



## 中性

公司名称	股票代码	股价 (人民币)	评级
中顺洁柔	002511.SZ	8.52	买入
合兴包装	002228.SZ	4.26	买入
梦百合	603313.SH	20.70	买入
顾家家居	603816.SH	43.84	买入

资料来源：万得，中银国际证券  
以2018年12月28日当地货币收市价为标准

### 主要催化剂/事件

地产调控政策  
废纸进口政策

### 相关研究报告

《轻工制造行业2018年三季报综述》20181105  
《美国床垫行业演变启示：技术与营销造就高端，互联网电商方兴未艾》20181031  
《轻工行业三季报前瞻》20181012

中银国际证券股份有限公司  
具备证券投资咨询业务资格

### 轻工制造

杨志威  
(8621)20328510  
zhiwei1.yang@bocichina.com  
证券投资咨询业务证书编号：S1300515060001

\*刘凯娜为本报告重要贡献者

# 轻工行业2019年年度策略

## 把握稳健需求，重视成本逻辑

2018年轻工板块表现较为低迷，收入增速受整体需求压制。在宏观景气下降、上游原材料供给端产能重新加剧的情况下，2019年建议选择需求相对稳健行业，重视成本下降逻辑个股。我们认为造纸基本面呈先跌后涨的走势，家居需继续等待地产滞后影响缓解，看好包装成本拐点机会。

### 支撑评级的要点

- **家居**：地产对于行业的滞后影响仍然持续，预计要到2019Q2之后才能有所改善。定制家具在地产精装化、市场竞争加剧情况下，行业的成长性和盈利能力受到更严峻的考验，预计增长中枢下行到15%左右，基本面改善仍需等待，建议择机布局龙头超跌机会。软体家居受精装化影响较小，竞争格局更优，看好持续并购整合的龙头，以及成本下降逻辑个股，推荐**顾家家居、梦百合**。
- **造纸**：2018年整体需求的超预期下行，导致造纸旺季行情不旺，除生活用纸外各纸种需求均下降明显。2016年下半年以来推动行业上行的供给侧改革和废纸进口限制政策两大逻辑面临挑战，供给侧的产能收缩变成了重新扩张，废纸原材料短缺被需求下降抵消。包装用纸产能扩张较快，需求过剩格局突出，预计仍有一定下降空间，但下半年若废纸政策导致原材料进一步短缺，仍有反弹机会。纸浆库存处于高位，中国需求不佳，预计浆价2019年上半年仍有10%左右下降空间。造纸行业生活用纸需求保持增长，浆价下行能够带来盈利弹性，推荐**中顺洁柔**。
- **包装**：看好行业整合加速的纸包装行业，行业集中度低，原材料价格波动增加小企业压力，大厂订单获取情况良好，增长状况好于行业，市场集中度提升趋势明显。包装纸价格趋势性回落，纸包装企业将享受一定盈利弹性。推荐通过并购整合提升产业地位的**合兴包装**。

### 评级面临的主要风险

- 宏观经济持续不景气、地产调控政策加强、造纸新产能释放较快。

### 重点推荐

- **中顺洁柔**：公司渠道扩张顺利，产品结构持续优化，近期公司推出了新一期股权激励目标，未来三年营收CAGR为18%，随着品类的丰富和渠道的开拓，公司营收的增长中枢有望提升。2019年浆价下行有望带来盈利弹性。预计公司2018-2019年EPS为0.34、0.45元。
- **合兴包装**：公司是第一大瓦楞纸包装商，并购合众创业后，网点数量优势进一步加强，2018年销量保持30%以上增长，市场领先地位进一步加强。原材料持续回落对于公司毛利率有阶段性利好，对合众创业的进一步整合也能提升盈利表现。预计公司2018-2019年EPS为0.49、0.31元。
- **梦百合**：公司记忆绵OEM业务受益于记忆绵产品全球渗透率的不断提升，自主品牌蓄势待发。通过全球化布局规避贸易摩擦，原材料成本下降将在2019年提供盈利弹性。12月份激励计划能有效提升员工积极性。预计公司2018-2019年EPS 0.83、1.50元。
- **顾家家居**：公司在品牌、渠道、产品方面具备优势，集团层面重视通过资本力量实现外延发展，多品类进入发展成长期，有助于公司抵抗地产周期。预计公司2018-2019年EPS分别为2.47、3.07元。



## 目录

行情回顾：2018 年表现低迷，整体需求受压制 .....	6
造纸：需求回落明显，2019 年下半年或有改观 .....	8
包装：行业整合不断进行，成本拐点已现 .....	17
家具：地产压制仍持续，看好软体龙头与成本逻辑个股 .....	20
风险提示 .....	34



## 图表目录

图表 1. 轻工行业 2018 年走势一般.....	6
图表 2. 造纸、家具表现较差.....	6
图表 3. 家居、造纸机构持仓比例下滑较多 .....	6
图表 4. 行业处于低配阶段.....	6
图表 5. 轻工板块合计收入同比增速状况.....	7
图表 6. 轻工各板块合计净利润同比增速状况.....	7
图表 7. PMI 持续回落再创新低.....	7
图表 8. PPI 开始走低.....	7
图表 9. 箱板纸价格走势对比.....	8
图表 10. 瓦楞纸价格走势对比.....	8
图表 11. 铜版纸价格走势对比.....	8
图表 12. 双胶纸价格走势对比.....	8
图表 13. 国内废纸价格走势对比 .....	8
图表 14. 白卡纸价格走势对比.....	8
图表 15. 阔叶价格走势对比.....	9
图表 16. 针叶浆价格走势对比.....	9
图表 17. 机制纸及纸板产量首次下滑 .....	9
图表 18. 纸制品产量大幅下滑.....	9
图表 19. 造纸各纸种消费量 2018 年变化预期 .....	10
图表 20. 铜版纸企业毛利率模拟走势 .....	10
图表 21. 箱板瓦楞纸企业毛利率模拟走势.....	10
图表 22. 造纸行业收入和利润同比走势 .....	11
图表 23. 造纸毛利率和净利率走势.....	11
图表 24. 造纸行业固定资产投资有明显回升 .....	11
图表 25. 2018 年造纸新建产能 .....	11
图表 26. 废纸进口量同比大幅减少 .....	12
图表 27. 废纸进口额度逐年缩减.....	12
图表 28. 废纸厂库存下降 .....	12
图表 29. 瓦楞箱板纸企业库存走势.....	12
图表 30. 环保部对于废纸进口政策的方向和力度没有变化 .....	12
图表 31. 港口浆库存处于高位.....	13
图表 32. 全球木浆生产商库存位于平均线之上.....	13
图表 33. 木浆进口量同比增长放缓.....	13
图表 34. 针阔叶浆进口量情况.....	13
图表 35. 中国已成纸浆需求第一大国 .....	14



图表 36. 国际浆价高位开始回落.....	14
图表 37. 纸浆期货价格一路走低.....	14
图表 38. 国际纸浆新增产能放缓.....	15
图表 39. 分浆种新增产能情况.....	15
图表 40. 中国生活用纸消费量与同比增速.....	15
图表 41. 生活用纸消费量对比.....	15
图表 42. 中顺洁柔毛利率与浆价走势.....	16
图表 43. 美国生活用纸价格与浆价走势关系不大.....	16
图表 44. 中顺洁柔营业收入增长稳健.....	16
图表 45. 中顺洁柔毛利率净利率走势.....	16
图表 46. 包装行业分品类增长状况.....	17
图表 47. 包装行业分品类利润增长状况.....	17
图表 48. 啤酒累计产量与同比增长状况.....	17
图表 49. 卷烟累计产量与同比增长情况.....	17
图表 50. 空调累计产量与同比增长情况.....	18
图表 51. 集成电路累计产量与同比增长情况.....	18
图表 52. 纸包装公司营收增长情况.....	18
图表 53. 纸包装公司毛利率状况.....	18
图表 54. 合兴包装毛利率与箱板纸价格关系.....	18
图表 55. 合兴包装股价与纸价关系.....	18
图表 56. 合兴包装营收增长提速.....	19
图表 57. 合兴包装盈利能力有所提升.....	19
图表 58. 家具业务营收增速通常滞后住宅竣工面积增速 5 个季度.....	20
图表 59. 家具行业营收和净利润变动情况.....	20
图表 60. 家具行业单季度营收和净利润变动情况.....	20
图表 61. 定制家具企业单季度营收增长状况.....	21
图表 62. 定制家具企业单季度净利润增长状况.....	21
图表 63. 其它家具企业单季度营收增长状况.....	21
图表 64. 其它家具企业单季度净利润增长状况.....	21
图表 65. 定制家具企业预收账款增长状况.....	21
图表 66. 其它家具企业预收账款增长状况.....	21
图表 67. 地产成交回暖，但家居估值仍被调控政策压制.....	22
图表 68. 定制、成品、软体家居估值均已降到 15X 左右.....	22
图表 69. 定制家具企业单品类营收结构图.....	22
图表 70. 定制家具企业开始涉足整装业务.....	23
图表 71. 募投项目完成后，定制家具企业产能高速增长.....	23
图表 72. 近两年我国家具生产设备制造商营收高速增长.....	23

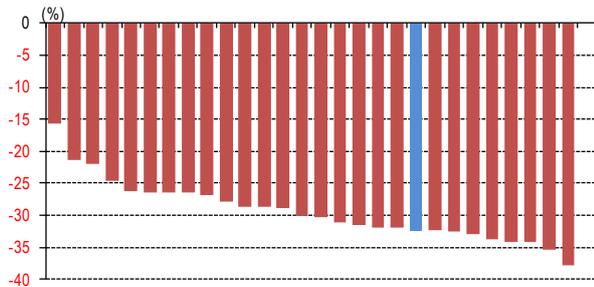


图表 76. 2014-2016 年橱柜企业主营业务毛利率水平.....	25
图表 77. 2014-2016 年橱柜企业工程业务毛利率水平.....	25
图表 78. 定制家居企业工程业务营收同比增速略有下滑.....	25
图表 79. 定制家居企业工程业务营收占比呈上升趋势.....	25
图表 80. 定制家具企业开始涉足整装业务.....	26
图表 81. 定制家具企业品类扩充时间线.....	26
图表 82. 家具各分类营收增长状况.....	27
图表 83. 家具各分类净利润增长状况.....	27
图表 84. 家具各分类单季度营收增长状况.....	27
图表 85. 家具各分类单季度净利润增长状况.....	27
图表 86. LA-Z-BOY 主要收购兼并事件汇总.....	28
图表 88. 海绵占沙发生产成本的 8%左右.....	29
图表 89. 聚醚、TDI、MDI 占记忆绵床垫生产成本的 45%左右.....	29
图表 90. 2018 年下半年国内 MDI 现货价大幅低于去年同期.....	29
图表 91. 2018 年 9 月起国内 TDI 现货价大幅低于去年同期.....	29
图表 92. 国内 MDI 现货价已处于历史低位.....	30
图表 93. 国内 TDI 现货价已处于历史低位.....	30
图表 94. 2011-2017 年全球 MDI 产能情况.....	30
图表 95. 2011-2017 年中国 MDI 产能情况.....	30
图表 96. 2011-2017 年全球 TDI 产能情况.....	30
图表 97. 2011-2017 年中国 TDI 产能情况.....	30
图表 98. 2017 年国内 TDI 开工率接近 100%.....	31
图表 99. 2018 年国内 MDI、TDI 产能皆有所扩增.....	31
图表 100. 2018-2020 年 MDI 新增产能计划.....	31
图表 101. 2018-2020 年 TDI 新增产能计划.....	32
图表 102. 原材料价格变动对记忆绵床垫毛利率的影响.....	32
图表 103. 原材料价格变动对记忆绵枕毛利率的影响.....	32
图表 104. 顾家家居营收增长稳健.....	32
图表 105. 顾家家居盈利能力稳健.....	32
图表 106. 梦百合营收增长稳健.....	33
图表 107. 梦百合盈利能力底部回升.....	33
附录图表 108. 报告中提及上市公司估值表.....	35

## 行情回顾：2018 年表现低迷，整体需求受压制

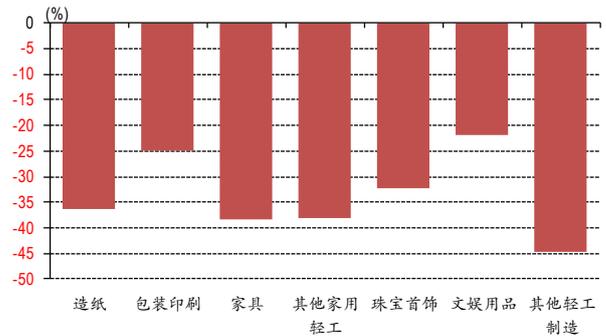
轻工行业 2018 年整体走势不佳，平均下跌 32.2%，在 28 个申万一级行业中排名 20。其中造纸和家具 2018 年业绩表现不达预期，平均下跌 36.4% 和 38.5%，表现较差。包装印刷和文娱用品业绩表现较为稳健，走势相对较好。

图表 1. 轻工行业 2018 年走势一般



资料来源：万得，中银国际证券

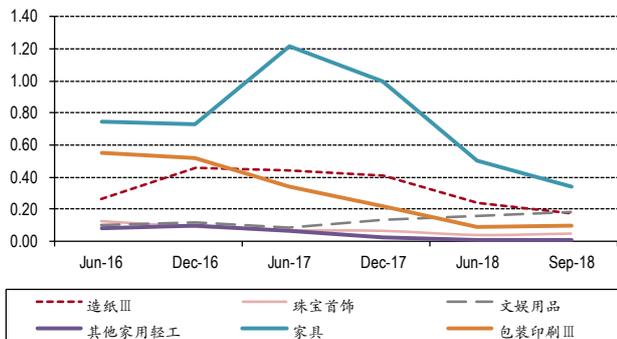
图表 2. 造纸、家具表现较差



资料来源：万得，中银国际证券

基金持仓方面，Q3 延续了 Q2 减仓的趋势，三季度末基金持仓占比 0.84%，相对于 Q2 的 1.03% 继续下降，相对于过去两年的配置比例大幅降低。其中，机构持仓最重的家具行业受地产后周期影响，机构继续明显减配，造纸也继续回落，文娱用品和包装印刷有所回升。

