

把握家具板块春季行情，看好反弹持续性

—轻工制造行业动态报告

动态研究报告/轻工制造

2019年01月31日

报告摘要：

• 春节之后家具板块行情有明显的春季躁动现象

我们选取2014年-2018年的数据作为样本，统计春节后5日、10日、20日沪深300、家具板块涨幅情况，有两点值得注意：(1) 2014年以来家具行业5日、10日、20日行情均实现正收益；(2) 除去2018年，家具行业指数在考察时段内均跑赢大盘，春节之后家具板块有一轮春季行情。

• 预期不悲观，春季行情是全年行情的开端

家具板块指数具备一定的春节前后开启上涨，Q4开始向下调整的特征。我们对2014年-2018年近五年家具板块指数的表现进行分析，发现除去2018年，2014-2017年家具板块指数均具备节后开启上涨，Q4向下调整的特征。

住宅竣工面积增速与当年家具板块收益有较强关联性。回溯过去五年，家具板块收益在2015年达到顶峰，之后逐年递减，2018年转为负收益；同期住宅竣工面积增速走势基本相同，住宅竣工面积增速在15年底、16年初达到顶峰，之后持续下滑。家具板块收益与住宅竣工面积增速之间具有较强关联性。

家具板块“n形”走势浅析：315、五一小长假、十一黄金周、双十一等时间是家具行业重要促销节点，其中315更是开年之后第一个大型促销时间点，活动期间的销售情况能一定程度反映当年行业景气度，315大促预期叠加估值切换行情是家具板块年后行情向好的重要因素。十一活动结束后，行业进入装修淡季，同时处于下一年315之前的促销活动真空期，叠加当年预期已经逐步兑现，家具板块指数在年底及第二年初向下调整，由此产生家具板块的“n形”走势。

• 如何看待19年家具板块的春季行情？

家具板块估值已下调至历史较低位置，优秀的一线企业长期投资价值凸显。17年家具板块估值相对稳定，估值中枢约40倍(TTM)；随着地产因素对行业的负面影响逐步显现，17Q3板块估值不断下行，由约40倍降至18Q3的约18倍，并于18Q4逐步企稳。我们认为在此过程中地产的悲观预期逐步兑现，已反映到家具板块估值与业绩中，家具板块估值已逐步或接近调整到位。目前欧派家居、顾家家居估值也均位于上市以来低位，优秀的一线家具企业长期投资价值凸显。**地产数据边际改善有望助力反弹行情持续。**2018年全年住宅竣工面积同比下降8.1%，单12月同比增长6.1%，单月增速环比提升19.7pct，单月增速年内首次由负转正。一方面，在家具板块估值逐步调整到位之际，地产竣工数据边际改善能带来估值修复行情。另一方面，住宅竣工到家具消费有约1-3个月的延迟，传导至家具企业业绩端改善也会有相应时滞，估值修复叠加业绩改善，地产数据边际改善有望助力反弹行情持续。

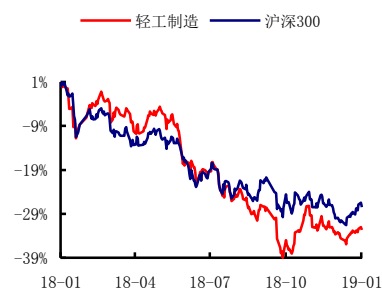
• 投资建议

随着估值逐步调整到位，一线家具企业的长期投资价值逐步凸显，推荐**欧派家居**（品类最全、经销门店最多，整装大家居有望发力）、**顾家家居**（成本端受益TDI价格下降、品类拓展顺利床垫业务快速推进）。

推荐

维持评级

行业与沪深300走势比较



资料来源：Wind，民生证券研究院

分析师：陈柏儒

执业证号：S0100512100003

电话：010-85127729

邮箱：chenbairu@mszq.com

研究助理：聂贻哲

执业证号：S0100117110075

电话：01085127729

邮箱：nieyizhe@mszq.com

相关研究

- 1.轻工制造行业事件点评：浅析近期家具反弹行情及后续展望
- 2.民生轻工周报 20190121：前三批废纸进口额度批复 553 万吨，外废价格明显下跌

- 风险提示

原材料价格上涨、房地产销售增速下行。

盈利预测与财务指标

代码	重点公司	现价 1月30日	EPS			PE			评级
			2018E	2019E	2020E	2018E	2019E	2020E	
603833	欧派家居	88.00	3.86	4.73	5.77	23	19	15	推荐
603816	顾家家居	47.99	2.46	3.12	3.87	20	15	12	推荐

