

证券研究报告
轻工制造



轻工月报系列之包装印刷

下游乳品、药品需求复苏显优势

推荐 (维持)

2013年02月05日

重点公司

重点公司	2012:3Q	2012E	评级
通产丽星	0.21	0.34	增持
永新股份	0.41	0.55	买入
鸿博股份	0.11	0.17	增持
东港股份	0.32	0.40	增持
宜华木业	0.22	0.26	增持
美克股份	0.01	0.11	增持
索菲亚	0.49	0.80	增持
齐心文具	0.14	0.20	增持
星辉车模	0.49	0.70	增持
飞亚达 A	0.24	0.32	增持

投资要点

- **2013年1月轻工板块弱于大盘:** 1月,轻工板块整体上涨5.1%,低于大盘涨幅1.8个百分点。文娱用品一枝独秀涨幅10.9%,跑赢大盘,其余各子板块涨幅为4%~5%左右,均略弱于大盘。轻工板块2012年初以来上涨2.6%,跑输大盘12个百分点,各子板块均弱于大盘走势。
- **下游乳品、药品需求回升势头较为强劲:** 12月瓦楞纸箱产量、塑料薄膜产量同比增速均略有回升,全年来看,瓦楞纸箱产量累计同比增长9.1%(2011年产量同比增速15.6%);塑料薄膜产量增速降幅较小,累计同比增长9.3%(2011年产量同比增速11.2%);横向比较下游情况,液态乳及乳制品产量回升势头较为明显,同比增长18%~20%;药品产量增速也出现持续性回升,下游乳品、药品产量回暖利好食品、药品类包装;随着油价的中期反弹,塑料颗粒、塑料薄膜价格中枢上移,1月同比增速加快,塑料包装成本红利继续消退。
- **传统印刷未有起色,彩票销售额增速探底回升:** 12月传统印刷品产量增速持续回落,单色印刷品同比下降0.9%,多色印刷品产量同比增长1%,仍未出现明显的回暖趋势;烟标印刷下游卷烟产量累计同比增长2.8%,下半年产量增速逐月缓慢回升,全年来看低于去年同期(+3%)水平;彩票销售额12月持续加速增长,同比增幅19.2%,较11月(+12.8%)增幅扩大。
- **一季度看好家具和造纸,建议配置索菲亚、宜华木业、太阳纸业:** 家具方面,国外房地产和家具销售数据已连续数月向好,带来出口复苏预期,旺季订单增加又似乎在逐步验证这一预期,增强了市场信心;另外家具“以旧换新”在北京成功试点,预期年内试点范围将进一步扩大,带来需求提振。**造纸方面,**纸价已跌至历史次低点,主流纸种盈利已濒临生死线,降无可降。而即将到来的春节将对供需面有所扰动,使供需关系有所缓和,进而带来纸种提价预期,市场信心和预期亦将随之改变。全年紧紧围绕品牌消费类轻工进行布局,建议配置星辉车模、索菲亚、中顺洁柔、瑞贝卡。
- **风险提示:** (1)原材料价格波动;(2)下游需求持续低迷

相关报告

《轻工类消费品12月月报:美国地产、家具消费上行增强家具出口预期》2013-01-07
《轻工包装印刷12月月报:需求略回暖,塑料包装成本红利渐消退》2013-01-07
《2013轻工策略:家具造纸阶段反弹,品牌消费是轻工主旋律》2012-12-28

分析师:
雒雅梅

luoym@xyzq.com.cn
S0190510120006

研究助理:
王婉婷

wangwt@xyzq.com.cn

请阅读最后一页信息披露和重要声明

敬请参阅最后一页特别声明

目 录

一、轻工行业概况	- 3 -
市场表现：13年1月轻工板块略弱于大盘，家具、文娱估值溢价收窄	- 3 -
轻工行业（除造纸外）3季度盈利降幅趋缓	- 4 -
二、包装行业	- 5 -
包装行业前3季收入持平，净利润下滑幅度较大	- 5 -
子行业：纸包装产量略有回稳，下游酒类产量增速持续下降	- 6 -
子行业：乳品、药品产量增速延续回升	- 7 -
三、印刷行业	- 10 -
印刷行业1-11月收入增速筑底	- 10 -
四、投资策略：一季度看好家具造纸，全年看好品牌消费	- 12 -
图 1 除文娱用品外轻工各子板块1月走势均弱于大盘	- 3 -
图 2 家具、文娱用品相对沪深300溢价收窄	- 3 -
图 3 板块月涨跌幅排行（2013.2.1）	- 4 -
图 4 板块较2012年初涨跌幅排行（2013.2.1）	- 4 -
图 5 轻工行业（除造纸）前3季营收同比增长22%	- 4 -
图 6 轻工行业（除造纸）前3季净利润同比下降12%	- 4 -
图 7 轻工行业（除造纸）前3季毛利率18.3%，环同比下降	- 5 -
图 8 轻工行业（除造纸）前3季净利率4.9%，环同比下降	- 5 -
图 9 包装行业前3季营收同比下降0.2%	- 5 -
图 10 包装行业前3季净利润同比下降46%	- 5 -
图 11 包装前3季毛利率19%，同比降1.8个百分点	- 5 -
图 12 包装前3季净利率4%，同比降3.4个百分点	- 5 -
图 14 上游包装用纸价格1月环比持平	- 6 -
图 15 家电产量12月同比增长1%	- 7 -
图 16 IT电子产品产量12月增速出现波动	- 7 -
图 17 酒类产量12月同比增速回落	- 7 -
图 18 塑料薄膜12月产量同比增长6.7%	- 8 -
图 19 油价中期反弹后波动上行	- 8 -
图 20 塑料颗粒、薄膜价格1月环比上涨1.4%	- 8 -
图 21 化妆品零售额12月同比增长11%，日用品零售额12月同比增长8%	- 9 -
图 22 碳酸饮料产量12月同比降16%，饮用水增19%	- 9 -
图 23 液态乳产量12月同比增21%，乳制品19%	- 9 -
图 24 糖果产量12月同比降3%，方便面同比增35%	- 9 -
图 25 药品产量增速持续上升	- 9 -
图 26 印刷行业整体1-11月营业收入同比增长13.1%	- 10 -
图 27 印刷行业整体1-11月利润同比增长	- 10 -
图 28 印刷行业整体1-11月毛利率17.6%，同比持平	- 10 -
图 29 印刷行业1-11月利润率7.7%，同比略降	- 10 -
图 30 单色印刷品产量12月同比下降0.9%	- 11 -
图 31 多色印刷品产量12月同比增长1%	- 11 -
图 32 卷烟产量1-12月同比增长2.8%	- 11 -
图 33 彩票销售额12月同比增长19.2%	- 11 -
图 34 上游印刷原纸价格持平	- 11 -
表 1 轻工板块及子板块市场表现	- 3 -
表 2 重点公司盈利预测	- 12 -

