

轻工制造

包装仍是主线，施工高峰助力家装工程加速放量

轻工板块 19H2 细分行业推荐顺序为：包装 > 家装工程 > 轻工消费 > 木浆系 > 定制 > 软体 > 废纸系。

包装仍是主线。轻工行业 19 年下半年我们仍旧看好包装行业，包装行业上游原材料价格下降，带来业绩弹性，并且平台化整合不断推进，行业有望持续向龙头企业集中，行业竞争格局在不断优化，推荐**合兴包装、奥瑞金**。

19H2 有望迎施工高峰，看好工程单放量企业。18 年地产销售良好，但竣工为负，一般交房周期 1~2 年，预计 19H2 为施工高峰，将助力家装工程加速放量，工程单较多家居企业有望在 19H2 受益，推荐**欧派家居、江山欧派、海鸥住工**。

宏观经济波动下，消费轻工标的具备防御性。19 年下半年宏观经济可能存在波动，中美贸易摩擦仍在进行，文具和生活用纸等消费品下游需求相对稳定，受宏观层面影响较小，具备一定的防御属性，推荐**晨光文具、中顺洁柔**。

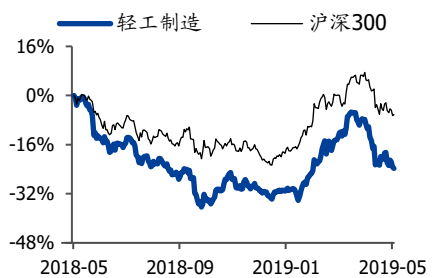
木浆系产品 19 年首轮提价顺畅，纸厂盈利有望逐季改善。木浆系造纸企业 19Q1 筑底，19 年 5 月成品纸涨价落实，原材料木浆价格自 19 年 3 月开始下跌，自 Q2 纸厂盈利有望逐季改善，推荐**太阳纸业、晨鸣纸业、华泰股份**。

定制和软体家居需求预计在明年释放，推荐定制中信息化程度高，整装大家居布局领先的**尚品宅配**；软体中品类布局完善的**顾家家居**，以及细分品类龙头**梦百合**。箱板瓦楞纸价受到进口纸价压制，后续维持平稳可能性较大，推荐产业链延伸拓展包装互联网平台的**山鹰纸业**。

风险提示：原材料价格大幅上行风险，下游需求不及预期风险，贸易摩擦加剧风险，地产销售景气度下行风险。

增持（维持）

行业走势



作者

分析师 丁婷婷

执业证书编号：S0680512050001

邮箱：dingtingting@gszq.com

相关研究

- 1、《轻工制造：巴西鸚鵡停产 100~150 万吨阔叶浆，看好木浆系行业下半年业绩表现》2019-05-10
- 2、《轻工制造：三板块 Q1 基本面开始企稳，关注收入增长稳健的龙头标的》2019-05-06
- 3、《轻工制造：FDA 批准 IQOS 在美销售，利好 HNB 布局领先企业》2019-05-06

重点标的

股票代码	股票名称	投资评级	EPS (元)				PE			
			2018A	2019E	2020E	2021E	2018A	2019E	2020E	2021E
002228	合兴包装	买入	0.20	0.30	0.43	0.61	25.50	17.00	11.86	8.36
002701	奥瑞金	买入	0.10	0.39	0.48	0.62	48.80	12.51	10.17	7.87
603833	欧派家居	增持	3.74	4.62	5.92	7.83	29.73	24.06	18.78	14.20
603208	江山欧派		1.89	2.53	3.11	3.91	14.08	12.50	10.18	8.09
002084	海鸥住工		0.08	0.22	0.26	0.32	46.96	20.72	17.54	14.33
002078	太阳纸业	买入	0.86	0.71	0.90	1.08	7.45	9.03	7.12	5.94
000488	晨鸣纸业	买入	0.86	0.80	1.04	1.24	6.20	6.66	5.13	4.30
600308	华泰股份		0.62	0.82	1.03	1.25	7.06	5.62	4.49	3.69

资料来源：贝格数据，江山欧派、海鸥住工、华泰股份为 Wind 一致预测，国盛证券研究所



内容目录

投资建议：包装仍是主线，施工高峰助力家装工程加速放量.....	6
1、包装：行业竞争格局逐步优化，原材料降价释放业绩弹性.....	6
1.1 纸包装.....	6
下游需求驱动力维持，纸包装市场稳步增长.....	6
多因素推动市场向龙头集中进程，平台化整合趋势显现.....	7
包装纸价未来趋于稳定，原材料端周期属性弱化.....	10
个股推荐.....	11
合兴包装：九千亿纸包装红海破局者，赋能整合之路砥砺前行.....	11
1.2 金属包装.....	11
啤酒罐化率提升带来金包需求扩容.....	11
产业整合重筑定价体系，二片罐提价在即迎盈利拐点.....	12
个股推荐.....	14
奥瑞金.....	14
2、家居：19H2 施工高峰，看好家装工程订单放量.....	15
2.1 阳春三月，商品房销售回暖，二手房交易活跃.....	15
2.2 施工高峰助力家装工程加速放量.....	18
个股推荐.....	24
欧派家居.....	24
尚品宅配.....	24
江山欧派.....	25
海鸥住工.....	26
2.3 软体家居：细分赛道龙头跑马圈地，贸易摩擦加速集中度提升.....	26
市场空间广阔，细分赛道龙头跑马圈地正当时.....	26
贸易摩擦扰动，出口集中度加速提升.....	30
TDI、MDI 价格下行，成本端释放弹性.....	32
个股推荐.....	34
敏华控股.....	34
梦百合.....	35
3、消费轻工：生活用纸市场稳步增长，大办公领域竞争格局良好.....	35
3.1 生活用纸：千亿规模，集中度和人均用纸量提升空间大.....	35
需求端：消费必需品抗周期性较强，消费升级驱动市场增长.....	36
供给端：进入门槛抬升，中小产能加速淘汰，产能供给放缓.....	38
3.2 大办公行业：万亿级市场，行业竞争格局好.....	39
个股推荐.....	42
中顺洁柔：产品、渠道持续发力，19Q1 成本拐点显现.....	42
晨光文具：办公直销规模扩张，精品文创持续发力.....	43
4、造纸：木浆系产品景气向上格局初现，箱板瓦楞纸价以稳为主.....	43
4.1 文化纸：19Q1 盈利筑底，景气向上格局将定.....	43
供给：暂无新增产能释放，预计 19 年供应量偏紧.....	43
需求：下游需求逐步回暖，补库催生需求好转.....	45
原材料：浆厂阶段性让利，长期仍看多浆价.....	46
4.2 白卡纸：替代效应下需求上升，行业竞争格局好.....	49
4.3 箱板瓦楞纸：受进口纸价压制，未来价位以稳为主.....	51
个股推荐.....	53

太阳纸业：成本结构持续优化，多品类布局稳定业绩	53
晨鸣纸业：回归造纸主业，林浆纸一体化优势凸显	53
华泰纸业：新闻纸行业龙头，化工业务有望增厚利润	54
山鹰纸业：海外布局领先，积极拓展包装互联网平台	55
5、风险提示	55

图表目录

图表 1: 瓦楞纸包装人均消耗对比 (单位: 平方米/人)	7
图表 2: 瓦楞纸包装市场营业收入稳健增长	7
图表 3: 中国线上零售额增速快, 规模大	7
图表 4: 快递业务增速稳健	7
图表 5: 2017 年瓦楞纸包装行业 CR5 国际对比	8
图表 6: 造纸及纸制品企业数量	8
图表 7: 三级纸厂原料、产品差异	9
图表 8: PSCP 解决原先产业链痛点	9
图表 9: PSCP 平台三级递进整合	10
图表 10: 中国啤酒总产量企稳	12
图表 11: 啤酒罐化率逐年上升	12
图表 12: 中国啤酒罐化率远低于成熟啤酒消费国家, 提升潜力大	12
图表 13: 2017 年二片罐行业产能及产量格局 (亿罐)	13
图表 14: 2017 年三片罐行业产量格局 (亿罐)	13
图表 15: 金属包装容器固定资产投资额 2014 年开始增速下降, 产能扩张回归理性	13
图表 16: 2016 年开始龙头企业金属包装销售单价提升	14
图表 17: 金属包装产业集中度提升, 议价能力重筑	14
图表 18: 我国 30 大中城市商品房销售面积及竣工面积增速	15
图表 19: 我国一线 30 大中城市商品房销售面积及竣工面积增速	15
图表 20: 我国二线 30 大中城市商品房销售面积及竣工面积增速	16
图表 21: 我国三线 30 大中城市商品房销售面积及竣工面积增速	16
图表 22: 全国住宅竣工面积 (万平方米)	16
图表 23: 北京二手住宅成交面积: 累计值 (万平方米)	17
图表 24: 深圳二手住宅成交面积: 累计值 (万平方米)	17
图表 25: 南京二手住宅成交面积: 累计值 (万平方米)	17
图表 26: 广州二手住宅成交面积: 累计值 (万平方米)	17
图表 27: 浮法玻璃累计销量 (万重量箱)	18
图表 28: 浮法玻璃现货平均价 (元/吨)	18
图表 29: 国家针对精装房相关政策梳理	18
图表 30: 各地针对精装房相关政策梳理	19
图表 31: 2018 年精装商品住宅开发商规模及增速	21
图表 32: 我国精装房渗透率远低于欧美日等国家及地区, 渗透空间大	21
图表 33: 我国精装房渗透率提升为趋势	21
图表 34: 19Q1 各级城市精装住宅开盘规模及增速	22
图表 35: 19Q1 精装住宅开发商数量及项目数量	22
图表 36: 精装住宅 Top 开发商市场结构及变化, 龙头市占率提升明显	22
图表 37: 19Q1 精装住宅 Top 开发商规模及增速	22
图表 38: 我国精装房市场空间测算	23