资料来源：公司公告、民生证券研究院

目录

一、春节之后家具板块有一轮春季行情.....	4
二、预期不悲观，春季行情是全年行情的开端.....	4
三、如何看待 19 年家具板块的春季行情？	6
四、投资建议	9
五、风险提示	9
插图目录	10
表格目录	10

一、春节之后家具板块有一轮春季行情

我们选取 2014 年-2018 年的数据作为样本，统计春节后 5 日、10 日、20 日沪深 300、家具板块涨幅情况，有两点值得注意：（1）2014 年以来家具行业 5 日、10 日、20 日行情均实现正收益；（2）除去 2018 年，家具行业指数在考察时段内均跑赢大盘。春节之后家具板块有一轮春季行情。

表 1: 除去 2018 年，家具行业指数春节后 5 日、10 日、20 日均值均跑赢大盘

时间	平均价相较节前涨幅	沪深 300	轻工制造	家具
2014 年	节后 5 日	2.94%	4.29%	4.52%
	节后 10 日	3.62%	5.57%	5.13%
	节后 20 日	1.40%	4.52%	4.55%
2015 年	节后 5 日	0.66%	2.30%	4.63%
	节后 10 日	0.19%	4.43%	6.16%
	节后 20 日	3.64%	9.77%	10.23%
2016 年	节后 5 日	2.25%	4.79%	4.49%
	节后 10 日	2.36%	5.25%	4.99%
	节后 20 日	2.34%	1.71%	2.47%
2017 年	节后 5 日	-0.34%	1.20%	0.57%
	节后 10 日	0.45%	1.88%	1.04%
	节后 20 日	1.29%	3.05%	3.01%
2018 年	节后 5 日	2.47%	3.15%	1.61%
	节后 10 日	2.12%	3.90%	1.13%
	节后 20 日	2.54%	4.89%	2.09%

资料来源：Wind，民生证券研究院

二、预期不悲观，春季行情是全年行情的开端

家具板块指数具备一定的春节后开启上涨，Q4 开始向下调整的特征。我们对 2014 年-2018 年近五年家具板块指数的表现进行分析，发现除去 2018 年，2014-2017 年家具板块指数均具备节后开启上涨，Q4 向下调整的特征。

- 2014 年家具板块指数由年初的 1250 点上涨至年底高点的 1761 点，涨幅为 41%；随后下跌至 1610 点，跌幅为 9%。
- 2015 年家具板块指数由年初的 1610 点上涨至年底高点的 3842 点，涨幅为 139%；随后下跌至 2479 点，跌幅为 35%。
- 2016 年家具板块指数由年初的 2479 点上涨至年底高点的 3207 点，涨幅为 29%；随后下跌至 2771 点，跌幅为 14%。
- 2017 年家具板块指数由年初的 2771 点上涨至年底高点的 3308 点，涨幅为 19%；随后下跌至 2786 点，跌幅为 16%。

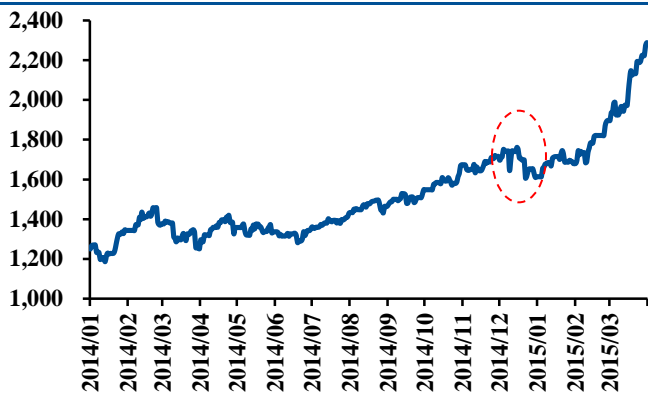
表 2: 2014-2017 年家具板块指数均具备节后开启上涨，Q4 向下调整的特征

时间	年初低点	年中高点	相对低点涨幅	年末低点	相对高点跌幅
2014 年	1250	1761	4.29%	1610	9%

2015年	1610	3842	139%	2479	35%
2016年	2479	3207	29%	2771	14%
2017年	2771	3308	19%	2786	16%