一、轻工行业概况

市场表现：13年1月轻工板块略弱于大盘，家具、文娱估值溢价收窄

2013年1月，轻工板块整体上涨5.1%，低于大盘涨幅1.8个百分点。文娱用品一枝独秀涨幅10.9%，跑赢大盘，其余各子板块涨幅为4%~5%左右，均略弱于大盘。轻工板块2012年初以来上涨2.6%，跑输大盘12个百分点，各子板块均弱于大盘走势。

2012年轻工及其子板块估值回调，相对沪深300溢价收窄，其中文娱用品、其他家用轻工板块溢价率降幅较大。

表1 轻工板块及子板块市场表现

指数名称		市值占A股比	月涨幅	2012年初以来涨幅
市场指数	沪深300	-	6.9%	14.8%
一级行业	轻工制造	0.95%	5.1%	2.6%
	包装印刷	0.25%	5.0%	-5.2%
二级行业	家具	0.13%	4.1%	7.7%
	其他家用轻工	0.11%	5.2%	6.9%
	文娱用品	0.07%	10.9%	5.8%

数据来源：Wind、兴业证券研究所

图1 除文娱用品外轻工各子板块1月走势均弱于大盘

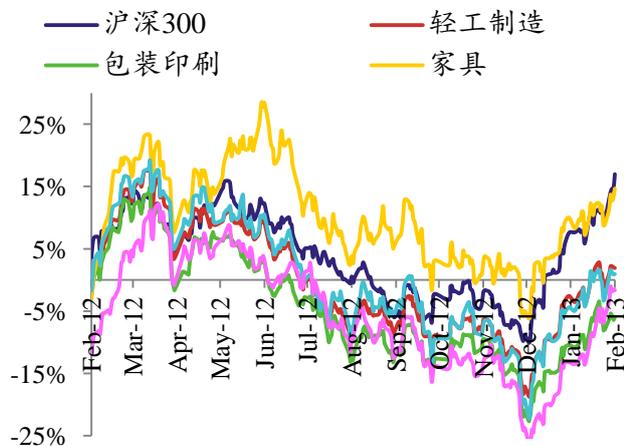
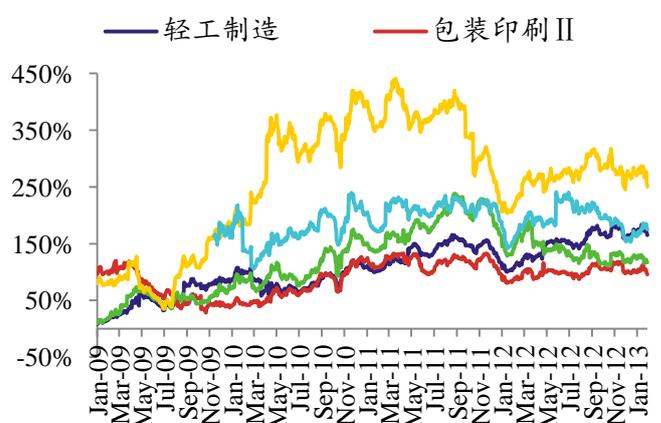


图2 家具、文娱用品相对沪深300溢价收窄



数据来源：Wind、兴业证券研究所

图 3 板块月涨跌幅排行 (2013.2.1)

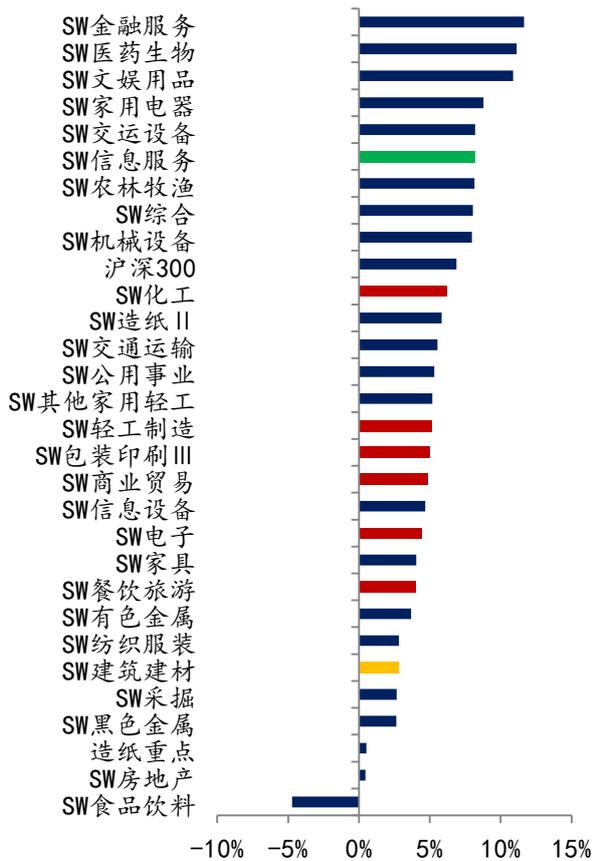
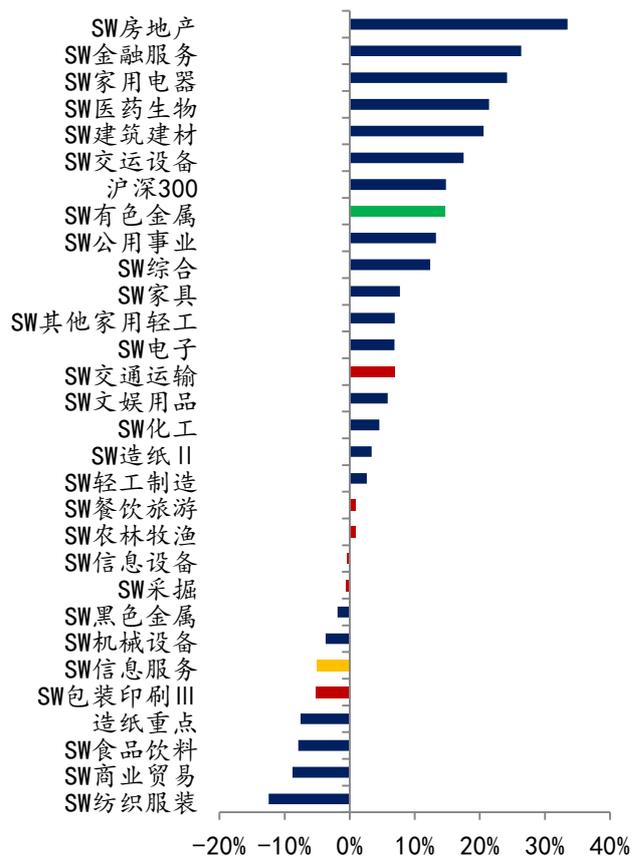


