

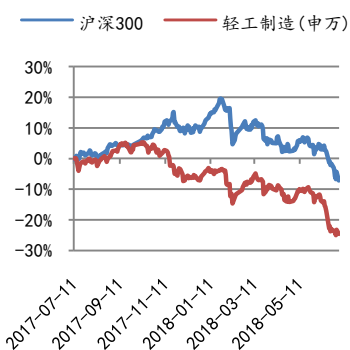
行业评级

强于大市

重点公司

| 公司名称 | 评级 |
|------|----|
| 太阳纸业 | 推荐 |
| 欧派家居 | 推荐 |
| 索菲亚 | 推荐 |

指数走势图



研发部

首席分析师：程毅敏

SAC 执业证书编号：S1340511010001

Email: chengyimin@cnpsec.com

研究助理：杨浩

Email: yanghao@cnpsec.com

电话：010-67017788-9506

下半年行情压力仍大，轻工板块以消费属性取胜

——中游行业 2018 下半年策略

投资要点：

● **板块思路：**从历史行情、业绩与估值、宏观层面三方面考虑，轻工制造板块具备相对优势：1) 回顾上一轮熊市后期的 2012.7-2014.6 期间行情，中游行业中轻工制造表现亮眼，名列前茅；2) 从市盈率、市净率、PEG 等多维度，轻工板块估值合理，且周期性较弱；3) 结合当下宏观经济面地产下滑、供给侧改革边际效应减弱预期，轻工行业以周期性较弱、现金流较好特征取胜。综上所述，我们认为轻工进可攻、退可守，值得推荐。

● **造纸：看好纸浆系、废纸系龙头业绩弹性。**1) 行业方面，下游需求多对接消费型产业，具备中短期刚性特征，保持温和增长态势；供给上，龙头产能投放对冲中小产能退出，供给增加进度应较为缓和；价格上，多纸种处于相对盈利高位，价格边际改善效应弱化；估值上，降准利好重资产造纸龙头估值修复；2) 我们在维持行业格局整体平衡的判断基础上，认为废纸进口收紧与木浆价格强势，直接利好废纸系与木浆系龙头，重点推荐太阳纸业，建议关注山鹰纸业。

● **家居板块：定制家居空间大，应紧盯龙头。**1) 2013 年后家居行业整体增速放缓背景下，定制家居细分领域受益消费升级趋势，成为行业主要看点；2) 在行业中期成长前景明确的基础上，也应看到短期家居龙头扎堆上市带来的短期行业竞争加剧以及地产调控升级带来的压力，在优质网点、经销商布局上具有先发卡位优势的龙头，具备更强抗周期能力，重点推荐行业龙头欧派家居、估值业绩匹配良好的索菲亚，建议关注互联网基因强大的尚品宅配和网点布局、店均营业额表现较好的顾家家居。

● **包装与印刷等：存边际改善预期，立足龙头整合。**2017 年以来的上游原材料纸品涨价抬升了行业整体生产成本，但我们认为不必过度悲观，主要基于三点：1) 行业业绩承压，或将加速行业整合进程，有利于管理、成本、终端具备相对优势的龙头企业脱颖而出；2) 上游纸价及大宗原料品价格已居于相对高位，我们认为持续上行概率较小，对包装印刷行业边际压力减小，有利于龙头企业的业绩企稳向上；3) 业内部分企业纷纷实施增持或回购，表明管理层对业绩具备坚定信心的同时，也将有助于股价企稳。建议关注裕同科技、合兴包装。

● **推荐标的：**行业推荐排序为家居>造纸>包装与印刷，重点推荐太阳纸业、欧派家居、索菲亚。

● **风险提示：**市场系统性风险；宏观经济不及预期；原材料价格波

动；政策风险；地产下行超预期。

目录

| | |
|-----------------------------------|----|
| 1、历史行情、业绩与估值、宏观考虑..... | 5 |
| 2、轻工板块回顾、分析、展望..... | 6 |
| 行情回顾：板块随市场下行，个股表现分化严重..... | 6 |
| 行业展望：把握供给侧改革、消费升级两条主线..... | 8 |
| 2.1 造纸：看好废纸系+纸浆系龙头业绩弹性..... | 8 |
| 2.1.1 需求刚性看供给，价格因素边际改善弱化..... | 8 |
| 2.1.2 废纸进口持续收紧、木浆价格高位企稳..... | 10 |
| 2.1.3 重点标的：太阳纸业、山鹰纸业..... | 11 |
| 2.2 家居板块：定制家居空间大，应紧盯龙头..... | 12 |
| 2.2.1 行业增速放缓，细分领域分化..... | 12 |
| 2.2.2 行业分化+集中度提升，龙头具备更强抗周期能力..... | 14 |
| 2.2.3 重点标的：欧派家居、索菲亚等..... | 15 |
| 2.3 包装与印刷：存边际改善预期，立足龙头整合..... | 16 |
| 2.3.1 行业承压或迎拐点，整合提速促龙头扩张..... | 16 |
| 2.3.2 重点标的：裕同科技、合兴包装..... | 16 |
| 2.4 其他轻工：细分龙头可适当关注..... | 17 |

图表目录

| | |
|--|----|
| 图表 1：最近两轮牛市价量图..... | 5 |
| 图表 2：2012.7-2014.6 期间 A 股板块涨幅 (%)..... | 5 |
| 图表 3：中游行业市盈率 TTM 与 PB 对比..... | 6 |
| 图表 4：中游行业 2018 预测 PE、PEG 对比表..... | 6 |
| 图表 5：中游行业十年历史 ROE 变动情况 (单位%)..... | 6 |
| 图表 6：中游子行业净利率对比 (单位：%)..... | 6 |
| 图表 7：轻工制造板块 2018 年表现情况..... | 7 |
| 图表 8：轻工板块近 6 个月股价表现..... | 7 |
| 图表 9：2008 年至 2017 年纸及纸板生产和消费情况..... | 9 |
| 图表 10：2017 年纸及纸板各品种生产量占总产量的比例..... | 9 |
| 图表 11：主要进口地阔叶浆价格 (单位：美元/吨)..... | 9 |
| 图表 12：国内箱板纸价格走势 (单位：元/吨)..... | 9 |
| 图表 13：文化纸品种价格走势 (单位：元/吨)..... | 10 |
| 图表 14：白板纸品种价格走势 (单位：元/吨)..... | 10 |
| 图表 15：资产负债率 (剔除预收账款，单位：%)..... | 10 |
| 图表 16：流动比率对比 (%)..... | 10 |
| 图表 17：国废、美废价格 (单位：元/吨)..... | 11 |
| 图表 18：2018 年以来配额情况 (截止 6 月 10 日)..... | 11 |
| 图表 19：近年各区木浆价格走势 (元/吨)..... | 12 |

| | |
|-----------------------------------|----|
| 图表 20: 公司产能扩张 (万吨) | 12 |
| 图表 21: 中国家具行业近年发展情况 | 13 |
| 图表 22: 2012-2017 家具行业利润总额情况 | 13 |
| 图表 23: 手工家具、成品家具、定制家具对比..... | 13 |
| 图表 24: 2017 年多家家居巨头扎堆上市 | 14 |
| 图表 25: 2017 年主要家居巨头营收情况..... | 15 |
| 图表 26: 2017 主要家居巨头网点情况 | 15 |