图表 3. 家居、造纸机构持仓比例下滑较多



资料来源：万得，中银国际证券

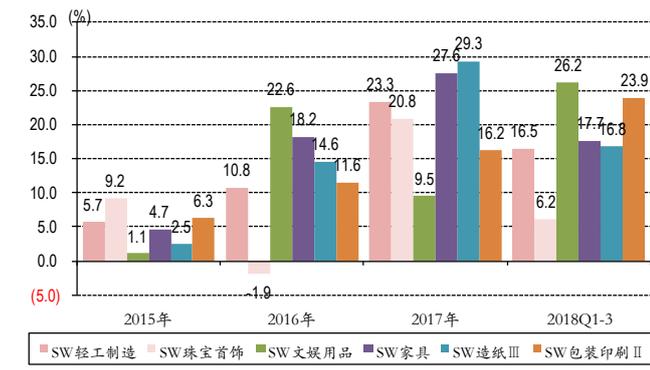
图表 4. 行业处于低配阶段



资料来源：万得，中银国际证券

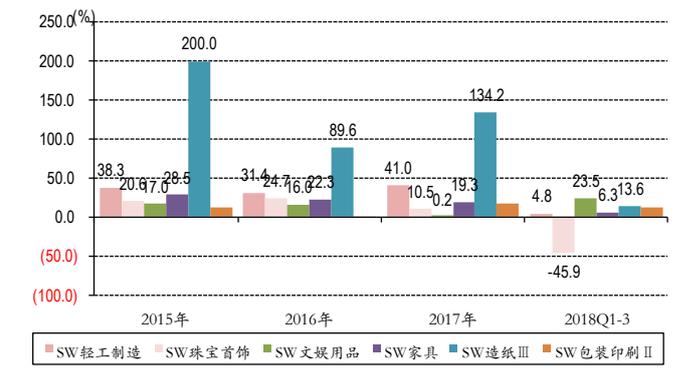
从业绩表现上看，营收上文娱用品(YoY+26.2%)和包装印刷(YoY+23.9%)前三季度表现较好，家居和造纸明显降速。利润方面：除文娱用品(YoY+23.5%)明显提速，其余板块均有不同程度降速。

图表 5. 轻工板块合计收入同比增速状况



资料来源: 万得, 中银国际证券

图表 6. 轻工各板块合计净利润同比增速状况

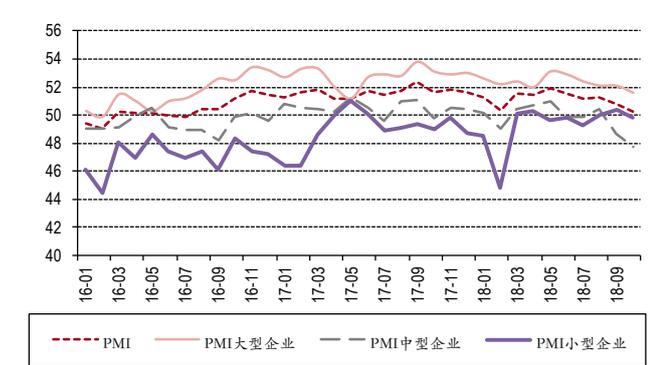


资料来源: 万得, 中银国际证券

无论是造纸还是家居, 行业收入放缓的主因是经济下行导致的整体需求较弱, 11月全国制造业 PMI 为 50.0%, 较 10月继续回落 0.2 个百分点, 创下 2016 年 8 月以来的新低, 达到荣枯线, 同时 PPI 同比涨幅持续回落, 制造业景气转弱, 整体需求预计回暖尚需时日。

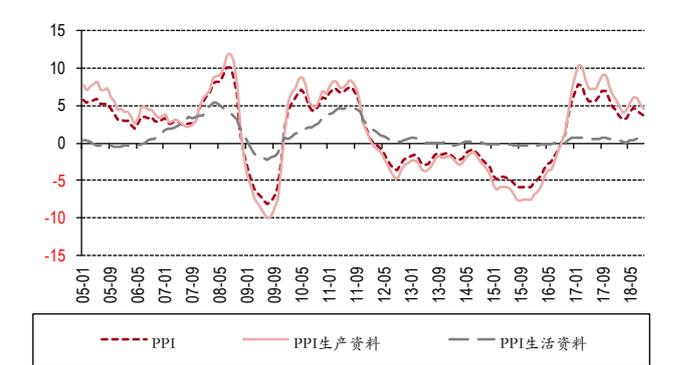
同时, 由于上游行业经过了几个季度的盈利高位后, 重新开始扩张, 产能有过剩隐忧, 2019 年上游原材料价格有下降压力。轻工行业的原材料价格 2016 年下半年起就处于高位, 回落压力较大, 成本下降的逻辑需要重视。因此, 我们希望寻找需求较为稳健, 成本有回落潜力的板块和公司。

图表 7. PMI 持续回落再创新低



资料来源: 万得, 中银国际证券

图表 8. PPI 开始走低

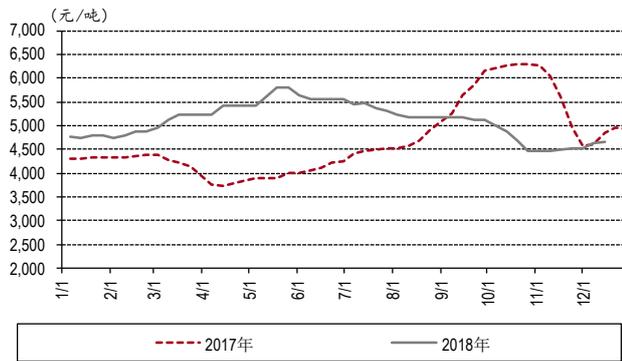


资料来源: 万得, 中银国际证券

## 造纸：需求回落明显，2019年下半年或有改观

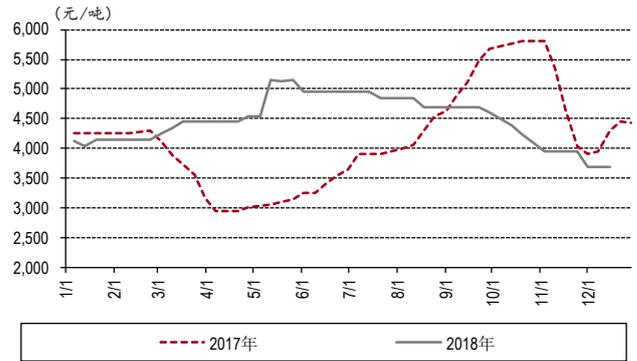
造纸四季度价格走势不及预期，旺季没有表现出强势行情，反而一路走低。箱板瓦楞纸的价格走势自5月份后一路走低，全年呈现前高后低走势，废纸进口量的减少在旺季没有对纸价起到支撑作用。原材料废纸和纸浆的价格前三季度保持坚挺，10月份后由于纸价的低迷，价格也开始回落。

图表 9. 箱板纸价格走势对比



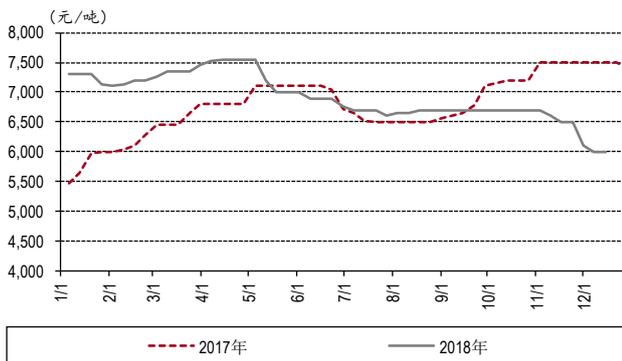
资料来源：卓创资讯，中银国际证券

图表 10. 瓦楞纸价格走势对比



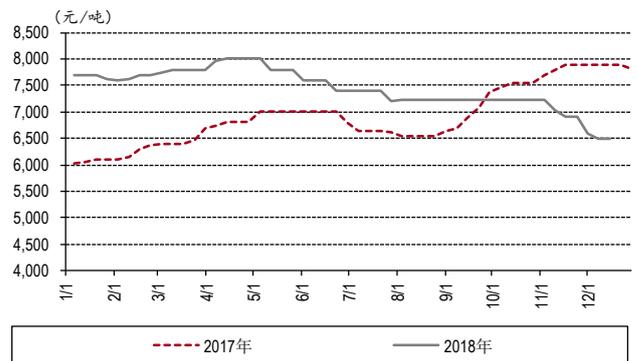
资料来源：卓创资讯，中银国际证券

图表 11. 铜版纸价格走势对比



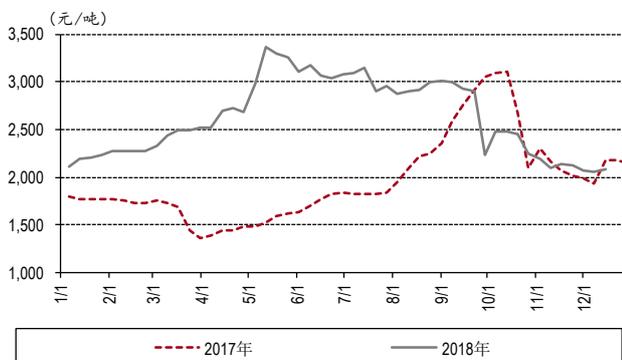
资料来源：卓创资讯，中银国际证券

图表 12. 双胶纸价格走势对比



资料来源：卓创资讯，中银国际证券

图表 13. 国内废纸价格走势对比



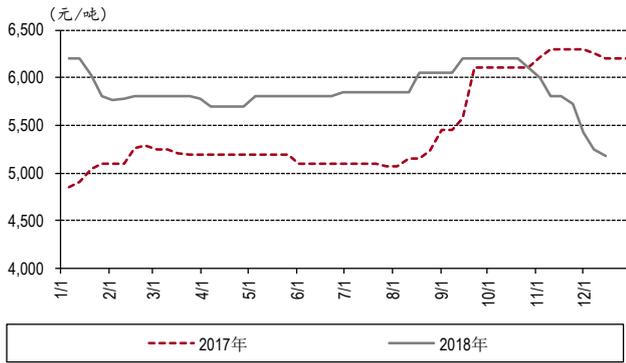
资料来源：卓创资讯，中银国际证券

图表 14. 白卡纸价格走势对比



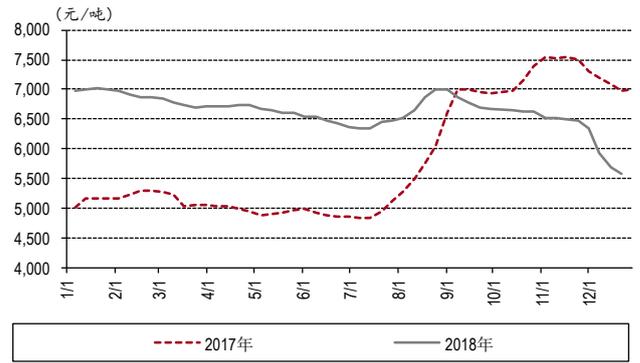
资料来源：卓创资讯，中银国际证券

图表 15. 阔叶价格走势对比



资料来源：卓创资讯，中银国际证券

图表 16. 针叶浆价格走势对比

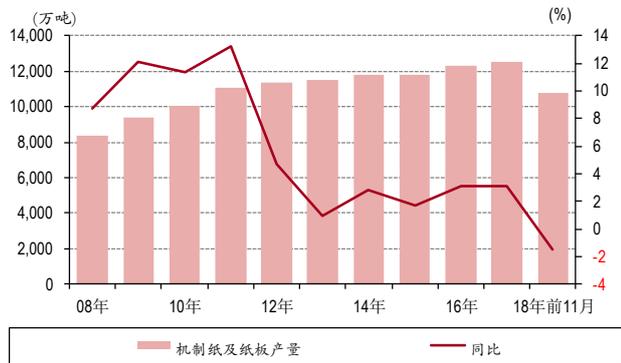


资料来源：卓创资讯，中银国际证券

纸价的走势低于市场预期，关键的原因在于需求的超预期下行。由于宏观经济的不景气，机制纸及纸板 1-11 月份产量 1.07 亿吨，同比减少 1.5%，为近 10 年来首次下跌；纸制品 1-8 月份产量 3750 万吨，同比下降 21.5%，也为近 10 年来最差。造纸协会对于各纸种 2018 年消费量的预计，除生活用纸外，2018 年都出现了明显的下滑，箱板瓦楞纸的需求下降 10%，铜版纸需求下降 9%，严重低于市场预期。

需求下降的主要原因，我们认为是宏观不景气导致的企业日常经营活动减少，对于宣传页、纸包装的需求有所下降，加之纸价高位对于需求有一定的压制。整体需求的复苏，有赖于宏观经济的回暖。

图表 17. 机制纸及纸板产量首次下滑



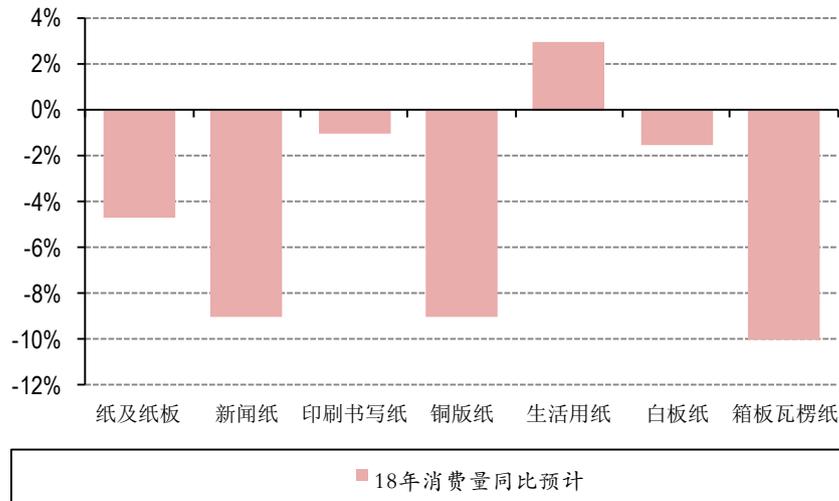
资料来源：万得，中银国际证券

图表 18. 纸制品产量大幅下滑



资料来源：万得，中银国际证券

图表 19. 造纸各纸种消费量 2018 年变化预期



资料来源：中国造纸协会，中银国际证券

当前的纸价和浆价、废纸价格情况下，我们测算一般造纸企业已经进入了亏损区间。4 季度当季造纸毛利率处于低位，废纸、木浆价格回落后，成本压力缓解，预计 19Q1 的毛利率有小幅回弹。但需求下行情况下，2019 年上半年纸价下行压力较大，盈利能力短期仍受压制。

图表 20. 铜版纸企业毛利率模拟走势



资料来源：万得，中银国际证券

图表 21. 箱板瓦楞纸企业毛利率模拟走势



资料来源：万得，中银国际证券

本轮纸价牛市始于 2016 年下半年，由供给侧改革带来的供给收缩，以及废纸进口限制政策带来的原材料短缺，展望 2019 年，我们认为过去两年支撑纸价走强的两大因素，都有一定变数。

首先是供给侧改革的变化，经历了过去两年的盈利高位后，2018 年行业固定资产投资相较于 2017 年有明显增加。据我们不完全统计，行业 2018 年在建的产能达到 950 万吨，相较于现有产量增加 8%，其中箱板瓦楞纸产能 450 万吨，增加最为明显。2019 年造纸行业需求不振，产能的增加将加剧供应过剩的格局，对纸价上行起到限制。