图 4 板块较 2012 年初涨跌幅排行 (2013.2.1)



数据来源: Wind、兴业证券研究所

轻工行业 (除造纸外) ¹3 季度盈利降幅趋缓

2012 年前 3 季度, 轻工板块 (除造纸) 实现收入 925 亿元, 同比增长 22.2%; 净利润 45.6 亿元, 同比下降 11.8%, 降幅趋缓; 毛利率 18.3%, 净利率 4.9%, 同比下滑 1~2 个百分点, 环比季节性下降。

图 5 轻工行业 (除造纸) 前 3 季营收同比增长 22%

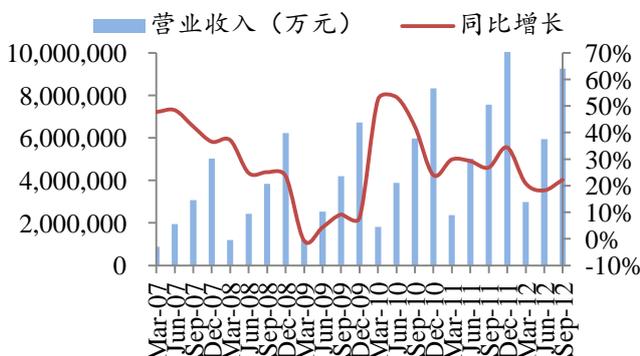
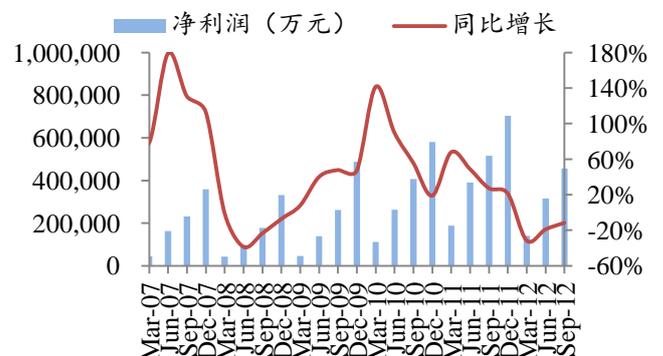


图 6 轻工行业 (除造纸) 前 3 季净利润同比下降 12%



数据来源: Wind、兴业证券研究所

¹此处拟合申万轻工制造行业中除造纸以外的上市公司财务数据。

行业投资策略

图 7 轻工行业（除造纸）前 3 季毛利率 18.3%，环同比下降

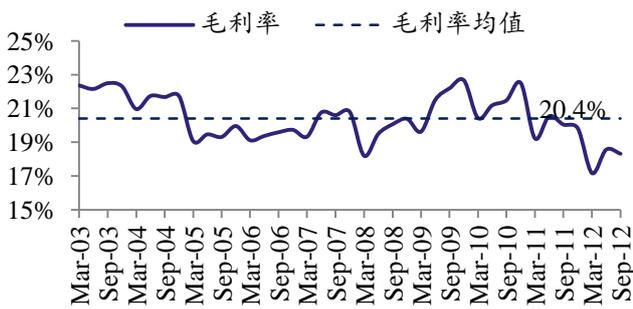
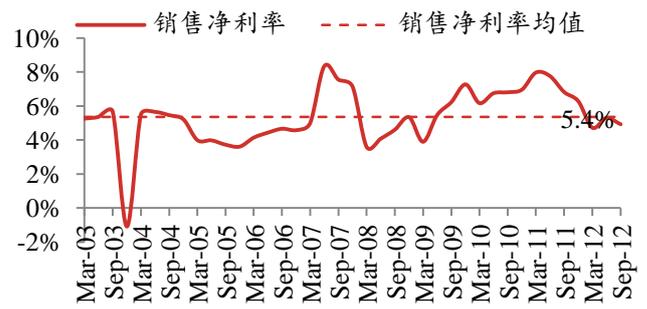


图 8 轻工行业（除造纸）前 3 季净利率 4.9%，环同比下降



数据来源：Wind、兴业证券研究所

二、包装行业

包装行业前 3 季收入持平，净利润下滑幅度较大²

2012 年前 3 季度，包装类上市公司营业收入合计 131 亿元，同比下降 0.2%；净利润 5.2 亿元，同比下降 46%；毛利率 18.9%，净利率 4%，同比下降幅度较大，约 2~3 个百分点。

图 9 包装行业前 3 季营收同比下降 0.2%

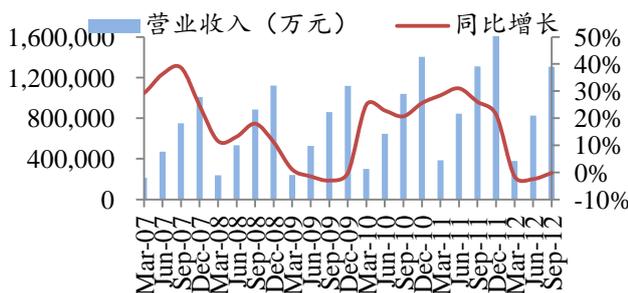
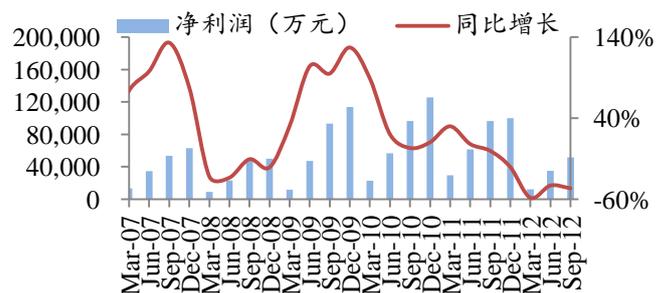