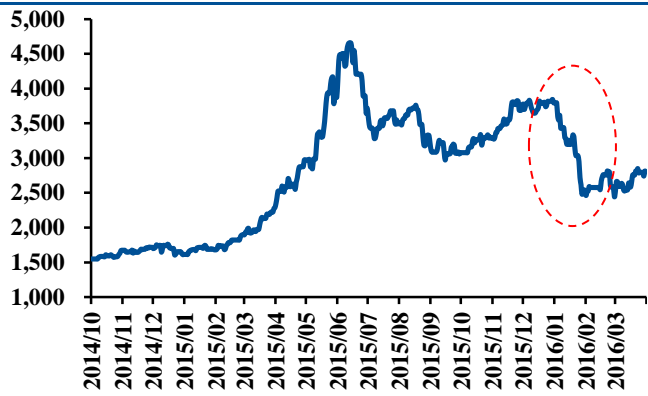
资料来源：Wind，民生证券研究院

图 1：2014 年底家居板块指数明显向下调整



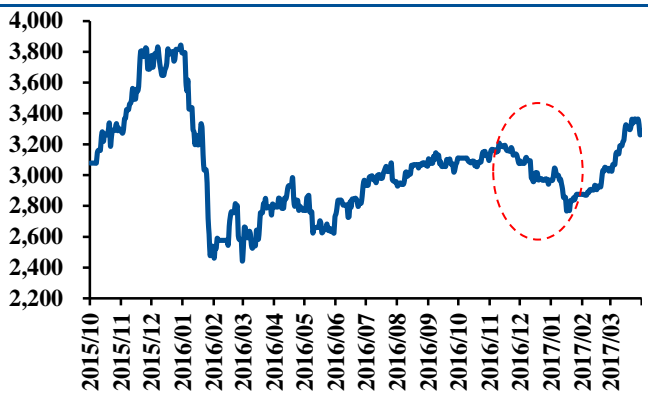
资料来源：Wind，民生证券研究院

图 2：2015 年底家居板块指数有明显向下调整



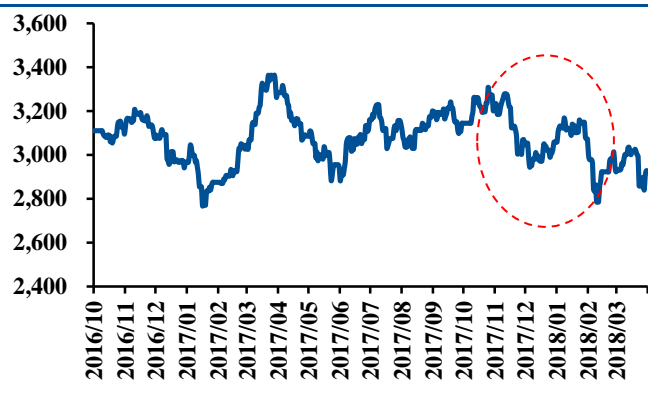
资料来源：Wind，民生证券研究院

图 3：2016 年底家居板块指数有明显向下调整



资料来源：Wind，民生证券研究院

图 4：2017 年底家居板块指数有明显向下调整

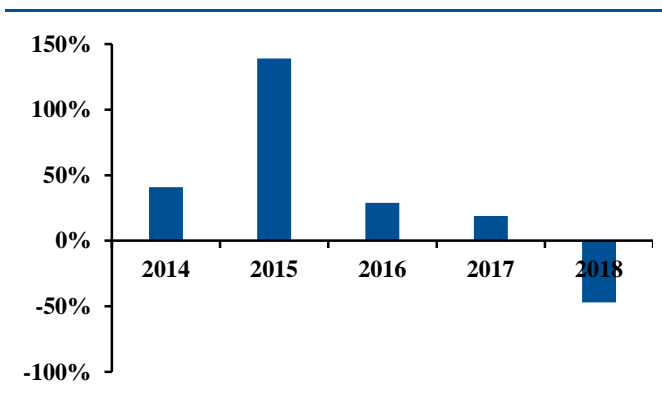


资料来源：Wind，民生证券研究院

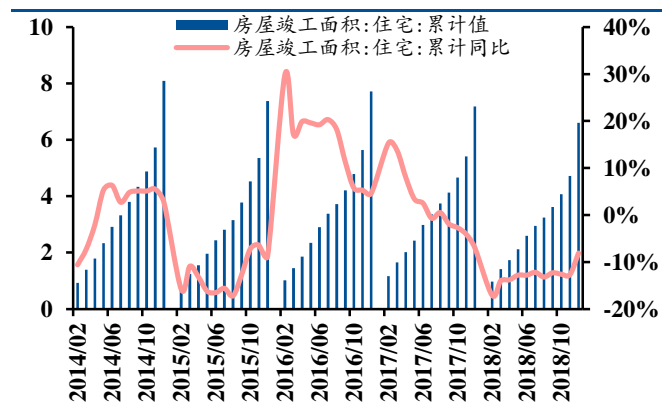
住宅竣工面积增速与当年家具板块收益有较强关联性。回溯过去五年，家具板块收益在 2015 年达到顶峰，之后逐年递减，2018 年转为负收益；同期住宅竣工面积增速走势基本相同，住宅竣工面积增速在 15 年底、16 年初达到顶峰，之后持续下滑。家具板块收益与住宅竣工面积增速之间具有较强关联性。

图 5：2015 年以来家具板块收益逐年递减，2018 年为负收益