图表 22. 造纸行业收入和利润同比走势



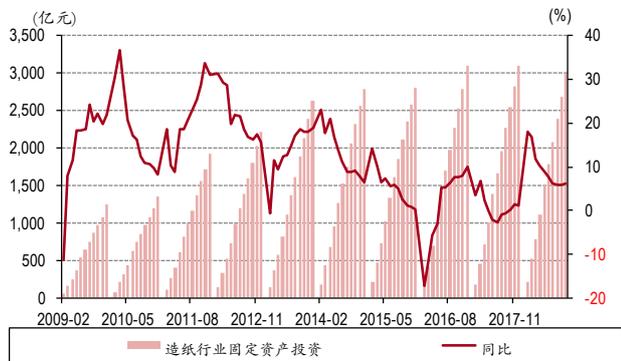
资料来源: 万得, 中银国际证券

图表 23. 造纸毛利率和净利率走势



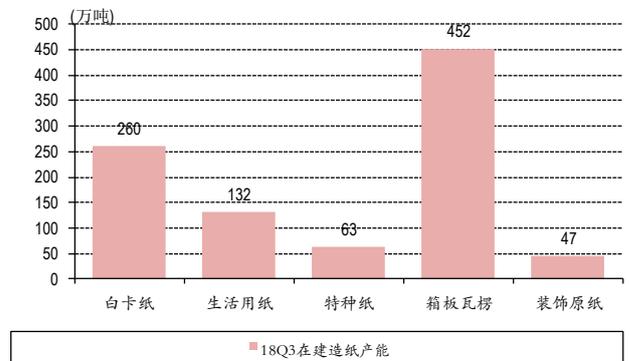
资料来源: 万得, 中银国际证券

图表 24. 造纸行业固定资产投资有明显回升



资料来源: 万得, 中银国际证券

图表 25. 2018 年造纸新建产能

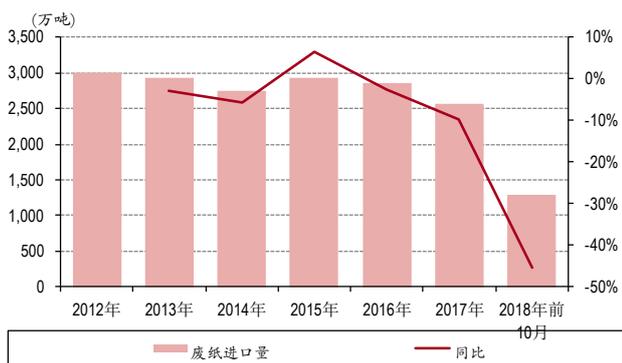


资料来源: 万得, 中银国际证券

再者是进口废纸政策的影响, 这是过去两年中国造纸行业的关键变量, 也是造纸有独立行情的关键原因。2017 年 4 月份中央深改领导小组制定了禁止洋垃圾入境的方针, 根据国务院办公厅 2017 年 7 月颁布《禁止洋垃圾入境推进固体废物进口管理制度改革实施方案》, 要求 2020 年底实现完全禁止洋垃圾进口, 废纸作为洋垃圾的一种, 进口额度逐年减少, 2018 年仅下发 1740 万吨, 同比减少 1000 万吨, 同时前 10 月份进口废纸 1283 万吨, 预计全年相较去年减少 1000 万吨。据我们测算, 2017 年全年消耗废纸浆 6300 万吨, 18 年废纸进口的减少相当于减少了 800 万吨废纸浆, 占总需求的 13%, 但是由于需求的下降, 箱板瓦楞纸产量下降 10%, 基本抵充了废纸原材料的减少, 预期中的原材料短缺情况并未出现, 使得旺季纸价和废纸价格走势不达预期。

2019 年第一批额度已经下发, 为 512 万吨, 同比 2018 年首批有所增加, 但 2018 年额度系分季度平均下发, 2019 年下发额度节奏还有待观察。但环保部近期一系列的表态表明, 废纸进口政策并没有改变趋严的方向, 2020 年底禁止进口的时间表没有变化, 2019 年的下发额度大概率也是收紧, 如果下半年下放的节奏明显放缓, 造成的原材料短缺超过了需求的下降, 将对于下半年的废纸价格走势起到支撑。

图表 26. 废纸进口量同比大幅减少



资料来源：万得，中银国际证券

图表 27. 废纸进口额度逐年缩减



资料来源：万得，中银国际证券

由于5月份以后纸价一路走低，四季度废纸价格迅速下跌，经历了旺季降价后，纸厂接单有所好转，瓦楞纸企库存有所下降，同时，纸厂废纸库存也已经处于低位，11月废旧黄板纸厂库存天数约为5.5天，环比下降42.11%，据我们草根调研显示，不少中小纸厂的废纸库存仅为1周左右，相较于平时一个月的周期明显下降，废纸和成品纸的库存压力已经变小，而目前造纸行业已经进入盈亏平衡线附近，短期纸价下跌的动力趋弱。因此，如果废纸政策不发生大的变动，在宏观需求下行、供给重新增加的情况下，我们认为，明年上半年箱板瓦楞纸价下行压力仍然存在，但是下跌的空间有限，下半年还要看宏观需求以及废纸进口政策情况。

图表 28. 废纸厂库存下降



资料来源：卓创资讯，中银国际证券

图表 29. 瓦楞箱板纸企业库存走势



资料来源：卓创资讯，中银国际证券

图表 30. 环保部对于废纸进口政策的方向和力度没有变化

**禁止洋垃圾入境推进固体废物进口管理制度改革部际协调小组第一次全体会议召开**

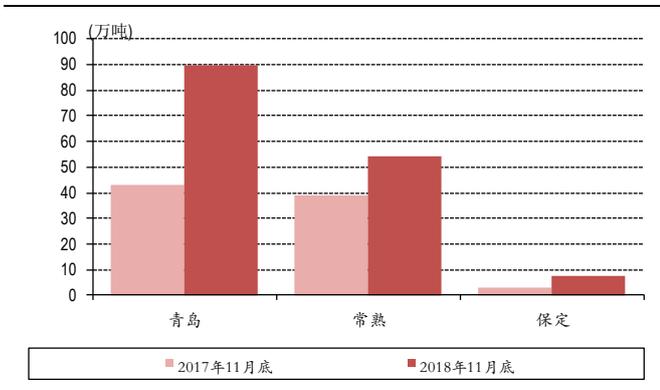


李干杰强调，必须旗帜鲜明讲政治，坚定不移把禁止洋垃圾入境推进固体废物进口管理制度改革各项举措落实到位。2018年11月29日，禁止洋垃圾入境推进固体废物进口管理制度改革部际协调小组第一次全体会议在京召开。协调小组组长、生态环境部部长李干杰主持会议并讲话。他强调，必须旗帜鲜明讲政治，不断提高政治站位，树牢“四个意识”，坚定“四个自信”，切实做到“两个维护”，坚决扛起生态文明建设的政治责任，进一步增强使命感和责任感，以铁的决心、铁的意志和铁的手段，坚定不移把禁止洋垃圾入境推进固体废物进口管理制度改革各项举措落实到位。

资料来源：环保部，中银国际证券

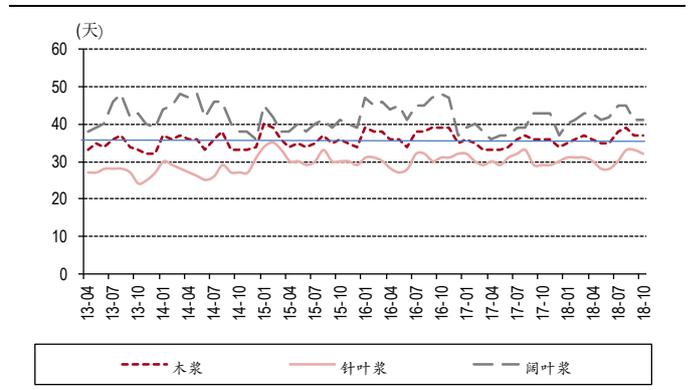
再看纸浆方面，由于旺季的销售不达预期，无论是港口还是生产商浆库存，都高于平均，纸浆短期去库存的压力较大。青岛港库存 90 万吨，同比增长 109%，常熟港 54 万吨，同比增加 38%，相对于正常值大幅增加，全球纸浆生产商库存略高于平均线，反应纸浆销售不达预期。

**图表 31. 港口浆库存处于高位**



资料来源：卓创资讯，中银国际证券

**图表 32. 全球木浆生产商库存位于平均线之上**

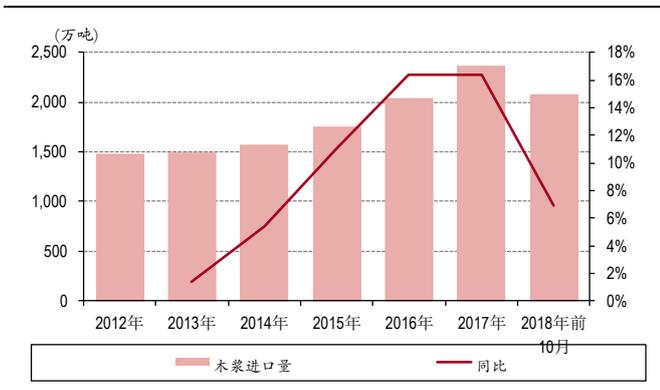


资料来源：万得，中银国际证券

2018 年前 10 月的纸浆进口增长 7%，相较于 2017 年 16.4% 的增长有所放缓。废纸进口收紧造成造纸原材料的短缺，但木浆对于废纸的替代有限，加之宏观经济不振，因此并没有体现到木浆进口量的增加。

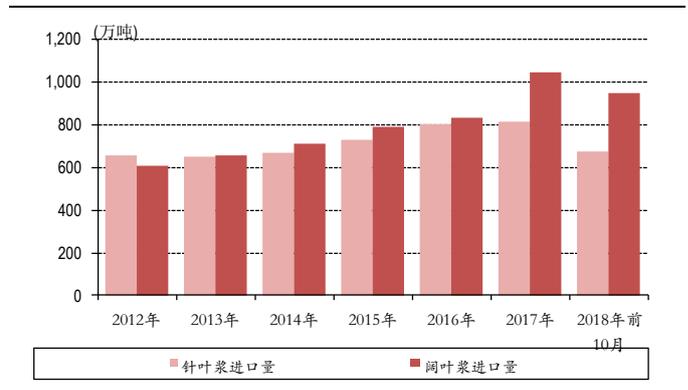
据卓创资讯显示，中国贡献了木浆需求的 35% 份额，增量的 65% 份额，已经成为木浆进口第一大国，中国的需求走势对于整体需求有关键影响。中国造纸纤维短缺预期，造成木浆进口量的增加，是过去两年浆价的上涨的主要推动力，而中国需求不达预期，导致进口量增速放缓，将对于国际木浆价格造成压力。

**图表 33. 木浆进口量同比增长放缓**



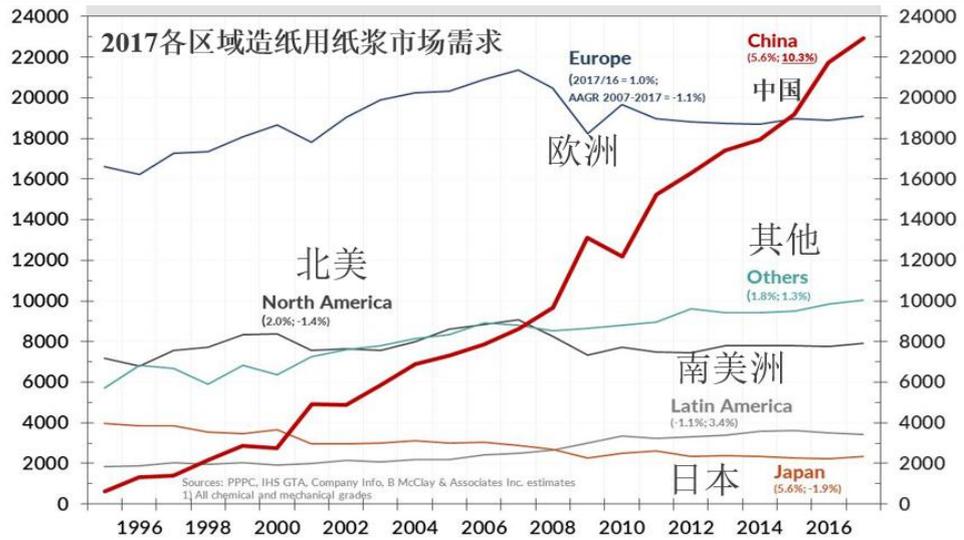
资料来源：万得，中银国际证券

**图表 34. 针阔叶浆进口量情况**



资料来源：万得，中银国际证券

图表 35. 中国已成纸浆需求第一大国



资料来源: Biran Mcclay, 中银国际证券

需求的下降导致库存上升, 从而对于浆价产生了压力, 国内纸浆期货已经于 11 月 27 日上市, 目前针叶浆期货价格维持在 5000 元左右, 相对于现货 5600 有超过 10% 的贴水, 体现了对于纸浆价格的悲观预期。期货价格对于现货产生了压力, 从而影响了外商的报价, 国际浆价开始高位回落。

图表 36. 国际浆价高位开始回落



资料来源: 万得, 中银国际证券

图表 37. 纸浆期货价格一路走低



资料来源: 万得, 中银国际证券

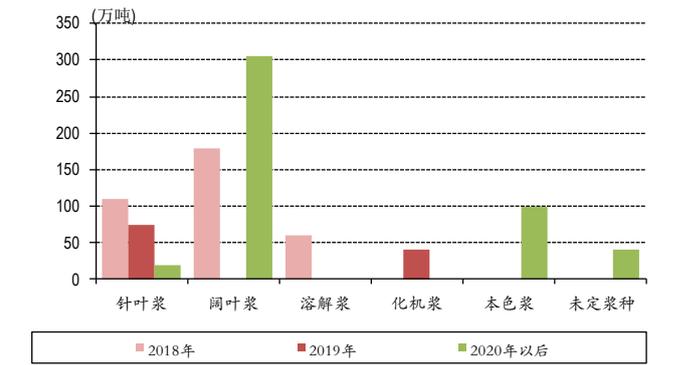
从供给方面看, 未来两年国际纸浆新产能增加放缓, 2019 年新产能明显减少, 阔叶浆没有新产能, 针叶浆和化机浆 2019 年有约 110 万吨的新产能, 全球纸浆新产能增加供给有限, 供应趋紧对于木浆价格有一定支撑。

图表 38. 国际纸浆新增产能放缓



资料来源：卓创资讯，中银国际证券

图表 39. 分浆种新增产能情况

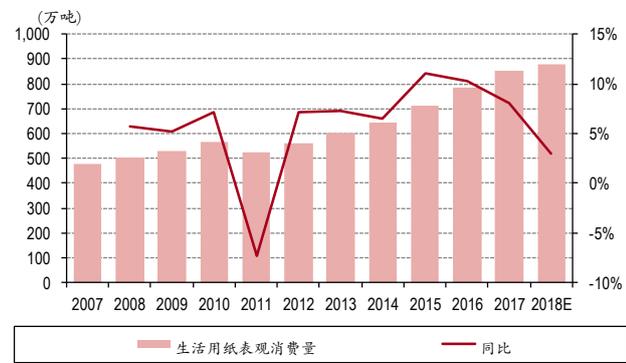


资料来源：卓创资讯，中银国际证券

因此我们对于 2019 年浆价走势判断为先跌后涨，在需求不振导致的库存压力下，浆价上半年仍有下行趋势，但是由于国际浆产能供给偏紧，下行空间有限，预计针叶浆或回到 2017 年上半年 700 美元左右的平台附近，对应 10% 的下跌空间，下半年库存压力减小后浆价有望企稳。