图 10 包装行业前 3 季净利润同比下降 46%



数据来源：Wind、兴业证券研究所

图 11 包装前 3 季毛利率 19%，同比降 1.8 百分点

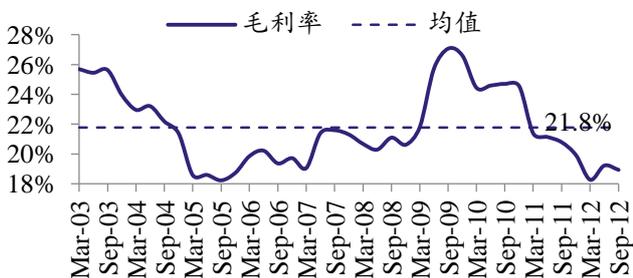
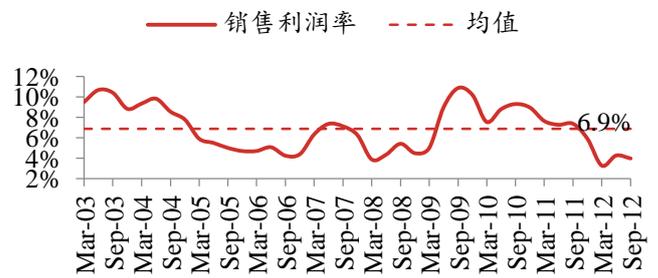


图 12 包装前 3 季净利率 4%，同比降 3.4 百分点



数据来源：Wind、兴业证券研究所

² 此处拟合合兴包装、美盈森、永新股份、通产丽星、珠海中富和紫江企业 6 家上市公司财务数据。

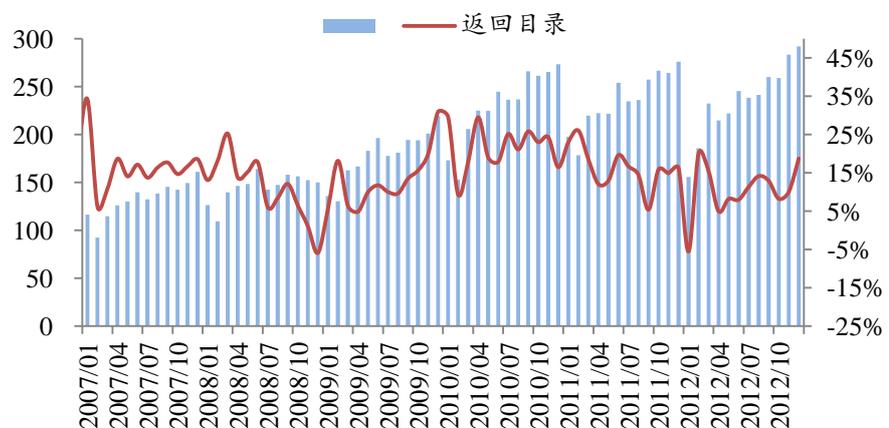
子行业：纸包装产量略有回稳，下游酒类产量增速持续下降

综述：2012年12月，纸包装产品产量增速略有上升，原材料价格持平，下游需求方面手机消费现回暖，而家电、笔记本电脑、酒类等12月增速有所下降。

● 瓦楞纸箱产量增幅扩大

12月瓦楞纸箱产量292万吨，同比增长19%，较上月同比增幅(10%)进一步扩大。1~12月瓦楞纸箱累计产量为2809万吨，同比增长9.1%（2011年产量同比增速为15.6%）。

图 13 瓦楞纸箱产量 12 月同比增长 19%

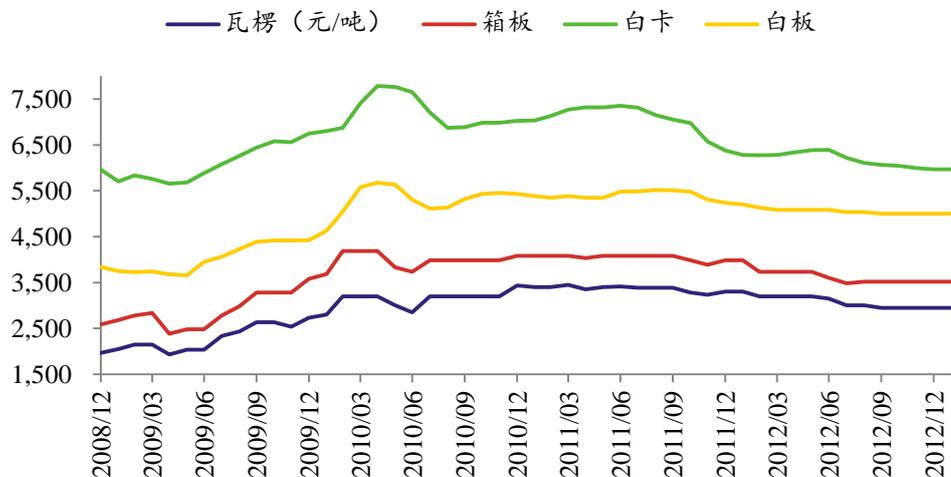


数据来源：Wind、兴业证券研究所

● 上游纸价持平

原材料瓦楞纸、箱板纸等价格从2012年初以来处于下行区间，跌幅约为5%~10%。13年1月瓦楞纸、白板纸、箱板纸、白卡纸价格均持平。

图 14 上游包装用纸价格 1 月环比持平



数据来源：Wind、兴业证券研究所

● 手机消费现回暖，酒类持续下降

12月下游家电产量增速减慢，同比增长1%，较10、11月（分别同比增9%、12%）出现较大降幅；IT消费电子产品中，手机同比增速出现回暖，同比增9%，但笔记本电脑出现小幅负增长（-0.4%）；酒类受前期塑化剂风波等方面影响增速持续下滑。