图 6：2015 年以来住宅竣工面积增速持续下行



资料来源: Wind, 民生证券研究院

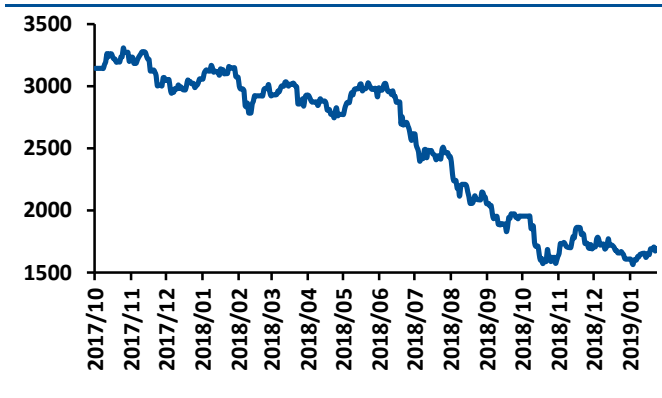


资料来源: Wind, 民生证券研究院

家具板块“n形”走势浅析: 315、五一小长假、十一黄金周、双十一等时间是家具行业重要促销节点,其中315更是开年之后第一个大型促销时间点,活动期间的销售情况能一定程度反映当年行业景气度,315大促预期叠加估值切换行情是家具板块年后行情向好的重要因素。十一活动结束后,行业进入装修淡季,同时处于下一年315之前的促销活动真空期,叠加当年预期已经逐步兑现,家具板块指数在年底及第二年初向下调整,由此产生家具板块的“n形”走势。

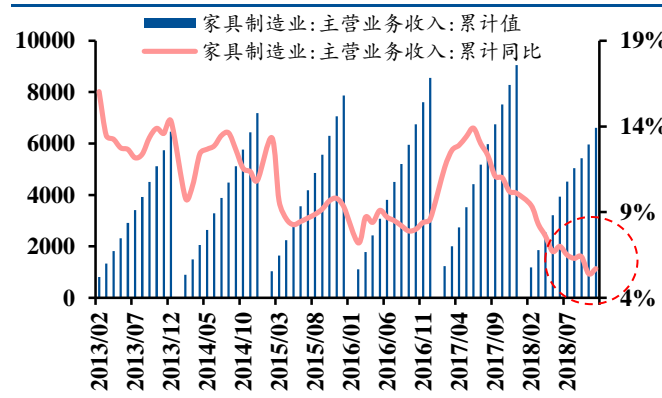
- 2014-2017年,虽然地产增速下行压力仍在,但预期并未转向悲观,春季行情成为家具板块全年行情的开端。
- 进入18年,前两月住宅竣工面积同比下降17%,增速为2000年以来第二低点;随后竣工面积增速有所反弹,但仍在-12%左右的低位。反映到家具行业收入端,18年初家具制造业主营业务收入增速已下行至9%左右,增速亦为近十年低点附近;之后仍然一路下行,2018年1-11月累计增速为5.7%,导致当年家具板块指数持续走低,全年下跌47%。