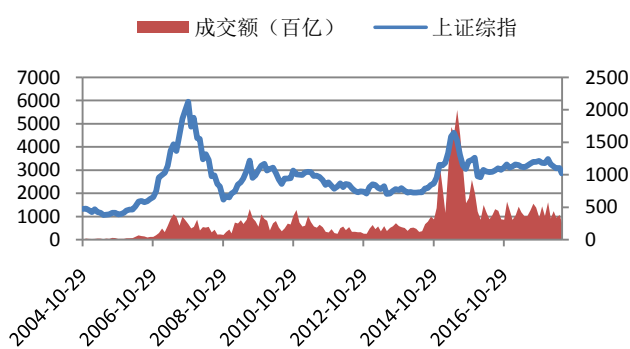
1、历史行情、业绩与估值、宏观考虑

1.1 历史对比

当下市场与 2012.7-2014.6 期间市场相似度较高。自 2015 年 6 月至今，上证综指从最高 5178.19 点到今日（2018.06.25）收盘于 2859.34 点，区间跌幅约 44.8%。对比 07 牛市与 15 牛市后上证综指走势：1) 05-07 牛市上证综指月线向上突破 MA20 均线前一月收盘点位为 1161.06，至 2013 年 6 月见底于 1849.65 点，期间涨幅为 59.3%；2) 14-15 小牛市上证综指月线向上突破 MA20 均线前一月收盘点位为 2048.33，至今日收盘，期间涨幅 38.2%。

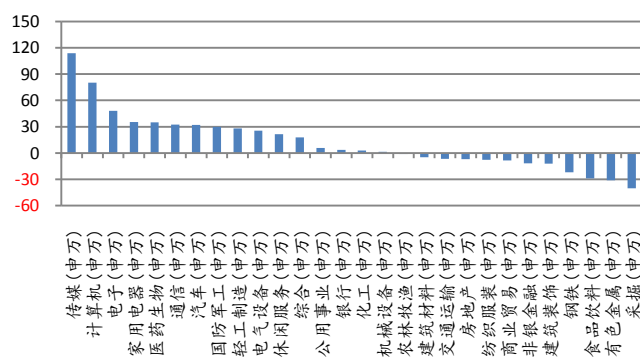
参考上一轮熊市底部区间 2012.7-2014.6 期间 A 股板块表现，中游行业中军工、轻工制造、电气设备三板块表现亮眼。

图表 1：最近两轮牛市价量图



资料来源：Wind 资讯，中邮证券研发部

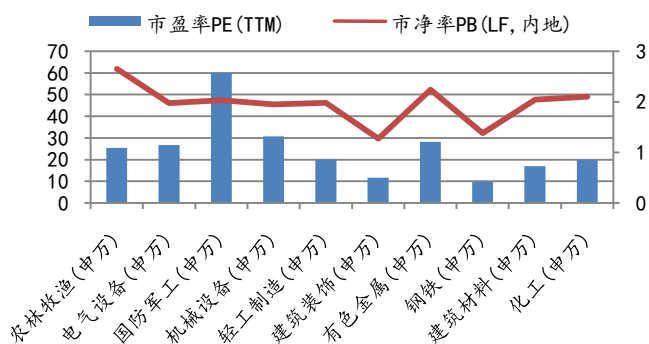
图表 2：2012.7-2014.6 期间 A 股板块涨幅 (%)



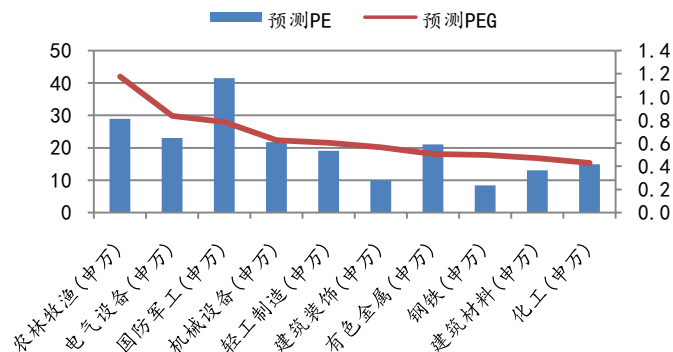
资料来源：Wind 资讯，中邮证券研发部

1.2 业绩与估值

中游共 10 个子行业，我们从 PB/PE/2018 预测 PE 及 PEG 四个估值角度来分析。1) 市盈率 TTM 方面，市盈率<20 倍的板块由低到高为：钢铁、建筑、建材、化工、轻工；2) 市净率方面，市净率<2 倍的板块由低到高为：建筑、钢铁、机械、电气设备、轻工；3) 2018 预测 PE 方面，2018PE<20 倍板块由低到高为：钢铁、建筑、建材、化工、轻工；4) 2018 预测 PEG 方面，除农林牧渔板块之外，其余板块 PEG 全部小于 1。

图表 3：中游行业市盈率 TTM 与 PB 对比


资料来源：Wind 资讯，中邮证券研发部

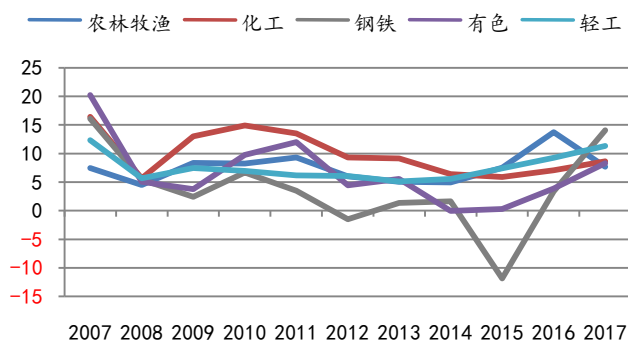
图表 4：中游行业 2018 预测 PE、PEG 对比表


资料来源：Wind 资讯，中邮证券研发部

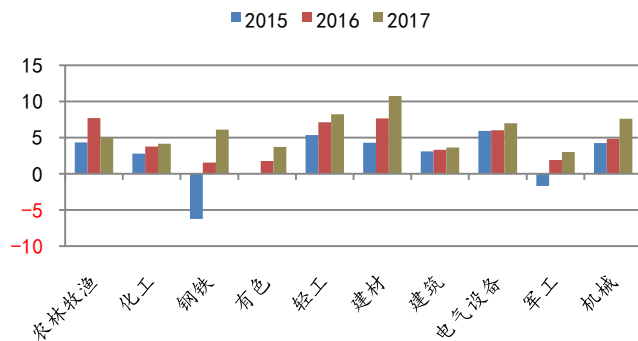
1.3 宏观经济环境考虑

基于以下三点，我们认为轻工制造板块进可攻、退可守，值得推荐：

- 1) 2018 年下半年经济增速存在回落预期：固定资产投资增速和进出口增速或将出现小幅下滑，消费增速相对稳定。（剔除建筑、建材）
- 2) 经过 2017 年供给侧改革带来的高增长之后，2018 年下半年周期性行业净利润增速大概率回落。（剔除钢铁、有色）
- 3) 轻工制造受宏观周期影响较小、板块消费属性强、现金流较好。

