

2018-12-3

行业研究 | 点评报告

评级 **看好** 维持

纸与林木产品行业

贸易摩擦缓解，积极关注出口占比较高的软体家居龙头估值修复

报告要点

■ 事件描述

习特会结束，原定于 2019 年 1 月 1 日对 2000 亿美元商品加征的关税税率由 10% 提升至 25% 的决定暂不实施，税率维持 10% 不变，若中美双方未在 90 天内内在技术转让、知识产权保护、非关税壁垒、网络入侵和网络盗窃、服务和农业等领域达成协议，则前述暂免的关税税率的上调将按原计划提升至 25%。

■ 事件评论

- **美对华关税税率提升时间推迟，料缓解家居企业出口端压力。**此次美对华关税税率提升的时间推迟，对前期出口美国比例较高的企业的压制得到缓解：1) 若后期家具产品的关税税率维持 10% 不变，则对美出口业务的成本增幅有限，鉴于美国进口家具大部分来自中国，短期内美国难以找到规模较大的进口国或是自建产能替代，对美出口占比较高企业的出口订单或能维持，只是短期在盈利能力上或承压；2) 若中美双方未成功于 90 天内达成协议，10% 的税率亦将维持至 2019 年 3 月，出口型家具企业有足够的缓冲期，去寻找新客户与布局新产能，无论是出口转移至非美国国家和地区，或是在海外产能布局落地，均可有效减少税率提升带来的负向影响。
- **短期可关注出口占比较高的软体家居企业估值修复机会。**我国家具出口比例较高，且主要出口至美国（2017 年家具行业出口比例为 21%，其中出口至美国的比例为 42%）；软体家居出口至美国比例约 15%，高于家具行业的 8.8%。7 月以来，因预期从 2019 年 1 月 1 日起美对华关税税率将从目前 10% 提升至 25%，出口型家具企业市估值端承压，其中以软体家具为甚（顾家家居/敏华控股自 7 月以来估值下跌 43%/40%，已跌至历史低位）。关税税率这一压制因素的边际缓解，或带来估值修复机会。
- **建议重点关注已在海外布局产能，且具备品牌与渠道优势的软体龙头。**中长期看，中美贸易摩擦对出口企业的压制仍在，海外产能的布局或是企业提高其出口业务竞争力并有效对冲中美贸易摩擦的主要路径，顾家家居/敏华控股通过收购的方式布局，产能落地或较快。若部分产能转向内销市场，则具备品牌与渠道力的企业可获得优于行业的成长（顾家家居/敏华控股门店数约为 4000/2516 家）。继续看好顾家家居（以强大的供应链实现高 sku/高周转、门店数为行业之首、半事业部制保障前端狼性和后端高效，预计 2018 年 EPS 为 2.40 元/股、PE 为 19X），重点关注敏华控股（功能沙发领域国内第一/美国第三，产品/渠道具备强竞争力，PE_TTM 为 9X）。