图7: 2018年家具板块指数持续下行,全年下跌-47%



资料来源: Wind, 民生证券研究院

图8: 18年初以来家具业营收增速突破历史低位(亿元)



资料来源: Wind, 民生证券研究院

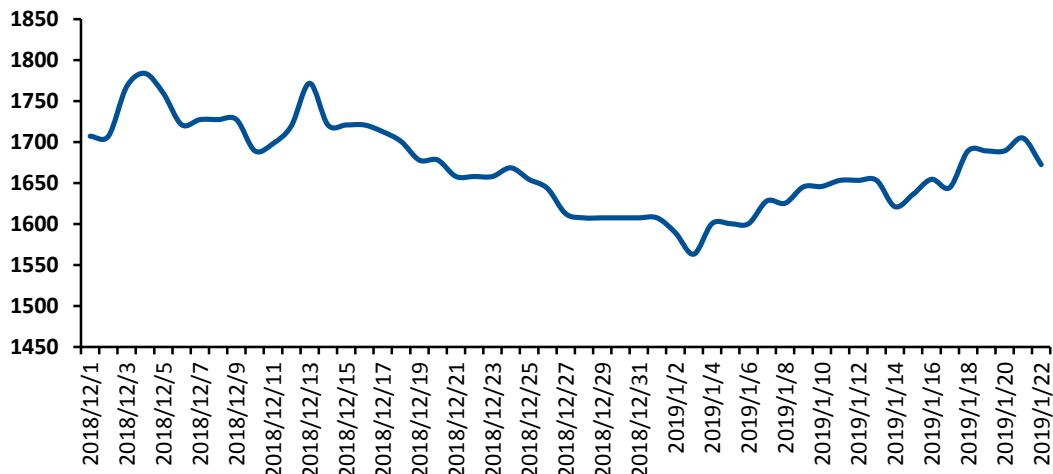
三、如何看待19年家具板块的春季行情?

1、19年家具板块行情复盘

受地产因素拖累,18年家具板块指数持续下行,全年下跌47.4%。但进入19年后,在降

准、促进消费政策、QFII 提额、地产数据边际改善等一系列因素催化下，板块指数明显反弹，相较年初低点反弹幅度约 8%。

图 9：19 年以来家具板块指数相较年初低点反弹约 8%



资料来源：Wind，民生证券研究院

- 1 月 4 日，央行宣布下调金融机构存款准备金率 1pct，周一开盘家具板块上涨 1.7%。
- 1 月 9 日，发改委表示今年将制定出台促进汽车、家电等热点产品消费的措施，由此带动大消费板块上涨，当日家具板块上涨 1.2%；
- 1 月 14 日，外管局宣布 QFII 额度由 1500 亿美元增加至 3000 亿美元，提升幅度达到一倍。受北上资金买入影响，1 月 18 日家具板块上涨 2.7%。
- 1 月 21 日，国家统计局发布 2018 年房地产数据。数据显示 2018 年全年住宅竣工面积同比下降 8.1%，单 12 月同比增长 6.1%，单月增速环比提升 19.7pct。其中单月增速首次由负转正，竣工数据明显改善，带动家具板块上涨 0.9%。

表 2：在降准、促进消费政策、QFII 提额、地产数据边际改善等因素催化下，家具板块指数明显反弹

时间	事件	对家具板块指数影响
1 月 4 日	央行宣布下调金融机构存款准备金率 1pct	指数上涨 1.7%
1 月 9 日	发改委表示今年将制定出台促进汽车、家电等热点产品消费的措施	指数上涨 1.2%
1 月 14 日	外管局宣布 QFII 额度由 1500 亿美元增加至 3000 亿美元	指数上涨 2.7%
1 月 21 日	国家统计局发布 2018 年房地产数据。数据显示 2018 年全年住宅竣工面积同比下降 8.1%，单 12 月同比增长 6.1%，单月增速环比提升 19.7pct。其中单月增速首次由负转正，竣工数据明显改善	指数上涨 0.9%

