能，纸价坚挺，造纸龙头业绩亮眼

17H1 造纸板块 21 家上市公司共实现营收 569.33 亿元，同比增长 29.46%，实现净利润 52.33 亿元，同比增长 171%。其中行业龙头晨鸣纸业、太阳纸业、山鹰纸业、华泰股份、博汇纸业分别实现营收 137.49、86.97、74.61、63.05、40.58 亿元，同比增长 29.6%、32.6%、38.1%、30.6%、22.1%。利润实现翻倍增长，净利润分别为 17.46、8.75、8.26、2.96、4.05 亿元，同比增长 85.9%、148.2%、451%、318%、517%。

环保去产能，利好行业龙头。造纸行业经过多年的环保去产能，不少中小纸厂的生产线比较落后，排污能力较弱，在环保要求提高的背景下，小厂纷纷被勒令关停。截止 17 年 7 月底，造纸及纸制品企业 6,616 家，较 14 年 3 月数量减少 9.9%。行业集中度得到提升，竞争格局改善。预计随着环保政策的趋严，未来仍将会有相当一部分环保不达标的中小纸厂被淘汰。中小纸厂的关停将造成行业供需格局进一步改善，行业龙头将率先获益。

图 17: 造纸及纸制品业:企业单位数



数据来源: Wind, 东北证券

■ 供需改善, 原材料上涨, 多因素助推纸价上涨

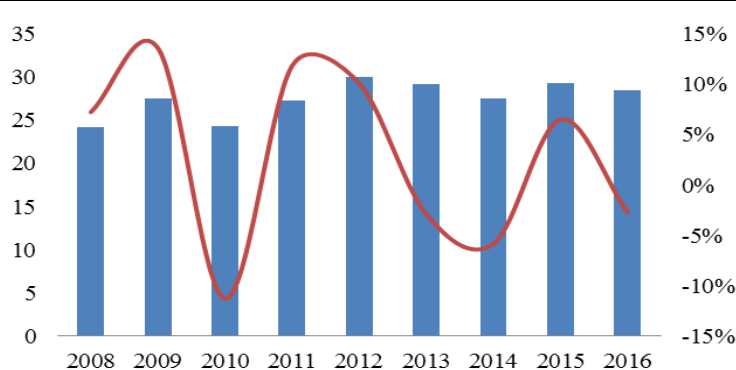
16年下半年以来纸企业多次发出提价函。我们认为纸价上涨或下跌主要取决于两方面的因素。一、供需格局; 二、企业的生产成本, 包括原材料成本、环保成本、运输成本等其他成本。其中供需格局为前提, 其决定了价格的上涨是否能迅速有效的传导到下游。

供给端, 长期环保压力加大, 产量收缩明显。长期因素, 经过多年的环保淘汰落后产能, 致使中小企业关停, 供需格局得到明显改善。今年以来, 环保政策趋严, 国家环境保护督察组多次在各地巡视, 惩治环保不达标企业。全国范围内大规模淘汰落后产能。环保淘汰落后产能, 将利好龙头企业。

需求端, 传统需求旺季叠加短期补偿性采买因素。每年四季度为纸业传统需求旺季, 随着需求旺季的到来, 预计下半年部分纸厂将出现断供现象, 市场供给紧张。纸价将继续上扬。

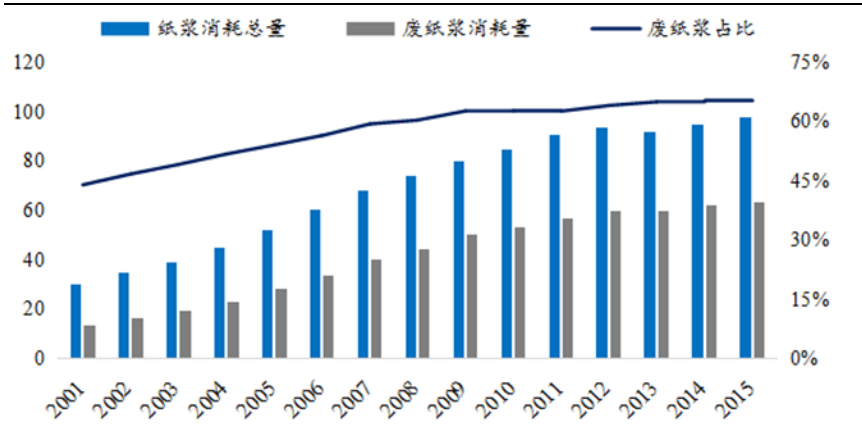
我国废纸需求量大, 废纸大量依靠进口。2014年我国以废纸为主要原料的新闻纸、包装纸、白纸板、箱纸板和瓦楞原纸5个品种生产量合计为6,705万吨, 同比增长4.6%, 占纸及纸板总生产量的64.04%。2014年这5种产品的消费量合计为6,679万吨, 同比增长3.7%, 占纸及纸板总消费量的66.32%。其中箱板纸、瓦楞原纸的原材料基本全部为废纸及废纸浆。

图 18: 2008-2016 年我国废纸浆进口量 (百万吨)



数据来源: 中国造纸年鉴, 东北证券

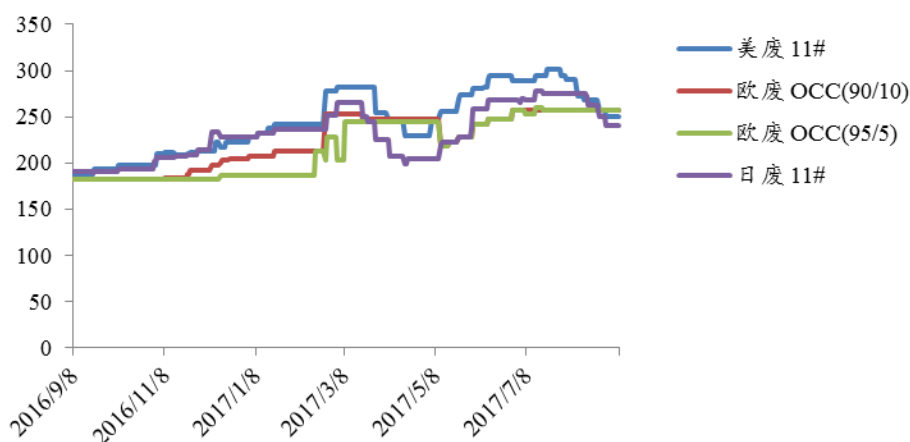
图 19: 2001-2015 年中国纸浆与废纸浆消耗量 (百万吨)