图表 5：中游行业十年历史 ROE 变动情况（单位：%）


资料来源：Wind 资讯，中邮证券研发部

图表 6：中游子行业净利率对比（单位：%）


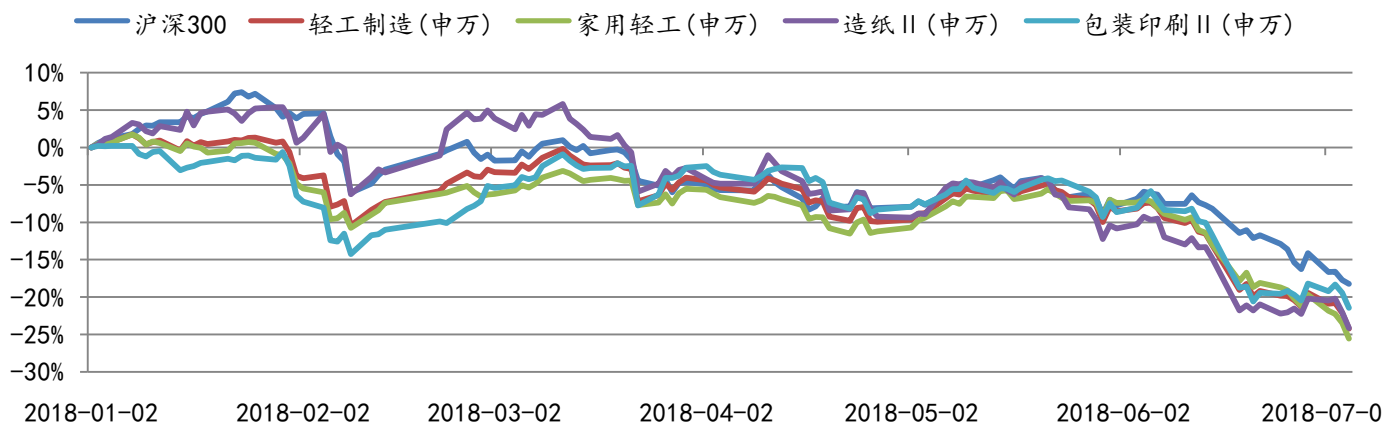
资料来源：Wind 资讯，中邮证券研发部

2、轻工板块回顾、分析、展望

行情回顾：板块随市场下行，个股表现分化严重

2018 年以来，沪深 300 指数与轻工行业指数都经历了较大幅度的下行，轻工行业成分指数们表现都落后于沪深 300 指数。截止 7 月 5 日收盘，沪深 300 指数下跌 18.2%、轻工制造指数下跌 24.2%、家用轻工指数下跌 25.6%、造纸 II 指数下跌 24.1%、包装印刷 II 指数下跌 21.4%。

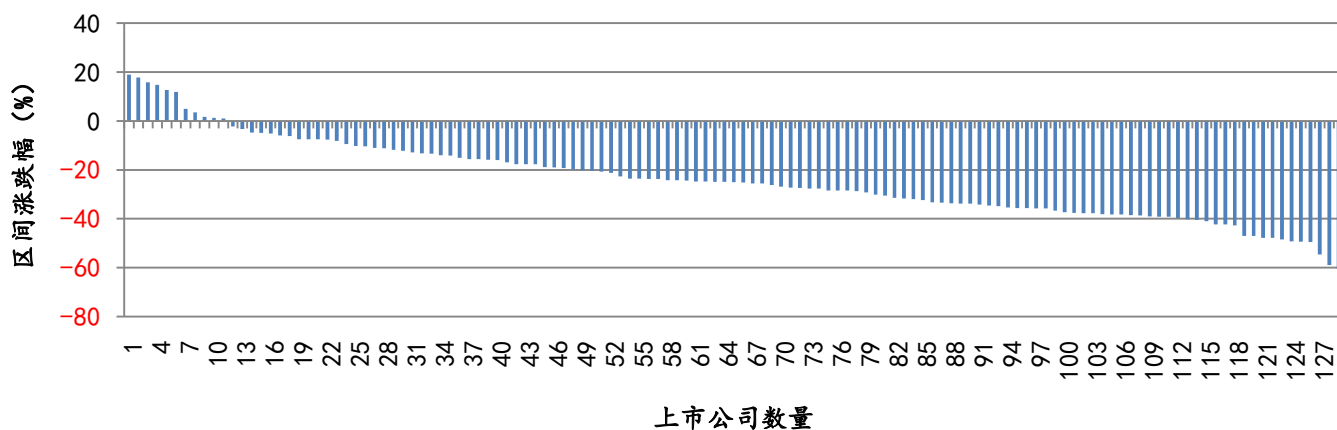
图表 7：轻工制造板块 2018 年表现情况



资料来源：Wind 资讯，中邮证券研发部

从近 6 个月板块内个股区间涨跌幅排列来看，板块内共 129 家上市股票，其中仅 11 家录得绝对正收益，占比 8.53%；区间涨跌幅表现优于指数均值的个股为 57 只，占比 44.2%。

图表 8：轻工板块近 6 个月股价表现



资料来源：Wind 资讯，中邮证券研发部

2018 以来，在整体市场行情疲软的大背景下，轻工行业各子板块也都经历了大幅回调，部分个股表现相对强势，但数量占比较低，展现出了板块内个股行情的分化特征。

站在目前的时点来看，伴随着我国整体经济减速，经济发展由高速增长阶段转向高质量发展阶段，行业内也正发生着增速换挡、结构优化的转变，个股走势差异化正是对行业内企业增速分化、前景分化、预期分化的反映，行业内龙头、优质企业与其它企业的差距正在逐渐拉开，具有业务确定预期和合理估值的企业有望获取超额回报，我们认为当下应立足业绩、考虑估值，同时结合流动性变化带来的机会，认识行业分化现实，在优质公司从优秀到卓越的过程中拥抱成长。

行业展望：把握供给侧改革、消费升级两条主线

供给侧改革提速，龙头企业获益。在本轮供给侧改革之前，我国轻工制造行业长期处于一个集中度不高、中小企业主导的市场格局，产品质量难有保障、行业发展缺乏规范。但随着供给侧改革的推进，伴随着环保、产能、效率等方面的约束，落后产能面临较大压力，在与中大型企业的竞争中劣势渐现。我们认为，供给侧改革的推进加速了行业整合阶段的到来，有利于加快行业优胜劣汰的步伐，加速行业集中度的提高，龙头企业将获取更大的市场份额和成长空间。

2017 年末以来，造纸行业供给侧改革力度不减。随着 3 月 1 日废纸进口新规出台，5 万吨以下产能的企业将被禁止进口废纸，落后产能受限于严格的行业标准被淘汰。在 2018 年目前公布的进口废纸审批上，在额度收紧的同时，向龙头企业倾斜的趋势较为明显，龙头企业有望利用内外废纸差距，进一步强化成本优势。

包装印刷行业则表现为行业整体短期承压背景下的“大鱼吃小鱼”格局下，优势企业通过挤占中小企业空间来获取自身生存空间，客观上加速了行业整合、推动了中小产能挤出。在目前板块估值较为合理的基础上，龙头企业存在边际改善的机会。

消费升级，制造企业“华丽转身”品牌企业。从供给端来看，在行业发展过程中，轻工行业格局呈现出一个渐进式不断优化的过程，目前已然出现一批具备较强资本、技术、品牌实力的企业，正逐步在成为行业主导。