图表 39: 索菲亚 2018 年客户结构	23
图表 40: 尚品宅配 2018 年客户结构	23
图表 41: 家居板块上市公司大宗业务占比在 2018 年增长明显	24
图表 42: 定制家居行业 18 年门店增长情况	25
图表 43: 中国床垫市场规模 (亿美元)	26
图表 44: 美国记忆棉床垫市场渗透率	27
图表 45: 2017 年中国与美国记忆棉床垫渗透率对比	27
图表 46: 不同种类床垫对比	27
图表 47: 人均可支配收入提升, 购买力具备	28
图表 48: 美国 GDP 增速与床垫规模市场增速	28
图表 49: 梦百合床垫包装	28
图表 50: 互联网记忆棉品牌 Casper 美国市场销售情况	28
图表 51: 中国功能沙发渗透率远低于美国, 提升空间巨大	29
图表 52: 美国沙发及功能沙发市场规模 (亿美元)	30
图表 53: 中国沙发及功能沙发市场规模 (亿元)	30
图表 54: 软体家居企业出口、内销业务占比	30
图表 55: 软体家居企业出口美国业务占比	30
图表 56: 梦百合国外产能布局	31
图表 57: 公司位于越南的产能	31
图表 58: 美国从中国进口床垫总额及增速	32
图表 59: 美国从中国进口床垫占比	32
图表 60: TDI 与 MDI 价格走势图 (元/吨)	33
图表 61: 国内 MDI 下游产品需求占比	34
图表 62: MDI 下游需求主要产品产量增速	34
图表 63: 国内生活用纸市场规模及增速	36
图表 64: 我国人均用纸量远低于发达国家	36
图表 65: 美国前四大生活用纸品牌市占率	36
图表 66: 国内生活用纸 CR4 变化	36
图表 67: 人均用纸量和 GDP 相关系数 0.99	37
图表 68: 我国人口增长率开始回升	37
图表 69: 生活用纸单价提升	37
图表 70: 原料占比 (%) 木浆持续提升	37
图表 71: 2010~2016 年各种类生活用纸消费复合增速	38
图表 72: 各种类生活用纸消费量占比	38
图表 73: 2017 年进口针叶和阔叶浆价格大幅上涨 (美元/吨)	38
图表 74: 我国生活用纸产能及增速	39
图表 75: 生活用纸行业开工率将逐步提升	39
图表 76: 办公用品种类丰富, 对应广阔市场	40
图表 77: 大办公行业市场规模达 1.6 万亿元	40
图表 78: 国内办公直销主要的供应商可分为国产文具企业、海外办公直销企业及电商平台	41
图表 79: 我国办公直销行业集中度远低于美国	41
图表 80: 专业化文具龙头企业更可能成为办公直销行业主导者	42
图表 81: 双胶铜版纸开工率维持相对高位	44
图表 82: 双胶纸产量、消费量及同比增速	44
图表 83: 铜版纸产量、消费量及同比增速	44
图表 84: 双胶纸产能及同比增速	45

图表 85: 铜版纸产能及同比增速.....	45
图表 86: 社零增速开始回升.....	45
图表 87: 19年3月社融增长超预期.....	46
图表 88: PMI重回荣枯线.....	46
图表 89: 铜版纸价格 Q1 行至最低点后出现向上趋势.....	46
图表 90: 双胶纸价格 Q1 行至最低点后提价趋势明显.....	46
图表 91: 19Q1 纸厂使用木浆对应 18 年 9~10 月相对高价木浆 (单位: 元/吨).....	47
图表 92: 19 年 3 月国内木浆港口库存开始下滑.....	47
图表 93: 1990-2015 主要产浆国原料分布&全球森林年度净变化.....	48
图表 94: 化学纸浆的产能增减情况.....	48
图表 95: 瓦楞纸板差异.....	49
图表 96: 五层箱占比比率.....	49
图表 97: 白卡纸产能增长放缓, 开工率暂处低位.....	50
图表 98: 白卡纸产量、消费量及同比增速.....	50
图表 99: 白卡纸消费量增长优于其他成品纸.....	50
图表 100: 白卡纸消费量自 2010 年以来持续上升.....	50
图表 101: 17 以来废纸进口量持续下降.....	51
图表 102: 白板纸产能收缩加速.....	51
图表 103: 白卡纸行业集中度高.....	51
图表 104: 白卡纸价格走势.....	51
图表 105: 国内箱板纸价格.....	52
图表 106: 国内瓦楞纸价格.....	52
图表 107: 自 17 年箱板纸进口量大幅增长.....	52
图表 108: 自 17 年瓦楞纸进口量大幅增长.....	52
图表 109: 进口箱板纸价与国产箱板纸纸价.....	53
图表 110: 进口瓦楞纸价与国产瓦楞纸纸价.....	53

投资建议：包装仍是主线，施工高峰助力家装工程加速放量

轻工板块 19H2 细分行业推荐顺序为：包装 > 家装工程 > 轻工消费 > 木浆系 > 定制 > 软体 > 废纸系。

轻工行业 19 年下半年我们仍旧看好包装行业，包装行业上游原材料价格下降，带来业绩弹性，并且平台化整合不断推进，行业有望持续向龙头企业集中，行业竞争格局在不断优化，推荐合兴包装、奥瑞金。

18 年地产销售良好，但竣工为负，一般交房周期 1~2 年，预计 19H2 为施工高峰，将助力家装工程加速放量，工程单较多家居企业有望在 19H2 受益，推荐欧派家居、江山欧派、海鸥住工。

19 年下半年宏观经济可能存在波动，中美贸易摩擦仍在进行，文具和生活用纸等消费品下游需求相对稳定，受宏观层面影响较小，具备一定的防御属性，推荐晨光文具、中顺洁柔。

木浆系造纸企业 19Q1 筑底，19 年 5 月成品纸涨价落实，原材料木浆价格自 19 年 3 月开始下跌，自 Q2 纸厂盈利有望逐季改善，推荐太阳纸业、晨鸣纸业、华泰股份。

定制和软体家居需求预计在明年释放，推荐定制中信息化程度高，整装大家居布局领先的尚品宅配；软体中品类布局完善的顾家家居，以及细分品类龙头梦百合。箱板瓦楞纸价受到进口纸价压制，后续维持平稳可能性较大，推荐产业链延伸拓展包装互联网平台的山鹰纸业。

1、包装：行业竞争格局逐步优化，原材料降价释放业绩弹性

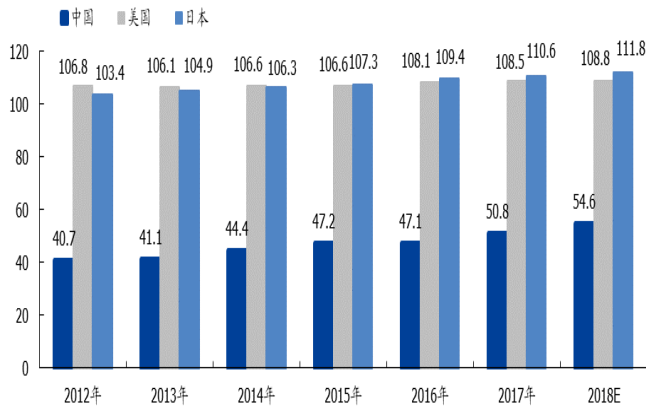
1.1 纸包装

下游需求驱动力维持，纸包装市场稳步增长

目前我国国内纸包装行业规模庞大，2017 年国内纸质包装业产值约 9521 亿元，约占整体包装行业总产值 43.7%，仍然处于稳健增长的阶段，2015-2017 年 CAGR 为 13.6%。其中，公司所处瓦楞纸包装市场，根据 Frost&Sullivan 数据，2017 年瓦楞纸包装行业营业收入约 2563 亿元，2012-2017 年 CAGR 为 13.2%。2017 年行业营收规模增速明显主要来源于 2017 年 Q3 开始原材料成本飙升，导致瓦楞纸包装产品平均价格上升。

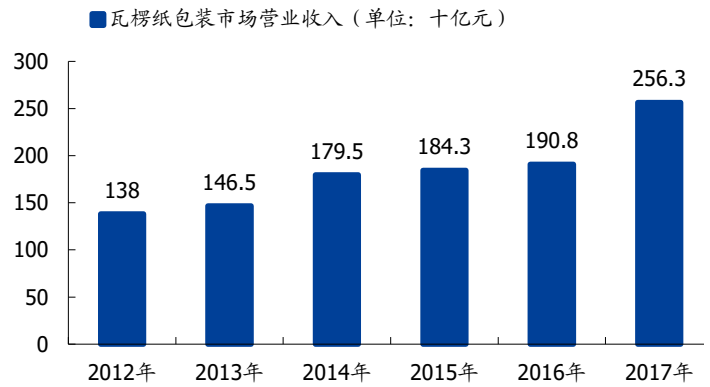
瓦楞纸包装行业规模持续扩大的主要驱动力：宏观经济景气度、人均消耗量提升、线上购物增长及政府有利政策指引。

图表 1: 瓦楞纸包装人均消耗对比 (单位: 平方米/人)



资料来源: 国际瓦楞纸箱协会 (ICCA), 国盛证券研究所

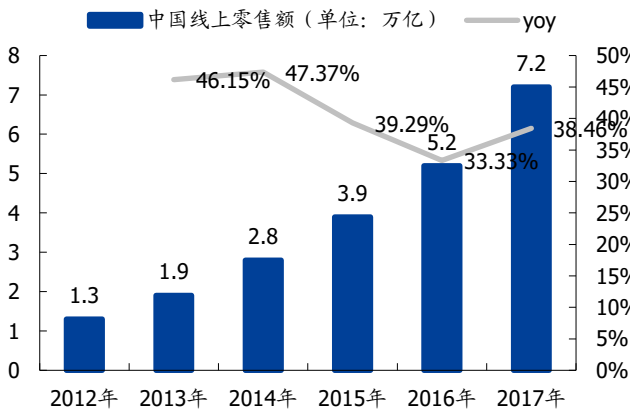
图表 2: 瓦楞纸包装市场营业收入稳健增长



资料来源: Frost&Sullivan, 国盛证券研究所

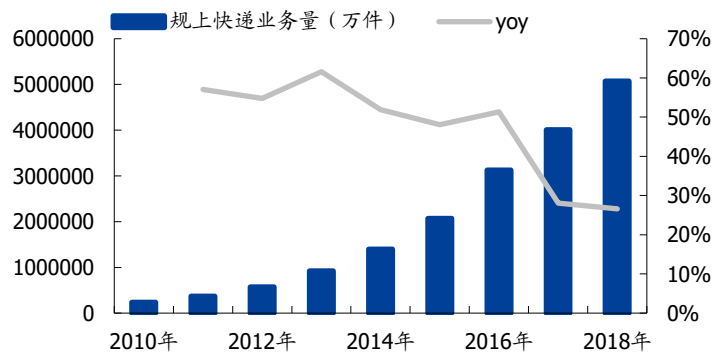
我国瓦楞纸包装人均消费量远低于日、美等国家, 提升空间广阔。2017年我国瓦楞纸包装人均消费量 50.8 平方米/人, 美国同期为 108.5 平方米/人, 日本为 110.6 平方米/人, 提升空间几乎有一倍以上, 行业规模远未触及边界。

图表 3: 中国线上零售额增速快, 规模大



资料来源: CNNIC, 国盛证券研究所

图表 4: 快递业务增速稳健



资料来源: 国家邮政局, 国盛证券研究所

我国线上消费习惯逐步成熟, 快递业务增长是为瓦楞纸包装行业重要增量。2018年我国规模以上快递业务量 507.10 亿件, 同比提升 26.60%, 伴随我国线上消费习惯趋于成熟, 增速趋于稳健, 经历过去十年高速增长, 快递业务总量规模较大, 2019年仍有望维持 20%以上增速。根据国家邮政局披露数据显示, 2016年包装箱 (瓦楞纸箱) 占快递业务量比重为 27.49%, 我们推算 2018年快递产生的瓦楞纸箱需求约为 139.4 亿件。若快递业务量以中性悲观预期增速为 20%, 则快递产生的瓦楞纸箱需求 2019-2020 年约为 167.3、200.7 亿件, 每年约增加 30 亿件。