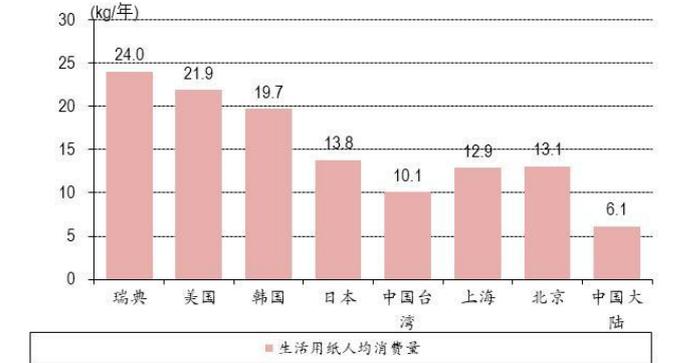
浆价下跌相关的投资机会，建议关注生活用纸行业。需求层面来看，生活用纸需求稳健，过去 5 年中，生活用纸消费量平均增长 8.6%，2018 年预计仍然维持 3% 左右，是唯一保持增长的纸种。从长期空间上来看，中国人均生活用纸消费量 2017 年达到 6.1kg/年，达到世界平均水平，但与欧美 20kg 以上的年消费量仍有很大差距，国内北京、上海等地达到 13kg/年，但是中西部省份仍然只有 4kg/年左右的消费量，随着二三线城市消费升级，国内的生活用纸消费量还有很大潜力。

图表 40. 中国生活用纸消费量与同比增速



资料来源：万得，中银国际证券

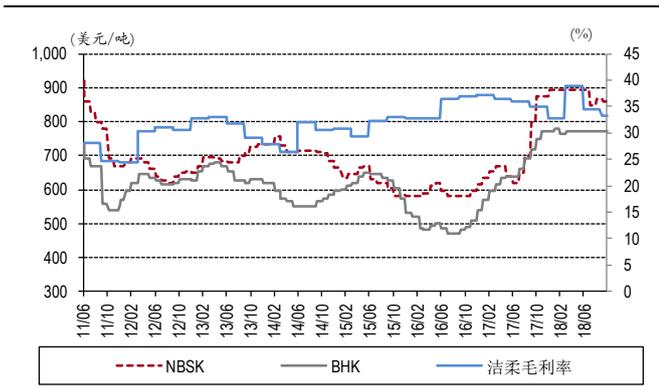
图表 41. 生活用纸消费量对比



资料来源：万得，中银国际证券

木浆在生活用纸成本中占比约 60%，以生活用纸 35% 的毛利率为例，浆价变动 10%，影响毛利率约 4%。欧美国家生活用纸集中度比较高，CR4 达到 65% 以上，生活用纸价格走势较为平稳，与浆价波动关系不大，盈利能力与木浆呈现明显的反向关系。据我们测算，国内生活用纸集中度 CR4 约 35%，价格走势波动也较小，以中顺洁柔为例，毛利率与木浆价格呈现一定的反向关系。

图表 42. 中顺洁柔毛利率与浆价走势



资料来源: 万得, 中银国际证券

图表 43. 美国生活用纸价格与浆价走势关系不大



资料来源: Biran Mcclay, 中银国际证券

因此, 我们看好浆价下行趋势下, 生活用纸企业盈利水平阶段性提升, 2019 年盈利有超预期可能, 推荐国内生活用纸第一梯队公司中顺洁柔。

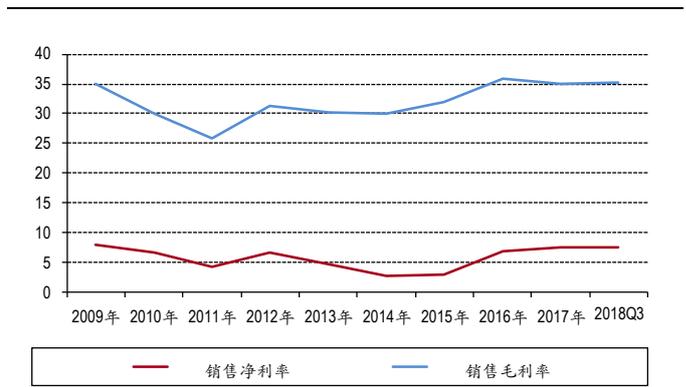
公司销售管理团队持续进行渠道细化和开拓, 过去两年营收增长维持在 20% 以上, 产品结构不断优化升级, 毛利率净利率稳步走高。产品品类也在不断丰富, 6 月份推出了棉花柔巾, 后续会有更多品类增加。近期公司推出了新一期股权激励目标, 未来三年营收 CAGR 为 18%, 随着品类的丰富和渠道的开拓, 公司营收的增长中枢有望提升。

图表 44. 中顺洁柔营业收入增长稳健



资料来源: 万得, 中银国际证券

图表 45. 中顺洁柔毛利率净利率走势



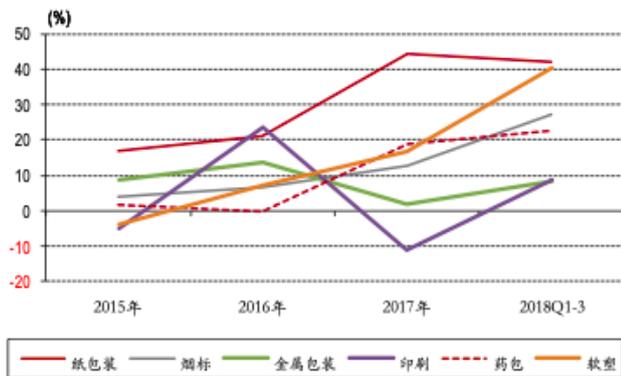
资料来源: Biran Mcclay, 中银国际证券

## 包装：行业整合不断进行，成本拐点已现

印刷包装整体 2018 年前三季度实现营收 23.9% 的增长，净利润 12.1% 的增长，营收增长较 2017 年有所加快。Q3 由于纸价下行，纸包装、烟包、印刷行业毛利率相对于 Q2 有所回升。

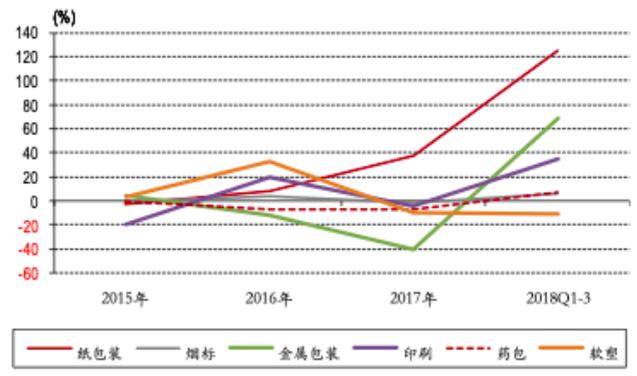
行业企业产品均为 2B 业务，包装产品多为成本加成模式，但价格传导需要一定时间，成本下降趋势下会有季度阶段性受益。宏观经济下行，塑料、铝、马口铁、白卡纸、箱板瓦楞纸等主要原材料均面临下降压力，行业面临成本拐点。

图表 46. 包装行业分品类增长状况



资料来源：万得，中银国际证券

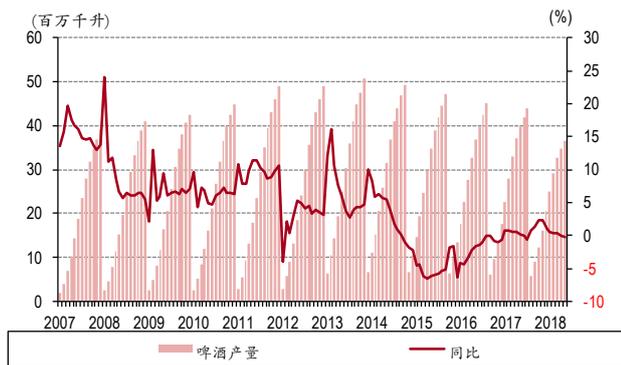
图表 47. 包装行业分品类利润增长状况



资料来源：万得，中银国际证券

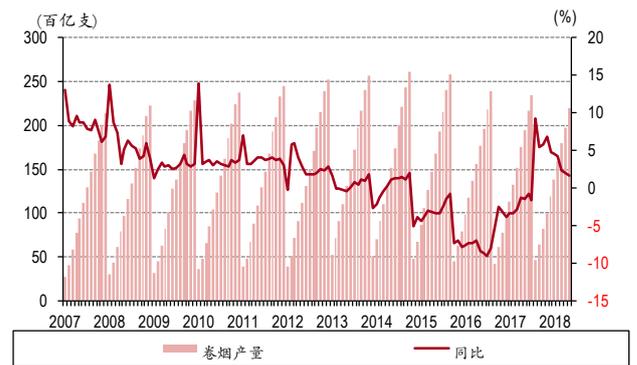
纸包装下游为食品饮料、家用电器、3C 用品等消费品领域，需求相对稳定。2018 年虽然增速有所下滑，但是主要产品仍然维持正增长，此外，龙头包装企业的客户较为优质，上游龙头企业占比较高，客户增长状况优于行业。

图表 48. 啤酒累计产量与同比增长状况



资料来源：万得，中银国际证券

图表 49. 卷烟累计产量与同比增长情况



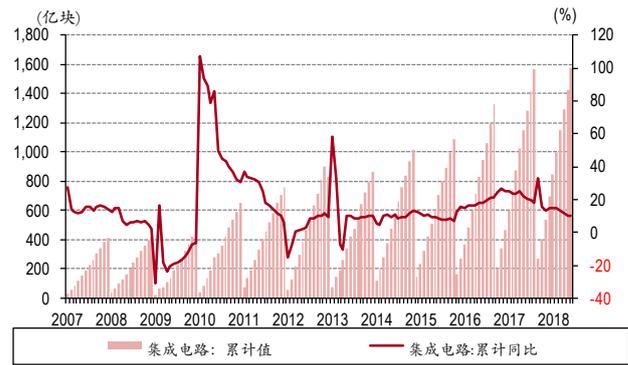
资料来源：万得，中银国际证券

图表 50. 空调累计产量与同比增长情况



资料来源：万得，中银国际证券

图表 51. 集成电路累计产量与同比增长情况



资料来源：万得，中银国际证券

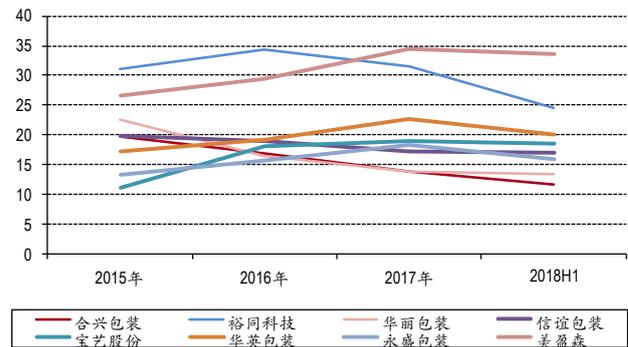
行业格局上来看，国内的瓦楞纸包装行业非常分散，据我们测算，最大的合兴包装也不过 2% 市占率，CR5 不过 7%，而美国瓦楞纸包装企业集中度 CR5 已经达到 75%。过去两年的纸价巨幅波动和供给侧改革，导致小型包装厂供应稳定性差的缺陷被放大，小厂的不断退出，市场订单向大厂不断集中，龙头包装厂的增长状况好于行业。

图表 52. 纸包装公司营收增长情况



资料来源：万得，中银国际证券

图表 53. 纸包装公司毛利率状况



资料来源：万得，中银国际证券

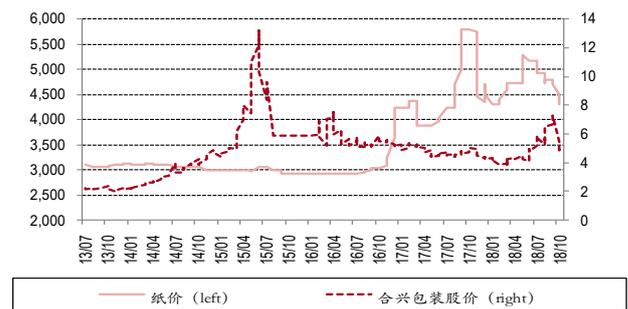
成本上看，瓦楞纸包装主要成本是瓦楞纸，以合兴包装为例，公司公告显示，合兴包装平均材料成本占比 87%，其中主营纸箱业务，材料主要为箱板瓦楞纸，占比 87%，纸板业务，箱板瓦楞纸占比 80%。一般定价模式为成本加成，但是下游客户调价存在一定滞后，因此，如果箱板瓦楞纸价趋势性下跌，能够给纸包装企业带来一定盈利弹性，历史走势来看，瓦楞纸箱公司的毛利率与浆价走势存在一定负相关。

图表 54. 合兴包装毛利率与箱板纸价格关系



资料来源：万得，中银国际证券

图表 55. 合兴包装股价与纸价关系



资料来源：万得，中银国际证券

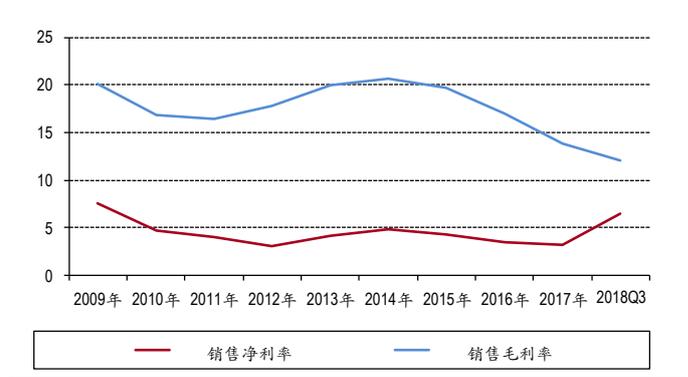
我们看好纸包装行业集中度提升的长期机会，2019 年如果箱板瓦楞纸价格趋势性下降，则能够给相关企业带来阶段性盈利弹性，推荐瓦楞纸包装龙头**合兴包装**。公司围绕“并购整合、智能包装、供应平台、新建工厂”四个维度，不断优化产能和产业链布局，向综合包装服务商迈进。原材料持续回落对于公司毛利率有阶段性利好，对合众创亚的进一步整合也能提升盈利表现。