图 15 家电产量 12 月同比增长 1%

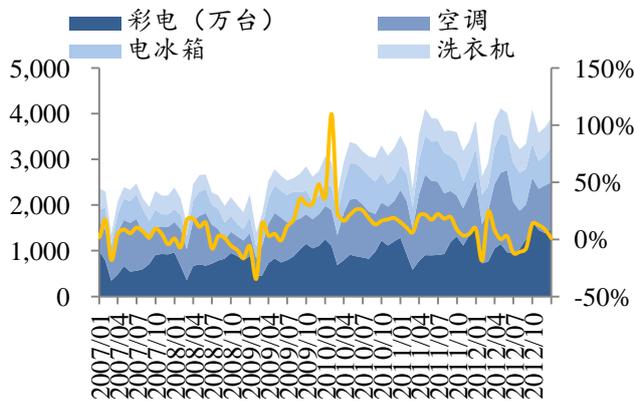
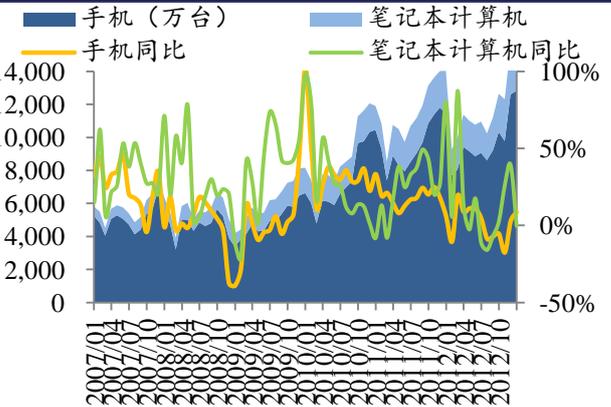
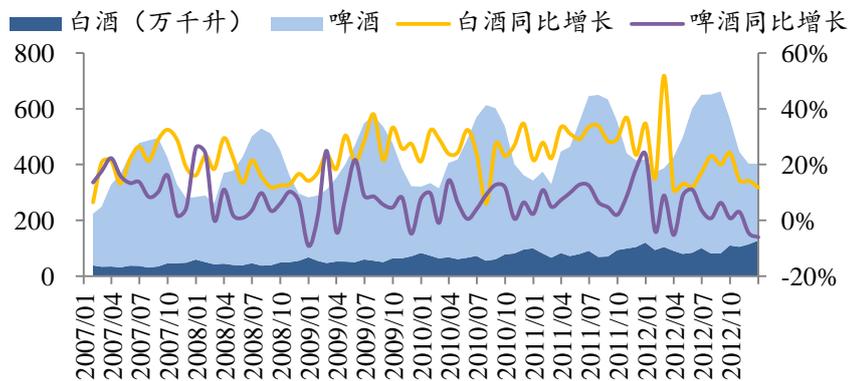


图 16 IT 电子产品产量 12 月增速出现波动



数据来源：Wind、兴业证券研究所

图 17 酒类产量 12 月同比增速回落



数据来源：Wind、兴业证券研究所

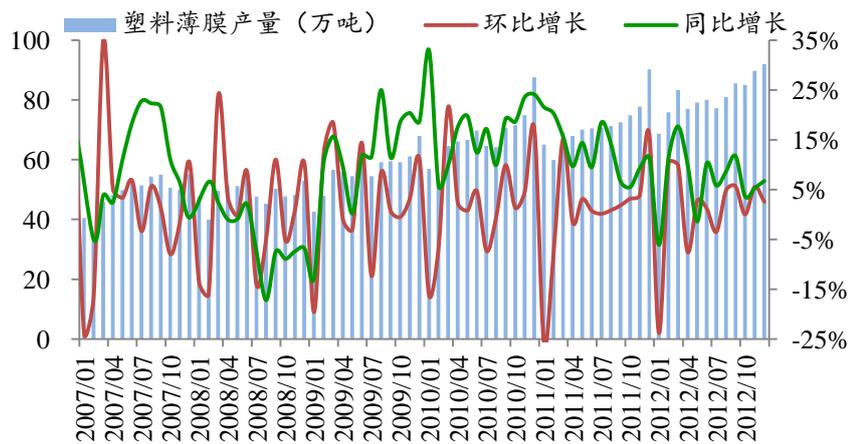
子行业：乳品、药品产量增速延续回升

综述：12月塑料薄膜产量增速同环比略有回升；上游塑料颗粒、薄膜价格中枢上移，同比增速自10~11月开始由下跌转为上涨，1月涨幅更为明显，成本红利继续消退；下游饮用水、乳品、药品继上月持续出现回暖。

● 塑料薄膜产量稳中略升

12月塑料薄膜产量92万吨，同比增长6.7%，增速略有上升，月环比增速呈现波动上移；全年累计产量920万吨，同比增长9.3%（2011年11.2%）。

图 18 塑料薄膜 12 月产量同比增长 6.7%



数据来源：Wind、兴业证券研究所

● 油价回升，塑料价格 1 月环比上涨 1.5%

油价自 2012 年中期反弹以来基本表现为上行趋势，塑料颗粒、薄膜价格随之中枢上移，同比增速自 12 月开始由下跌转为上涨，2013 年 1 月增速继续加快，同比上涨 9.0%，塑料薄膜价格同比上涨 7.2%，环比均上涨 1.5% 左右，成本上升导致塑料包装盈利弹性开始逐渐消退。