数据来源: 中国造纸年鉴, 东北证券

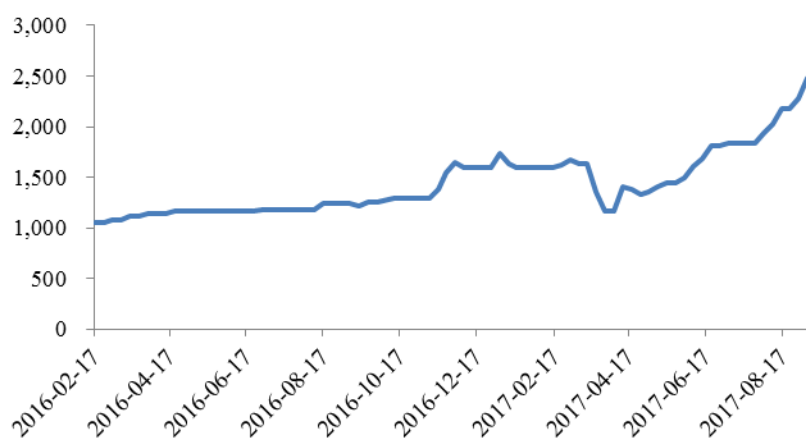
限制废纸进口，废纸存在较大缺口。我国出于环保的需求于 7 月 18 日正式通知世贸组织，表示将于 2017 年底开始不再接收未分拣的废纸。实际上废纸进口的局势比想象的更加严峻，影响已经从今年开始体现。被限制进口的这部分废纸大约有 500-600 万吨，占我国进口废纸的 20% 左右，而我国废纸进口占整体废纸需求的 38% 左右，因此有接近 8% 的废纸是无法再进口的。我国对进口废纸中废塑料和封闭容器的限量标准(1.5%)。由于废纸回收的过程不可避免会掺杂进杂质，无论是进口废纸还是国废都是很难能低到 1.5% 的限定要求的，一般杂质含量在 2-3% 就很不错了。我们了解到近几个月有大量的进口废纸到港后被海关退回。国内的废纸进口总量已连续两个月下滑，从 5 月份 244 万吨降至 7 月的 213 万吨，两月内下滑幅度近 13%。这在造成欧废价格大跌的同时，也使得国内造纸企业无法进口到足够的废纸，开始大量采购国废。另外，部分商家认为废纸价格还会继续上涨，所以囤货惜售。推高了国废的价格快速上升，造成进口废纸与国废价格倒挂。截至 8 月 23 日，国废 A 级黄板纸(江浙)为 2350 元/吨，A 级黄板纸(山东)为 2180 元/吨，与 8 月初数据相比，涨幅分别为 13% 和 5%，创年内新高。国废价格的快速上涨也造成了很多打包厂在废纸里面掺入杂物，废纸质量下滑明显。虽然收购价格大幅上涨，目前的情况是国废供应紧张，出现价高收不到货的情况，这也是导致此番价格上涨的重要因素。下半年是箱板瓦楞纸的需求旺季，预计行业形势将更加严峻。

图 20: 废纸外商报价 (美元/吨)



数据来源: Wind, 东北证券

图 21: 国废到厂价(不含税):黄板纸:福建:A 级 (元/吨)



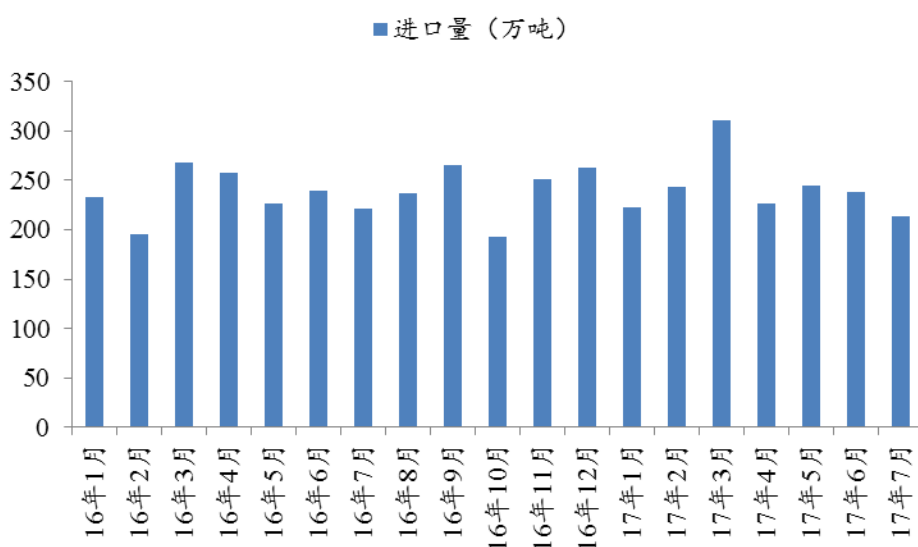
数据来源: Wind, 东北证券

图 22: 2001-2015 年中国废纸回收量 (百万吨) 与回收率



数据来源: 中国造纸年鉴, 东北证券

图 23: 废纸进口量 (万吨)



数据来源: Wind, 东北证券

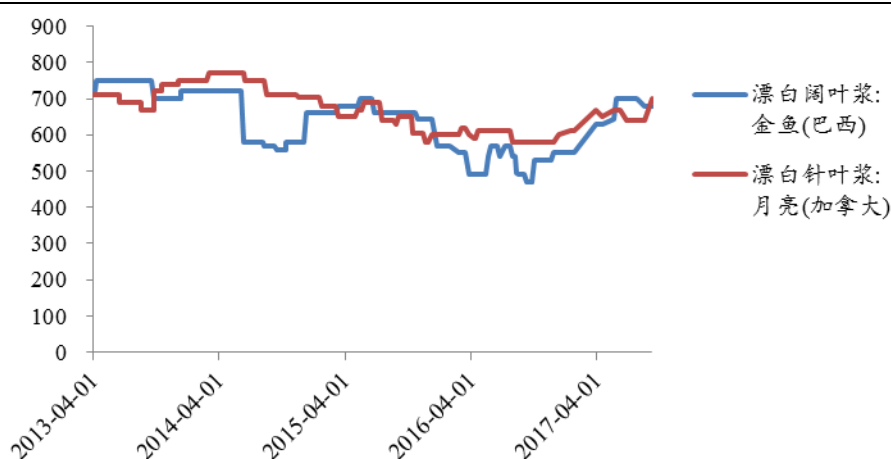
造纸行业在产业链的上游, 且行业集中度较下游的包装企业高, 有较强的成本转嫁

能力，因此盈利较好，而作为行业下游的包装企业普遍毛利率下滑明显。16 年下半年以来，纸价不断创新高，造纸上市公司业绩同比提升显著，中报业绩再度好于预期。在业绩的支撑下，造纸板块表现较好。

由于我国林木资源匮乏，难以形成规模优势，且营林费用高，导致国产木片价格较高，而从国外进口木片的运费又高于直接运送木浆的费用，相较从国外进口木浆而言国产木浆成本劣势非常明显。同时由于受森林资源和环境保护政策限制，我国国产木浆仅能满足国内需求的 8% 左右，因此我国纸浆严重依赖进口。中国造纸协会数据显示，2016 年我国进口纸浆消耗量高达 1,881 万吨，为全球第一大进口国。我国木浆进口依存度高达 65%。数据显示，2017 年 5 月我国纸浆进口 202 万吨，当月同比增长 12.85%；1-5 月纸浆进口量累计 1010 万吨，累计同比增长 20.81%。