图表 56. 合兴包装营收增长提速



资料来源：万得，中银国际证券

图表 57. 合兴包装盈利能力有所提升

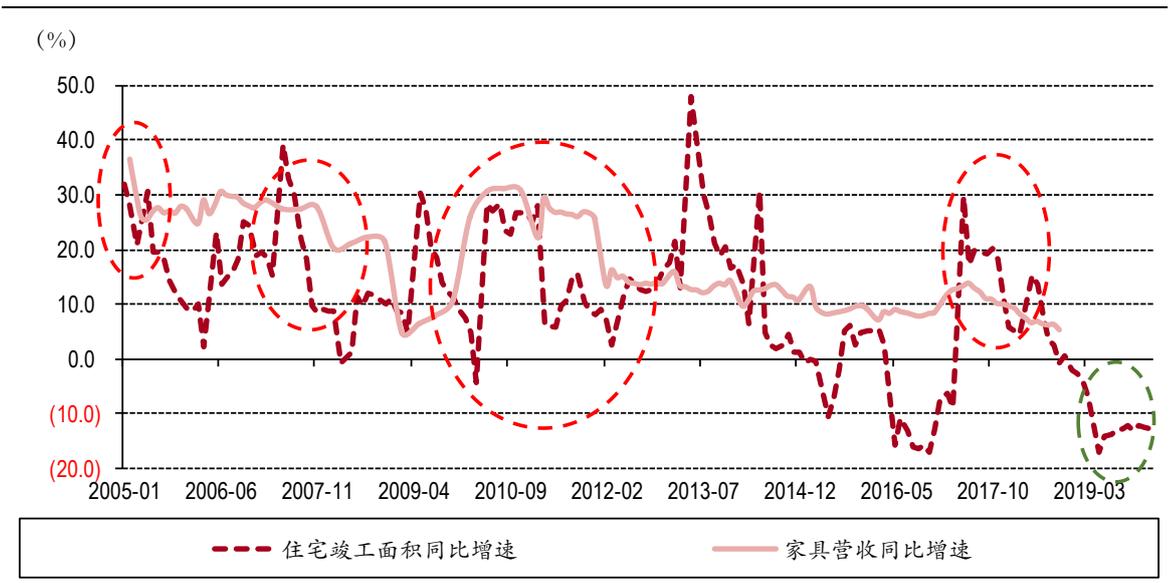


资料来源：万得，中银国际证券

## 家具：地产压制仍持续，看好软体龙头与成本逻辑个股

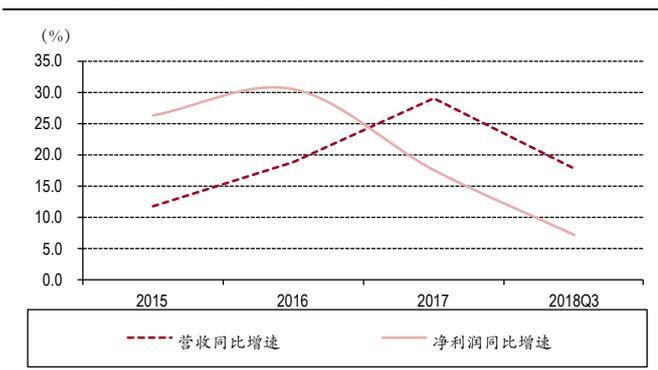
家居行业与地产具有较强相关性，家居销售情况通常滞后地产竣工面积增速约 5 个季度，去年地产紧缩致成交量以及开工下滑，从而影响今年家具销售，同时中美贸易战对出口业务形成压力，整体家具板块进入低迷期。因 2017 年基数较高，2018 年前三季度营收同比增长 17.8%，其中 Q3 单季营收同比增长 15.6%，呈持续下滑趋势（18Q1 YoY+22.6%，18Q2 YoY+16.6%），净利润同比增长 7.1%，其中 Q3 由于成本下降，单季同比增长 12.3%，环比有所提升（18Q1 YoY-4.3%，18Q2 YoY+6.2%）。从地产数据来看，目前地产竣工面积持续同比减少，预计未来三个季度，行业增长仍然压力较大。

图表 58.家具业务营收增速通常滞后住宅竣工面积增速 5 个季度



资料来源：万得，中银国际证券

图表 59.家具行业营收和净利润变动情况



资料来源：万得，中银国际证券

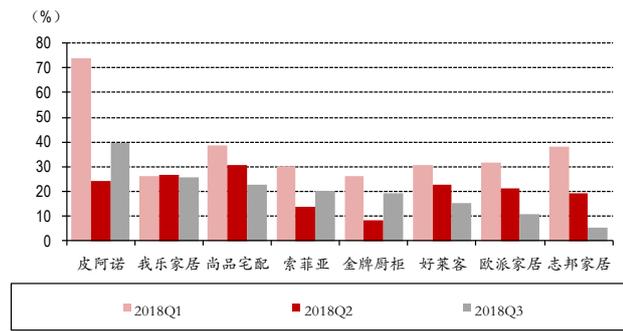
图表 60.家具行业单季度营收和净利润变动情况



资料来源：万得，中银国际证券

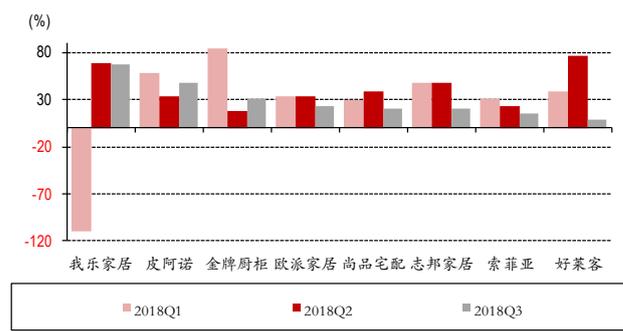
公司层面看，定制家具企业中，18Q3 除金牌厨柜（19.2%）、索菲亚（20.1%）、皮阿诺（39.4%）营收增速环比 Q2 提升，皮阿诺（48.0%）、金牌厨柜（30.5%）净利润增速环比提升，其它企业的营收及净利润增速皆呈现环比双降趋势；软体中顾家家居、梦百合 18Q3 营收及净利润增速皆环比提升；成品中若曲美剔除 Ekornes 并表影响，18Q3 营收及净利润增速呈下降趋势。

图表 61. 定制家具企业单季度营收增长状况



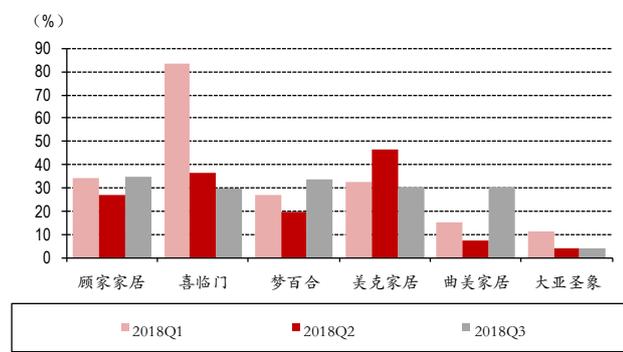
资料来源：万得，中银国际证券

图表 62. 定制家具企业单季度净利润增长状况



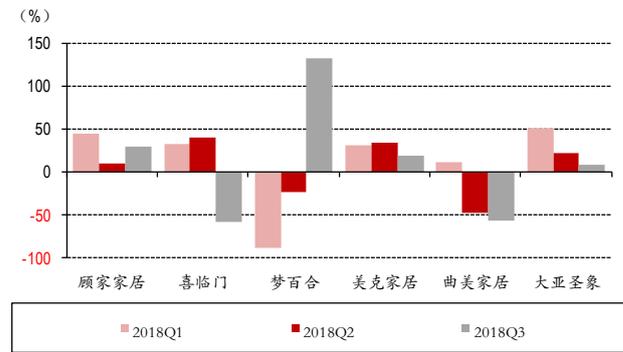
资料来源：万得，中银国际证券

图表 63. 其它家具企业单季度营收增长状况



资料来源：万得，中银国际证券

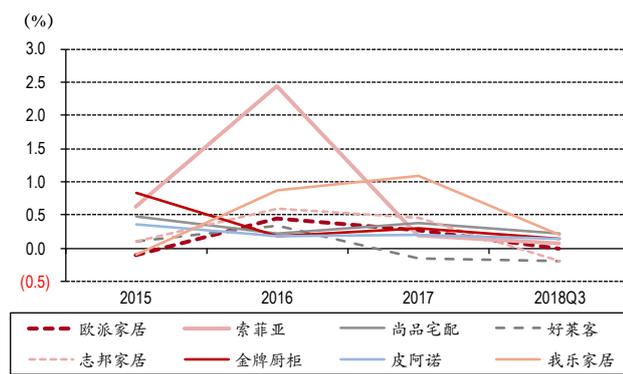
图表 64. 其它家具企业单季度净利润增长状况



资料来源：万得，中银国际证券

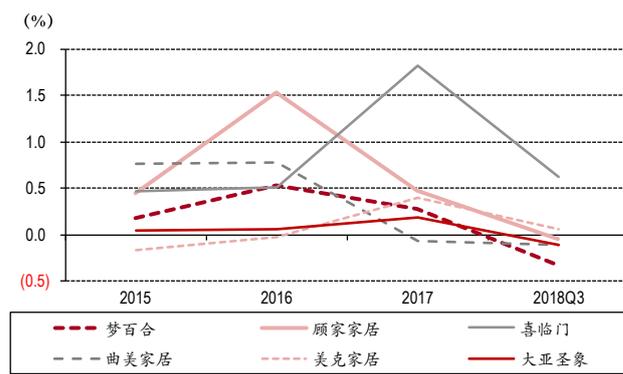
另外，无论是定制还是成品、软体家居企业，2018 年前三季度的预收款项普遍呈增长放缓甚至下降趋势，也表明未来 1-2 季度家居企业收入增长继续承压。

图表 65. 定制家具企业预收账款增长状况



资料来源：万得，中银国际证券

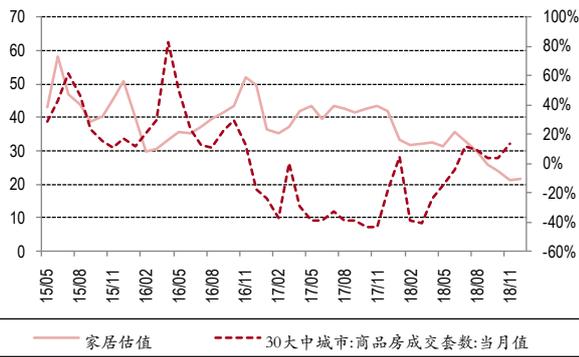
图表 66. 其它家具企业预收账款增长状况



资料来源：万得，中银国际证券

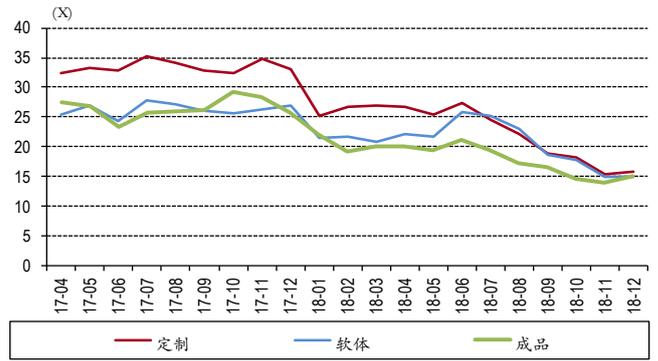
近期地产成交量开始回暖，但受地产调控政策和竣工面积影响，家居估值仍被压制，无论是定制、成品还是软体家具板块的估值均已降至 15 倍左右的历史低点，估值重回同一水平。

图表 67. 地产成交回暖，但家居估值仍被调控政策压制



资料来源：万得，中银国际证券

图表 68. 定制、成品、软体家居估值均已降到 15X 左右

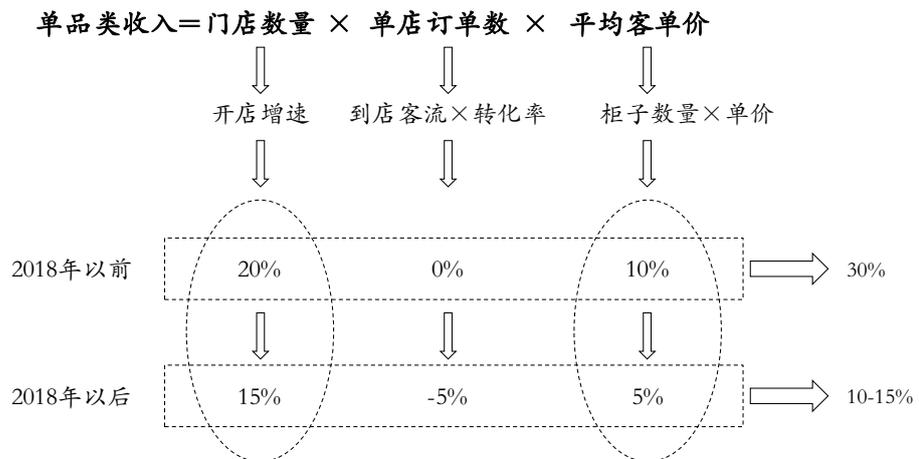


资料来源：万得，中银国际证券

### 定制家居受地产紧缩与竞争加剧影响，增长中枢下移

定制家具企业的营收等于品类数量乘以单品类收入，单品类收入又取决于门店数量、单店订单数、平均客单价。2018 年以来，定制家具企业的开店速度明显放缓，客户数受地产压制略有下滑，客单价随着基数上升，增速下降，最终增长中枢下移，企业营收增速放缓。我们认为定制企业成熟品类增长中枢下移至 10-15% 左右，跟 15 倍估值相匹配，但也有两项因素尚没有充分反映在估值。

图表 69. 定制家具企业单品类营收结构图



资料来源：中银国际证券

### 定制家具隐忧一：产能扩张过快，行业竞争加剧

2017 年，数家定制家具企业纷纷上市，募投项目落地，产能扩张加速，营销推广力度加大，行业进入爆发式增长期，吸引了一大批非上市定制家具企业争相扩产能占市场。

上市企业中，以欧派家居、志邦家居、皮阿诺、金牌厨柜为例，2016 年这四家企业总的橱柜、衣柜产能分别为 90 万套、78.5 万套，募投项目计划新增橱柜、衣柜产能 91 万套、81 万套，增速分别达 101.1%、103.2%，实现翻倍增长。

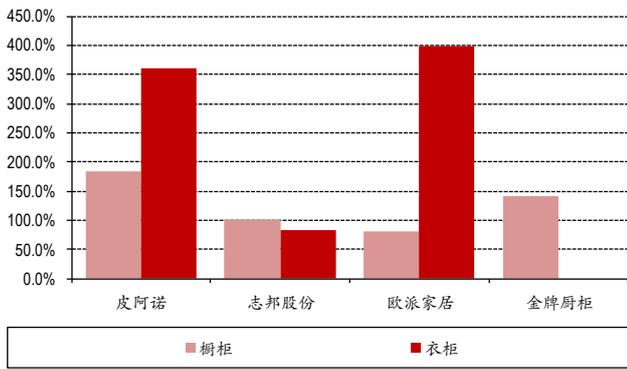
图表 70. 定制家具企业开始涉足整装业务

企业	品类	募投项目计划新增产能 (万套)	2016 年产能 (万套)	汇总产能 (万套)
欧派家居	橱柜	40	50	90
	衣柜	60	73	133
志邦家居	橱柜	20	20	40
	衣柜	12	3	15
皮阿诺	橱柜	12	6.5	18.5
	衣柜	9	2.5	11.5
金牌厨柜	橱柜	19	13.5	32.5
汇总	橱柜	91	90	181
	衣柜	81	78.5	159.5