图 19 油价中期反弹后波动上行

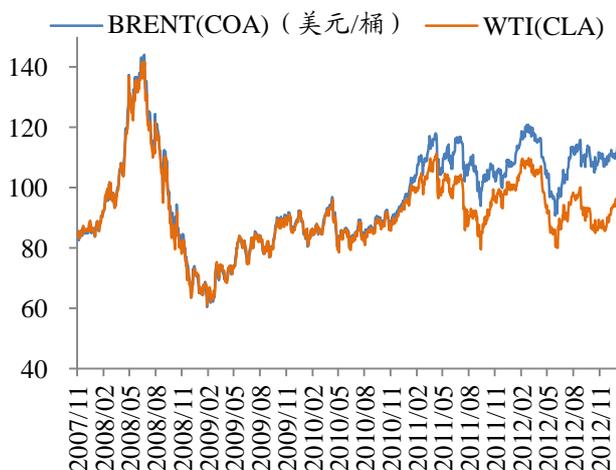


图 20 塑料颗粒、薄膜价格 1 月环比上涨 1.4%

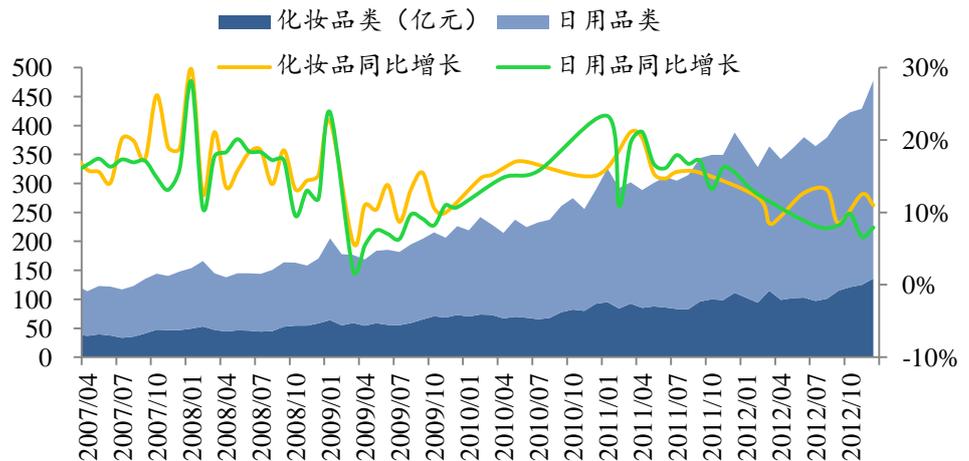


数据来源：Wind、兴业证券研究所

● 下游饮用水、乳品、药品需求向好

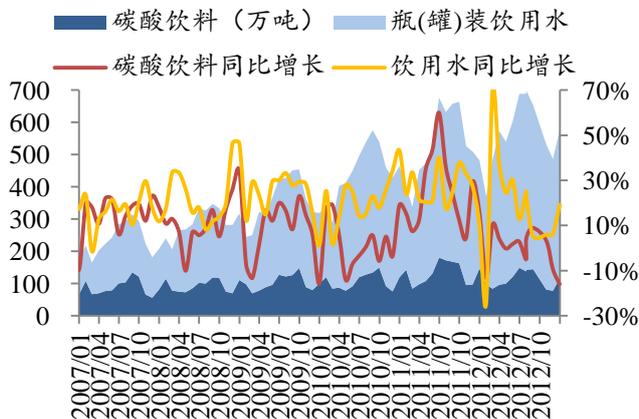
12 月化妆品零售额同比增长 11%，较 11 月略有回落；碳酸饮料产量持续下滑，同比下降 16%；而饮用水、液态乳及乳制品产量回升势头较为明显，同比增长 18%~20%；药品产量增速也出现一定回升。

图 21 化妆品零售额 12 月同比增长 11%，日用品零售额 12 月同比增长 8%



数据来源：Wind、兴业证券研究所

图 22 碳酸饮料产量 12 月同比降 16%，饮用水增 19%



数据来源：Wind、兴业证券研究所

图 23 液态乳产量 12 月同比增 21%，乳制品 19%

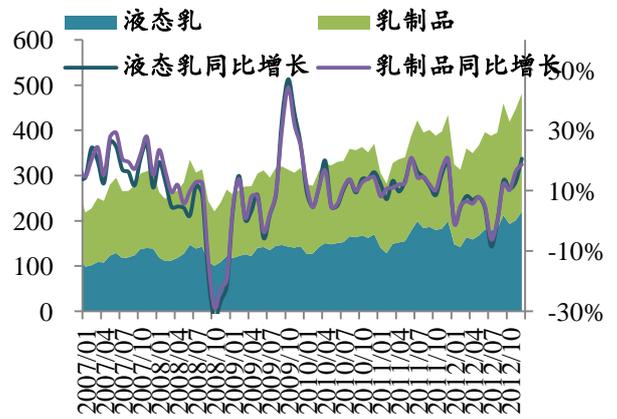
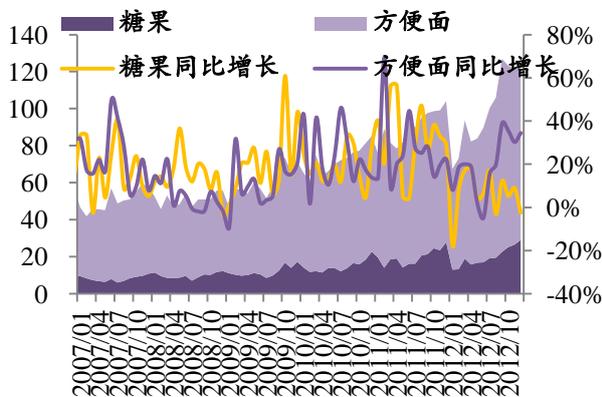
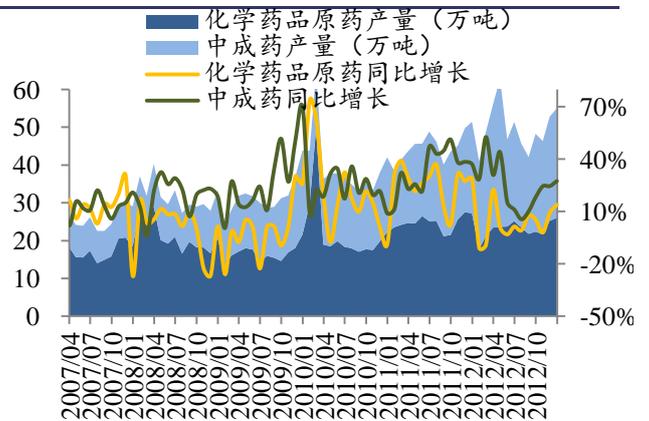