浆价快速上涨，短期受库存短缺影响，浆价还将上行。16 年四季度开始浆价上涨较快，阔叶浆从 470 美元/吨上涨到目前的 680 美元/吨，上涨幅度达 44.7%，针叶浆从 580 美元/吨上涨到目前的 700 美元/吨，上涨幅度为 20.7%。由于前期贸易商预期浆价将要下行，成交量萎靡，目前国内贸易商库存较低，贸易商挺价心态犹存，9 月份浆价下行可能性不大，生活用纸价格或将延续上扬势头。9 月巴西 Tres Lagoas 浆厂的 195 万吨漂针浆产能将如期投放，但由于运输周期约为 3 个月，预计外盘浆价短期仍将维持在高位。我们预计浆价将在四季度开始下行。

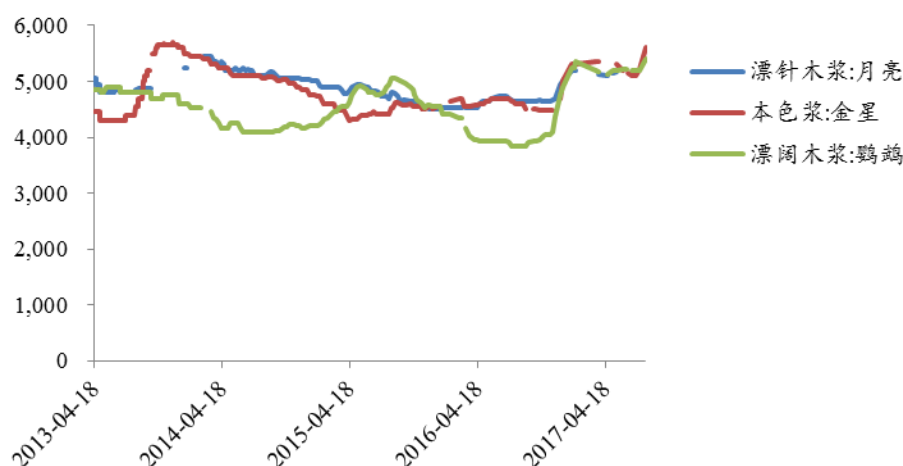
图 24：外商纸浆价格 CFR 现货价（美元/吨）



数据来源：Wind，东北证券

国内纸浆价格受进口纸浆价格影响较大，国内浆价和国际浆价正相关。目前进口针叶浆周均价为 6,007 元/吨，进口阔叶浆周均价为 5,565 元/吨，进口化机浆周均价为 5,119 元/吨。

图 25: 国内现货纸浆价格 (上海) (元/吨)



数据来源: Wind, 东北证券

供给端, 按照国际及国内浆厂的产能投放计划计算, 未来几年纸浆的产能将以每年 2% 左右的速度继续攀升。

表 2 2016-2017 年全球新增纸浆产能情况

公司名称	事件	设计产能 (万吨)	类型	投产时间
白俄罗斯 Svetlogorsk	已于 3 月正式投产, 生产漂针浆、漂阔浆及溶解浆, 75% 用于出口, 主要出口地包括亚洲、中东、欧洲	40		2016 年 3 月
巴西 Klabin Puma	110 万吨漂桉木浆, 40 万吨漂针木浆	150		2016 年 3 月 4 日
印尼 APP (金光) OKI	全亚洲最大浆纸厂	200	短纤纸浆	2016 年底
印尼亚太资源		35		2017
芬兰 METSA Fibre	Aanekoski 浆厂的针叶浆产能	130		2017Q3
Fibria	巴西, Tres Lagoas 浆厂的漂针浆产能	195	短纤纸浆	2017Q4
晨鸣纸业	漂白硫酸盐化学木浆	40		2017

资料来源: 东北证券

俄罗斯纸浆专列成行, 缩短运输周期。我国主要是从巴西、加拿大、欧洲采购纸浆, 并以航运的形式运回国内。8 月 27 日开始俄罗斯运往我国的纸浆专列开始运营, 从俄罗斯运往武汉的运输周期为 12 天, 以前纸浆只能从满洲里或二连浩特通过集卡进口, 成本较高。纸浆专列是大规模成批量进口俄罗斯纸浆成为可能, 运输成本大幅降低。

2.1.1. 中顺洁柔: 渠道开拓顺利, 业绩进入快车道

预计未来几年行业需求增速仍将保持在 5-7%。消费升级, 行业龙头纷纷调整产品结构, 推出新品, 提高非卷纸类产品比重, 使得企业的毛利率水平得以提升。

原纸供不应求, 涨价函不断。

新品自然木低白度, 有望成为新的业绩增长点。公司于 6 月下旬推出新品自然木低白度, 产品采用 100% 进口原生木浆制作, 不使用漂白剂, 通过了欧洲食品级监测, 符合消费者对天然、健康及消费升级的需求, 在同类产品中极具竞争力, 目前已在西南和华南地区销售, 未来有望成为公司新的业绩增长点, 并提升公司产品的毛利

率水平。

高管持股计划彰显公司长远发展信心。8月17日，公司公告拟实施高管持股计划。本持股计划设立后，将全额认购其设立的集合资金信托计划的劣后级份额。计划上限为3亿份，按照2:1的杠杆比例设置优先级份额和劣后级份额。参加本员工持股计划的董事、监事和高级管理人员合计5人，认购总份额为6,600万份，其他员工预计不超过5人，认购总份额预计不超过3,400万元。集合资金计划在股东大会审议通过后6个月内通过二级市场购买，高管持股计划彰显公司长远发展信心。

盈利预测及估值：我们预计2017-2019年EPS分别为0.46、0.60、0.79元，对应PE为29X、22X、17X。给予“买入”评级。

风险提示：原材料价格波动、募投项目不达预期、渠道开拓不及预期

2.1.2. 晨鸣纸业：量价齐升，开源节流，业绩靓丽

量价齐升，营收增长较快，毛利率改善。上半年公司造纸业务实现营收120.43亿元，同比增长35.16%，毛利率由去年同期的23.58%上升至28.34%。16年10月湛江60万吨液体包装纸或120万吨白卡纸项目投产后，公司拥有白卡产能203万吨。随着白卡纸逐渐放量，上半年公司机制纸销量同比增长16.75%至244万吨，机制纸均价由4,263.56元上涨到4,935.88元，上涨15.77%。