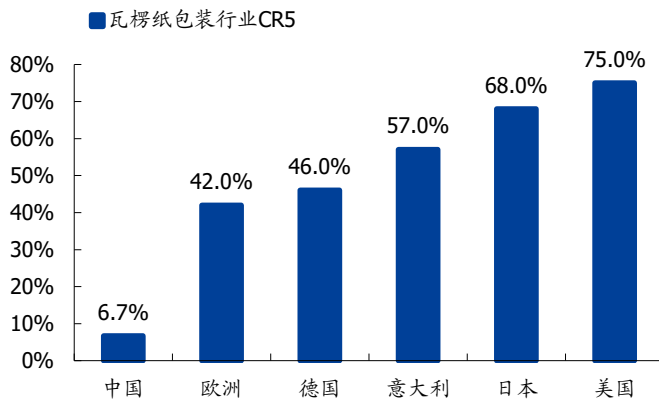
政府政策鼓励发展环保型及可循环利用的包装材料, 瓦楞纸包装包含 93%的可循环再用材料。瓦楞纸包装产品具有轻量化、可回收利用、易降解等特点, 被认为是“绿色包装”, 符合我国低碳循环经济及节能、减排的目标。

多因素推动市场向龙头集中进程, 平台化整合趋势显现

我国包装产业呈现“大而高度分散”的格局, 集中度低, 属于原子型市场结构。截至 2017 年, 全国包装企业总数达 25.21 万家, 规模以上企业仅 3 万余家, 90%左右为中小企业。瓦楞纸行业 CR5 占比于 2017 年仅 6.7%, CR10 为 9.4%, 欧美、澳洲等国家 CR5 达

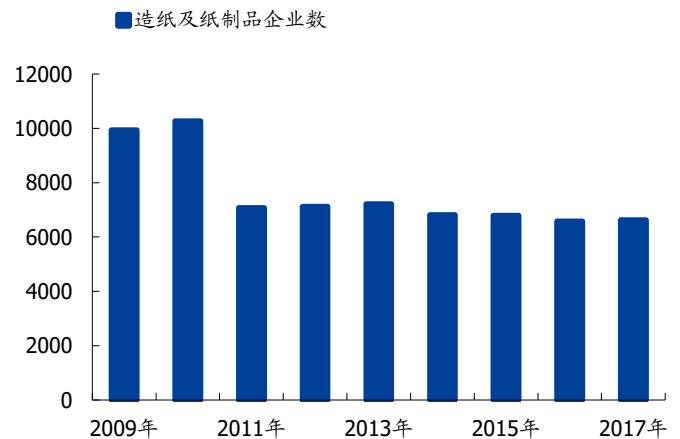
到80%以上，我国纸包装行业集中度提升空间大。

图表 5: 2017 年瓦楞纸包装行业 CR5 国际对比



资料来源: Frost&Sullivan, 国盛证券研究所

图表 6: 造纸及纸制品企业数量



资料来源: wind, 国盛证券研究所

纸包装行业集中度提升进程持续，基于以下几个原因，未来市场将向头部企业集中：

1) 中小型包装纸厂面临代际更替问题：中小型包装纸厂多为家族式经营企业，并且创始人 50~60 年代“创一代”，已基本接近退休年纪，并考虑家族企业继承问题，但其子女多留学海外或进入其他新兴行业，接手传统制造业的有意愿较低，因此这部分中小型企业未来需要通过合适的途径退出市场。

2) 纸价维持高位，中小企业营商环境恶化：17 年纸价大幅上涨后，18 年虽有所回落，但包装纸价仍维持相对高位，挤出部分小型包装企业。国家对企业征税等行为进行规范，以及资金成本较高等问题导致近两年中小型企业营商环境较差，规范成本增加，加速推出市场。

3) 下游需求高端化趋势显现：消费升级趋势下，包装行业下游客户对其包装的要求也在不断提升，高端化趋势逐步显现，而中小型包装企业的产能难以满足下游需求，未来生存空间将逐步被压缩。

包装行业集中度持续提升，但进程慢的原因：

瓦楞纸包装行业，集中度提升虽为趋势，但速率实则缓慢。2013 年 CR5 约为 2.85%，2016 年为 4.86%，2017 年为 6.70%，合兴包装 2018 年市占率约为 3%。造成行业格局高度分散，集中度提升缓慢的理由我们认为有三点：

1) 销售半径制约。瓦楞纸包装行业具有“50-100 公里”销售半径，龙头的规模化、精细化带来的成本优势，一旦运输半径超过 100 公里则开始边际减弱，具有距离优势的中小产能相对盈利能力更强。

2) 三级厂资本、技术准入门槛低。由于三级厂只需外购瓦楞纸板进行加工，不生产原纸及纸板，技术及投资门槛低，中小型三级厂大量存在。环保政策趋严，主要受影响的是二级厂。

图表 7: 三级纸厂原料、产品差异

	生产原材料	出产产品
一级厂	纸浆、废纸	箱板纸、瓦楞芯纸、瓦楞纸板、瓦楞纸箱
二级厂	箱板纸、瓦楞芯纸	瓦楞纸板、瓦楞纸箱
三级厂	瓦楞纸板	瓦楞纸箱

资料来源: 中国纸业网, 国盛证券研究所

3) 纸包行业已形成区域性生态, 龙头跨区域新增产能容易形成地区性博弈格局, 外延并购实际操作难度大。在已有区域性生态中, 中小产能在当地获取订单能力相对较强。龙头扩张通常通过新增产能、外延并购两种途径。在已有生态中新增产能, 可能同当地已有中小产能发生价格竞争, 形成博弈格局。并且新增产能爬坡需要一定时间, 重资产扩张面临一定投资风险。外延并购实际操作难度大: 其一, 中小型厂控制人仍为一代创业者不愿转卖资产, 谈判难度较大。其二, 中小型厂规范程度不一, 涉及税务、员工五险一金、环保卫生等问题, 并入龙头体系内规范化改造成本高。

包装行业平台化整合趋势显现, 通过平台聚合包装产业链上下游企业。纸包装行业市场空间接近 5000 万亿, 90% 为中小型企业, 虽然行业集中度在不断提升, 但进程却非常缓慢。在这样的背景下包装企业和原纸厂都开始探索其他的整合路径, 首先是合兴包装 2016 年 PSCP 平台建立, 2018 年裕同科技 S2B 平台推出, 2019 年山鹰纸业云印包装互联网产业链平台开启。包装行业平台化整合模式, 通过将中小型供应商和下游订单聚合到一个平台上, 进行撮合匹配, 提高包装行业上下游整体经营效率。而不同的公司利用平台整合, 对其自身原材料采购和订单增加形成利好, 并通过收取服务费和效率提升等形式形成利润。

平台化整合模式具备以下优势, 因此在全新的行业整合模式下, 未来包装行业集中度有望加速提升:

传统模式整合阻力大, 并购风险高, 不适合国内纸包装行业实情, 以下以合兴包装 PSCP 平台为例进行分析: PSCP 是合兴包装供应链云平台, 利用“合兴”品牌影响力, 整合上下游供给与需求信息, 优化产业链配置效率。各地包材供应伙伴企业在供应链平台发布产能信息, 在公司未开设工厂的业务区域或需求旺季产能不足时, 将订单分包给其他包材供应商, 实现整合各地产能。

图表 8: PSCP 解决原先产业链痛点

	上游	中游	下游
中小产能痛点	对原材料价格缺乏控制力。	地区发展不平衡; 集中度低, 竞争无序。资金、融资实力不足, 无法兑现大型订单。	对大型客户缺乏议价能力; 旺季产能不足, 淡季产能过剩。
PSCP 平台解决	将原材料需求化零为整, 提升对上游议价权。	轻资产控制、整合、吸收优质产能。资本输出: 提供贷款、入股。管理输出: 租赁产能负责运营。	汇聚大量供给, 灵活调整淡旺季产能供给; 产品有品牌背书, 质量可控, 交易透明。

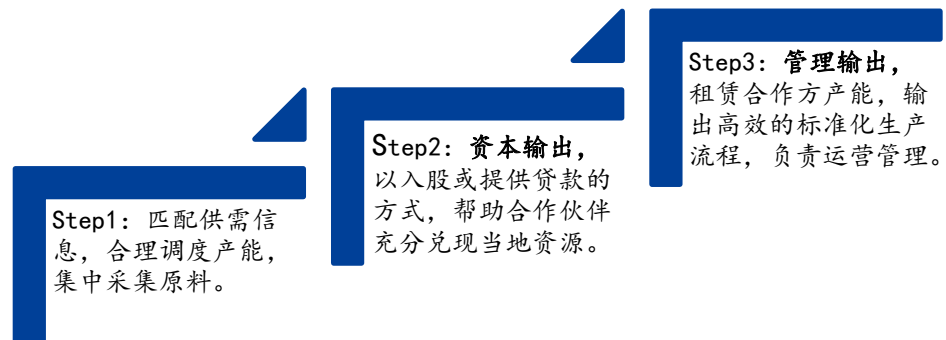
资料来源: 国盛证券研究所整理

1) 平台对中小产能粘性强:

➢ **合作伙伴订单增长:** PSCP 平台汇聚全国供给及需求信息, 在产能空白区或旺季产能

- 不足时，灵活调度充裕产能，提高平台合作伙伴订单量、产能利用率。
- **资本支持：**中小型纸包企业在产能不足需要扩张时，通常面临资金紧张情况，有时难以兑现某些大规模订单。实际操作中，中小纸包企业向银行贷款通常被归类于造纸行业，融资较为困难。平台对于优质合作伙伴予以入股，或资本支持。
 - **成本降低：**平台根据分析订单，集中向上游采购原纸，集中采购使采购价格低、信用期延长。
 - **管理输出：**公司经过二十余年标准化生产经营，已形成一整套标准化建厂及生产流程，对瓦楞纸箱生产中厂房、生产线、机器设备、仓库的设计及布局，工人的安排及生产都进行量化和标准化，有较强的可复制性，使运营成本降至最低。公司对入股的合作包装企业输出管理，是赋能型整合模式的第二阶段。

图表 9: PSCP 平台三级递进整合



资料来源：公司公告，国盛证券研究所整理

2) 解决公司新增产能及并购痛点：

- **非博弈形式新增产能：**平台以资金支持合作伙伴新增产能，及利用大数据发现产能空白区后自建产能两种方式，实现非博弈形式的产能扩张，不破化当地生态价值链，并且降低新增产能投资风险，在产能空白点实施精确的实质性扩张。
- **筛选优质并购标的：**通过 PSCP 平台深度合作，公司可发掘内部管控严格、经营效率高的优质产能，精细化选择最优并购标的，高效率进行横向并购，提高并购成功率。

3) PSCP 供应链整合模式可复制：三级递进式的整合模式简洁，流程可标准化复制，合作伙伴排队入场，从曾经的“找项目”到现在的信息汇聚，提升整合效率。合作流程建立起一套筛选及递进流程，三级递进整合实现流程化、标准化。

包装纸价未来趋于稳定，原材料端周期属性弱化

原材料价格波动有望平滑，包装企业业绩周期属性降低。纸包装企业产品主要原材料为箱板瓦楞纸，国内箱板瓦楞纸行业经历了 2017-2018 年持续高价格格局之后，进口原纸渠道日渐成熟，一旦国内原纸价格波动至进口原纸价格之上，原纸进口量将出现大幅增长现象，因此我们认为，进口原纸价格将成为国内价格的有效阻力。加之大量高性价比废纸原材料流入周边国家，我们预计未来来自东南亚及南亚地区的进口原纸将极具竞争力，国内原纸价格将大概率较难出现大幅波动现象，公司因原材料价格波动导致的业绩周期性将大幅降低。