风险提示：

1. 中美贸易摩擦加剧；
2. 海外产能布局低预期。

分析师 鄢鹏

☎ (8621) 61118723

✉ yanpeng1@cjsc.com.cn

执业证书编号：S0490517110003

分析师 蔡方羿

☎ (8621) 61118723

✉ caify@cjsc.com.cn

执业证书编号：S0490516060001

联系人 徐皓亮

☎ (8621) 61118723

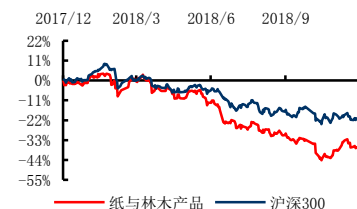
✉ xuhl2@cjsc.com.cn

联系人 米雁翔

☎ (8621) 61118723

✉ miyx@cjsc.com.cn

市场表现对比图（近 12 个月）



资料来源：Wind

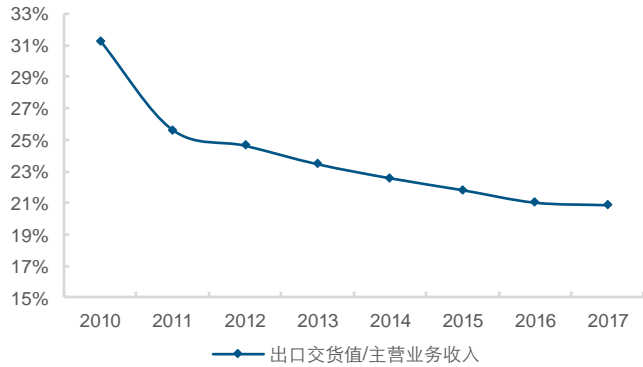
相关研究

《一文尽览国内新型烟草最新动态》2018-12-1

《成本压力缓解，关注包装印刷估值修复机会》2018-11-24

《全年外废额度发放渐进尾声，收紧趋势逐步兑现》2018-11-17

图 1：家具制造业出口交货值与主营业务收入的比



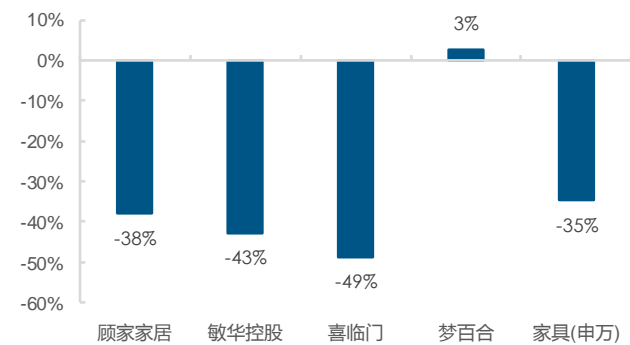
资料来源：海关总署，长江证券研究所

图 3：2016 年，软体行业出口比例达 38%



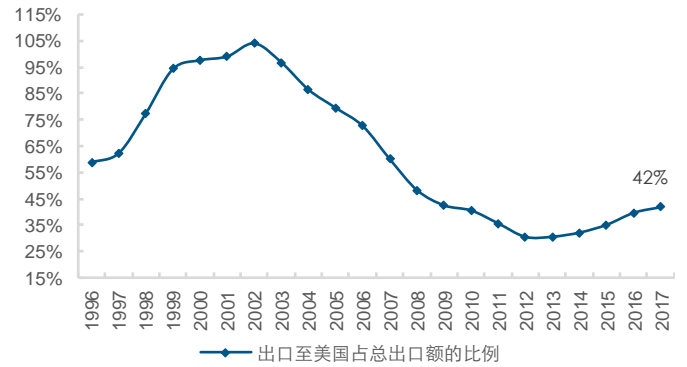
资料来源：CSIL，长江证券研究所 注：出口比例=出口产值/国内总产值

图 5：2018 年 7 月以来，顾家家居/敏华控股股价下跌 38%/43%



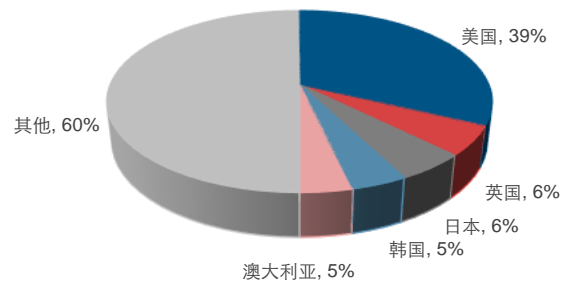
资料来源：Wind，长江证券研究所

图 2：2017 年，我国家具出口额中对美出口占比达 42%



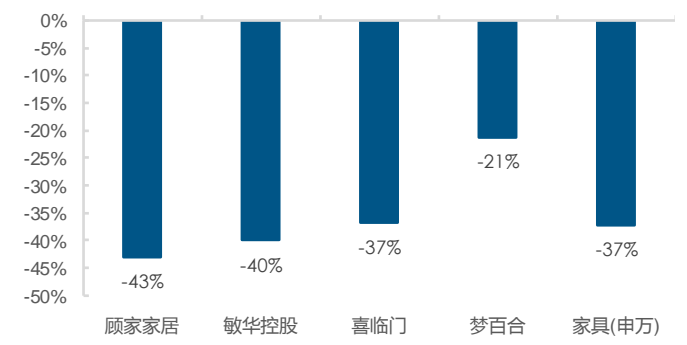
资料来源：海关总署，美国商务部，长江证券研究所

图 4：2016 年，我国软体行业对美出口额占总出口比例约为 39%



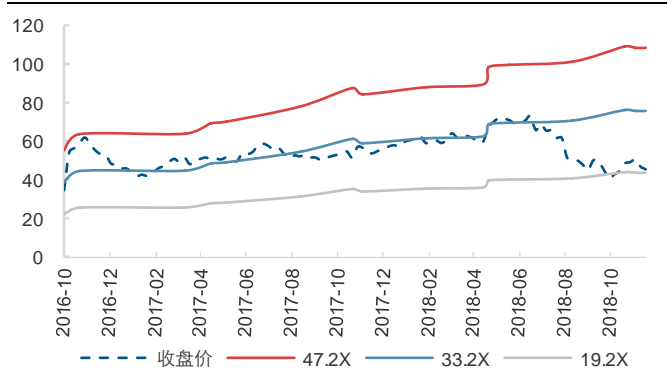
资料来源：CSIL，长江证券研究所

图 6：2018 年 7 月以来，顾家家居/敏华控股 PE_TTM 下降 43%/40%



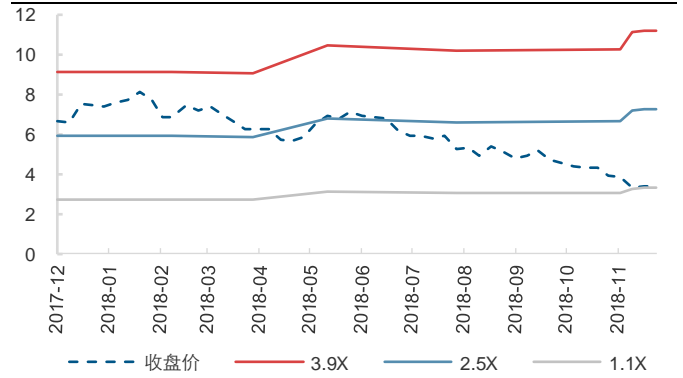
资料来源：Wind，长江证券研究所

图 7：顾家家居估值位于历史低位



资料来源：Wind，长江证券研究所

图 8：敏华控股估值位于历史低位



资料来源：Wind，长江证券研究所

表 1：部分成品家居企业在海外产能布局情况

企业	出口情况	项目	产能建设进度
顾家家居	出口占比为33.51%	拟以4.24亿元获得玺堡家居51%的股权，玺堡家居为床垫出口型企业，其在马来西亚工厂于近期开始投产	-
宜华生活	出口占比为74.06%	公司子公司华达利在澳洲和意大利有制造中心	-
敏华控股	对美国出口占比为41.50% (2016年)	于2018年6月在越南收购一间工厂，且正在扩建中，扩建的产能预计2019年第四季度投产	扩产中
美克家居	出口占比约为17.99%	收购M.U.S.T公司60%股权，M.U.S.T的工厂设在越南	收购均已完成
		收购Rowe公司100%股权，Rowe是美国沙发制造商	
喜临门	出口占比为26.61%	拟以3000万美元在泰国设立工厂	筹备中
梦百合	出口占比为81.74%，其中对美国出口占比约为49% (2016H1)	塞尔维亚产能已投产，预计可覆盖20%美国订单的需求；	已投产
		美国基地亦在建设中，预计随着美国基地投产，其海外产能或可覆盖美国需求的50%	建设中

资料来源：各公司公告，长江证券研究所 注：出口占比若无特殊说明，则为 2017 年数据

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相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准, 投资建议的评级标准为:

看 好: 相对表现优于同期相关证券市场代表性指数

中 性: 相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平

看 淡: 相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