林浆纸一体化龙头，自给率逐步提升。公司在山东、广东、湖北、江西、吉林等地建有10余个生产基地，目前已形成了山东、广东和长三角三个主要林浆纸一体化的生产基地。截至2016年末，公司自制浆产能达到284.40万吨/年，当年自制浆产量（自用+外售）达252.78万吨，木浆自给率为73.10%。目前在建纸浆项目包括黄冈晨鸣林浆纸一体化项目和寿光美伦40万吨漂白硫酸盐化学浆项目，其中黄冈晨鸣林浆纸一体化项目于2015年下半年开工，预计将在2018年6月完工，达到试生产状态。2014-2016年外购木浆单位购买成本为4,118元/吨、3,744元/吨和3,637元/吨，同期自制木浆成本分别为2,335元/吨、2,211元/吨和2,245元/吨。自制浆相比于外购浆有较大的成本优势，林浆纸一体化项目的投产将提升公司自制浆比例，有效降低公司生产成本，提升净利润率。

开拓新业务，菱镁矿开采有望成为业绩新增长点。原计划于5月投产的海城海鸣矿业菱镁矿开采一期项目预计将于下半年投产。菱镁矿是耐火材料的上游资源，我国是全球储量最大的菱镁矿资源国，辽宁储量占全国的85.6%，辽宁省海城市是“菱镁新材料千亿产业基地”。未来菱镁矿开采有望成为公司新的业绩增长点。

盈利预测及估值：我们预计2017-2019年EPS分别为2.05、2.41、2.68元，对应PE为8X、7X、6X。给予“增持”评级。

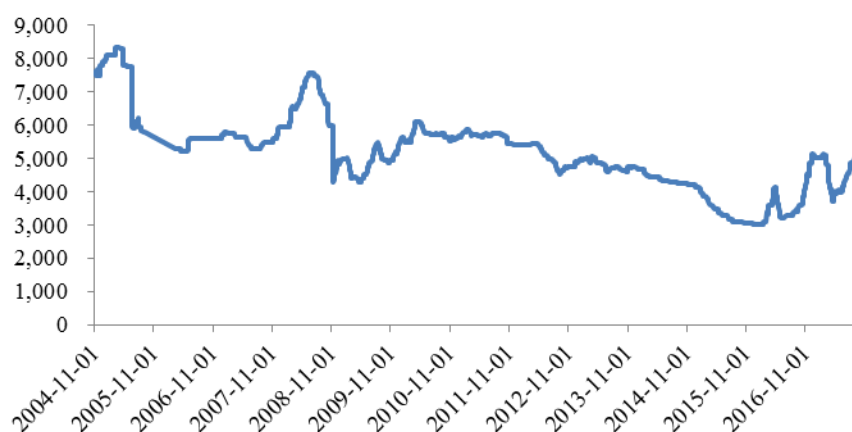
风险提示：原材料价格波动、募投项目不达预期

2.2. 包装印刷行业景气度低，龙头扩大领先地位

17年上半年申万包装印刷板块33支个股实现营收349.81亿元，同比增长13.38%；实现利润35.7亿元，同比增长12.14%；扣非后归母净利润28.48亿元，同比增长1.31%。分子品类来看，纸包装板块的裕同科技、美盈森、合兴包装营收利润均实现两位数增长。而金属包装的奥瑞金、昇兴股份、华源控股、宝钢包装利润均有不同程度的下滑。

原材料上涨，毛利率下滑。由于包装行业集中度较上游的造纸企业低，行业话语权不强。上半年由于纸、马口铁等原材料价格处于高位，包装印刷板块上市公司毛利率受到挤压，毛利率由16H1的26.33%下滑至24.81%。

图 26: 冷轧板卷:0.5mm:广州 价格(元/吨)



数据来源: 东北证券, Wind

行业保持个位数增长, 行业龙头增速显著快于行业平均水平。今年上半年我国 GDP 总量为 381,490 亿元, 同比增长 6.9%。整体经济运行情况良好, 预计包装印刷行业整体增速保持在个位数。随着网购的快速发展及纸包装在某些特定领域部分取代塑料包装, 未来我国纸包装的占比将会继续提升。建议关注纸包装龙头裕同科技, 公司具有较强的研发能力及优质客户资源, 能为客户提供一站式的包装整体解决方案。公司上半年受人民币升值影响较大, 带来较大的汇率损失。下半年随着大客户新品的推出以及在大客户中所占份额比例的提升, 预计公司将迎来快速增长。

2.2.1. 裕同科技: 汇兑损益致利润增速下滑, 业绩符合预期

公司成本转嫁能力优秀, 原材料价格上涨情况下, 毛利率仍能保持平稳。16 年下半年以来, 原材料白卡纸、铜版纸、双胶纸、灰底白板纸均大幅上涨, 公司原材料大多来自进口, 受价格上涨影响相比同行较小。上半年公司综合毛利率 31.19%, 同比提升 0.06%, 毛利率和一季度持平, 较 16 年底下降 3.16%。我们预计下半年随着逐渐进入旺季以及大客户订单的逐渐放量, 公司毛利率有望回升。

绑定优质客户, 下半年有望放量。华为计划于年底前推出主打机型 Mate 10, 预计 2017 年全年华为手机出货量增长 24%。与 Oppo/Vivo 合作的多款手机包装产品也已处于打样阶段, 预计于 2017 年下半年投产。公司在小米手机包装盒的占比也在逐渐提升。大客户的快速增长, 以及在新开拓客户中占比的提升, 将确保公司下半年放量增长。

剥离亏损业务, 专注主业。公司于 4 月 24 日公告剥离金属注射成形业务, 以 2,112.8 万元的对价将成都华研精工 100% 股权转让给关联方大股东控股的深圳前海君爵投资, 交易已于 6 月初完成。成都华研精工成都华研 2016 年、2017Q1 的营收分别为 39.28 万元和 15.43 万元, 净利润分别为 -1,131.86 万元和 -785.45 万元。公司将专注主业。

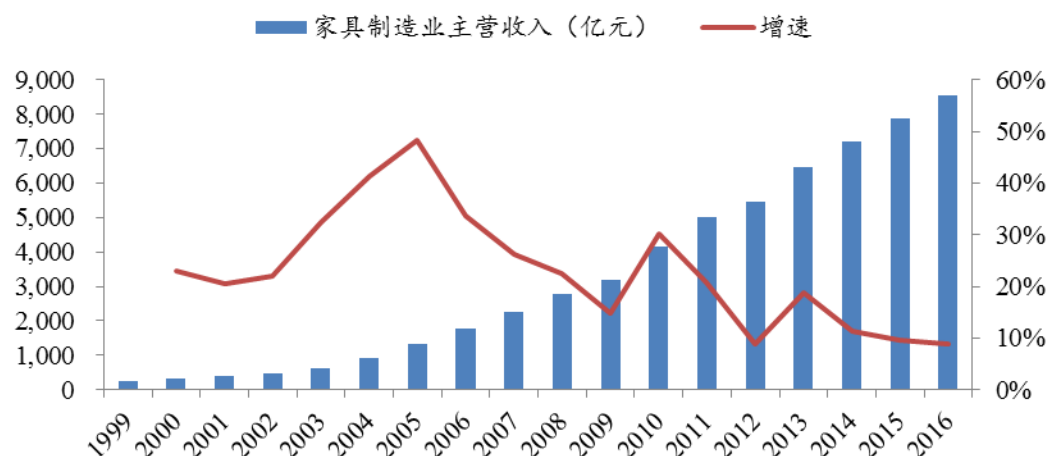
盈利预测及估值: 我们预计 2017-2019 年 EPS 分别为 2.58、3.12、3.54 元, 对应 PE 为 26X、22X、19X。给予“买入”评级。