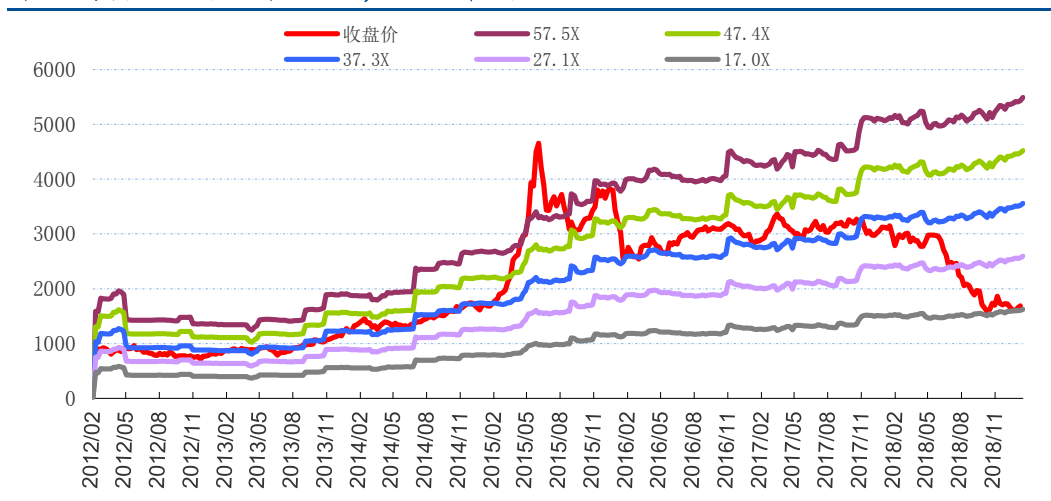
资料来源：Wind，民生证券研究院

2、如何看待 19 年家具板块的春季行情？

家具板块估值已下调至历史较低位置，优秀的一线企业长期投资价值凸显。17 年家具板块估值相对稳定，估值中枢约 40 倍 (TTM)；随着地产因素对行业的负面影响逐步显现，17Q3 板块估值不断下行，由约 40 倍降至 18Q3 的约 18 倍，并于 18Q4 逐步企稳。我们认为在此过

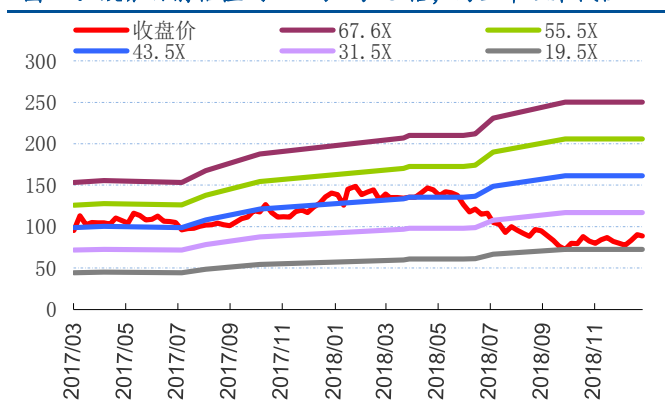
程中地产的悲观预期逐步兑现，已反映到家具板块估值与业绩中，家具板块估值已逐步或接近调整到位。目前欧派家居、顾家家居估值也均位于上市以来低位，优秀的一线家具企业长期投资价值凸显。