资料来源：各公司公告，中银国际证券

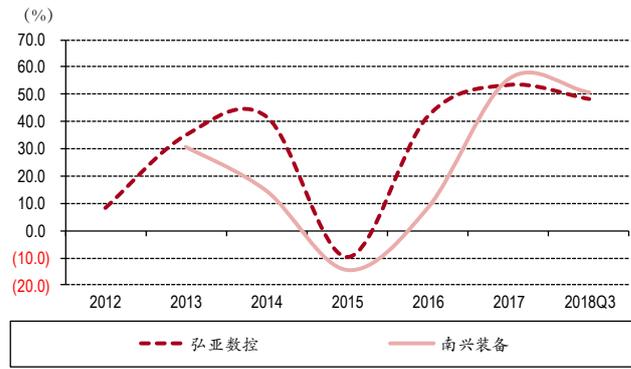
上市定制家具企业募投扩产项目的计划采购机械大部分为进口设备，非上市定制家具企业则大部分仍用弘亚、南兴等国产设备。2017 年，弘亚数控、南兴装备营收分别同比增长 53.6%、55.4%，较 2016 年提升 11.5、47.1 个百分点，可见订单向好，定制家具企业集中扩产能现象明显。

图表 71. 募投项目完成后，定制家具企业产能高速增长



资料来源：万得，中银国际证券

图表 72. 近两年我国家具生产设备制造商营收高速增长



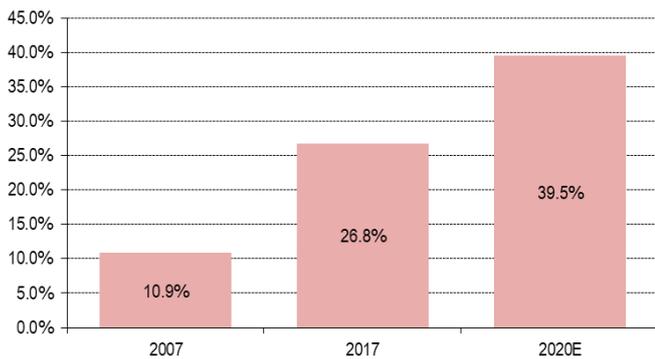
资料来源：万得，中银国际证券

产能扩张过快，市场需求又被地产压制，致使行业产能过剩。为消化剩余产能，市场出现价格竞争现象，行业竞争加剧，经销商盈利空间被压缩，未来有可能传导至生产端，定制家具企业盈利水平存在下行压力。

### 定制家具隐忧二：精装房加速渗透，对龙头品牌偏负面

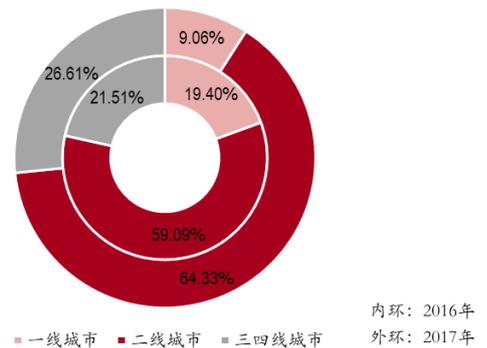
据奥维云网调研数据显示，2017 年，愿意购买精装房的消费者比例为 26.8%，较 10 年前提升 15.9%，2020 年预计可达 39.5%，消费者意愿的提升有利于精装房的普及。另外，据奥维云网监测数据显示，2017 年二线、三四线城市的精装房规模份额分别提升 5.24%、5.10%，一线城市份额则下降 10.34%，精装房下沉趋势明显。由于二三四线城市新建住宅规模更大，随着精装房的持续渗透，我国精装房市场规模预计有很大增长空间。

图表 73. 愿意购买精装房的消费者比例呈上升趋势



资料来源：奥维云网，中银国际证券

图表 74. 2017 年二三四线城市精装房规模份额提升 10.34%



资料来源：奥维云网，中银国际证券

为进一步了解精装修房主要家居部品潜在市场规模，我们对其进行了测算。假设：

- 1) 2018-2020 年商品房住宅销售面积同比增速皆为 3%，每套住宅平均面积为 100 平方米；
- 2) 各地产开发商的商品房住宅销售面积份额等同于商品房销售面积份额；
- 3) 2018-2020 年地产开发商的住宅销售面积集中度、精装修率变化幅度如下：

图表 75. 我国精装修房市场规模测算

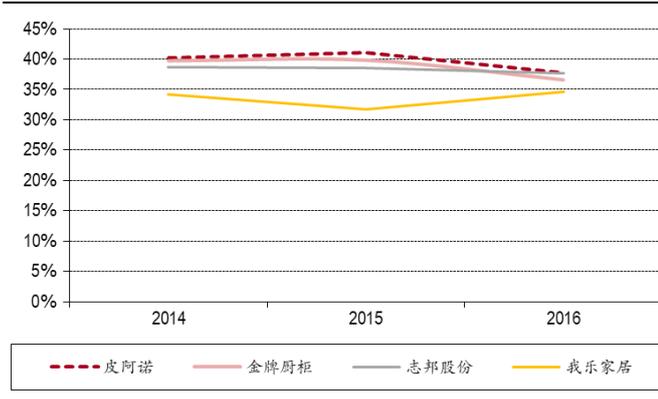
	2017	2018E	2019E	2020E
全国商品房住宅销售面积 (万平方米)	144,788.77	149,132.43	153,606.40	158,214.60
<b>销售面积份额 (%)</b>				
CR5	12.70	14.20	15.50	16.50
CR6-10	5.04	5.54	6.04	6.54
CR11-20	4.89	5.39	5.89	6.39
CR21-30	3.47	3.67	3.87	4.07
CR31-50	4.32	4.72	5.12	5.52
CR51-100	5.81	6.81	7.81	8.81
其它	63.76	59.66	55.76	52.16
<b>精装修率 (%)</b>				
CR5	80.00	83.0	87.00	92.0
CR6-10	60.00	63.0	66.0	69.0
CR11-20	35.00	37.0	39.0	41.0
CR21-30	25.00	27.0	29.0	31.0
CR31-50	18.00	20.0	22.0	24.0
CR51-100	10.00	12.0	14.0	16.0
其它	5.00	6.00	7.00	8.00
<b>全国</b>	<b>20.31</b>	<b>23.61</b>	<b>27.02</b>	<b>30.49</b>
<b>精装修套数 (万套)</b>				
CR5	147.14	175.80	207.18	240.21
CR6-10	43.78	52.05	61.23	71.40
CR11-20	24.77	29.73	35.27	41.43
CR21-30	12.57	14.79	17.26	19.98
CR31-50	11.27	14.09	17.31	20.97
CR51-100	8.41	12.18	16.79	22.30
其它	46.16	53.39	59.96	66.03
<b>全国</b>	<b>294.10</b>	<b>352.03</b>	<b>415.00</b>	<b>482.32</b>
<b>全国精装修房套数同比增速 (%)</b>	—	<b>19.70</b>	<b>17.89</b>	<b>16.22</b>

资料来源：万得，中银国际证券

测算结果显示, 2018-2020 年, 我国精装修房渗透率预计分别为 23.61%、27.02%、30.49%, 销售套数分别为 352、415、482 万套, 同比增长 19.7%、17.9%、16.2%, 精装渗透率加速提升已是大势所趋。

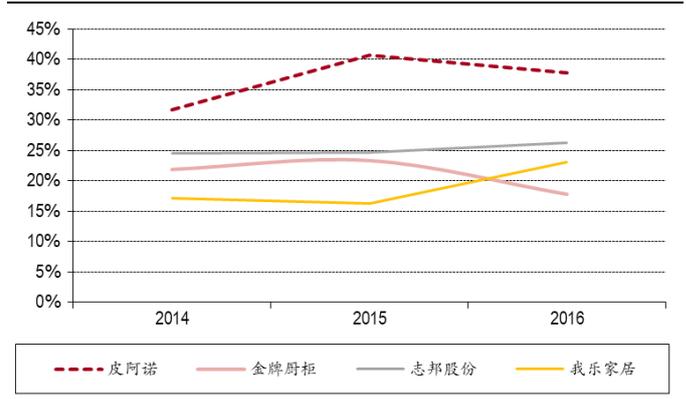
定制家具板块中, 整体橱柜是精装房配套率最高的部件, 精装房的加速普及对整体橱柜行业影响较大。然而, To B 的商业模式一定程度上削弱了企业的议价能力, 各公司数据显示, 橱柜企业的工程业务毛利率通常较经销商业务低 10% 左右, 又因工程业务账款回收期较长, 通常为 0.5-1.5 年, 进一步压缩企业利润空间。因此, 大型定制家具公司对于工程业务战略有所反复, Q3 营收有所放缓。

图表 76. 2014-2016 年橱柜企业主营业务毛利率水平



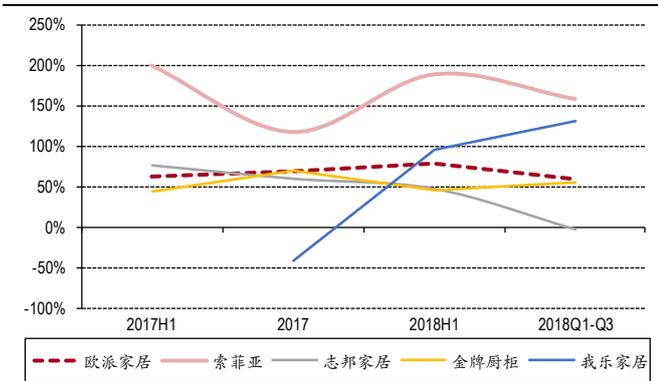
资料来源: 万得, 中银国际证券

图表 77. 2014-2016 年橱柜企业工程业务毛利率水平



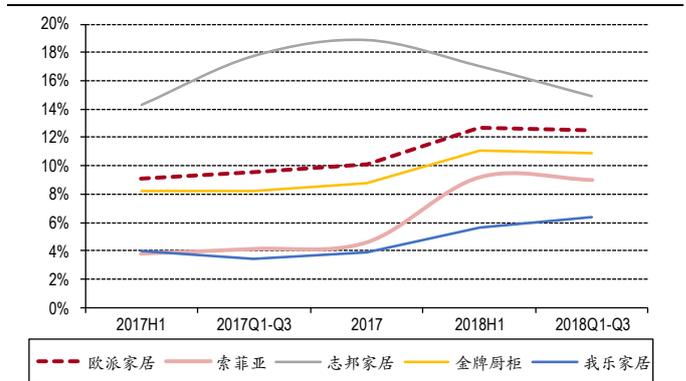
资料来源: 万得, 中银国际证券

图表 78. 定制家居企业工程业务营收同比增速略有下滑



资料来源: 万得, 中银国际证券

图表 79. 定制家居企业工程业务营收占比呈上升趋势



资料来源: 万得, 中银国际证券

市场竞争加剧可能会导致行业盈利能力下降, 精装趋势的演进, 会导致定制龙头的 2B 业务不达预期, 因此定制龙头短期的压力仍然存在, 但通过品类扩张和整装业务抢占客流, 龙头的成长属性仍然存在, 建议 2019 年结合地产政策, 关注龙头公司的超跌机会。

**定制家具长期逻辑: 整装业务占据流量入口**

当今家居行业面临的挑战之一是渠道多元化, 即从传统的线下专卖店为主, 线上电商平台为辅, 转变为线下专卖店、线上电商平台、大宗工程、家装公司等多渠道运营。其中, 家装公司作为装修客户流量入口, 成长迅速。

面对此挑战, 定制家具企业借助其软硬装业务兼具的天然属性, 开始涉足整装业务, 以期获取前端入口流量, 扩大营业范围, 培育营收增长点。如: 尚品宅配在 2017 年推出整装云平台, 并在广州、佛山、成都开展自营整装业务, 截至 2018 年前三季度, 整装业务会员总数约 700 多个, 实现营收约 1.3 亿元。2018 年, 欧派家居、索菲亚、金牌厨柜亦紧随其后, 将整装业务纳入运营板块。

**图表 80. 定制家具企业开始涉足整装业务**

企业	年份	简介
尚品宅配	2017	公司 2017 年推出整装云平台，并在广州、佛山、成都开展了自营整装业务，通过集采优势，节省中间商差价，以更优惠的价格向整装云会员企业提供主辅材。 公司向整装云会员企业提供整装销售设计系统、BIM 虚拟装修系统、中央厨房式供应链管理系统、机场搭台式中央计划调度系统四大系统，整装云会员企业可通过平台向客户提供定制家具和配套产品，从而获得了提供整体化家装的能力。 2018 年前三季度整装业务会员总数约 700 多个，实现营收约 1.3 亿元，进展顺利。
欧派家居	2018	2018 年 5 月，欧派整装大家居西南旗舰店在四川宜宾开业，昭示公司正式进入整装领域。2018H1，公司整装大家居开业 21 家，在筹备的 40 多家，整装大家居橱柜/衣柜业务营收同比增长 72%/123%，取得较好试水效果。
索菲亚	2018	开始探索与布局整装大家居业务，未来会在 2 个省会城市，50 个地级市布局大家居店面。
金牌厨柜	2018	2018 年 12 月，公司宣布拟出资 2,240 万元设立金牌桔家云整装公司，进军整装领域。

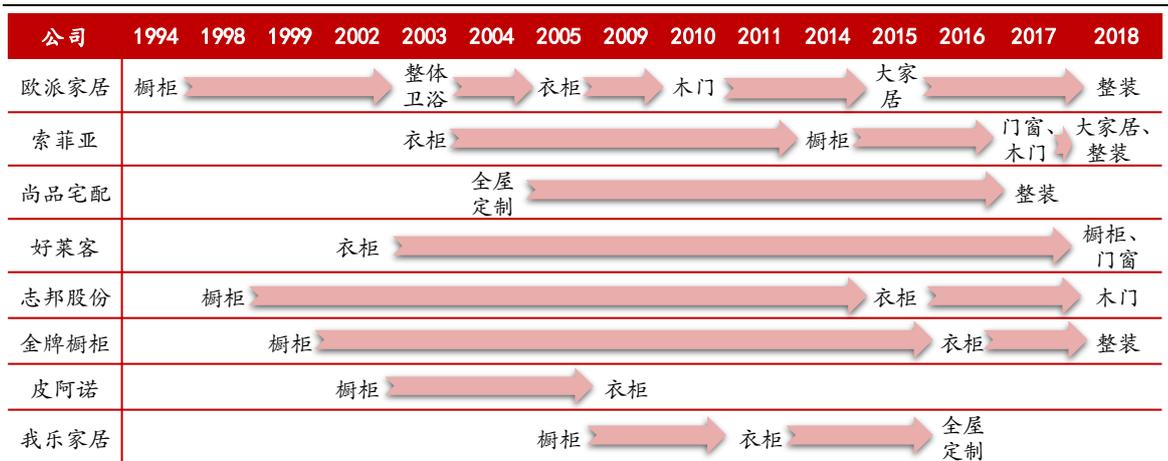
资料来源：各公司公告，中银国际证券

### 定制家具长期逻辑：品类扩充稳固增长

品类扩充是定制家具企业提升客单价，从而提升渠道质量的有效途径。截至目前，大部分定制家居企业已拥有橱柜、衣柜、木门等产品品类，初步完成大家居品类布局。下一步，公司将借助已有渠道与品牌资源，将新品类推向市场，加快其放量速度，加码公司营收增速。