风险提示: 原材料价格波动、募投项目不达预期、客户开拓不及预期

2.3. 家居行业受益消费升级, 大家居迎合趋势

行业增速下滑, 但集中度低, 行业龙头仍有较大发展空间。1999-2016 年家具企业营收年复合增长率为 22.65%。近年来家具行业增速下滑至 10% 左右。但是行业龙头依托于渠道及品牌优势, 增速远高于行业均值。

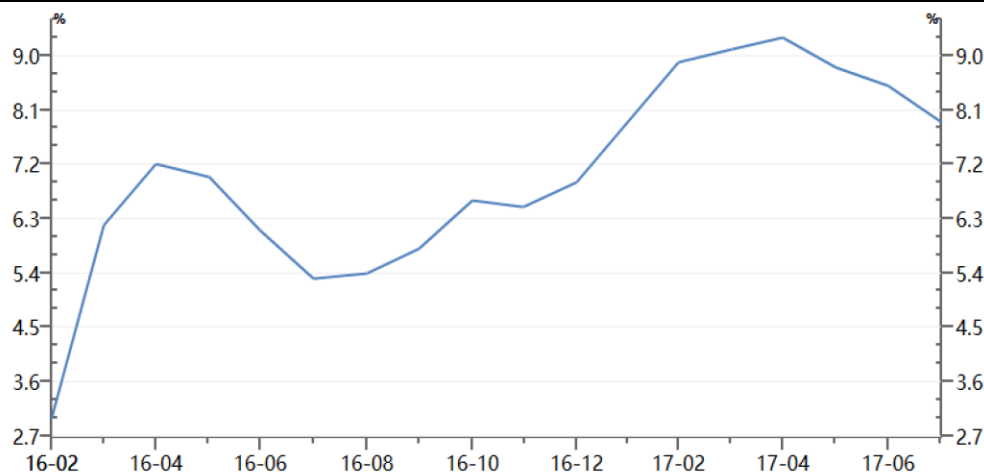
图 27: 1999-2016 年家具造纸企业营收 (亿元)



数据来源: 东北证券, Wind

房地产投资高峰已过, 总体仍保持较高增速。2017 年前 7 个月, 全国房地产开发投资 59,761 亿元, 同比名义增长 7.9%, 增速比 1-6 月份回落 0.6 个百分点。其中, 住宅投资 40683 亿元, 增长 10.0%, 增速回落 0.2 个百分点。住宅投资占房地产开发投资的比重为 68.1%。在前 4 月房地产开发投资额累计增速达到近两年最高的 9.3% 后, 出现了连续三个月的下滑, 降幅达到 1.4 个百分点, 冲高回落趋势已现。7 月单月房地产开发投资增速 4.8%。房地产开发企业房屋施工面积 707,313 万平方米, 同比增长 3.2%, 增速比 1-6 月份回落 0.2 个百分点。

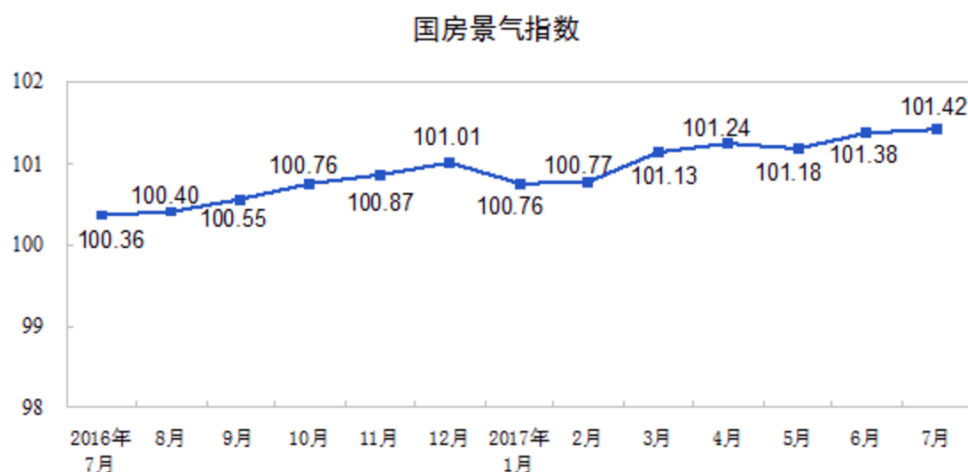
图 28: 房地产开发投资完成额累计同比



数据来源: 东北证券, 国家统计局

商品房销售面积 86,351 万平方米, 同比增长 14.0%, 增速比 1-6 月份回落 2.1 个百分点; 销售额 39,891 亿元, 增长 11.7%, 增速回落 2.7 个百分点。同期, 土地市场表现较好, 房地产开发企业土地购置面积 12,410 万平方米, 同比增长 11.1%, 增速比 1-6 月份提高 2.3 个百分点。

图 29: 国房景气指数



数据来源: 东北证券, 国家统计局

加快土地供应, 房地产投资“稳中有降”。4月住建部和国土资源部发文, 要求各地根据商品住房库存消化周期, 对消化周期在36个月以上的, 应停止供地。36-18个月的, 要减少供地。12-6个月的, 要增加供地。6个月以下的, 不仅要显著增加供地, 还要加快供地节奏。以库存消化周期分档次, 周期短的要扩大供地, 周期长的要停止供地。我们预期下半年土地供给增加, 同时房企拿地热情不减, 补库存动力较强, 新房销售仍在同比上升, 随着传统的房地产销售“金九银十”行情的到来, 我们认为房地产投资全年投资将“稳中有降”, 呈现逐渐回落态势, 全年增速不低于5%。

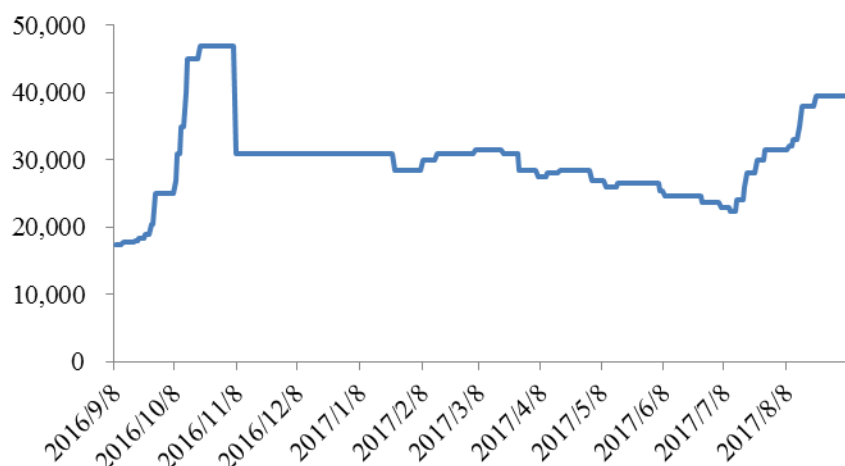
家具行业作为房地产后周期板块, 受房地产销售情况影响较大。从销售、投资、资金来源看房地产未来走势