图 10：家具板块估值目前约 18 倍，为近 7 年低位



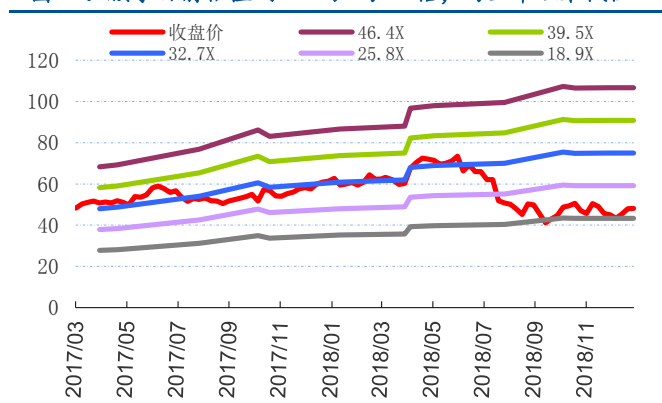
资料来源：Wind，民生证券研究院

图 11：欧派目前估值（TTM）约 23 倍，为上市以来低位



资料来源：Wind，民生证券研究院

图 12：顾家目前估值（TTM）约 21 倍，为上市以来低位

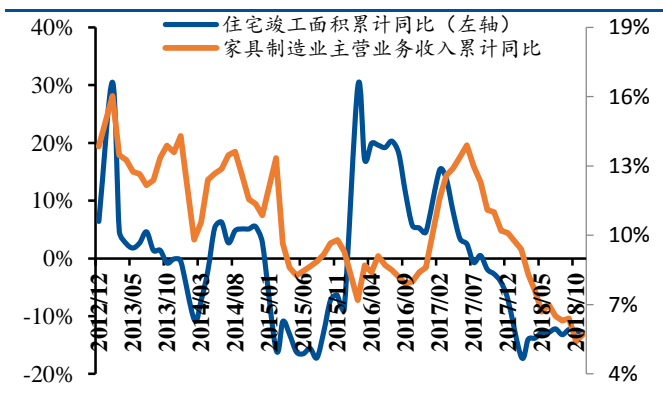


资料来源：Wind，民生证券研究院

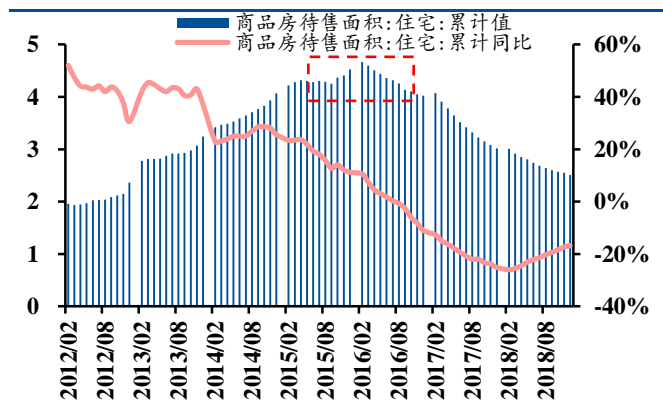
地产竣工传导至家具企业收入约有 1-3 个月的时滞。通过对比住宅竣工面积累计同比与家具制造业主营业务收入累计同比，我们发现二者具有较好的一致性，其时滞约在 1-3 个月。2016 年左右出现较大背离是因为当期住宅待售面积达到历史高位，意味着竣工的住宅转为库存，并未创造实际家具购买需求，导致当年住宅竣工面积未能有效拉动家具企业收入。

图 13：家具企业收入滞后住宅竣工约 1-3 个月

图 14：2016 年初住宅待售面积达到历史高位（亿平米）



资料来源：Wind，民生证券研究院

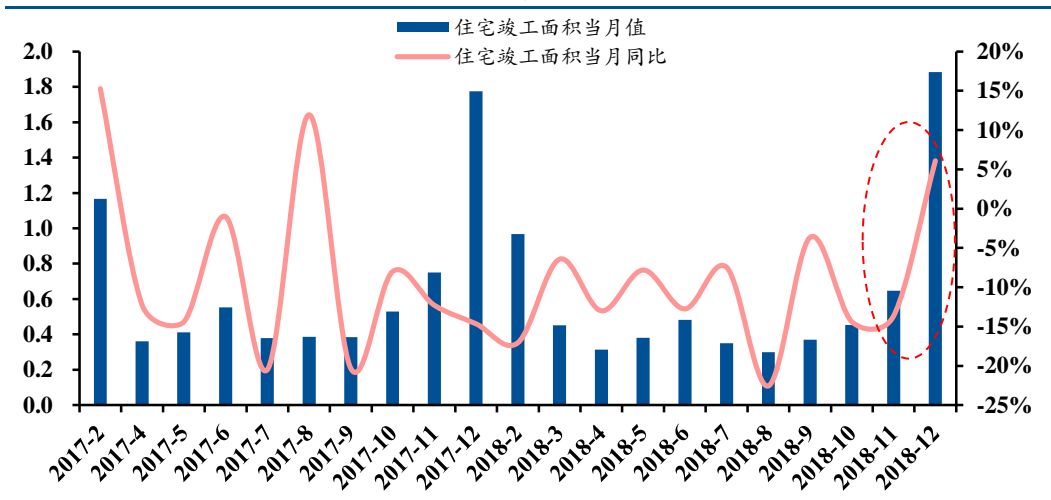


资料来源：Wind，民生证券研究院

注：图 14 中 2 月数据为 1-2 月住宅待售面积之和，其余均为单月数据。

地产数据边际改善有望助力反弹行情持续。2018 年全年住宅竣工面积同比下降 8.1%，单 12 月同比增长 6.1%，单月增速环比提升 19.7pct，单月增速年内首次由负转正。一方面，在家具板块估值逐步调整到位之际，地产竣工数据边际改善能带来估值修复行情。另一方面，住宅竣工到家具消费有约 1-3 个月的延迟，传导至家具企业业绩端改善也会有相应时滞，估值修复叠加业绩改善，地产数据边际改善有望助力反弹行情持续。