公司评级 报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准, 投资建议的评级标准为:

买 入: 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于 10%

增 持: 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 5%~10%之间

中 性: 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间

减 持: 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%

无投资评级: 由于我们无法获取必要的资料, 或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件, 或者其他原因, 致使我们无法给出明确的投资评级。

相关证券市场代表性指数说明: 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; 香港市场以恒生指数为基准。

联系我们

上海

浦东新区世纪大道 1198 号世纪汇广场一座 29 层 (200122)

武汉

武汉市新华路特 8 号长江证券大厦 11 楼 (430015)

北京

西城区金融街 33 号通泰大厦 15 层 (100032)

深圳

深圳市福田区中心四路 1 号嘉里建设广场 3 期 36 楼 (518048)

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。分析逻辑基于作者的职业理解, 本报告清晰准确地反映了作者的研究观点。作者所得报酬的任何部分不曾与, 不与, 也不将与本报告中的具体推荐意见或观点而有直接或间接联系, 特此声明。

重要声明

长江证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格, 经营证券业务许可证编号: 10060000。

本报告仅限中国大陆地区发行, 仅供长江证券股份有限公司 (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。本报告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, 也不保证所包含信息和建议不发生任何变更。本公司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, 不包含作者对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。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。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断, 本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌, 过往表现不应作为日后的表现依据; 在不同时期, 本公司可以发出其他与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告; 本报告所反映研究人员的不同观点、见解及分析方法, 并不代表本公司或其他附属机构的立场; 本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时, 本公司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。

本公司及作者在自身所知范围内, 与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告版权仅为本公司所有, 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。如引用须注明出处为长江证券研究所, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。刊载或者转发本证券研究报告或者摘要的, 应当注明本报告的发布人和发布日期, 提示使用证券研究报告的风险。未经授权刊载或者转发本报告的, 本公司将保留向其追究法律责任的权利。