与此同时，欧派家居、尚品宅配等品类布局领先的企业开始迈入整装领域，以整装大家居为战略发展方向，有效抬高行业天花板的同时，稳固企业营收增长。

**图表 81. 定制家具企业品类扩充时间线**

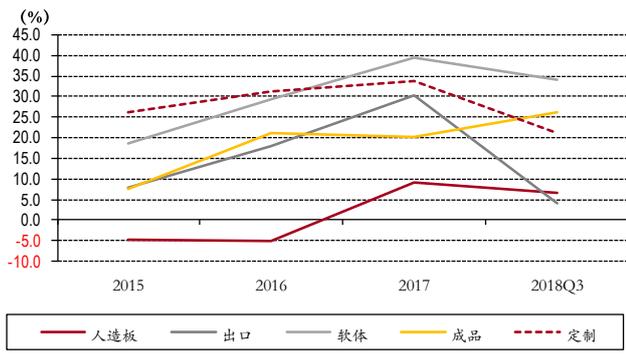


资料来源：各公司公告，中银国际证券

### 软体家居受益于参股/并购扩增，表现较优

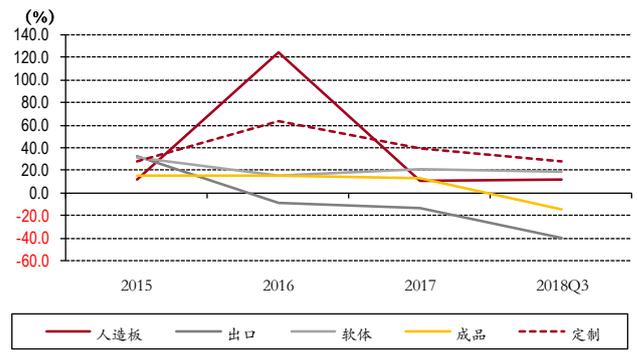
整体来看，软体与成品 Q3 的收入表现好于定制，一方面软体和成品处于软装环节，受新房精装化趋势影响较小；另一方面软体和成品部分公司在家居领域外延式并购，Q3 起部分海外或国内公司开始并表，贡献了业绩增量，企业的多品牌布局为持续增长提供了动力。

图表 82. 家具各分类营收增长状况



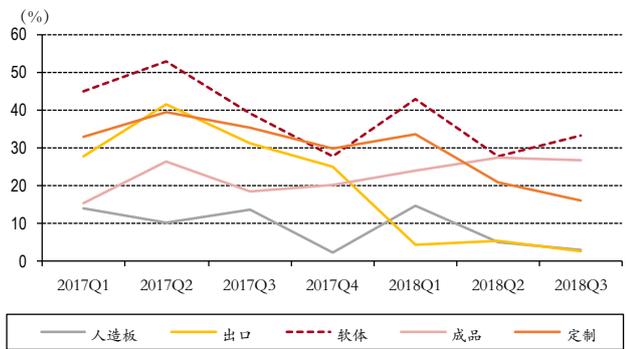
资料来源: 万得, 中银国际证券

图表 83. 家具各分类净利润增长状况



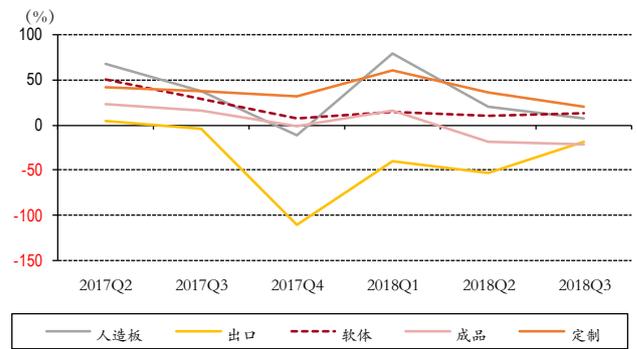
资料来源: 万得, 中银国际证券

图表 84. 家具各分类单季度营收增长状况



资料来源: 万得, 中银国际证券

图表 85. 家具各分类单季度净利润增长状况



资料来源: 万得, 中银国际证券

### 软体家居企业通过参股/并购实现扩增

消费者在购买软体家具时, 较为注重产品与品牌, 产品源自外观设计与实际体验, 品牌源自营销推广与历史积淀。产品层面, 因消费者对外观设计、功能体验等偏好的差异化较大, 众口难调, 企业很难做到一家独大; 品牌层面, 因欧美软体家具行业诞生较早, 发展时间较长, 市场较为成熟, 已塑造出许多具备较高认知度的品牌, 尤其是中高端及以上定位的品牌。因此, 收购兼并成为软体家居企业扩大市场份额及营收规模的一大路径。

以美国软体家具企业 LA-Z-BOY 为例。LA-Z-BOY 始创于 1927 年, 以功能沙发起家, 1985 开启收购兼并的壮大之路, 1985-1988 年资本运作频繁, 先后将家具制造商 Burris Industries、RoseJohnson Incorporated、Hammary、Kincaid Furniture 收入囊中, 1999 年又接连收购软体家具制造商 Bauhaus USA、室内家具制造商 LADD, 2004 年收购英国软体家具制造商 Centurion Furniture PLC, 2018 年公告将收购线上定制化家具制造与零售商 Joybird。

经过一系列收购兼并, 发展至今, LA-Z-BOY 已成为美国最大的软体家具企业之一, 主营沙发、躺椅等软体家具及室内木制家具, 旗下拥有 La-Z-Boy Residential、Hammary Furniture、England Furniture、Kincaid Furniture、American Drew 五大品牌, 2017 年实现营收 15.8 亿美元。

图表 86. LA-Z-BOY 主要收购兼并事件汇总

时间	对象	简介
1985.12	Burris Industries	1953 年成立的高端运动椅制造商。
1986.1	RoseJohnson Incorporated	1980 年由 Johnson Furniture Co.和 Rose Manufacturing Co.合并而成的家具制造商。
1986.9	Hammary Furniture	成立于 1943 年，是桌椅及室内装潢制造商。
1988.1	Kincaid Furniture	成立于 1946 年，是餐厅及卧室实木类家具制造商。
1999.6	Bauhaus USA	创立于 1990 年的中档软体家具制造商，1998 年实现营收超 8500 万美元（2014 年 2 月被再次出售）。
1999.9	LADD	北美最大的室内家具制造商，拥有 American Drew、Barclay、Clayton Marcus 等知名家具品牌，1998 年实现营收 5.71 亿美元。
2004.6	Centurion Furniture PLC	创立于 1974 年，英国软体家具制造商。
预计 2019 年完成	Joybird	2014 年成立的线上家具零售商，主营定制化软体家具，2017 年实现营业额 5500 万美元，成长迅速。

资料来源：LA-Z-BOY 公司官网，中银国际证券

回顾国内软体家具企业，近一两年同样资本运作频频，以顾家家居为例，2018 年顾家家居先后收购定制家居企业班尔奇、软体家具公司 Rolf Benz、纳图兹贸易（上海）及泉州玺堡家居，入股澳洲零售家具领先品牌 Nick Scali、国内软体家具品牌爱依瑞斯、国内床垫龙头企业喜临门，迅速实现了多品类布局，加快了全球化进程。

图表 87.软体家居企业通过资本运作进行品类与品牌扩充

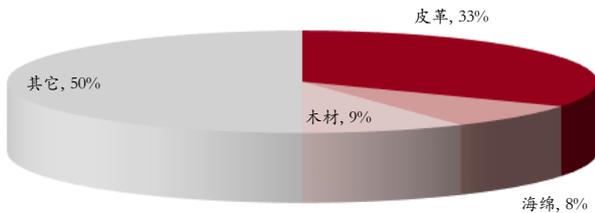
企业	时间	事件	意义
美克家居	2017.11	购买 M.U.S.T. Holdings Limited 家具公司 60%股权	M.U.S.T.是一家高端家具和装饰品制造公司，主营 JC 品牌、OEM 业务、酒店定制化家具、五金配件，可助公司进入高端装修市场。
	2017.12	拟收购 Rowe Fine Furniture Holding Corp. 100%股权	主营沙发、床、椅子、脚凳等中高端定制软体家具，旗下有 Rowe 和 Robin Bruce 两个品牌，可助公司开拓高端定制沙发业务。
喜临门	2017.12	购买嘉兴米兰映像 51%股权	主营客卧室中高端软体家具产品的生产与销售，自主品牌包括 M&D 全皮产品和 M&D Casaitalia 半皮产品，且是意大利品牌 Chateaud'Ax(夏图)沙发产品的中国独家代理商，可助公司丰富品类与品牌布局。
顾家家居	2018.1	并购定制家居企业班尔奇	助公司进军全屋定制领域。
	2018.2	购买德国顶级软体家具品牌 Rolf Benz 99.92%的股权（有限合伙份额）	旗下三大品牌“Rolf Benz”“hülsta sofa”和“freistil”分别覆盖不同消费能力和风格的消费者，可助公司丰富品牌布局与产品序列，加快国际化步伐。
	2018.3	参股澳洲零售家具领先品牌 Nick Scali	Nick Scali 主营中高端沙发、餐桌等产品的零售业务，可与公司在产品定位上形成互补，并助公司完善国际化布局。
	2018.3	收购纳图兹贸易（上海）有限公司 51%的股权	新增高端品牌及中高端品牌 Natuzzi Italia、Natuzzi Editions，有利于公司丰富品牌序列。
	2018.4	以自有现金 1.216 亿元入股爱依瑞斯	爱依瑞斯是中国时尚软体家居领导品牌，遍销全球 30 多个国家和地区，在国内拥有 1000 多家专卖店，此次“联姻”有助于双方进行深度资源共享，优势互补，提升品牌价值。
	2018.10	计划收购喜临门不低于 23% 股权	喜临门是国内床垫龙头企业，此次收购有助于公司进一步丰富寝具类品牌布局及产品序列，释放协同效应，壮大市场份额。
	2018.11	收购泉州玺堡家居 51%股权	玺堡家居为国内床垫出口领军企业，可助公司完善产品出口布局，同时，其海绵及乳胶生产线可丰富公司产品矩阵，提供产能和原材料供应。
曲美家居	2018.5	拟联合华泰紫金收购北欧知名家具品牌 Ekornes	Ekornes ASA 主营躺椅、沙发、床垫等家具，拥有 Stressless、IMG、Svane 和 Ekornes Contract 等知名品牌，可助公司丰富产品品类与品牌，完善国际化布局。
梦百合	2017.10	收购 MATRESSES DREAMS 70%股权	MATRESSES 旗下全资子公司 Maxcolchón 为西班牙本土床垫企业，在西班牙床垫、床具零售市场拥有领先地位，公司可借助 Max 强大的战略营销网络和世界级的物流分拨能力，为欧洲用户提供全方位的配套服务。
	2018.1	收购 OTTY HOLDINGS LTD 15%股权	OTTY HOLDINGS 为英国记忆棉床垫生产商，有助于公司进一步完善海外布局，进入英国本土床垫市场。

资料来源：各公司公告，中银国际证券

**原材料价格下降，提振软体家居企业盈利水平**

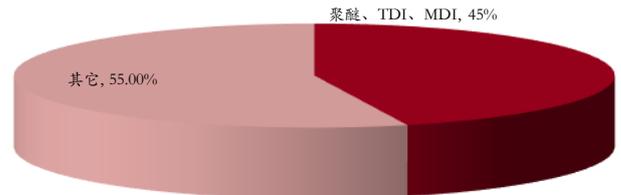
软体家具中，直接材料占成本比例较高，约 70%-80%，其中，沙发的主要原材料是皮革、海绵、木材，其占生产成本的比例分别在 33%、8%、9%左右；记忆绵床垫的主要原材料是聚醚、TDI、MDI，合计占生产成本的 45%左右。

图表 88. 海绵占沙发生产成本的 8%左右



资料来源：万得，中银国际证券

图表 89. 聚醚、TDI、MDI 占记忆绵床垫生产成本的 45%左右

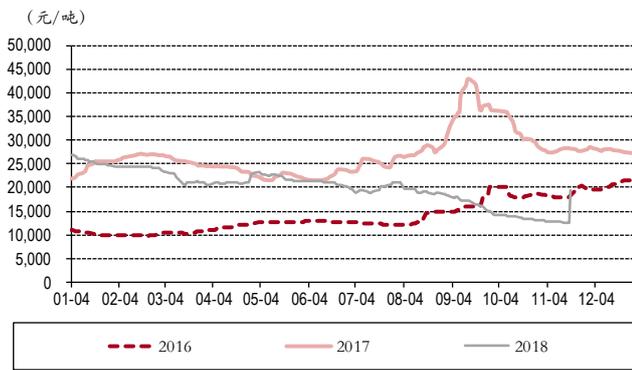


资料来源：万得，中银国际证券

因海绵是以聚氨酯为原料，通过发泡、热压加工、切割成形等环节制成，海绵价格亦受 MDI、TDI 等原材料价格影响，因此，MDI、TDI 价格可直接影响软体家居公司盈利水平，其中，出口型企业价格调整相对滞后，盈利受影响程度较大。

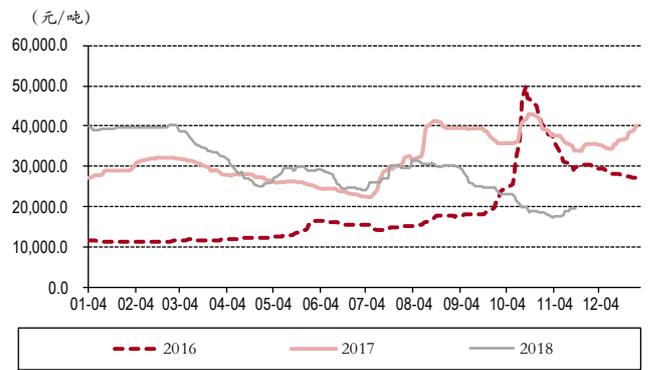
以 2017 年为例，2017 年 9 月，MDI 现货价创历史新高，达 4.3 万元/吨，全年价位皆明显高于 2016 年同期水平；TDI 现货价在高位震荡波动，全年除了 10 月，其余皆高于 2016 年同期，涨幅明显。

图表 90. 2018 年下半年国内 MDI 现货价大幅低于去年同期



资料来源：万得，中银国际证券

图表 91. 2018 年 9 月起国内 TDI 现货价大幅低于去年同期



资料来源：万得，中银国际证券

但今年 MDI、TDI 两大原材料价格进入下行阶段，尤其自下半年起，价格基本低于去年同期，18Q4 同比更是大幅下降，甚至低于 2016 年同期，处于历史低位，软体家居公司盈利水平预计将有所回升。