1、从销售来看, 预期下半年房地产销售缓慢走弱, 全年商品房销售面积同比增速低于两位数。从销售的数据来看, 三四线城市由于棚改货币化的因素, 上半年销售增速保持稳健, 而一二线城市加速下行, 不同等级城市间的销售走势出现分化。

重视存量房, 二次装修及更新换代占比提升。二手房交易量上升拉动二次装修需求。由于存量房的提升和新房的销售高景气度的阶段已经逐步过去, 未来二手房的交易将成为主要内容。2016年北京的二手房销售面积为2810万平方米, 较商品房销售面积高出1135万平方米; 2015年上海二手房交易面积为2648万平方米, 较商品房销售面积高出217万平方米; 2015年深圳二手房交易面积为1219万平方米, 较商品房销售面积高出387万平方米。随着存量房占比的提升, 未来的地产是存量房的市场。存量房家具的更新换代将成为市场的主流趋势。

原材料价格上涨, 毛利率下滑。上半年受原材料价格大幅上涨, 家具上市公司毛利率普遍下滑。

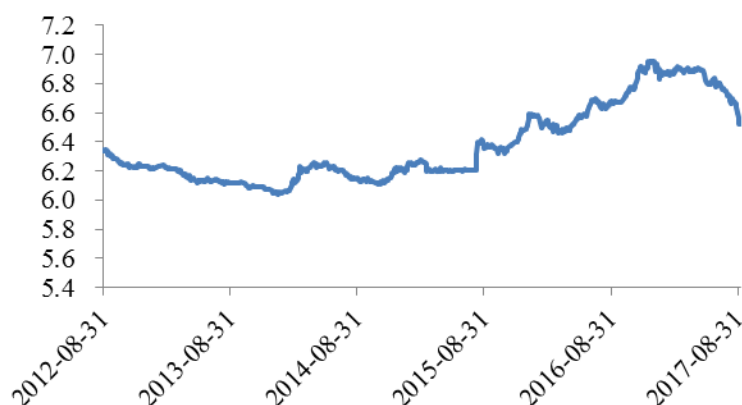
图 30: 沧州大化 TDI 出厂价 (元/吨)



数据来源: 东北证券, Wind

人民币快速升值, 企业产生出口汇兑损益。由于中国经济数据的改善, 前两个季度均录得 6.9% 的增幅, 且消费、投资、出口数据良好, 以及美元持续疲软等因素导致 5 月以来人民币快速升值, 在岸人民币兑美元汇率一度升至 6.5151 的高位, 创逾 15 个月新高, 人民币年内累计升幅逾 6%。人民币汇率或成为避险货币。美联储官员的“鸽派”论调令美联储年底加息预期进一步下滑。凯投宏观 (Capital Economics) 在 8 月 31 日最新发布的预测报告称, 今年年底人民币兑美元汇率预计为 6.60, 2018 年为 6.40, 2019 年为 6.20。我国是家具出口大国, 人民币的快速升值造成出口企业形成较大的汇兑损益。

图 31: 美元兑人民币即期汇率 (元)



数据来源: 东北证券, Wind

消费人群结构改变, 消费理念升级。随着 80、90 后进入适婚年龄, 80、90 后逐渐成为房地产交易的主力人群, 80、90 后的消费观更接近于国外的消费。较为明显的是从成品家居向个性化的定制家居转变, 沙发从上一辈的木沙发转变为注重体验的布沙发、皮沙发以及功能性沙发。

行业品牌向消费者品牌转变。家具作为低频消费品, 具有冷关注度的特性。16 年下半年以来大量家具公司上市, 展开了品牌广告攻势, 实施广告的全渠道覆盖, 品牌知名度得到大幅提升。品牌知名度的大幅提升将在未来对公司销售形成利好, 行业集中度将得以加速提升。

2.3.1. 索菲亚：营收利润高增长，新品类起航

橱柜快速扩张，预计全年有望实现盈利。上半年公司橱柜业务营收 2.67 亿元，同比增长 142.36%。亏损比上年同期减少 2,202.48 万元(-6274.74 万元 vs -4072.26 万元)，亏损同比降低 35.10%。截止 2017 年 6 月 30 日，司米橱柜拥有经销商 440 家，经销商专卖店约 660 家（包括在设计中的店铺）。2017 年司米橱柜计划再新开 200~300 家门店，预计年底时门店数量将达 800-900 家。橱柜门店的增加将增强司米联动效果。下半年为装修传统旺季，我们预计公司橱柜业务将实现盈利。

渠道加速下沉，布局空白市场。报告期内，公司继续加密一、二线城市销售网点，拓展四、五线城市的网点。截至 2017 年 6 月 30 日，“索菲亚”全屋定制产品拥有经销商 1100 多位，店面数量超过 2150 家，其中省会城市门店数占比 19%，地级城市门店数占比 31%，县级城市门店数占比 50%。预计年底衣柜门店数量有望达到 2200 家。

合作进军木门窗帘领域，增强协同效应。4 月公司与华鹤集团成立合资公司索菲亚华鹤，并在齐齐哈尔投资建设索菲亚华鹤门窗木门生产基地，达产后将具有 45 万樘木门产品以及 12 万平方米木窗产品产能储备，合计对应 10 亿元产值。公司实施米兰纳 MILANA、华鹤双品牌战略，其中米兰纳 MILANA 主打年轻消费群体，价格在 1500-3000 元，华鹤针对高端消费群体，主打高端实木门。截止 2017 年 6 月 30 日，索菲亚华鹤共有米兰纳 MILANA、华鹤品牌定制木门门店逾 280 家。2017 年下半年索菲亚华鹤计划新开木门店面 100 家门店，并进行原有店面优化、换样工作。未来木门将成为公司新的业绩增长点。另外，公司与外协厂商合作推出索菲亚定制窗帘，目前已向渠道供货。木门及窗帘的推出将与现有品类形成协同效应。

拟募投华东生产，解决产能瓶颈，提升服务速度。8 月 14 日，公司公告拟投资 8.02 亿元实施华东生产基地三期产能扩建计划，以解决产能瓶颈。上半年浙江索菲亚实现营收 6.1 亿元，净利润 9,961.82 万元。同时，控股子公司索菲亚华鹤门业有限公司使用自有资金设立全资子公司索菲亚华鹤（浙江）门业有限公司，计划在浙江嘉善募投木门一期项目，总投资为 4.78 亿元，预计投资期限为 4 年，从获得土地启动建设开始起算。项目建成后，将建设年产 30 万樘木门产品生产线。华东生产制造基地的布局将会提高供货速度，降低运输成本，提升客户满意度。