当前包装纸格局利好瓦楞包装龙头合兴包装。原纸价格中枢平稳或向下，虽然不见得能完成兑现到瓦楞纸包装产业的利润中，但在股权投资层面，市场对瓦楞纸包装成本端的周期性预期将会下滑，将有利于该行业上市公司估值提升。合兴包装是国内收入体量最大的瓦楞纸包装公司，在前端行业整合趋势及自身赋能型整合平台的合力下，公司收入

利润高速增长的同时，成本端周期属性减弱成为我们推荐合兴包装的有利理由。

个股推荐

合兴包装：九千亿纸包装红海破局者，赋能整合之路砥砺前行

四年磨一剑，赋能型整合之路砥砺前行。公司 PSCP 赋能型整合平台从 2016 年至今已进入第四个年头，规模从 2016 年的 2 亿增长至 2018 年的 28 亿的同时，实现了公司资产负债率逐级下行，资产周转率逐年提升，收现比及现金流净额持续改善，ROE 稳步上行。公司秉承积极稳健的原则不断探索行业整合的可行之路。我们认为，在市场规模如此之大的瓦楞纸包装行业，公司专注主业，深耕产业的企业战略将有望在行业整合大势中有所作为。

原材料价格波动有望平滑，公司业绩周期属性降低。公司产品主要原材料为箱板瓦楞纸，国内箱板瓦楞纸行业经历了 2017-2018 年持续高价格格局之后，进口原纸渠道日渐成熟，一旦国内原纸价格波动至进口原纸价格之上，原纸进口量将出现大幅增长现象，因此我们认为，进口原纸价格将成为国内价格的有效阻力。加之大量高性价比废纸原材料流入周边国家，我们预计未来来自东南亚及南亚地区的进口原纸将极具竞争力，国内原纸价格将大概率较难出现大幅波动现象，公司因原材料价格波动导致的业绩周期性将大幅降低。

并购合众创亚填补地缘空白产能区，纳入合兴体系经营效率提升，盈利能力释放。收购合众创亚，公司在长三角、西部地区及京津冀地区供应能力强化，辽沈、呼和浩特等区域产能空白得到填充，公司原有 30 个工厂与合众国内 14 个工厂实现订单、生产协同。合众订单结构优于公司传统订单，伴随吸纳入合兴体系，精简架构，复制高效生产模式，合众创亚盈利能力有望释放。

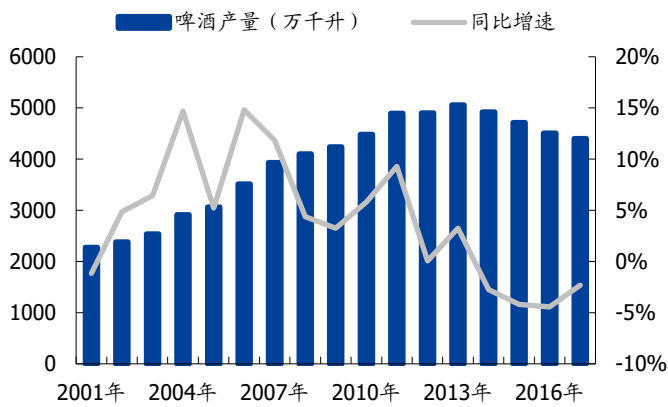
公司 PSCP 为低风险可持续的行业整合路径，围绕瓦楞包装业务扎实稳步推进，估值双击成长可期，维持“买入”评级。我们预计公司 2019-2021 年实现归母净利润 3.46/5.08/7.17 亿元，同增 48.4%/46.9%/41.0%，当前股价对应 PE 为 17.6/12.0/8.5 倍。

1.2 金属包装

啤酒罐化率提升带来金包需求扩容

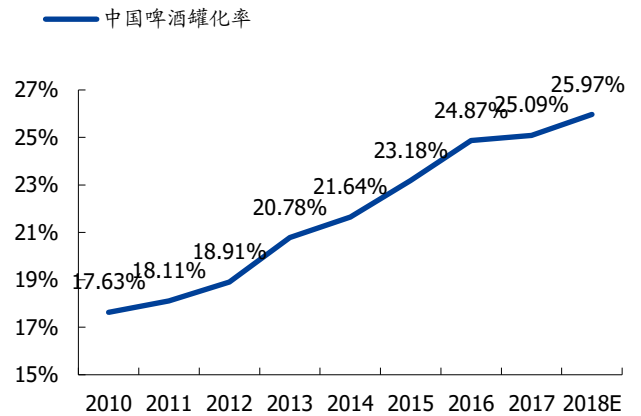
中国啤酒行业销售总量增速企稳，产品结构升级的趋势拉动啤酒罐化率提升。中国啤酒总产量于 2013 年触顶后进入拐点，自 5062 万千升后逐年小幅下滑，2017 年产量为 4402 万千升，人均消费量 33Kg 接近日本、韩国水平，消费拐点来临，行业增长逻辑由“量”转向“质”的提升，产品结构升级成为主流啤酒厂商在新趋势下的核心策略，由于小瓶装平均盈利能力更强，在啤酒小瓶化的趋势下，听装酒消费愈发流行，叠加跨区销售带动啤酒长距离运输需求不断增加，啤酒罐化率逐年提升，由 2010 年的 17.63% 提升至 2018 年的 26.78%。

图表 10: 中国啤酒总产量企稳



资料来源: wind, 国盛证券研究所

图表 11: 啤酒罐化率逐年上升

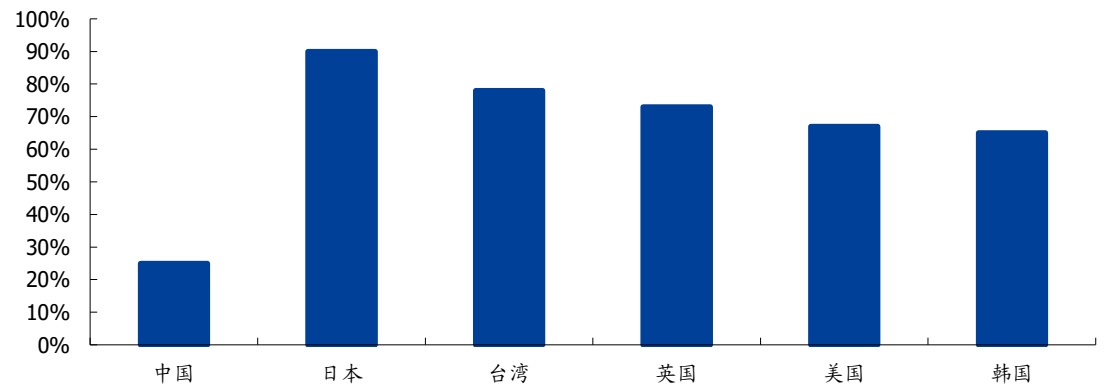


资料来源: Euromonitor, 国盛证券研究所

基于中国啤酒总产量增速企稳, 假设总产量 4402 万千升不变, 罐化率基准为 25.09%, 330ML 啤酒二片罐需求约 334.65 亿罐, 或 500ML 二片罐需求约 220.87 亿罐, 啤酒罐化率每增加 1%, 将新增 13.34 亿个 330ML 规格二片罐需求, 或 8.80 亿个 500ML 二片罐需求。

当前中国啤酒罐化率 25% 左右, 远低于成熟啤酒市场罐化率水平, 二片罐行业空间尚广。根据 Euromonitor 统计数据显示, 中国啤酒罐化率尚处低位, 与日本 (90%)、台湾 (78%)、英国 (73%)、美国 (67%)、韩国 (65%) 等成熟市场仍存在较大差距。在啤酒小瓶化趋势下, 公司二片罐业务增量空间较大。

图表 12: 中国啤酒罐化率远低于成熟啤酒消费国家, 提升潜力大



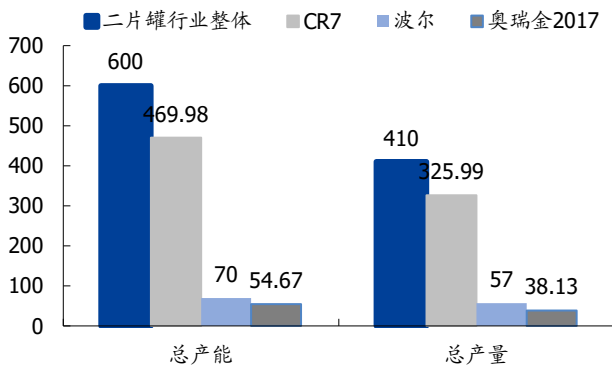
资料来源: wind, 国盛证券研究所

产业整合重筑定价体系, 二片罐提价在即迎盈利拐点

二片罐行业供给过剩、生产厂家议价权较弱的局面有望通过产业横向并购改善。自 2010 年以来二片罐企业扩张产能、三片罐企业大批量扩充二片罐生产、中小型啤酒场同时进入二片罐生产, 截至 2017 年二片罐总产能接近 600 亿罐, 形成供给过剩的局面, 致使二片罐价格逐年下滑。由于啤酒罐化率提升、行业集中度提升、中小产能逐步出清, 目

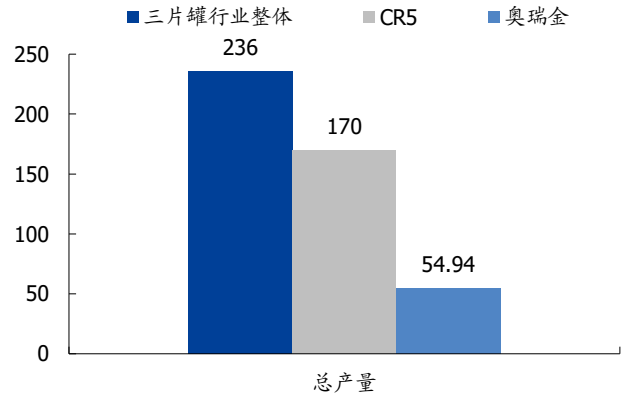
前二片罐价格进入相对稳定的提升通道，龙头企业二片罐提价在即。由于市场集中度提高，制罐企业向上下游议价能力提高，行业整合带来龙头企业盈利能力提高成为新的趋势。行业竞争格局方面，当前产能及产量主要集中于少数龙头企业，龙头企业之间规模差距不大。

图表 13: 2017 年二片罐行业产能及产量格局 (亿罐)