图 15：2018 年 12 月住宅竣工面积同比增长 6.1%，单月增速年内首次由负转正（亿平米）



资料来源：Wind，民生证券研究院

四、投资建议

随着估值逐步调整到位，一线家具企业的长期投资价值逐步凸显，推荐**欧派家居**（品类最全、经销门店最多，整装大家居有望发力）、**顾家家居**（成本端受益 TDI 价格下降、品类拓展顺利床垫业务快速推进）。

五、风险提示

原材料价格上涨、房地产销售增速下行。

插图目录

图 1: 2014 年底家居板块指数明显向下调整	5
图 2: 2015 年底家居板块指数有明显向下调整	5
图 3: 2016 年底家居板块指数有明显向下调整	5
图 4: 2017 年底家居板块指数有明显向下调整	5
图 5: 2015 年以来家具板块收益逐年递减, 2018 年为负收益	5
图 6: 2015 年以来住宅竣工面积增速持续下行	5
图 7: 2018 年家具板块指数持续下行, 全年下跌-47%	6
图 8: 18 年初以来家具营收增速突破历史低位 (亿元)	6
图 9: 19 年以来家具板块指数相较年初低点反弹约 8%	7
图 10: 家具板块估值目前约 18 倍, 为近 7 年低值	8
图 11: 欧派目前估值 (TTM) 约 23 倍, 为上市以来低位	8
图 12: 顾家目前估值 (TTM) 约 21 倍, 为上市以来低位	8
图 13: 家具企业收入滞后住宅竣工约 1-3 个月	8
图 14: 2016 年初住宅待售面积达到历史高位 (亿平米)	8
图 15: 2018 年 12 月住宅竣工面积同比增长 6.1%, 单月增速年内首次由负转正 (亿平米)	9

表格目录

表 1: 除去 2018 年, 家具行业指数春节后 5 日、10 日、20 日均值均跑赢大盘	4
表 2: 2014-2017 年家具板块指数均具备节后开启上涨, Q4 向下调整的特征	4
表 2: 在降准、促进消费政策、QFII 提额、地产数据边际改善等因素催化下, 家具板块指数明显反弹	7

分析师与研究助理简介

陈柏儒，北京交通大学技术经济学硕士，2012年加盟民生证券研究院，从事轻工行业及上市公司研究。

聂贻哲，浙江大学工学硕士，2017年加入民生证券研究院，从事轻工行业及上市公司研究。

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测未来股价涨幅 15% 以上
	谨慎推荐	分析师预测未来股价涨幅 5%~15% 之间
	中性	分析师预测未来股价涨幅 -5%~5% 之间
	回避	分析师预测未来股价跌幅 5% 以上
行业评级标准		
以报告发布日后的 12 个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测未来行业指数涨幅 5% 以上
	中性	分析师预测未来行业指数涨幅 -5%~5% 之间
	回避	分析师预测未来行业指数跌幅 5% 以上

民生证券研究院：

北京：北京市东城区建国门内大街28号民生金融中心A座17层；100005

上海：上海市浦东新区世纪大道1239号世纪大都会1201A-C单元；200122

深圳：广东省深圳市深南东路 5016 号京基一百大厦 A 座 6701-01 单元；518001

免责声明

本报告仅供民生证券股份有限公司（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。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。本公司也不对因客户使用本报告而导致的任何可能的损失负任何责任。

本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。

本公司在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或参与本报告所提及的公司的金融交易，亦可向有关公司提供或获取服务。本公司的一位或多位董事、高级职员或/和员工可能担任本报告所提及的公司的董事。

本公司及公司员工在当地法律允许的条件下可以向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务以及顾问、咨询业务在内的服务或业务支持。本公司可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。

未经本公司事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播本报告。本公司版权所有并保留一切权利。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。