推出员工持股计划，促进长期健康发展。8 月 13 日，公司推出员工持股计划草案，本次员工持股计划将委托四川信托管理，计划规模上限为 8.4 亿元，按照 2:1 的比例设立优先级份额和次级份额。以 39.07 元/股计算，涉及的标的股票总数量约为 2,149.99 万股，占总股本的 2.33%，锁定期为 12 个月，筹集资金总额上限为 2.8 亿元。参与本次员工持股计划的人员范围为董监高、公司及控股子公司主管级以上员工和核心技术人员以及在公司或控股子公司工作时间在 3 年以上（截至 2017 年 8 月 11 日（含当日））的员工，其中董监高人员共 8 人，出资占比为 15.04%。员工持股计划将使公司建立和完善劳动者与所有者的利益共享机制，改善公司治理水平，提高职工的凝聚力和公司竞争力，促进公司长期、持续、健康发展。

盈利预测及估值：我们预计 2017-2019 年 EPS 分别为 1.03、1.45、1.92 元，对应 PE 为 38X、27X、20X。首次覆盖，给予“买入”评级。

风险提示：地产销售下滑、出轨业务开拓不及预期

2.3.2. 顾家家居：内外销齐发力，营收延续高增长

短期促销与长期广告投放并行，加大品牌投入，打造沙发第一品牌。今年顾家在加大终端活动力度及活动频次的同时，加大广告投入。1) 常规媒体：报纸、杂志、

电台、地铁、公交车身等广告的阶段性的投放；2) 高炮及户外 led: 各大卖场固定广告位、全国城市户外高炮、市区 led 大屏；3) 电梯 OOH 广告，在一二线城市近 6 万块电梯广告屏幕持续广告投入；4) 高铁: 冠名高铁、高铁大屏、车厢内广告；5) 映前广告，在 122 城市，266 家影院，上影 16700+场次；6) 冠名江苏卫视综艺益智互动节目《了不起的沙发》，成功进行品牌植入，提升品牌曝光；7) 互联网广告投放: 今日头条、腾讯新闻、爱奇艺、腾讯朋友圈广告等以及大批量微博、微信 kol 事件炒作，增强互联网中品牌话题性。公司试图提升公司品牌知名度，打造顾客印象。

直营转加盟，净利润率有望提升。上半年公司已将北京、余姚直营门店转给加盟商，我们认为公司品牌知名度已经建立，公司有意做好品牌运营及生产管理，会逐渐将部分城市的直营门店转给有实力的加盟商，以达到精简人员，提升管理效率的目的。**可转债获证监会受理，降低融资成本，募投新产能。**公司充分利用上市公司的优势，计划发行不超过 138,107.93 万元 A 股可转换公司债券，资金将用于浙江嘉兴 80 万套软体家具项目（一期）。项目于预计于 2017 年下半年开工，在 2021 年底前达产。项目达产将实现出口产能 60 万标准套软体家具，实现营业收入 28.80 亿元。预计可转债有望在年底前发行，可转债的发行将降低公司融资成本，另外，募投项目的投产将确保公司未来几年的产能供应。

盈利预测及估值: 预计 17-19 年公司 EPS 分别为 2.02 元/2.72 元/3.51 元, PE 为 27X、20X、16X，维持“买入”评级。

风险提示: 房地产销售增速放缓、原材料价格波动

2.3.3. 欧派家居：门店扩张加速，设计驱动大家居

门店扩张加速，业绩有望保持快速增长。上半年公司新开加盟门店超过 705 家，其中分别新开欧派橱柜、欧铂丽橱柜、衣柜、卫浴、木门、饰墙加盟门店 37 家、183 家、371 家、96 家、-10 家、28 家。加盟门店数量达到 6,135 家。门店的快速扩张推动营收高增长。上半年实现营收 38.75 亿元，同比增长 34.69%。分产品来看，整体橱柜实现营收 21.82 亿元，同比增长 19.28%，毛利率 35.09%；衣柜业务营收 12.3 亿元，同比增长 63.23%；卫浴实现营收 1.21 亿元，同比增长 29.22%；木门实现营收 9,972 万元，同比增长 52.97%。

以设计为驱动，大家居重新定位。上半年欧派大家居新加盟城市 8 个，开设店面数量为 12 个，累计有 61 个城市加盟欧派大家居，合计大家居店面数量为 65 个，大家居业绩增长达 20%。下半年公司将推出 59800 /79800 全屋套餐模式，“以设计为驱动，整合欧派所有品类，为客户提供一站式全品类定制家居解决方案”。

原材料价格上涨，毛利率下滑，期间费用率控制良好。上半年公司综合毛利率 34.12%，同比下降 2.04pct。我们认为毛利率的下滑主要是由于原材料价格上涨。上半年公司加强费用控制，并通过“物流调度计划驱动生产计划”降低成本，期间费用率控制良好。上半年公司期间费用率为 22.03%，同比下降 1.15pct。其中销售费用率、管理费用率、财务费用率分别同比下降 0.13pct、0.91pct、0.11pct 至 12.26%、9.90%、-0.13%。

盈利预测及估值: 我们预计 2017-2019 年 EPS 分别为 3.01、4.06、5.13 元，对应 PE 为 35X、26X、21X。给予“买入”评级。

风险提示: 原材料价格波动、房地产销售大幅下滑

2.3.4. 尚品宅配：多维度发力，预计全年业绩超预期

加快线下门店开店速度，为线上营销提供有力支撑，形成 O2O 闭环。随着公司成

功上市，品牌知名度及美誉度逐步提高。“尚品宅配”和“维意定制”品牌借助上市契机，加大品牌宣传及营销力度，有效促进终端消费者成交。同时，公司加快了加盟店的开拓力度，上半年公司新增3家直营门店，加盟店净增200家，截止6月底，公司已发展“尚品宅配”及“维意定制”两大品牌加盟店1,281家（含在装修的店面）。预计年底加盟门店将突破1,400家。上半年公司直营店实现营收97,765.26万元，同比增长26.95%，由于16年公司直营门店数量减少3家，加盟门店净新增87家，新开门店数量较少，我们认为今年的快速增长主要得益于直营及加盟门店同店店效的提升。今年新开门店有望在明年推动公司营收快速增长。

公司多维度发力。1)推出一口价衣柜，引流效果显著。公司推出一口价衣柜加强引流，引流效果显著，上半年下单套数同比增长约55%。上半年衣柜产品的营收同比增长49%；2)多渠道合作，抢占流量入口。公司各直营店加大了与地产公司、物业公司、装修公司等的合作力度，抢占流量入口。第一时间获取客户信息，占据先机。我们预计随着公司与装修公司、物业公司、地产公司等合作顺利推开，公司将获得稳定的订单；3)O2O导流营收大幅增长，助力加盟商。上半年公司O2O导流业务实现营收4,315.64万元，同比增长60.19%。