资料来源: 新世纪评级对“16奥瑞金”跟踪评级报告, 国盛证券研究所。注: CR7 包括: 宝钢包装、中粮包装、奥瑞金、波尔、皇冠、联合制罐、太平洋制罐。

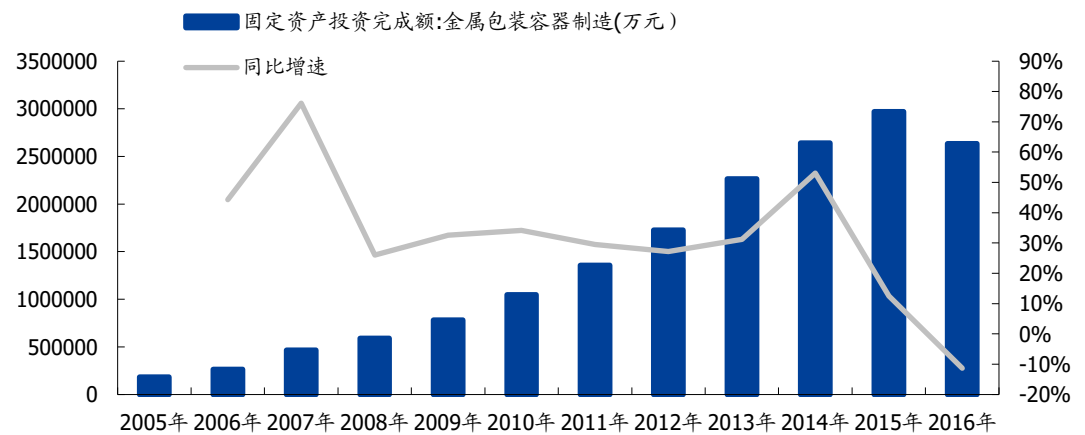
图表 14: 2017 年三片罐行业产量格局 (亿罐)



资料来源: 新世纪评级对“16奥瑞金”跟踪评级报告, 国盛证券研究所。注: CR5 包括: 奥瑞金、嘉美、晨兴、福贞、吉源。

当前二片罐行业产能格局步入良性通道。目前，二片罐行业的固定资产投资增幅大幅下降，产能扩张回归理性，而市场需求在啤酒罐化率提升、纤体罐等新产品快速增长等因素下仍处于增长阶段，行业供求关系逐步优化。随着主要原材料价格趋稳、产品价格逐步回升。

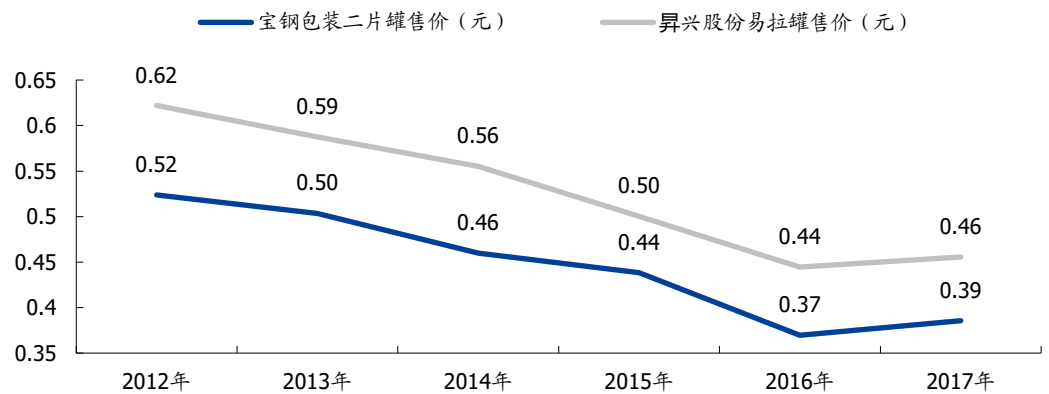
图表 15: 金属包装容器固定资产投资额 2014 年开始增速下降，产能扩张回归理性



资料来源: wind, 国盛证券研究所

产业整合重筑议价体系，二片罐价格触底开始回升。当前金属包装行业三片罐市场由于客户群体稳定，毛利率较高，售价稳定，盈利能力主要受原材料成本影响。二片罐市场总体仍处于供过于求，包装生产企业对下游客户议价能力较弱，叠加原材料价格上涨，导致二片罐行业毛利率于 2016 年开始进入历史低点。自 2017 年开始，因毛利率触底和行业集中度提升，部分龙头二片罐生产企业开始提价。

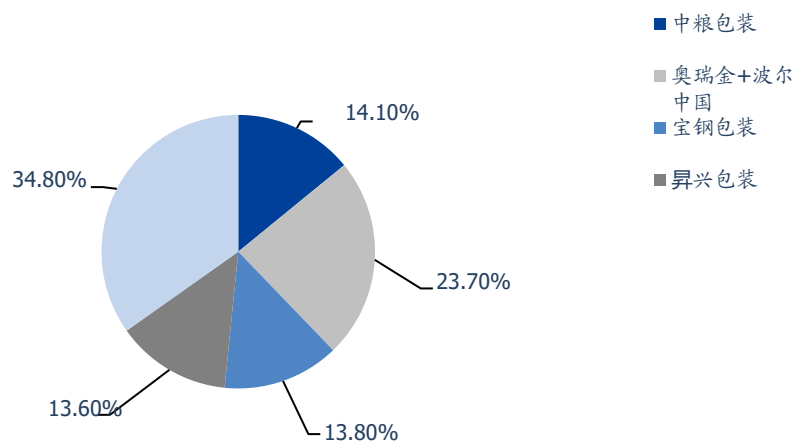
图表 16: 2016 年开始龙头企业金属包装销售单价提升



资料来源: 宝钢包装年报, 昇兴股份年报, 国盛证券研究所

在产能过剩、竞争趋于激烈及环保政策趋严、原材料成本上升推动下, 中小产能出清加速。我们认为金属包装行业产能增速在未来不会大幅提高, 行业内主要以龙头企业横向并购为主, 产业集中度不断提升有助于捋顺供需关系, 提升制罐议价权, 重筑定价体系。伴随奥瑞金拟收购波尔亚太, 金属包装集中度进入新纪元, 其中以“奥瑞金-波尔-中粮”系市占率居首, 协同市占率可达 37.8%。

图表 17: 金属包装产业集中度提升, 议价能力重筑



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

个股推荐

奥瑞金

红牛影响已经边际减弱, 市场预期并未改善, 金包龙头被低估。自 2016 年 10 月开始经历红牛商标许可协议扰动、2017 年一季度红牛短暂停产后, 红牛业绩并无实质性影响, 2018 年红牛业绩进入企稳回升期, 我们预计红牛 18、19 年业绩将维持 10% 的增速。公司当前 PE19X 处于历史低点, 叠加 MSCI 扩容奥瑞金在列, 估值提升值得期待。

二片罐产业趋势进入拐点, 龙头奥瑞金受益明显。量: 当前我国啤酒罐化率仅 25% 左右, 远低于日、美等国家, 当前啤酒小瓶化、易拉罐包装成趋势, 二片罐需求加速放量在即。

罐化率提升一是受我国啤酒产品结构升级驱动，小瓶化、精品化产品占比提升，二是因二片罐包装本身性价比高而受青睐：价格几乎为玻璃瓶一半，易拉罐瓶装线效率在 2.4-12 万/小时不等，瓶装线效率为 2.4-4.8 万/小时不等。基于中国啤酒总产量增速企稳，罐化率每提升 1%，将新增 13.34 亿个 330ML 个二片罐需求，或 8.8 亿个 500ML 二片罐需求，二片罐龙头奥瑞金产能将位居行业第一，产能快速响应优先享受行业需求放量红利。**利：**龙头议价能力重筑，19 年伴随对波尔亚太的收购，“奥瑞金-中粮-波尔系”协同市占率可达 37.8%，议价体系重筑，二片罐提价逐步落实。

咸宁厂新客户陆续进场，产能爬坡基础夯实。2018 年咸宁厂产能利用率约 40%，设计产能 10 亿罐。当前新客户陆续进场，包括百威、达能、安利等，产能爬坡基础坚实。咸宁新型包装项目自动化、智能化程度为国际最高水平，用以满足市场日益剧增的异型罐需求，异性罐盈利能力比普通产品更强，咸宁厂将成为 19 年公司业绩弹性坚实支持点。

盈利预测与投资建议：基于产能爬坡进度中性预期及二片罐放量、提价合理进度，我们预计公司 2019-2020 年营业总收入为 111.01 亿，142.89 亿，归母净利润为 9.1 亿、11.35 亿，对应 EPS 为 0.39 元，0.48 元，当前股价对应 PE 为 15.0X，12.0X，维持“买入”评级。

2、家居：19H2 施工高峰，看好家装工程订单放量

2.1 阳春三月，商品房销售回暖，二手房交易活跃

一、二、三线商品房销售情况自 18 年三季度起有回暖趋势，一线城市销售情况表现突出，家居消费需求扩容。19 年 3 月，全国 30 大中城市销售面积同增 20.40%，其中 30 个大中一线城市销售面积同增 61.81%，30 个大中二线城市销售面积同增 5.21%，30 个大中三线城市销售面积同增 23.48%。

图表 18：我国 30 大中城市商品房销售面积及竣工面积增速



资料来源：国家统计局，国盛证券研究所

图表 19：我国一线 30 大中城市商品房销售面积及竣工面积增速



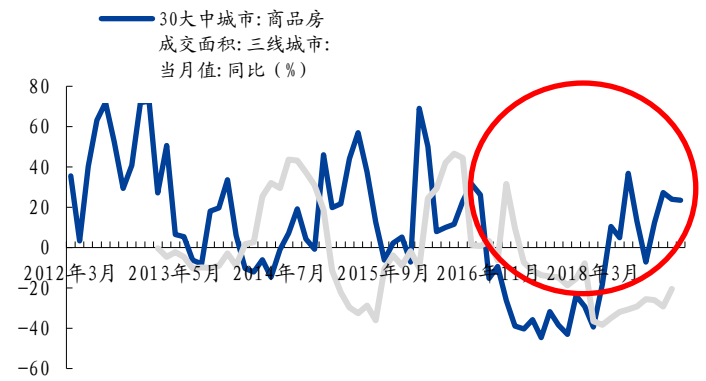
资料来源：国家统计局，国盛证券研究所

图表 20: 我国二线 30 大中城市商品房销售面积及竣工面积增速



资料来源: 国家统计局, 国盛证券研究所

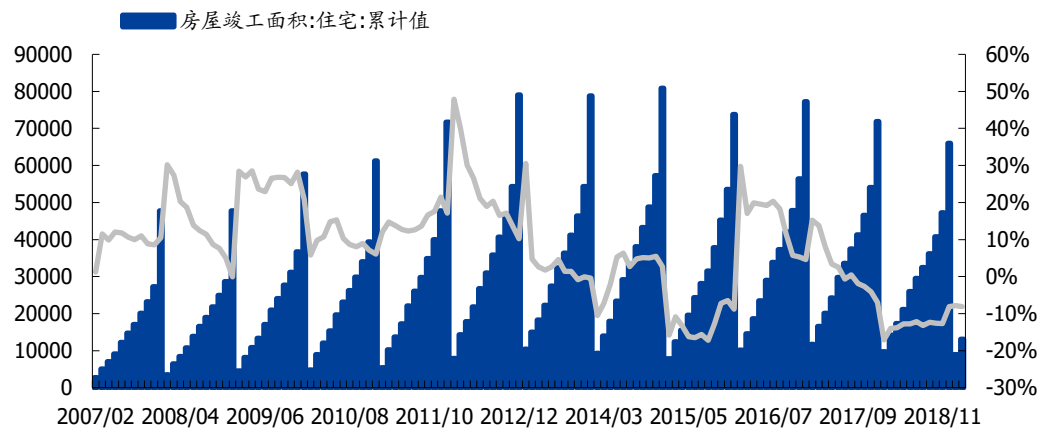
图表 21: 我国三线 30 大中城市商品房销售面积及竣工面积增速



资料来源: 国家统计局, 国盛证券研究所

2019 年 1-3 月全国住宅竣工面积 13043 万平方米, 同比下降 8.13%; 单三月全国住宅竣工面积 4118 万平方米, 同比下降 8.82%, 3 月竣工面积增速较 1-2 月下降 0.3%