从需求端来看，轻工消费人群结构、消费习惯的改变都为行业带来了新的契机。目前九零一代已经成为适婚、生育人群且成长为主力消费者，该群体受互联网渗透影响，在消费方式、消费结构等方面都不同与七零、八零一代。年轻的九零消费者对轻工产品的品质提出了更高要求，在实用的基础上，更加注重品质、品牌、个性等方面的产品特质。

索菲亚、欧派家居、尚品宅配、顾家家居等整体家居行业头部企业有望较好迎合九零一代的消费口味，在消费方式升级浪潮中快速成长。

2.1 造纸：看好废纸系+纸浆系龙头业绩弹性

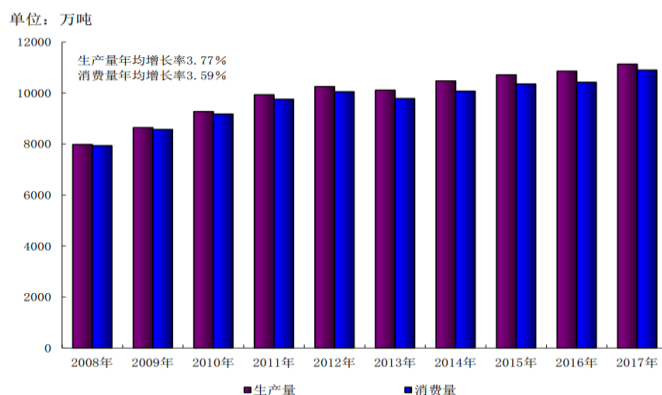
2.1.1 需求刚性看供给，价格因素边际改善弱化

行业供需增长温和，供给变动决定行业景气度。据中国造纸协会调查资料，2017 年全国纸及纸板生产企业约 2800 家，全国纸及纸板生产量 11130 万吨，较上年增长 2.53%。消费量 10897 万吨，较上年增长 4.59%，人均年消费量为 78 千克（13.90 亿人）。2008~2017 年，纸及纸板生产量年均增长率 3.77%，消费量年均增长率 3.59%，供需两端都保持温和增长态势，整体供需结构较稳定。

行业下游需求多对接消费型产业，具备中短期刚性特征，供给变动对行业景气度影响大。总体来说，纸品下游对接领域主要有三类：1) 用于书籍、报刊、课本、杂志的文化纸类，包括：涂布印刷纸（铜版纸等）、

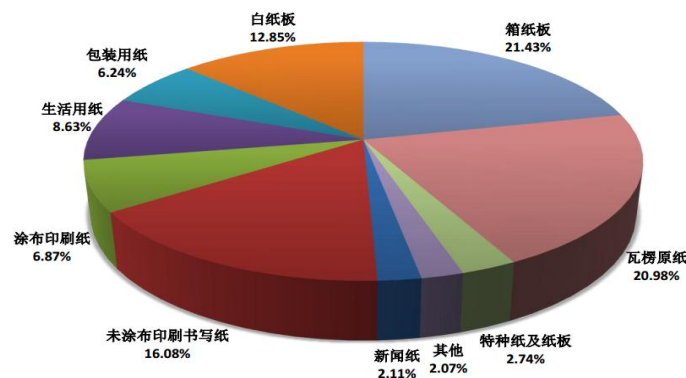
非涂布印刷书写纸（双胶纸、书写纸、轻型纸、静电复印纸）、新闻纸等；
2) 用于销售包装，包括：箱板纸、瓦楞纸、白板纸等；3) 主要家庭使用的生活用纸，包括卫生纸、面巾纸、手帕纸、擦手纸、餐巾纸、衬纸和厨房纸巾、纸尿裤和卫生巾等。

图表 9：2008 年至 2017 年纸及纸板生产和消费情况



资料来源：中国造纸协会，中邮证券研发部

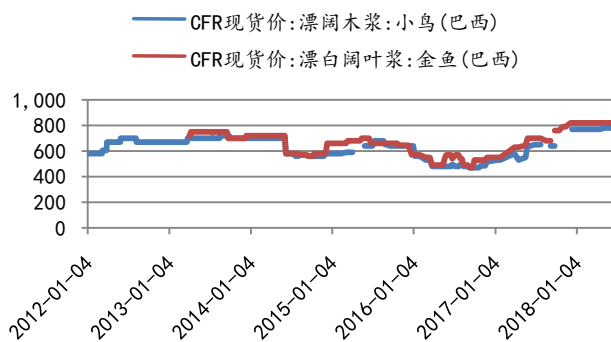
图表 10：2017 年纸及纸板各品种生产量占总产量的比例



资料来源：中国造纸协会，中邮证券研发部

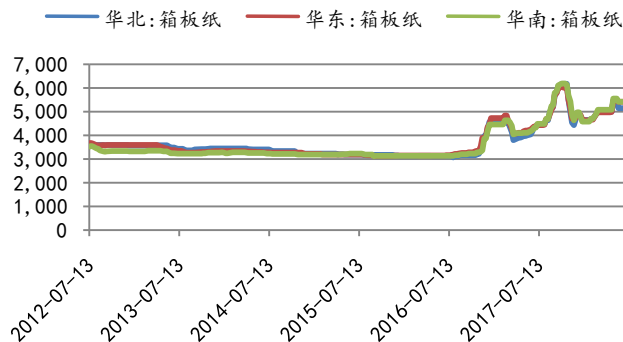
行业处于盈利高位，价格边际改善效应弱化。2017 年下半年开始受到成本优势的利好支撑，多数龙头纸企的年内单吨盈利达到历史高位。受铜板格局稳定、双胶小产能持续退化、白卡新增产能过重压制价格、废纸系受到供给侧改革旺季价格强势等差异化因素影响，16H2 至 17H1 各纸种价格涨幅普遍超过原料成本的同时价格表现略有分化，但整体处于相对高位。考虑到目前木浆、箱板纸、文化纸已经处于阶段高位，后续继续上行空间短期有限，产品提价对公司业绩改善作用边际弱化。