盈利预测及估值：我们认为公司的O2O导流模式及直营门店的极强执行力极具竞争力，预计2017-2019年EPS分别为3.69、6.63、8.48元，对应PE为40X、22X、17X。给予“买入”评级。

风险提示：原材料价格波动、房地产销售大幅下滑

2.3.5. 宜华生活：华达利并表致营收大幅增长，业绩符合预期

华达利并表，外销收入大幅增长。公司于16年成功收购华达利，华达利以出口为主。①从分产品来看，家具业务营收同比增长66.6%至31.92亿元，地板营收下滑26.1%至9,693万元，其他业务营收3,119万元（16年同期为601.7万元）。②分区域来看，公司出口增长58.8%至25.75亿元；内销增长16.2%至7.15亿元。出口业务营收大幅增长主要原因在于华达利并表。

销售费用率同比大幅提升。上半年公司期间费用率同比大幅提升5.54pct至21.36%，其中销售费用3.31亿元（+191.6%），销售费用率9.96%（+4.90pct）；管理费用2.23亿元（+65%），管理费用率6.71%（+0.69pct）；财务费用1.56亿元（+46.6%），财务费用率4.69%（-0.05pct）。细分来看，由于华达利并表，致使销售费用中运输费用同比增长284%至1.05亿元；广告费用同比增长153%至3,395万元。

毛利率同比改善，净利润率下滑。上半年公司综合毛利率同比上升1.34%至37.89%，毛利率的提升主要得益于其他业务较去年同期多贡献毛利1,523万元。由于期间费用率上升幅度较大，上半年净利润率同比下滑3.2pct至14.14%，其中Q2净利润率为15.31%，较Q1提升3pct。

盈利预测及估值：我们预计2017-2019年EPS分别为0.74、0.93、1.30元，对应PE为14X、11X、8X。给予“买入”评级。

风险提示：原材料价格波动、房地产销售大幅下滑

3. 2017 年轻工行业投资策略及个股推荐

造纸：环保去产能，行业集中度持续提升，龙头业绩爆发性增长。随着下半年需求旺季的来临，造纸板块上市公司业绩将持续向好。

大家居：家居行业消费升级，家居定制化及品类拓展、O2O商业模式创新，提升客户体验，智能家居的布局，智能化制造提升盈利能力，可长期关注。推荐标的：索

菲亚、顾家家居、欧派家居、尚品宅配。

包装一体化：包装行业具有大行业小公司的特点，行业集中度较低。行业龙头拥有优质高端客户资源，打造包装一体化模式，提供整体解决方案，拥有核心技术优势，客户粘性高，议价能力强。多元化布局，未来高增长可期。推荐标的：裕同科技。

推荐组合：展望 2017 年下半年，我们看好环保整治下进入旺季的造纸板块，以及成长确定性高的家居板块。推荐估值具有吸引力、成长性确定的龙头，生活用纸公司中顺洁柔，家居板块索菲亚、欧派家居、顾家家居，以及 O2O 引流+直营模式的尚品宅配。

另外，关注 PE 较低的文化纸龙头晨鸣纸业。以及具有行业整合潜力，业绩稳定增长的晨光文具。

表 3：推荐组合投资评级（2017/9/6）

工厂位置	股价	17 EPS	18 EPS	17PE	18PE	投资评级
太阳纸业	9.11	0.54	0.54	17	13	增持
中顺洁柔	13.53	0.66	0.66	43	31	买入
山鹰纸业	5.03	0.15	0.15	58	23	增持
索菲亚	36.80	1.97	1.97	36	29	买入
顾家家居	52.86	2.02	2.72	26	19	买入
欧派家居	102.43	3.01	4.06	34	25	买入
尚品宅配	146.25	3.69	6.63	40	22	买入
宜华生活	10.87	0.74	0.93	15	12	买入

数据来源：东北证券

分析师简介:

唐凯, 3年证券从业经验, 并拥有多年管理咨询行业从业经历, 现任轻工制造行业分析师。

重要声明

本报告由东北证券股份有限公司(以下称“本公司”)制作并仅向本公司客户发布, 本公司不会因任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。

本报告中的信息均来源于公开资料, 本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅反映本公司于发布本报告当日的判断, 不保证所包含的内容和意见不发生变化。

本报告仅供参考, 并不构成对所述证券买卖的出价或征价。在任何情况下, 本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的证券买卖建议。本公司及其雇员不承诺投资者一定获利, 不与投资者分享投资收益, 在任何情况下, 我公司及其雇员对任何人使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

本公司或其关联机构可能会持有本报告中所涉及的公司所发行的证券头寸并进行交易, 并在法律许可的情况下不进行披露; 可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务、财务顾问等相关服务。

本报告版权归本公司所有。未经本公司书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的, 须在本公司允许的范围使用, 并注明本报告的发布人和发布日期, 提示使用本报告的风险。

若本公司客户(以下称“该客户”)向第三方发送本报告, 则由该客户独自为此发送行为负责。提醒通过此途径获得本报告的投资者注意, 本公司不对通过此种途径获得本报告所引起的任何损失承担任何责任。

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格, 并在中国证券业协会注册登记为证券分析师。本报告遵循合规、客观、专业、审慎的制作原则, 所采用数据、资料的来源合法合规, 文字阐述反映了作者的真实观点, 报告结论未受任何第三方的授意或影响, 特此声明。

投资评级说明

股票 投资 评级 说明	买入	未来 6 个月内, 股价涨幅超越市场基准 15% 以上。
	增持	未来 6 个月内, 股价涨幅超越市场基准 5% 至 15% 之间。
	中性	未来 6 个月内, 股价涨幅介于市场基准-5% 至 5% 之间。
	减持	在未来 6 个月内, 股价涨幅落后市场基准 5% 至 15% 之间。
	卖出	未来 6 个月内, 股价涨幅落后市场基准 15% 以上。
行业 投资 评级 说明	优于大势	未来 6 个月内, 行业指数的收益超越市场平均收益。
	同步大势	未来 6 个月内, 行业指数的收益与市场平均收益持平。
	落后大势	未来 6 个月内, 行业指数的收益落后于市场平均收益。

东北证券股份有限公司

中国 吉林省长春市

生态大街6666号
邮编: 130019
电话: 4006000686
传真: (0431)85680032
网址: <http://www.nesc.cn>

中国 北京市西城区

锦什坊街28号
恒奥中心D座
邮编: 100033
电话: (010)63210800
传真: (010)63210867

中国 上海市浦东新区

杨高南路729号
邮编: 200127
电话: (021)20361009
传真: (021)20361258

中国 深圳南山区

大冲商务中心1栋2号楼24D
邮编: 518000

机构销售

华北地区

销售总监 李航
电话: (010) 63210890
手机: 185-1501-8255
邮箱: lihang@nesc.cn

华东地区

销售总监 袁颖
电话: (021) 20361100
手机: 136-2169-3507
邮箱: yuanying@nesc.cn

华南地区

销售总监 邱晓星
电话: (0755) 33975865
手机: 186-6457-9712
邮箱: qiuxx@nesc.cn