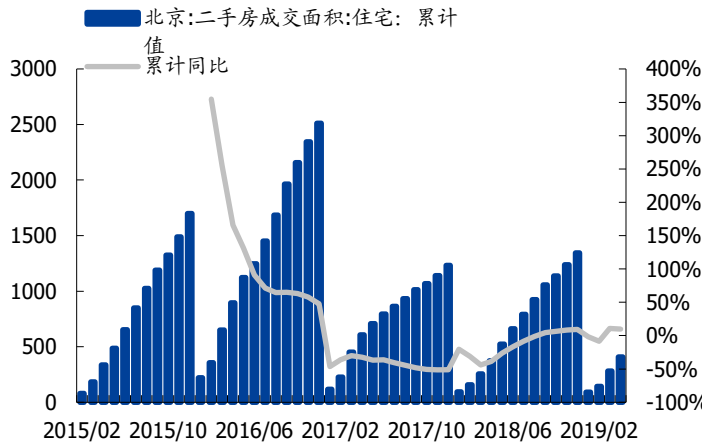
图表 22: 全国住宅竣工面积 (万平方米)



资料来源: 国家统计局, 国盛证券研究所

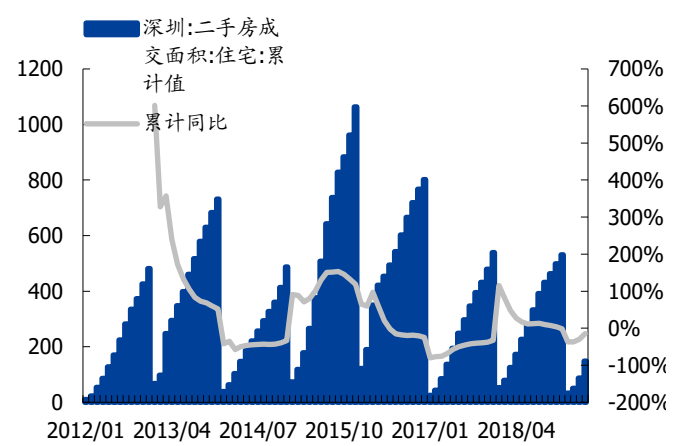
19 年起重点观测城市二手住宅销售增速逐月加速回暖, 4 月抬头明显。我们持续跟踪北京、深圳、南京、广州、无锡、武汉、大连、郑州八市二手住宅成交数据, 以北京、深圳为一线城市代表, 北京二手住宅成交面积自 19 年 3 月明显抬头, 1-4 月累计同增 9.77%, 单 3、4 月增速分别为 142.04%/107.53%, 单月增速由负转正。深圳二手住宅自 19 年 4 月起单月增速转正, 单 4 月二手住宅销售面积同增 27.27%, 1-4 月累计增速-14.38%, 19 年负增速逐月减小。

图表 23: 北京二手住宅成交面积: 累计值 (万平方米)



资料来源: wind, 国盛证券研究所

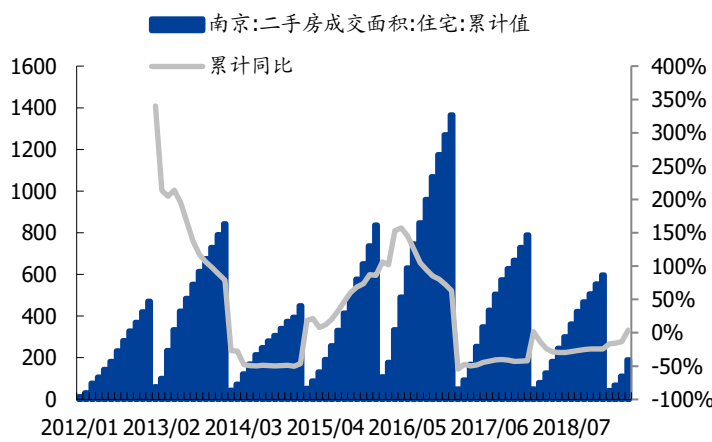
图表 24: 深圳二手住宅成交面积: 累计值 (万平方米)



资料来源: wind, 国盛证券研究所

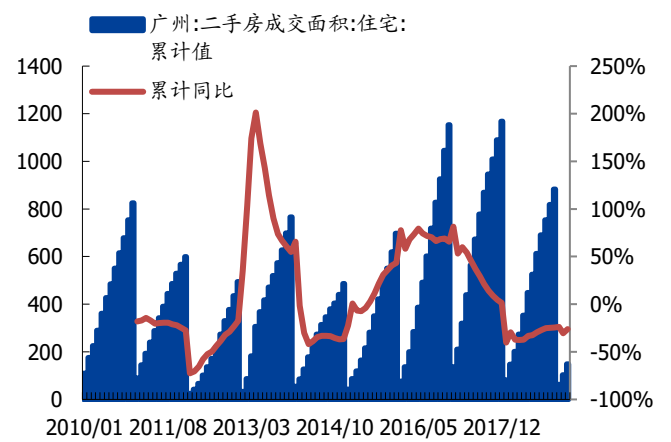
南京二手住宅销售面积自 19 年起增速抬头, 1-4 月二手住宅成交面积 189.48 万平方米, 累计增速 4.12%, 单 4 月同增 44.41%, 19 年开始负增速逐月收窄。广州 19 年 1-3 月二手住宅销售面积累计增速 -26%, 单 3 月增速 -12.85%。引用广州链家监测阳光佳缘数据, 19 年 1-4 月广州全市二手住宅网签量约 3.3 万套, 买卖套均面积约 74.5 平方米/套, 我们测算广州 19 年单 4 月实际二手住宅销售面积达 97.25 万平方米, 单 4 月同增 33.75%, 增速大幅转正, 19 年开始增速逐月提升。

图表 25: 南京二手住宅成交面积: 累计值 (万平方米)



资料来源: wind, 国盛证券研究所

图表 26: 广州二手住宅成交面积: 累计值 (万平方米)

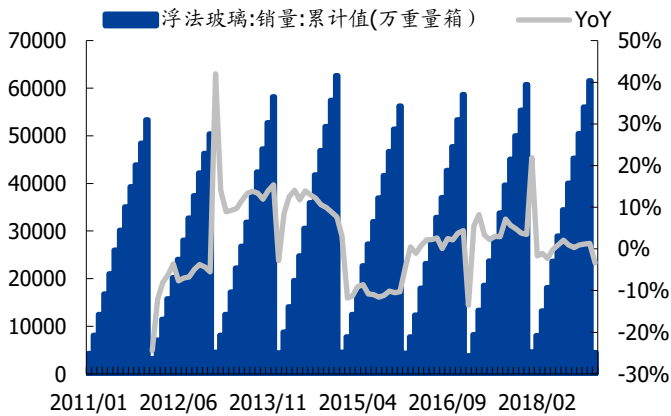


资料来源: wind, 国盛证券研究所

侧面验证: 玻璃价格走强, 需求回暖

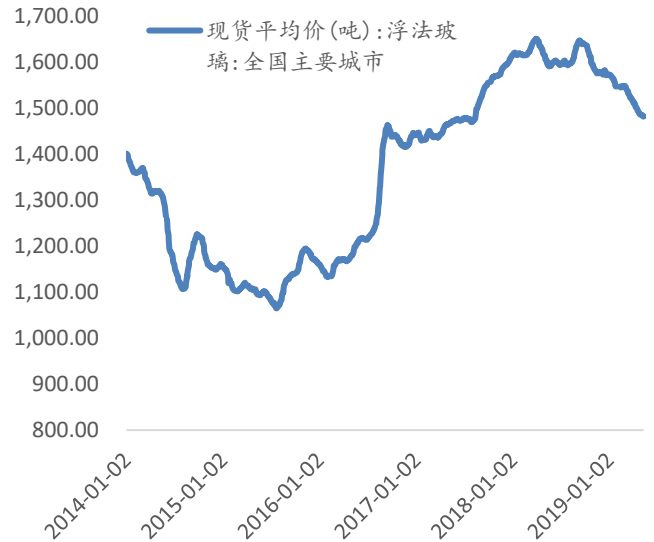
当前地产补库存周期, 棚改及租赁住宅等多主体房屋建设带来总体的需求支撑, 从此轮地产景气周期来看, 18 年或是竣工面积大年。2018 年玻璃产销情况良好, 产量同增 10% 左右, 销量同增 6.7% 左右。

图表 27: 浮法玻璃累计销量 (万重量箱)



资料来源: 中国建筑玻璃与工业玻璃协会, 国盛证券研究所

图表 28: 浮法玻璃现货平均价 (元/吨)



资料来源: wind, 国盛证券研究所

2.2 施工高峰助力家装工程加速放量

政策驱动下, 精装房渗透率加速提升。2017年5月, 住建部印发《建筑业发展“十三五”规划》提出, 到2020年新装修成品住宅面积达到30%。2019年2月18日, 住建部发布《住宅项目规范(征求意见稿)》, 指出城镇新建住宅建筑应全装修交付, 对全装修所包含的配套要求提出更为细节的指导。政策面驱动下, 房企在毛坯房限价政策下, 提升精装房项目比例成为增厚利润新驱动力。

图表 29: 国家针对精装房相关政策梳理

时间	政策	内容
2017年	《建筑业发展“十三五”规划》	提出到2020年新开工全装修成品住宅面积达到30%, 制定新建建筑全装修交付的鼓励政策。
2016年	《关于大力发展装配式建筑的指导意见》	提出推进建筑全装修, 实行装配式建筑装饰装修与主体结构、机电设备协同施工。
2013年	《转发发展改革委住房城乡建设部绿色建筑行动方案的通知》	提出积极推进住宅全装修, 鼓励新建住宅一次装修到位或菜单式装修。
2011年	《建筑业发展“十二五”规划》	鼓励和推动新建保障性住房和商品住宅菜单式全装修交房。
2008年	《关于进一步加强住宅装饰装修管理的通知》	鼓励各地完善对住宅全装修的扶持政策, 推广全装修房。
2002年	《商品住宅装修一次到位实施导则》	鼓励全国范围内逐步减少毛坯房比例, 推行装修房。
1999年	《关于推进住宅产业现代化提高住宅质量的若干意见》	提出一次性装修或菜单式装修模式定义, 提出提高住宅装修集约化水平。