图表 11：主要进口地阔叶浆价格（单位：美元/吨）

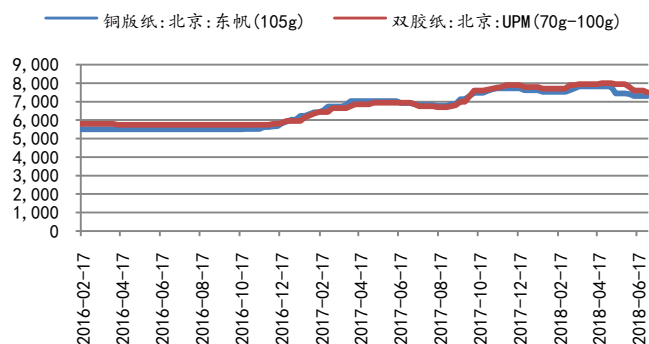


资料来源：Wind 资讯，中邮证券研发部

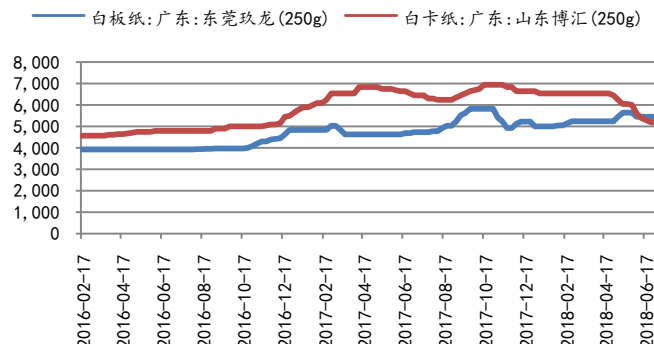
图表 12：国内箱板纸价格走势（单位：元/吨）



资料来源：Wind 资讯，中邮证券研发部

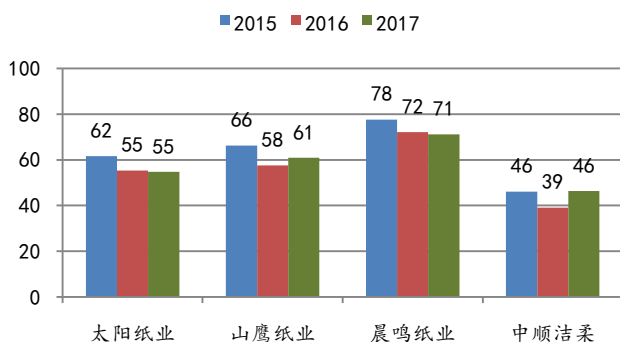
图表 13: 文化纸品种价格走势 (单位: 元/吨)


资料来源: Wind 资讯, 中邮证券研发部

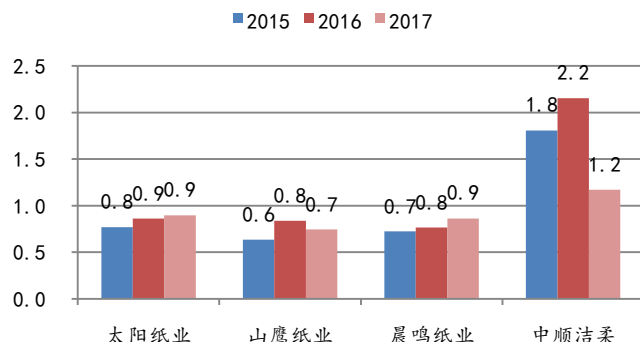
图表 14: 白板纸品种价格走势 (单位: 元/吨)


资料来源: Wind 资讯, 中邮证券研发部

降准靴子落地指引结构性去杠杆, 利好重资产龙头估值情绪修复。6月24日晚, 央行公告从7月5日起下调国有大型商业银行等主体人民币存款准备金率 0.5 个百分点, 此次降准有利于缓解民企去杠杆过程中的流动性风险, 目前市场仍存年内 1-2 次降准预期, 利好有业绩支撑但属资金密集型行业龙头的估值修复。造纸行业属重资产行业, 固定资产占比高、资产周转慢、财务杠杆较高, 降准有利于降低融资成本, 利好纸企龙头。

图表 15: 资产负债率 (剔除预收账款, 单位: %)


资料来源: Wind 资讯, 中邮证券研发部

图表 16: 流动比率对比 (%)


资料来源: Wind 资讯, 中邮证券研发部

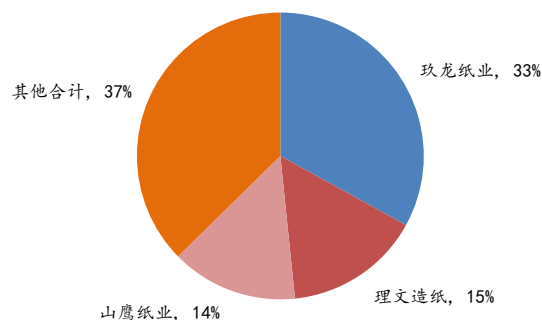
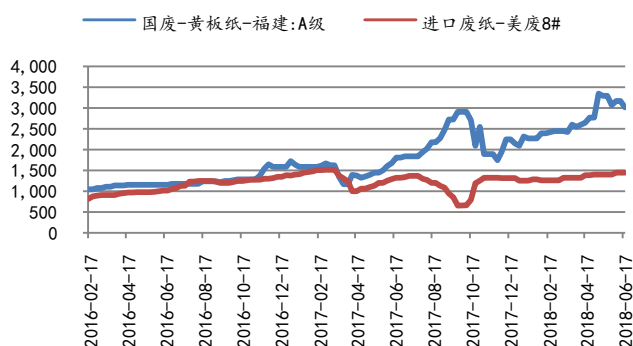
2.1.2 废纸进口持续收紧、木浆价格高位企稳

维持行业格局整体紧平衡的判断。一方面, 从行业整体供给来看, 受到供给侧改革、环保趋严、排污许可证制度“一证式”管理和总量控制限制小纸企扩产、自备电厂在消费旺盛区域限制审批等政策红利影响, 行业内小产能出清、大企业受益明显, 市场格局处于整体优化, 行业短期内仍有望保持供需紧平衡态势。另一方面, 经历了 2 年 8 个季度的业绩复苏, 市场已大致反映产能出清影响, 后续增量取决于超预期因素, 包括环保执行和进口废纸限制执行层面的严厉程度、龙头纸企增量产能的释放情况。

废纸进口收紧，废纸系龙头直接受益。废纸进口额度也在 2017 年已经经历过一轮额度紧缩，2018 年以来，伴随着 3 月外废进口新规开始施行、5 月 4 日海关新规要求美废 100%掏箱检查等外废进口不断收紧，包装纸行业受制于废纸进口新规产能、含杂率（进口废纸的企业应满足生产能力应不小于 5 万吨/年，进口废纸含杂率不得高于 0.5%）双重管控影响，催化上游国废、废纸系纸种的价格中枢持续抬升。与之对应的是龙头企业在获取进口额度方面的优势持续走强，行业四家龙头企业获得全国所有废纸进口额度的 64.9%，由于内外废价差趋势性扩大，短期来看获得外废配额且国废渠道布局充分的废纸系龙头持续获得超越行业的成本红利，废纸成本优势进一步扩大。