图表 92. 国内 MDI 现货价已处于历史低位



资料来源：万得，中银国际证券

图表 93. 国内 TDI 现货价已处于历史低位



资料来源：万得，中银国际证券

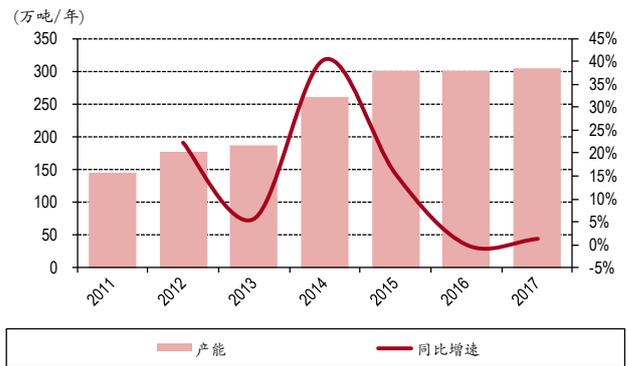
展望 2019 年，我们预计 MDI、TDI 价格将维持低位。因生产技术复杂，装置要求高，投资大，生产过程控制困难，全球范围内 MDI、TDI 生产厂商数量少，行业集中度高。据 HIS、环球聚氨酯网数据显示，2017 年全球 MDI、TDI 产能分别为 840 万吨/年、298 万吨/年，其中，中国产能约为 305 万吨/年、84 万吨/年，占比分别为 36.3%、29.1%。中国 MDI 的生产企业有万华化学、上海联恒、科思创和重庆巴斯夫，中国 TDI 的生产企业有科思创、万华化学、巴斯夫、沧州大化、甘肃银光、福建东南电化、烟台巨力。

图表 94. 2011-2017 年全球 MDI 产能情况



资料来源：IHS，中银国际证券

图表 95. 2011-2017 年中国 MDI 产能情况



资料来源：卓创资讯，中银国际证券

图表 96. 2011-2017 年全球 TDI 产能情况



资料来源：环球聚氨酯网，中银国际证券

图表 97. 2011-2017 年中国 TDI 产能情况



资料来源：卓创资讯，中银国际证券

近年 MDI、TDI 价格波动主因市场供给量变动。据慧聪化工网报道，2016 年 4 月，三井化学关闭日本鹿岛工厂，Vencorex 关闭法国工厂，20 多万吨 TDI 产能永久退出；2017 年，美国飓风肆虐，科思创及陶氏共计 63 万吨/年 MDI 装置，及科思创 20 万吨/年 TDI 装置宣布不可抗力，另外，数家 MDI、TDI 生产商或因设备故障，或因定期检修等原因，集中进行停车检修，市场供给量减少，价格随之飙升。

据中国聚氨酯工业协会数据显示，2014-2015 年，国内 TDI 开工率稳定在 85% 左右，2016 年开工率上升至 95%，2017 年更是高达 99%（产能为 84 万吨/年，产量为 83.4 万吨），供需关系紧张，直接导致 TDI 价格飙升。

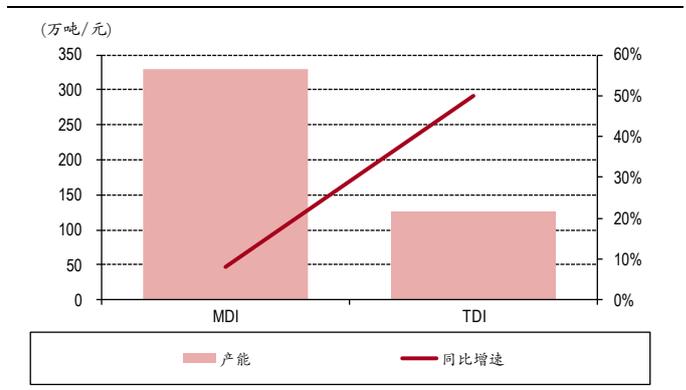
2018 年下半年，MDI、TDI 价格呈下降走势，主因大量新增产能已经或即将释放，如中国 MDI 产能新增 24 万吨/年至 329 万吨/年 (YoY+7.9%)，TDI 产能新增 42 万吨/年至 126 万吨/年 (YoY+50.0%)，影响市场情绪及采购节奏，叠加下游需求增速放缓，中美贸易战使出口关税增加出口量减少，供需缺口扩大。

图表 98. 2017 年国内 TDI 开工率接近 100%



资料来源：中国聚氨酯工业协会，中银国际证券

图表 99. 2018 年国内 MDI、TDI 产能皆有所扩增



资料来源：中国聚氨酯工业协会，中银国际证券

2018-2020 年，全球范围内将有数个新增产能项目落地投产，若以下扩产计划皆顺利实施，截至 2020 年，中国 MDI 产能有望超 420 万吨/年，全球 MDI 产能亦将增至 1030 万吨/年，供需缺口进一步拉大。

图表 100. 2018-2020 年 MDI 新增产能计划

企业	产能	备注
<b>国内</b>		
万华化学	80 万吨	未来三年，宁波万华将从现在的 120 万吨/年产能扩充至 150 万吨/年； 万华烟台工业园将从现在的 60 万吨/年产能扩充至 110 万吨/年
恒联	24 万吨	2018 年初已投产
科思创	10 万吨	计划将上海漕泾 50 万吨/年的产能扩充至 60 万吨/年，2017 年底已环评公示，预计 2021 年完成扩产
新疆巨力	40 万吨	计划新建 40 万吨/年产能
福建康乃尔	40 万吨	已通过环评，计划 2019 年 10 月份开车
<b>国外</b>		
巴斯夫	60 万吨	2018 年初将美国盖斯马 30 万吨/年产能扩充至 60 万吨/年； 将在美国路易斯安那州新建工厂，产能为 30 万吨/年，计划 2020 年投产
万华化学	40 万吨	在美国路易斯安那州投产 40 万吨新建产能，计划 2019 年启动建设，预计 2021 年投产
科思创	25 万吨	计划 2018 年将德国 20 万吨/年产能扩充至 40 万吨/年；2020 年将西班牙 17 万吨/年产能扩充至 22 万吨/年

资料来源：慧聪化工网，中银国际证券

图表 101. 2018-2020 年 TDI 新增产能计划

企业	产能	备注
<b>国内</b>		
万华化学	30 万吨	预计 2018 年底投产
连石化工	5 万吨	2018 年 12 月试产成功
新疆巨力	15 万吨	计划 2018 年底基本建成, 2019 年投料试车
东南电化	20 万吨	计划 2019 年开始建设, 正等待监管部门批准; 新装置建成后再将现有 10 万吨/年装置扩至 15 万吨年
<b>国外</b>		
美国陶氏	20 万吨	2017 年 8 月正式投产, 2018 年产品上市

资料来源: 慧聪化工网, 中银国际证券

因此, 展望 2019 年, TDI、MDI 价格预计仍有一定下降空间, 并得以较长期维持低位。相应地, 软体家居公司原材料成本下降, 盈利水平有望提升。

价格敏感性方面, 我们以主营记忆绵家居制品, TDI、MDI 成本占总成本比例较大的梦百合为例进行测算分析。假设聚醚、TDI、MDI 合计价格涨幅分别为 30%、20%、10%、-10%、-20%、-30%, 在产品售价不变的情况下, 梦百合的记忆绵床垫、记忆绵枕毛利率变动幅度如下:

图表 102. 原材料价格变动对记忆绵床垫毛利率的影响

原材料价格涨幅	30%	20%	10%	-10%	-20%	-30%
聚醚、TDI、MDI	-9.4%	-6.3%	-3.1%	3.1%	6.3%	9.4%

资料来源: 中银国际证券

图表 103. 原材料价格变动对记忆绵枕毛利率的影响

原材料价格涨幅	30%	20%	10%	-10%	-20%	-30%
聚醚、TDI、MDI	-5.5%	-3.6%	-1.8%	1.8%	3.6%	5.5%

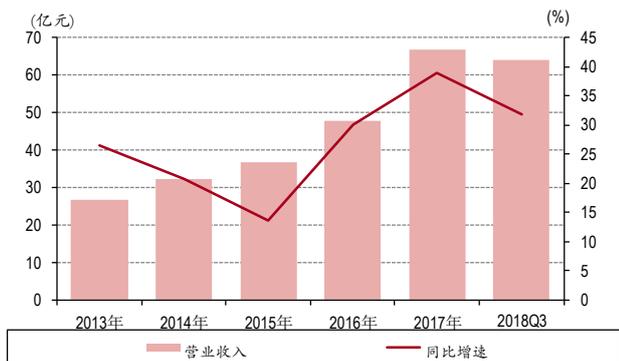
资料来源: 中银国际证券

由此可见, 软体家居公司在经历了 2017-2018 年盈利能力因 MDI、TDI 价格上涨而削弱后, 2019 年将受益于 MDI、TDI 新增产能释放、供给增加、价格下滑, 开始释放盈利弹性, 盈利水平有望提升。

我们认为软体家居是相对稳健的赛道, 受住房精装化影响较小, 竞争格局相对清晰, 看好龙头软体家居公司通过并购整合实现规模扩张, 另外看好需求向好、原材料下跌的记忆棉行业。推荐**顾家家居**、**梦百合**。

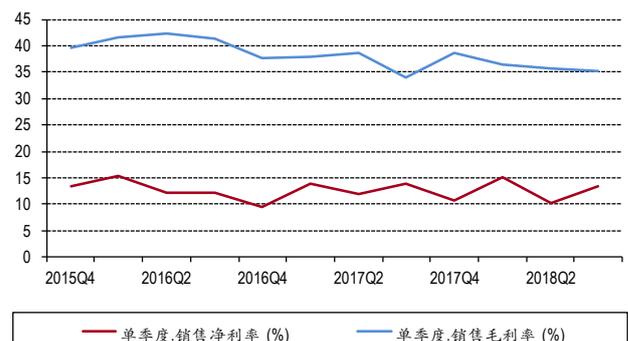
顾家家居: 公司是软体家居龙头, 在品牌、渠道、产品方面具备优势, 集团层面重视通过资本力量实现外延发展, 多品类进入发展成长期, 有助于公司抵抗地产周期。公司通过矩阵式管理改革适应多品类管理, 管理的优势有助于公司进行稳健的多品类扩张。

图表 104. 顾家家居营收增长稳健



资料来源: 万得, 中银国际证券

图表 105. 顾家家居盈利能力稳健



资料来源: 万得, 中银国际证券

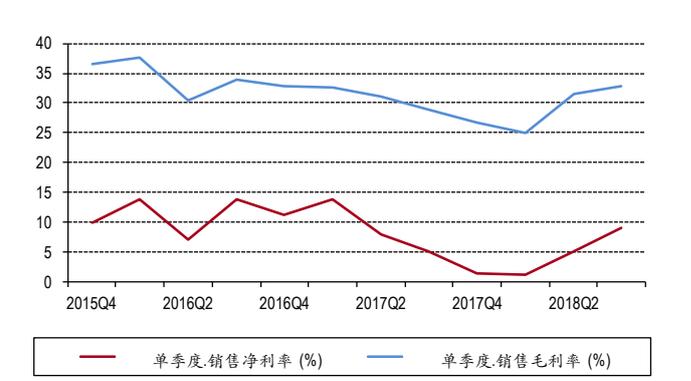
梦百合：公司记忆棉 OEM 业务受益于记忆棉产品全球渗透率的不断提升，自主品牌蓄势待发。通过全球化布局规避贸易摩擦，原材料成本下降将在 2019 年提供盈利弹性。12 月份激励计划能有效提升员工积极性，实现收入稳健增长。

图表 106. 梦百合营收增长稳健



资料来源：万得，中银国际证券

图表 107. 梦百合盈利能力底部回升



资料来源：万得，中银国际证券



## 风险提示

- 1、 房地产调控政策进一步收紧，抑制住宅销量，影响下游家居市场需求；
- 2、 造纸新产能释放较多，供需口径扩大，价格回落；
- 3、 宏观经济进一步下行，抑制消费需求与资本投资行为，市场疲软。



附录图表 108. 报告中提及上市公司估值表

公司代码	公司简称	评级	股价 (元)	市值 (亿元)	每股收益(元/股)		市盈率(x)		最新每股净资产 (元/股)
					2017A	2018E	2017A	2018E	
002511.SZ	中顺洁柔	买入	8.52	109.6	0.27	0.34	31.4	25.1	2.56
002228.SZ	合兴包装	买入	4.28	50.1	0.13	0.49	32.5	8.7	2.30
603313.SH	梦百合	买入	21.01	50.4	0.65	0.83	32.4	25.3	6.82
603816.SH	顾家家居	买入	45.00	193.6	1.92	2.47	23.4	18.2	9.98

资料来源: 万得, 中银国际证券 (股价截止日 20181228)

## 披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券股份有限公司同时声明，将通过公司网站披露本公司授权公众媒体及其他机构刊载或者转发证券研究报告有关情况。如有投资者于未经授权的公众媒体看到或从其他机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券股份有限公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

## 评级体系说明

以报告发布日后公司股价/行业指数涨跌幅相对同期相关市场指数的涨跌幅的表现为基准：

### 公司投资评级：

- 买入：预计该公司在未来 6 个月内超越基准指数 20% 以上；
- 增持：预计该公司在未来 6 个月内超越基准指数 10%-20%；
- 中性：预计该公司股价在未来 6 个月内相对基准指数变动幅度在 -10%-10% 之间；
- 减持：预计该公司股价在未来 6 个月内相对基准指数跌幅在 10% 以上；
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

### 行业投资评级：

- 强于大市：预计该行业指数在未来 6 个月内表现强于基准指数；
- 中性：预计该行业指数在未来 6 个月内表现基本与基准指数持平；
- 弱于大市：预计该行业指数在未来 6 个月内表现弱于基准指数。
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

沪深市场基准指数为沪深 300 指数；新三板市场基准指数为三板成指或三板做市指数；香港市场基准指数为恒生指数或恒生中国企业指数；美股市场基准指数为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

## 风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券股份有限公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券股份有限公司的机构客户；2) 中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券股份有限公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券股份有限公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券股份有限公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人士，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券股份有限公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券股份有限公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券股份有限公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券股份有限公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券股份有限公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

## 中银国际证券股份有限公司

中国上海浦东  
银城中路 200 号  
中银大厦 39 楼  
邮编 200121  
电话: (8621) 6860 4866  
传真: (8621) 5888 3554

## 相关关联机构:

### 中银国际研究有限公司

香港花园道一号  
中银大厦二十楼  
电话: (852) 3988 6333  
致电香港免费电话:  
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065  
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065  
新加坡客户请拨打: 800 852 3392  
传真: (852) 2147 9513

### 中银国际证券有限公司

香港花园道一号  
中银大厦二十楼  
电话: (852) 3988 6333  
传真: (852) 2147 9513

### 中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区  
西单北大街 110 号 8 层  
邮编: 100032  
电话: (8610) 8326 2000  
传真: (8610) 8326 2291

### 中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury  
London EC2R 7DB  
United Kingdom  
电话: (4420) 3651 8888  
传真: (4420) 3651 8877

### 中银国际(美国)有限公司

美国纽约市美国大道 1045 号  
7 Bryant Park 15 楼  
NY 10018  
电话: (1) 212 259 0888  
传真: (1) 212 259 0889

### 中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z  
新加坡百得利路四号  
中国银行大厦四楼(049908)  
电话: (65) 6692 6829 / 6534 5587  
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371