资料来源: 住房城乡建设部官网, 国盛证券研究所

图表 30: 各地针对精装房相关政策梳理

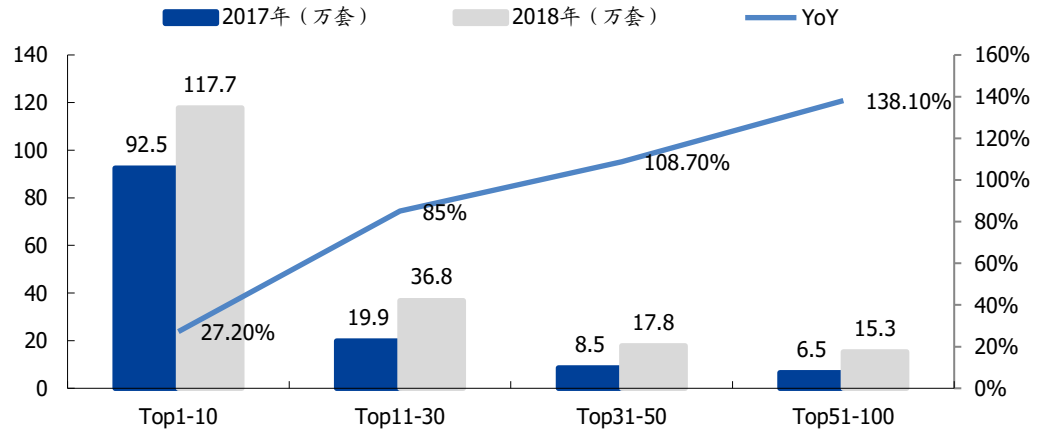
地区	时间	政策
北京	2015.5.1	全市保障房 100%全装修
	2017.9.30	全市共有产权住房 100%全装修
	2020 年	到 2020 年实现拼装建筑占新建建筑比例 30%以上
上海	2017.1.1	外环线内新建住宅 100%全装修; 奉贤区、金山区、崇明区全装修比例为 30%, 其他地区全装修比例为 50%; 公共租赁住房(含集中新建和商品住房中配建) 100%全装修
	2020 年	奉贤区、金山区、崇明区新建住宅全装修应达 50%; 保障性住房中公共租赁住房 100%全装修
深圳	2013 年	新建保障性住房应一次性装修
	2018.1.1	全省装配式建筑的保障性住房和商品住房 100%全装修
天津	2020 年	装配式建筑将占全部新建建筑 30%以上
	2020 年	全市装配式建筑的保障性住房和商品住房 100%全装修
	2025 年	全市国有建设用地新建住宅 100%全装修
成都	2018 年	中心城区新开工商品住宅和保障性住房全装修 60%; 郊区市、县全装修 40%
	2019 年	中心城区新开工商品住宅和保障性住房全装修 80%; 郊区市、县全装修 60%
	2020 年	中心城区新开工商品住宅和保障性住房全装修 100%; 郊区市、县全装修 80%
	2021 年	郊区市、县新开工商品住宅和保障性住房全装修 90%
南京	2017 年	住宅建筑成品住房全装修 30%以上
	2020 年	住宅建筑成品住房全装修 50%以上
厦门	2014.1.1	招拍挂、协议出让等方式新获得建设用地的商品住宅 100%全装修
	2015 年	芙蓉区、天心区、岳麓区、开福区、雨花区新开工住宅全装修比例不低于 15%; 望城区、长沙县、浏阳市、宁乡县新开工住宅全装修比例不少于 10%; 全市新开工公共租赁住房 100%全装修
		2018 年
长沙	2020 年	芙蓉区、天心区、岳麓区、开福区、雨花区新开工住宅全装修达 65%以上; 望城区、沙县、浏阳市、宁乡县新开工住宅全装修达 35%以上
	2018 年起	全市新建住宅 100%全装修
蚌埠	2015 年	政府投资新建建筑 100%全装修; 城镇新建住宅 20%全装修
阜阳	2017 年末	政府投资新建建筑 100%全装修; 新建住宅全装修 30%以上
浙江	2016.10.1	全省中心城区出让或划拨土地上的新建住宅 100%全装修
	2020 年	全省新建多层和高层住宅基本实现 100%全装修
广东	2016 年	珠海市公租房 100%全装
	2018 年	苏州明确新建普通商品住房应实施全装修, 其他居住建筑倡导实施全装修
江苏	2020 年	全省新建成品住房全装修 40%以上, 其中设区市新建成品住房 50%以上为全装修, 其他城市 30%以上为全装修; 全省装配式建筑和政府投资的新建公共租赁住房 100%全装修
	2025 年	全省新建成品住房全装修 50%以上
山东	2017 年	全省设区城市新建高层住宅 100%全装修
	2018 年	全省新建高层、小高层住宅 100%全装修
海南	2017.7.1	全省新建商品住宅工程 100%全装修

湖北	2017.7.1	全省新建公共租赁住房实施 100%全装修
	2020 年	武汉市、襄阳市、宜昌市、荆门市新建住宅 100%全装修；其他设区城市、恩施土家族苗族自治州、直管市和神农架林区新建住宅全装修应达 50%
河南	2018.1.1	全省新开工建设商品住宅除 4 层及以下及单套面积大于 200 平米实施 100%全装修
	2020 年	全省新建商品住宅基本实现 100%全装修
宁夏	2010 年起	新建住宅全装修面积占当年住宅竣工面积的 10%以上；银川中心城区新建住宅实行全装修的面积达年度竣工面积的 20%以上
	2015 年	新建住宅全装修面积占年度竣工面积 50%以上
河北	2012 年起	全省新建住房全装修应达 10%；石家庄、唐山市新建住宅全装修比例逐年增加不低于 10%，其他各市逐年增加不低于 7%；石家庄市、唐山市、廊坊市、邯郸市中心城区新建住房年度竣工面积 3%以上为全装修
	2017 年	争取全省新建住房全装修比例不低于 60%
	2020 年	石家庄市政府投资项目 100%采用装配式建造方式建设，非政府投资项目 6%以上采用装配式建造方式建设
内蒙古	2013 年	全区新建住宅全装修比例达项目总建筑面积的 20%以上，以后逐年按不低于 15%的比例增加，其中公共租赁住房 and 廉租住房全部进行装修后交付使用
	2018 年	新建住宅全装修比例达 80%以上
黑龙江	2015.2.10	全省新建商品房全装修比例力争提升 10%，争取到 15 年新建住宅全装率达 30%以上
安徽	2015 年起	合肥新建住宅全装修比例逐年增加不低于 8%；其他设区城市全装修比例逐年增加不低 5%
	2017 年末	全省政府投资新建建筑 100%全装修；合肥新建住宅全装修达 30%；其他设区城市全装修达 20%
辽宁	2015 年	全省新建 5 万平方米以上住宅小区全装修 10%以上
	2020 年	全省新建住宅全装修 50%以上

资料来源：各地方政府官网，国盛证券研究所

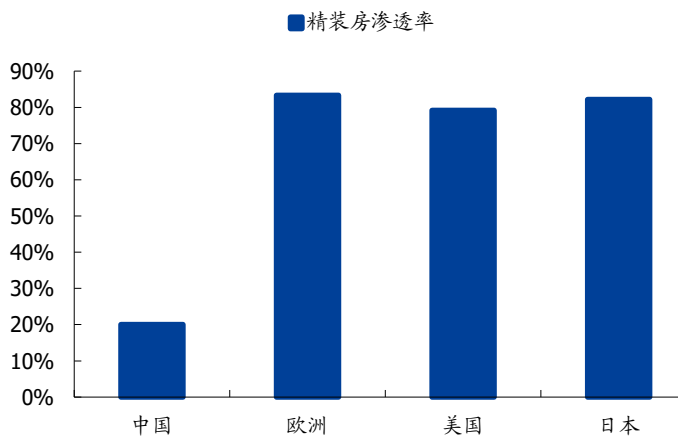
我国目前精装房渗透率远低于欧美日等国家及地区，渗透空间巨大，当前渗透增速迅猛。截至 18 年底精装住宅渗透率仅约 23%左右，远低于欧美日等国家及地区（80%以上），且发展时间较短。在政策推动及房企涌入的背景下，当前处于高速发展阶段。据奥维云网（AVC）监测数据显示，Top10、Top11-30、Top31-50、Top51-100 房企 18 年精装住宅套数增速为 27.2%/85%，108.7%/138.1%，增速客观，以碧桂园、万科领衔。伴随二、三梯队房企涌入精装住宅市场，我们预计未来 3 年精装住宅渗透提升维持高增速。

图表 31: 2018 年精装商品住宅开发商规模及增速



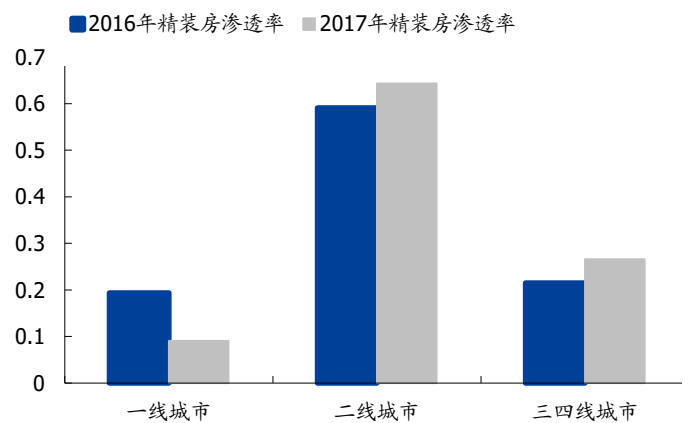
资料来源: 奥维云网 (AVC), 国盛证券研究所

图表 32: 我国精装房渗透率远低于欧美日等国家及地区, 渗透空间大



资料来源: 奥维云网 (AVC), 国盛证券研究所

图表 33: 我国精装房渗透率提升为趋势

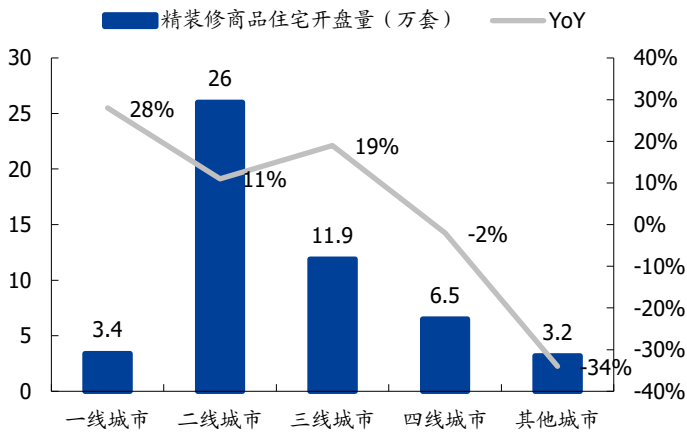


资料来源: 奥维云网 (AVC), 国盛证券研究所

地方及全国两会陆续召开, 确定了 2019 年房地产市场“以稳为主、一城一策”的政策基调。19 年开始, 在稳字当头的政策基调下, 楼市价格小幅下行, 受楼市下行影响, 精装楼市亦增速小幅收窄。根据奥维云网 (AVC) 数据监测, 19Q1 全国精装/全装修住宅开盘规模超 51 万套, 同增 7%, 为自 18Q1 以来单季度最低增速。从城市级别来看, 19Q1 精装开盘项目主要集中于二线、三线城市, 四线及以下增速下滑。