图表 17：国废、美废价格（单位：元/吨）

图表 18：2018 年以来配额情况（截止 6 月 10 日）

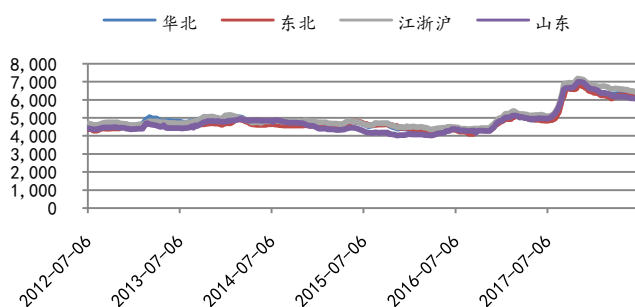


资料来源：Wind 资讯，中邮证券研发部，按当月汇率换算

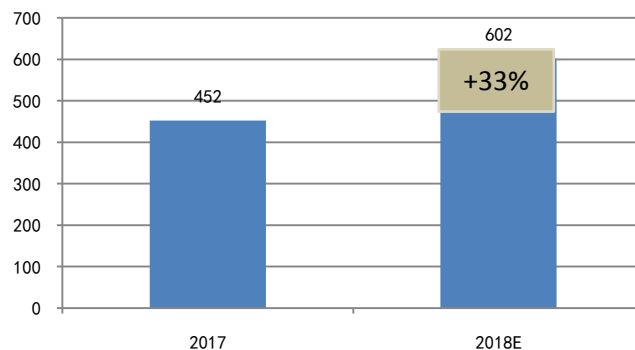
资料来源：Wind 资讯，中邮证券研发部

木浆价格强势，助力行业持续景气。高浆价支撑下游叠加下游文化纸种供需结构良好，利于维持行业高景气度：1) 需求端：受益木浆系纸需求增长、进口废纸受限带来的替代需求（白卡纸对灰底白板纸的替代增加木浆需求）、草浆等非木浆的替代需求，国内木浆需求持续强势；2) 供给端：国内方面，排污许可证、自备电厂总量限制和严格监管制度都强力限制产能扩张，同时落后产能淘汰在各省份持续推进，边际上供给端限制仍有加码空间；国际方面，澳洲木材种植量在 2010 年后一直处于低位，而 2017 年加拿大、智利森林大火破坏了大量林业资源，进一步造成木片短缺，推高了纸浆的生产成本，根据纸业咨询公司 HW 数据，预计 2017-2022 年新增浆产能 460 万吨，同期浆的需求增加 770-950 万吨，远超过供给增长速度。

2.1.3 重点标的：太阳纸业、山鹰纸业

图表 19: 近年各区木浆价格走势 (元/吨)


资料来源: Wind 资讯, 中邮证券研发部, 按当月汇率换算

图表 20: 公司产能扩张 (万吨)


资料来源: Wind 资讯, 中邮证券研发部

太阳纸业: 公司为纸浆系龙头, 受益于浆价高位的同时, 2018 产能布局多点开花, 业绩增长确定性高。截止 2017 年末, 公司拥有合计约 452 万吨浆、纸产能, 2018 年 20 万吨高档特种纸、老挝 30 万吨化学浆、80 万吨高档板纸等产能渐次投产, 18 年公司纸、浆产能将达 602 万吨。

山鹰纸业: 一方面, 2018 年以来废纸进口收紧催化上游国废、废纸系纸种的价格中枢持续抬升, 山鹰纸业作为废纸系龙头直接受益配额提升。另一方面公司产能提升+业务布局, 助力盈利能力提升: 完成福建联盛、北欧纸业收购, 进军盈利能力较强的高端特种纸细分市场, 公司产能提升的同时, 盈利能力得到改善。

风险提示: 我们认为, 2018 年下半年从供给端来看, 去落后产能和龙头企业扩产并行, 新产能扩张速度可能会大于落后产能淘汰, 存在一定隐忧。

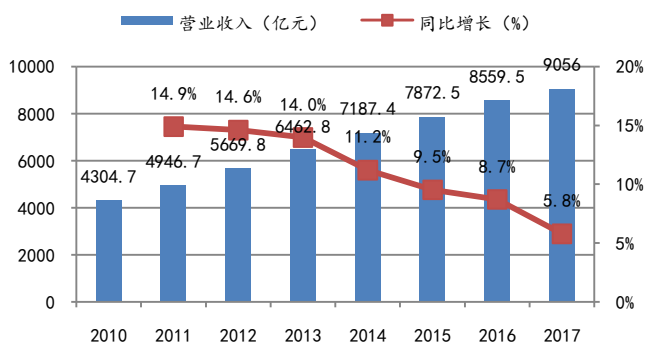
2.2 家居板块: 定制家居空间大, 应紧盯龙头

2.2.1 行业增速放缓, 细分领域分化

2013 年后家居行业增速放缓, 但未来几年仍能保持稳增长。回顾家居行业发展历程, 2013 年之前受益房地产发展联动作用、出口增长、人均收入提升等利好因素影响, 我国规模以上家具制造业企业营业收入复合增速达 25.8%; 2013 年以后随着国内经济和地产降温, 2013~2017 年整体营收复合增速降至 8.8%, 其中, 2017 年家具制造业实现营业收入为 9056 亿元, 同比增长 5.8%, 增速较 2016 年下降 2.9pct。

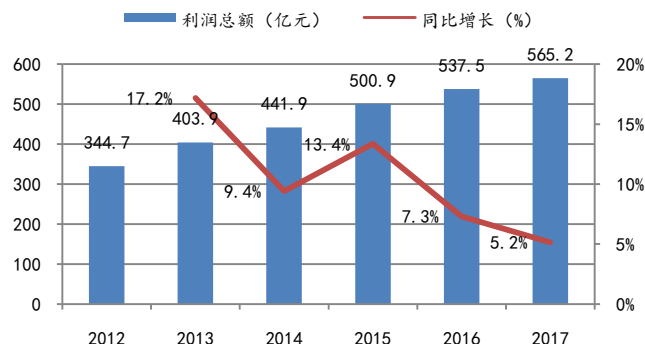
2017 年以来, 虽然一二线热点城市房地产调控政策升级, 住宅市场成交量持续回落, 但预计 2018 年房地产租赁市场的培育和发展、保障性住房建设以及棚户区改造等积极因素可以有效抵消调控导致的房地产投资下滑。作为地产后周期行业, 家具行业与地产之间的相关性逐渐减弱, 二手房和翻新房正在替代新房成为家具行业市场需求的主要来源。我们认为, 尽管我国家具行业已经进入成熟发展阶段, 行业竞争有所加剧, 但未来几年家具行业应仍能呈现稳定增长态势。

图表 21：中国家具行业近年发展情况



资料来源：国家统计局，中邮证券研发部

图表 22：2012-2017 家具行业利润总额情况



资料来源：家居产业研究院，中邮证券研发部

消费升级背景下，定制家居细分领域成为主要看点。近年来，随着我国城镇化进程加快和居民可支配收入的增加，中高端消费群体涌现，而且 80、90 后适婚人群个性化与时尚观念强，旧式的家具已经不能满足消费者对于个性化生活的需求。据 2016 年度家具消费报告，20-35 岁消费人群约占 70%，家居消费群体呈现年轻化，他们对家居个性化、人性化、智能化、健康化和功能化的追求与日俱增，带动定制家居需求增长。同时随着保障性住房在内的小户型住宅的增多，整体家居在兼顾个性、舒适、时尚的同时，如何使住房空间利用最大化已成为一线城市小户型家装的首要任务，提高空间利用率成为购买考虑因素之一。

图表 23：手工家具、成品家具、定制家具对比

| 项目 | 现场手工制作家具 | 高档实木手工制作家具 | 成品家具 | 定制家具 |
|------|--|--|--|--|
| 主要优势 | 1、尺寸贴切、空间利用率高； 2、个性化设计； 3、价格较低 | 1、尺寸贴切、空间利用率高； 2、个性化设计； 3、材料高档、做工精美； | 1、形式美观，多种材质可选； 2、标准化产品，即买即用； 3、价格稍低； | 1、尺寸贴切、空间利用率高； 2、个性化设计； 3、工厂生产、安装便捷； 4、整体款式、风格统一； 5、款式新颖、潮流； |
| 主要劣势 | 1、质量不稳定； 2、欠缺美观； 3、一般需油漆，材料存在环保隐患； | 1、价格较高； 2、工期长； 3、原材料短缺； | 1、空间利用率低； 2、风格、尺寸等较难自由选择； | 1. 生产周期较长 2. 价格稍高 3. 难以规模化生产 |