图 24 糖果产量 12 月同比降 3%，方便面同比增 35%



数据来源：Wind、兴业证券研究所

图 25 药品产量增速持续上升

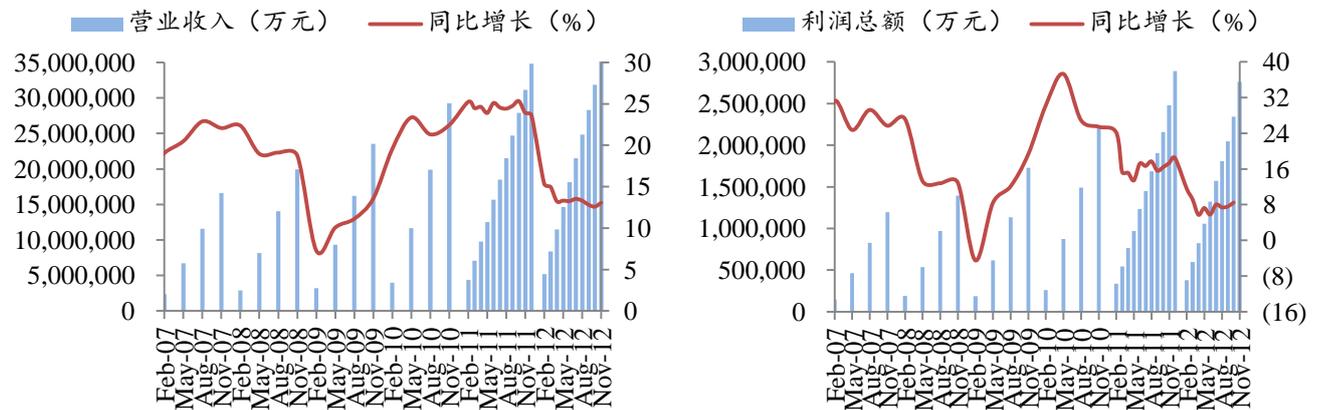


三、印刷行业

印刷行业 1-11 月收入增速筑底

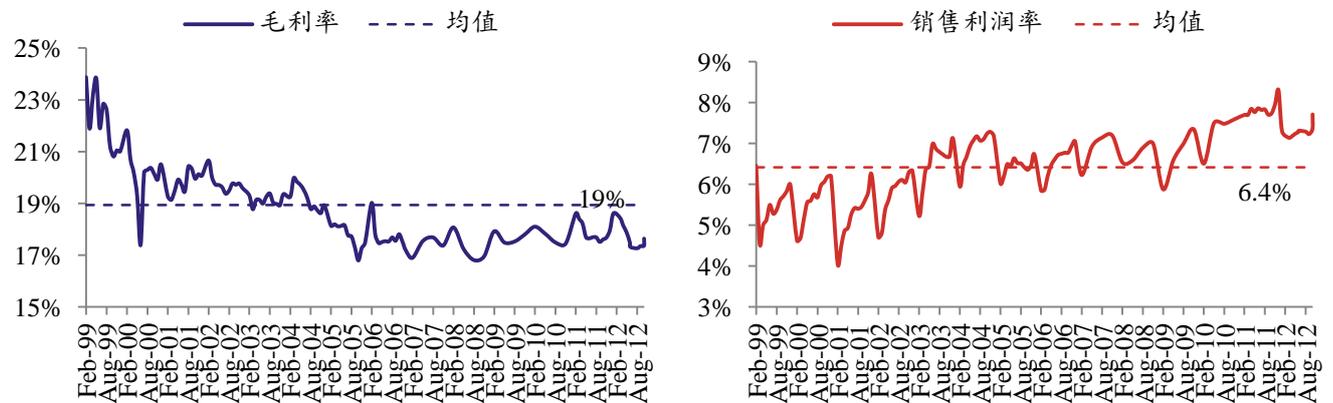
2012 年 1-11 月，印刷行业实现收入 3580 亿，同比增长 13.1%；利润总额 276 亿；毛利率 17.6%，同比持平；销售利润率 7.7%，同比下降约 0.3 个百分点。

图 26 印刷行业整体 1-11 月营业收入同比增长 13.1% 图 27 印刷行业整体 1-11 月利润同比增长



数据来源：Wind、兴业证券研究所

图 28 印刷行业整体 1-11 月毛利率 17.6%，同比持平 图 29 印刷行业 1-11 月利润率 7.7%，同比略降



数据来源：Wind、兴业证券研究所

● 传统印刷未有起色，彩票销售额加速增长

12 月传统印刷品产量增速持续回落，单色印刷品同比下降 0.9%，多色印刷品产量同比增长 1%，仍未出现明显的回暖趋势；烟标印刷下游卷烟产量累计同比增长 2.8%，下半年产量增速逐月缓慢回升，全年来看低于去年同期 (+3%) 水平；彩票销售额 12 月持续加速增长，同比增幅 19.2%，较 11 月 (+12.8%) 增幅扩大。

图 30 单色印刷品产量 12 月同比下降 0.9%

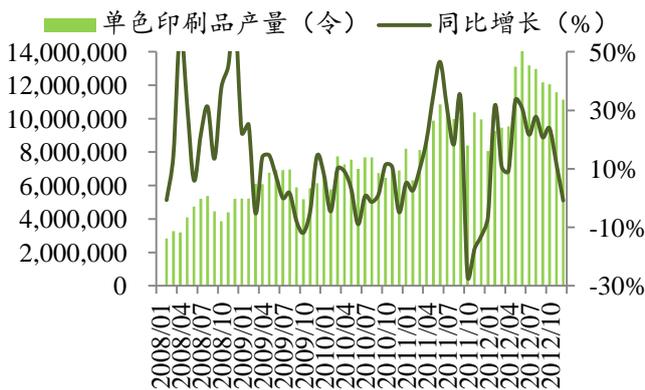
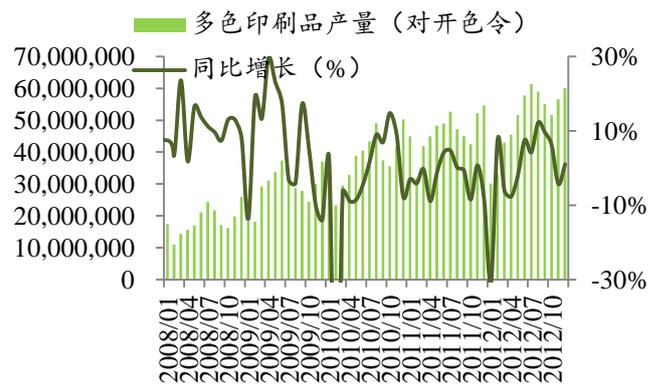


图 31 多色印刷品产量 12 月同比增长 1%



数据来源：Wind、兴业证券研究所

图 32 卷烟产量 1-12 月同比增长 2.8%

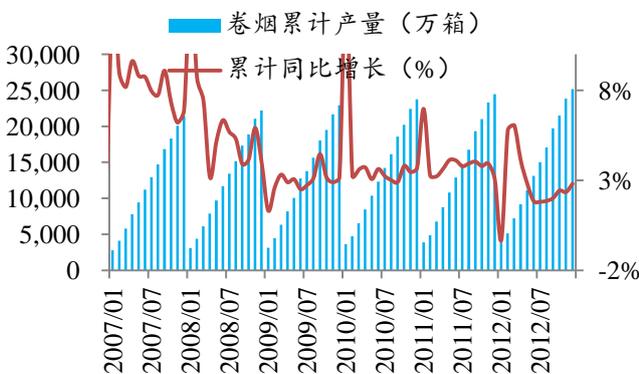
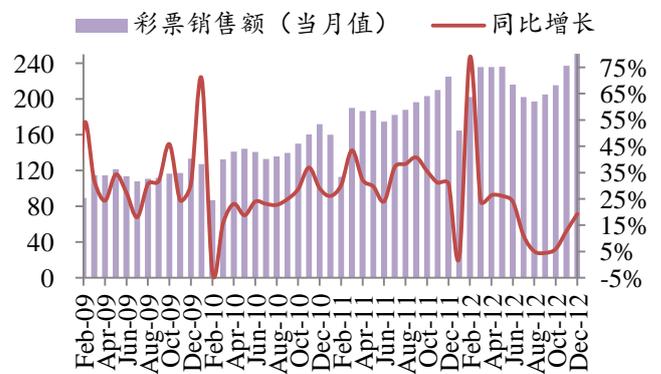