资料来源：尚品宅配 2017 年报，中邮证券研发部

定制家居能够兼顾年轻消费群体个性化、时尚化需求的同时，更好满足小户型户主对在提高空间利用率方面的需求，因此定制家居逐步成为年轻人、小户型客户现代装修的首选。

全屋定制成为方向，发展空间广阔。全屋定制正在成为一种新的购买模式，品类延伸有望成为家居企业重要业绩驱动力。过去家具以单件购买为主，但随着个性化要求的提升，在房屋装修设计时，更强调整体性，相比单件采购的繁琐性、不经济性和风格的不协调，全屋定制正在

成为一种趋势。家居行业龙头凭借渠道优势和品类扩大能力，行业渗透率快速提升，同时通过品牌溢价提升客单价，市场规模有望继续扩大。估计国内定制整体渗透率仍不到 30%，对比发达国家超过 60% 的定制渗透率水平，仍有较大发展空间。成品家居受益于消费升级、更换频次加快、以及二手房需求兴起，未来行业规模稳定发展趋势有望延续。

2.2.2 行业分化+集中度提升，龙头具备更强抗周期能力

家居龙头相继上市，行业竞争加剧。宏观经济增速放缓，以及先入者的渠道布局逐步成熟，一方面客流的获取难度提升，家居企业需要更多地通过优化消费环境、服务水平、品牌升级以及品类扩张等多种方式，从而提升客单价以实现单个客户价值获取的最大化；另一方面，伴随着 2017 年尚品宅配(2017.3.7)、皮阿诺(2017.3.10)、欧派家居(2017.3.28)、金牌厨柜(2017.5.12)、志邦股份(2017.6.30)等多家家居巨头的上市，它们围绕产能扩大、渠道开拓和品牌营销展开了新一轮竞争。

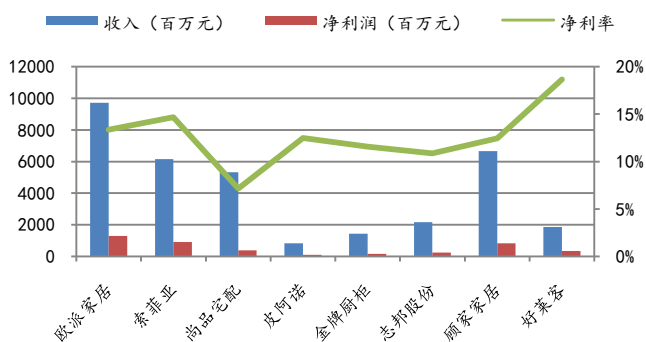
图表 24：2017 年多家家家居巨头扎堆上市



资料来源：Wind 资讯，中邮证券研发部

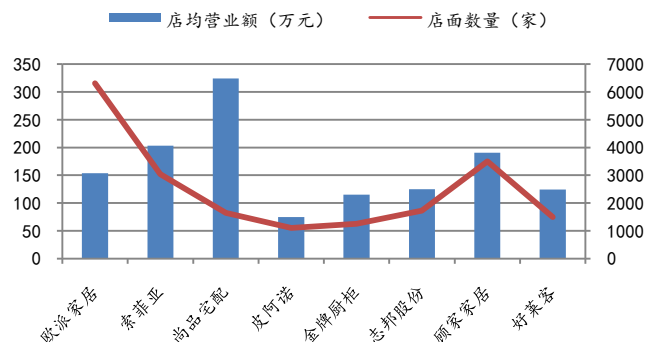
优质网点、经销商资源变稀缺，先发企业卡位优势明显。由于最优质的卖场和经销商逐步被瓜分，在渠道扩展的后期，逐步出现优质卖场、经销商资源变稀缺的情况，先发龙头由于占据大量优质资源，将相比后来者拥有坪效优势。从 2017 年主要上市公司披露的营收与利润体量来看，欧派家居、索菲亚、顾家家居、分列前三，尚品宅配由于当年新开店面积而拉低了业绩贡献，暂居第四；净利润率方面，好莱客、索菲亚、欧派家居表现突出。从门店数量以及店均营业额贡献来看，欧派家居店面数量行业遥遥领先，顾家家居、索菲亚分列二、三；而尚品宅配领先优势明显。综合来看，欧派家居、索菲亚、尚品宅配、顾家家居属行业第一梯队。

图表 25：2017 年主要家居巨头营收情况



资料来源：公司公告，中邮证券研发部整理

图表 26：2017 主要家居巨头网点情况



资料来源：公司公告，中邮证券研发部

地产调控升级，短期承压，龙头抗周期能力较强。家居板块作为地产后周期行业，家居的需求一般滞后于房屋销售 6 到 12 个月，因此短期内调控政策对家居板块造成了一定负面影响，后续家居企业的估值中枢或将承压，但是中长期来看，伴随着旧房二次装修、整体家居渗透率提升，家居与地产增速的关联性正在减弱。在消费升级背景下，购买者对家居品牌逐渐认知成熟，龙头公司有望通过渗透率提升以及凭借渠道下沉优势挤占中小家居门店来维持较高增速。

2.2.3 重点标的：欧派家居、索菲亚等

欧派家居：公司在整体厨柜领域一直保持行业龙头地位，目前为整体家居行业龙头，营收、利润、市值稳居行业第一。1) 公司业务布局顺利：立足整体橱柜，延伸布局衣柜、木门、卫浴的业务布局进展顺利，目前衣柜营收占比已经超过三成；2) 渠道布局领先：截止 2017 年末，公司合计店面布局超过 6000 家，遥遥领先第二名，具备显著的渠道卡位优势；3) 品牌定位高端，盈利空间形成相对优势：欧派橱柜出厂定价要高于同行业，2017 年欧派橱柜平均出厂价 9064.06 元/套，明显高于同行其他公司 7000 元/套左右的平均出厂价，为应对后期行业价格竞争留有更大余地。

索菲亚：公司目前为国内定制衣柜领域绝对龙头，近年来延伸布局司米橱柜、木门业务，逐步向整体家居龙头转型，发展前景明确。门店方面扩张上，2017 年底索菲亚衣柜和橱柜店数分别为 2200 家和 720 家，2018 年计划新开店数分别为 400 和 300 家，业绩增量值得期待。2018 年公司管理层及时调整战略，扭转了 2017 年由于阶段性定价策略失误导致的业绩波动，业绩增速明显提升，而估值上公司相比其他家居龙头，估值具备明显优势。

尚品宅配：公司成立于 2004 年，作为最早进入全屋定制的企业，数据积累丰富，是业内最具互联网基因的家具企业，得益于公司云设计和大数据技术的运用及全屋定制战略的优秀执行，目前公司门店店均营业额居于行业内领先地位。目前公司“一线城市直营店，二、三、四及五线城市加盟店”的扩张思路执行顺利，公司购物中心店模式及 O2O 线上

营销-线下实体店相结合的销售渠道优势亦值得期待。2017年6月，公司通过了限制性股票激励计划，有效调动中高层管理人员积极性。

顾家家居：公司业务聚焦软体家具，以客厅及卧室家具为主打产品，坐拥沙发行业龙头地位。目前在营收、净利润体量上处于整体家居行业第一梯队，在店面数量与店均营业额方面也都具备一定的相对优势。公司产品海外营收占比可观，输出能力较强，有利于缓解国内地产向下压力。

风险提示：宏观经济不及预期；原材料价格波动；政策风险；地产下行超预期。

2.3 包装与印刷：存边际改善预期，立足龙头整合

2.3.1 行业承压或迎拐点，整合提速促龙头扩张

成本承压不乏改善逻辑，下半年边际改善机会显著。2017年以来的上游原材料纸品，抬升了行业整体生产成本，叠加下游消费品行业增长相对乏力，导致部分优质标的业绩表现低于预期。我们认为无需过度悲观，理由主要基于三点：1) 行业业绩承压，或将加速行业整合进程，有利于管理、成本、终端具备相对优势的龙头企业脱颖而出；2) 上游纸价及大宗原料品价格已居于相对高位，我们认为持续上行概率较小，对包装印刷行业边际压力减小，有利于龙头企业的业绩企稳向上；3) 业内部分企业纷纷实施增持或回购，表明管理层对业绩具备坚定信心的同时，也将有助于股价企稳。

行业整合提速，龙头话语权逐步提升。包装印刷行业之前由于进入门槛较低的，中小企业多、竞争格局分散，导致行业对上下游供应商议价能力不足。目前行业景气度处于低谷，中小产能将面临被不断挤出的局面，行业格局有望得到整合优化。目前行业龙头通过不同的途径和方式开展行业整合，未来话语权将加速提升：烟草包装行业，劲嘉股份和东风集团陆续并购区域性烟标公司；纸包装行业，合兴包装在国内外陆续推进并购；金属包装行业，奥瑞金入股中粮包装。

2.3.2 重点标的：裕同科技、合兴包装

裕同科技：公司为国内纸包装龙头，2016-2017年，公司连续获得中国印刷包装企业百强第一名。在行业集中度提升背景下，龙头企业生产运行、产品供应更为稳定、优质，下游企业将会更倾向于与龙头企业的合作。一方面，近年来公司持续加大了消费电子类新客户的市场开发，盈利稳定性有望得到进一步提升；另一方面，注重走高端品牌路线，产品综合毛利率高于同行，成本上升、汇率波动等因素影响我们认为不会成为行业常态，一旦企稳上游企稳，公司业绩弹性将得到充分显现。

合兴包装：主要从事中高档瓦楞纸箱、纸板及缓冲包装材料的研产销，2017年以来公司营收、净利保持连续高增速。2017年国内前五大纸包装企业市占率仅6.61%，对比2016年北美前五纸包装巨头72.53%的高市占率，后续提升空间巨大。

风险提示：汇率波动加大；上游纸价维持高位；并购整合不达预期。

2.4 其他轻工：细分龙头可适当关注

相关标的：晨光文具、中顺洁柔、好太太、乐歌股份等。

中邮证券投资评级标准

股票投资评级标准：

- 推荐： 预计未来 6 个月内，股票涨幅高于沪深 300 指数 20% 以上；
谨慎推荐： 预计未来 6 个月内，股票涨幅高于沪深 300 指数 10%—20%；
中性： 预计未来 6 个月内，股票涨幅介于沪深 300 指数-10%—10%之间；
回避： 预计未来 6 个月内，股票涨幅低于沪深 300 指数 10% 以上；

行业投资评级标准：

- 强于大市： 预计未来 6 个月内，行业指数涨幅高于沪深 300 指数 5% 以上；
中性： 预计未来 6 个月内，行业指数涨幅介于沪深 300 指数-5%—5%之间；
弱于大市： 预计未来 6 个月内，行业指数涨幅低于沪深 300 指数 5% 以上；

可转债投资评级标准：

- 推荐： 预计未来 6 个月内，可转债涨幅高于中信标普可转债指数 10% 以上；
谨慎推荐： 预计未来 6 个月内，可转债涨幅高于中信标普可转债指数 5%—10%；
中性： 预计未来 6 个月内，可转债涨幅介于中信标普可转债指数-5%—5%之间；
回避： 预计未来 6 个月内，可转债涨幅低于中信标普可转债指数 5% 以上；

分析师声明

撰写此报告的分析师（一人或多人）承诺本机构、本人以及财产利害关系人与所评价或推荐的证券无利害关系。

本报告所采用的数据均来自我们认为可靠的目前已公开的信息，并通过独立判断并得出结论，力求独立、客观、公平，报告结论不受本公司其他部门和人员以及证券发行人、上市公司、基金公司、证券资产管理公司、特定客户等利益相关方的干涉和影响，特此声明。

免责声明

中邮证券有限责任公司具备经中国证监会批准的开展证券投资咨询业务的业务资格。

本报告信息均来源于公开资料或者我们认为可靠的资料，我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价，中邮证券有限责任公司不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

中邮证券有限责任公司可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。中邮证券有限责任公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的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者争取提供投资银行、财务顾问或者其他金融产品等相关服务。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司不会因接收人收到、阅读或关注本报告中的内容而视其为客户。

本报告版权仅为中邮证券有限责任公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用发布，需注明出处为中邮证券有限责任公司研发部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

中邮证券有限责任公司对于本免责声明条款具有修改权和最终解释权。

公司简介

中邮证券有限责任公司，2002年9月经中国证券监督管理委员会批准设立，注册资本40.6亿元人民币。中邮证券是中国邮政集团公司绝对控股的证券类金融子公司。

中邮证券的经营经营范围包括证券经纪、证券投资咨询、证券投资基金销售、融资融券、代销金融产品、证券资产管理、证券承销与保荐、证券自营和与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问等。中邮证券目前在北京、陕西、深圳、山东、江苏、四川、江西、湖北、湖南、福建、黑龙江、广东、浙江、辽宁、吉林、新疆、贵州、新疆、河南、山西等地设有分支机构。

中邮证券紧紧依托中国邮政集团公司雄厚的实力，坚持诚信经营，践行普惠服务，为社会大众提供全方位专业化的证券投、融资服务，帮助客户实现价值增长。中邮证券努力成为客户认同、社会尊重，股东满意，员工自豪的优秀企业。

业务简介

■ 证券经纪业务

公司经中国证监会批准，开展证券经纪业务。业务内容包括：证券的代理买卖；代理证券的还本付息、分红派息；证券代保管、鉴证；代理登记开户；

公司为投资者提供现场、自助终端、电话、互联网、手机等多种委托通道。公司开展网上交易业务已经中国证监会核准。

公司全面实行客户交易资金第三方存管。目前存管银行有：中国邮政储蓄银行、中国工商银行、中国农业银行、中国银行、中国建设银行、交通银行、民生银行、兴业银行、招商银行、北京银行、华夏银行。

■ 证券自营业务

公司经中国证监会批准，开展证券自营业务。使用自有资金和依法筹集的资金，以公司的名义开设证券账户买卖依法公开发行或中国证监会认可的其他有价证券的自营业务。自营业务内容包括权益类投资和固定收益类投资。

■ 证券投资咨询业务

公司经中国证监会批准开展证券投资咨询业务。为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议。

■ 证券投资基金销售业务：公司经中国证监会批准开展证券投资基金销售业务。代理发售各类基金产品，办理基金份额申购、赎回等业务。

■ 证券资产管理业务：公司经中国证监会批准开展证券资产管理业务。

■ 证券承销与保荐业务：公司经中国证监会批准开展证券承销与保荐业务。

■ 财务顾问业务：公司经中国证监会批准开展财务顾问业务。