图 33 彩票销售额 12 月同比增长 19.2%

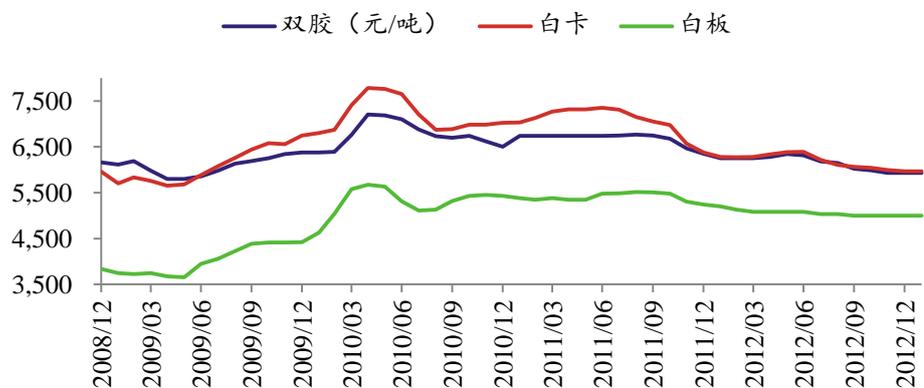


数据来源：Wind、兴业证券研究所

● 上游纸价基本持平

13 年 1 月双胶纸、白板纸、白卡纸、白卡纸价格均持平。

图 34 上游印刷原纸价格持平



数据来源：Wind、兴业证券研究所

四、投资策略：一季度看好家具造纸，全年看好品牌消费

一季度看好家具和造纸，建议配置索菲亚、宜华木业、太阳纸业；全年紧紧围绕品牌消费类轻工进行布局，建议配置星辉车模、索菲亚、中顺洁柔、瑞贝卡。

2012 年下游需求整体减速，导致行业收入下滑，同时劳动力成本上升及期间费用居高不下，使业绩遭受双重打压，增速滑落至历史低点。但原材料大幅走低，也使一些下游需求粘性较大的行业（如生活用纸）从中受益。

放眼 2013 年，在假设宏观经济震荡的背景下，我们判断行业需求或有回暖，但仍难以出现较大起色。但政策面新型城镇化进程加快以及《轻工业“十二五”振兴规划》实施将对行业需求面有所提振，同时家具“以旧换新”试点范围扩大也将助家具行业走出困境。这一过程将使渠道资源和品牌优势的消费性轻工（家具、玩具、卫浴等）最为受益，全年仍坚定看好。

但一季度我们更为看好周期性的造纸和家具。看好家具主要逻辑在于：一方面出口数据，尤其是国外房地产和家具销售数据已连续数月向好，带来出口复苏预期，旺季订单增加又似乎在逐步验证这一预期，增强了市场信心；另一方面家具“以旧换新”在北京成功试点，预期年内试点范围将进一步扩大，带来需求提振。

看好造纸的主要逻辑在于：纸价已跌至历史次低点，主流纸种盈利已濒临生死线，降无可降。而即将到来的春节将对供需面有所扰动，使供需关系有所缓和，进而带来纸种提价预期，市场信心和预期亦将随之改变。

表 2 重点公司盈利预测

	简称	收盘价	EPS			PE		PB	评级
			2012-3Q	2012E	2013E	2012	2013		
包装	合兴包装	4.35	0.12	0.22	0.30	20	15	1.90	增持
	通产丽星	6.71	0.21	0.34	0.44	20	15	2.48	增持
	永新股份	9.81	0.41	0.55	0.72	18	14	2.25	买入
印刷	劲嘉股份	9.02	0.49	0.77	0.91	12	10	2.77	增持
	上海绿新	7.88	0.35	0.53	0.69	15	11	1.72	增持
	万顺股份	7.78	0.20	0.32	0.51	24	15	2.57	增持
	鸿博股份	5.77	0.11	0.17	0.24	34	24	2.25	增持
	东港股份	7.01	0.32	0.40	0.48	18	15	1.75	增持
	盛通股份	9.16	0.18	0.27	0.34	34	27	1.91	增持
家具	宜华木业	4.77	0.22	0.26	0.33	18	14	1.29	增持
	美克股份	5.58	0.01	0.11	0.20	51	28	1.50	增持
	索菲亚	24.12	0.49	0.80	1.03	30	23	2.88	增持
玩具文具	星辉车模	15.95	0.49	0.70	0.95	23	17	3.17	增持
	群兴玩具	12.01	0.32	0.31	0.36	39	33	1.83	增持
	高乐股份	8.22	0.25	0.28	0.33	29	25	1.58	增持
	齐心文具	5.33	0.14	0.20	0.26	27	21	1.99	增持
其他轻工	海鸥卫浴	5.69	0.07	0.11	0.16	52	36	3.10	增持
	德力股份	18.40	0.35	0.46	0.72	40	26	2.81	增持
	瑞贝卡	4.32	0.15	0.22	0.30	20	14	1.94	增持
	飞亚达 A	7.81	0.24	0.32	0.41	24	19	2.14	增持

数据来源：Wind、兴业证券研究所

行业投资策略

投资评级说明

行业评级 报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期上证综指/深圳成指的涨跌幅为基准, 投资建议的评级标准为:

- 推 荐: 相对表现优于市场
- 中 性: 相对表现与市场持平
- 回 避: 相对表现弱于市场

公司评级 报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅度相对同期上证综指/深圳成指的涨跌幅为基准, 投资建议的评级标准为:

- 买 入: 相对大盘涨幅大于 15%
- 增 持: 相对大盘涨幅在 5% ~ 15% 之间
- 中 性: 相对大盘涨幅在 -5% ~ 5% 之间
- 减 持: 相对大盘涨幅小于 -5%

机构客户部联系方式

上海市浦东新区民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 21 层

邮编: 200135

传真: 021-38565955

北京市西城区武定侯街 2 号泰康国际大厦 6 层

邮编: 100140

传真: 010-66290200

深圳市福田区益田路 4068 号卓越时代广场 15 楼 1502-1503

邮编: 518048

传真: 0755-82562090

【信息披露】

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 www.xyq.com.cn 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

【分析师声明】

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师,以勤勉的职业态度,独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因,不因,也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

【法律声明】

兴业证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准,已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供兴业证券股份有限公司(以下简称“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。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通,需以本公司 <http://www.xyq.com.cn> 网站刊载的完整报告为准,本公司接受客户的后续问询。

本公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本公司的资产管理部门、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。

本公司系列报告的信息均来源于公开资料,我们对这些信息的准确性和完整性不作任何保证,也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正,但文中的观点、结论和建议仅供参考,报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价,投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

在法律许可的情况下,兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易,也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此,投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

若本报告的接收人非本公司的客户,应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示,否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权,本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品,或再次分发给任何其他人,或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的转载,本公司不承担任何转载责任。