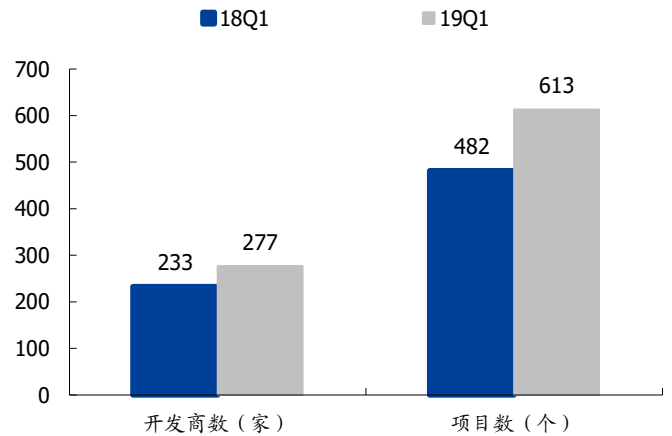
房企面: 19Q1 新增房企 189 家涌入精装/全装修住宅, 预计精装房渗透率 19 年提升至 26%, 增 3pct。 19 年起房企调低业绩目标, 拿地谨慎、融资成本依然较高, 单精装住宅开发商数量及项目数量仍增长明显。19Q1 有 277 家开发商推出了 613 个精装住宅项目。在这 277 家开发商中, 有 189 家为自 17 年以来首次有精装项目开盘, 占比 68%, 从房企涌入精装住宅领域可见精装房渗透率快速提升成为重要趋势。

图表 34: 19Q1 各级城市精装住宅开盘规模及增速



资料来源: 奥维云网 (AVC), 国盛证券研究所

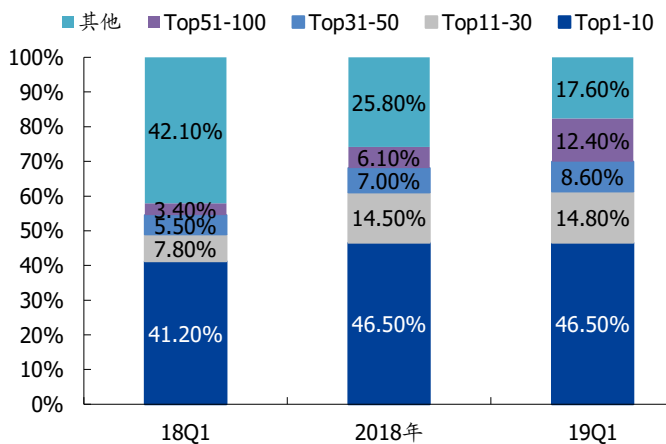
图表 35: 19Q1 精装住宅开发商数量及项目数量



资料来源: 奥维云网 (AVC), 国盛证券研究所

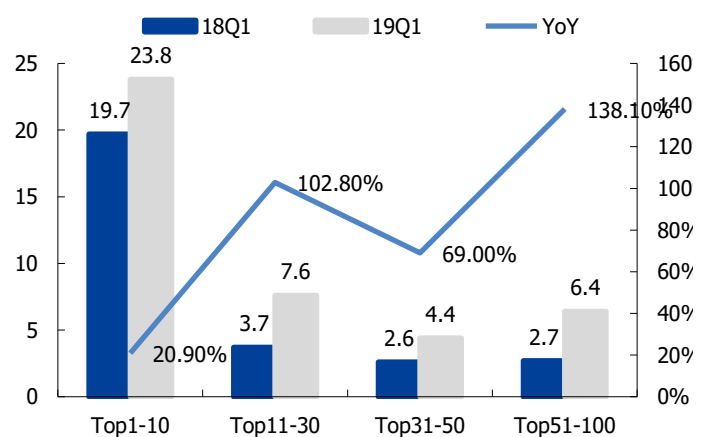
Top10 房企精装住宅领域由于基数大, 市占率逐步提升, Top11-30 档次房企增速亮眼。碧桂园在 Top10 房企精装住宅市占率第一超过 13%, 万科恒大分别占比约 7%左右, 万科 19Q1 同增约 11%。绿地控股接近 4%, 19Q1 增幅巨大接近 790%。金茂为 16 年起首次有精装项目开盘, 市占率约 2%

图表 36: 精装住宅 Top 开发商市场结构及变化, 龙头市占率提升明显



资料来源: 奥维云网 (AVC), 国盛证券研究所

图表 37: 19Q1 精装住宅 Top 开发商规模及增速



资料来源: 奥维云网 (AVC), 国盛证券研究所

根据国家信息中心预测数据, 19-20 年预计商品住宅销售面积增速分别为 -5.30%, -4.10%, 结合房企纷纷涌入精装市场及政策支持的背景下, 我们预计 19-20 年精装房渗透率分别为 26%, 30%。根据我们测算, 19-20 年精装房套数将达到 364.2/403 万套。

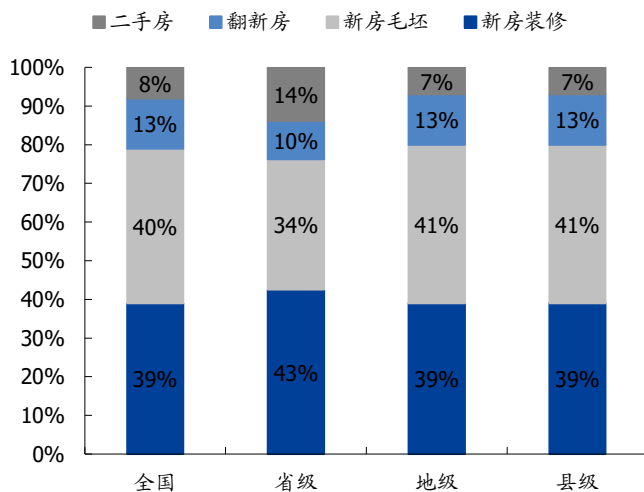
图表 38: 我国精装房市场空间测算

	2016A	2017A	2018A	2019E	2020E
商品住宅销售面积 (万平方米)	137539.9	144789.0	147929.4	140090.6	134346.9
商品住宅销售 YoY	22.35%	5.27%	2.17%	-5.30%	-4.10%
商品住宅销售套数 (万套)	1375.4	1447.9%	1479.3	1400.9	1343.5
精装房渗透率	16%	20%	23%	26%	30%
精装房套数(万套)	220.1	289.6	340.2	364.2	403.0

资料来源: 国家信息中心, 国盛证券研究所

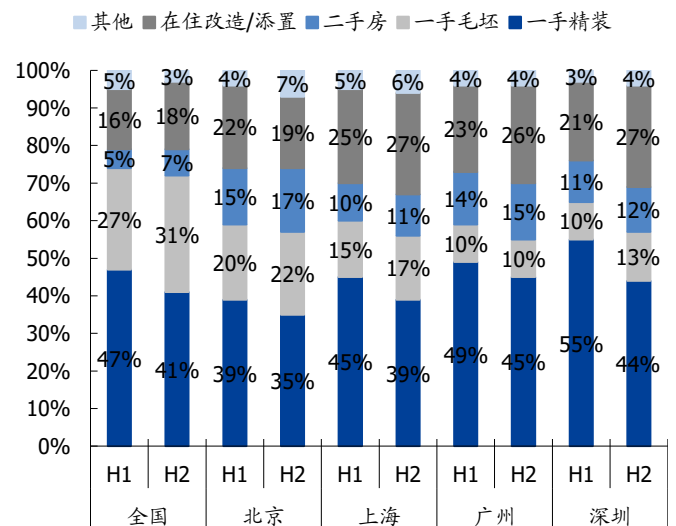
住房结构变革, 二手房、在住改造、大宗精装客户占比提升为趋势, 抢滩大宗市场成为业绩新驱动力。以索菲亚与尚品宅配为例看定制家居企业客户结构, 占比排序为一手新房>一手毛坯>翻新/在住改造>二手房。尚品宅配未涉足大宗业务, 公司一手精装用户在 18H2 各层级城市占比均出现下滑, 一手毛坯、二手房、在住改造客户占比提升。在当前家居行业客户增量放缓的背景下, 存量市场客户将成为重点, 毛利率最高的一手毛坯客户群体空间将逐步缩小。

图表 39: 索菲亚 2018 年客户结构



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 40: 尚品宅配 2018 年客户结构



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 41: 家居板块上市公司大宗业务占比在 2018 年增长明显

	大宗客户	大宗业务规模 (亿元)		大宗业务占比	
		2017A	2018A	2017A	2018A
索菲亚	金茂、绿地、新城等	2.37	4.84	3.84%	6.62%
欧派家居	保利、华润、万科等	9.64	14.18	9.93%	12.32%
志邦家居	恒大、绿地	3.96	3.91	18.36%	16.06%
金牌橱柜	金科、恒大、金茂等	1.24	2.03	8.60%	11.93%
皮阿诺	恒大、万科等	1.48	3.06	17.94%	27.60%
江山欧派	恒大、万科、中海地产等	7.04	9.45	69.76%	73.69%

资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

19H2 或迎施工高峰, 同期迎来工程单放量, 交房拐点于 20H1 出现释放家居 C 端需求。 5 月全国 30 大中城市商品房成交面积同比上升 16.85%, 其中一线/二线/三线城市年初至今成交面积同比增速分别为 39.62%/-2.3%/20.18%, 一线城市成交数据领跑全国, 竣工数据有望在 20H1 抬头, 施工高峰带来 19H2 工程单放量。

个股推荐

欧派家居

强渠道、强品牌力逆势凸显, 整装大家居渠道持续开拓。 受地产景气度下行影响, 定制家居行业营收增速自 18Q2 起下滑, 叠加一季度为行业销售淡季, 公司 19Q1 营收及利润均略超预期, 强渠道、强品牌力逆势凸显。截至 18 年底, 公司终端门店数量合计 6708 家, 品牌力和大商渠道具备相对竞争优势, 助力整装大家居渠道持续拓展, 在行业集体承压的背景下, 公司招商进程处于上升通道中。公司力推整装大家居新路径, 在全国各地寻找家装公司合作, 向公司全屋定制产品引流, 依靠强劲品牌、渠道力招商顺利, 预计未来有更多城市龙头家装公司进入公司经销体系, 为公司未来 3-5 年业绩增长提供较强劲动力。基于品牌及规模效应, 公司在大宗业务招标方面具备优势, 同优质地产商合作高品质物业对资产负债表影响相对较少。公司大宗业务营收增速提升迅速, 大宗业务毛利率截至 18 年底为 49.5%, 盈利能力居于行业前列。当前大宗业务延续高增速, 成为驱动公司业绩增长重要引擎。

信息化系统迎效率提升红利, 为盈利能力提供长期保障。 作为定制家居板块龙头企业, 规模化生产效率提升可释放盈利弹性空间较大。从 18 年年报来看, 公司毛利率同增 3.9 个百分点到 38.4% 主要来源于主要产品提价、生产规模扩大致使采购成本下滑, 及信息化系统逐步完善后的生产效率提升所致。公司在 18 年信息化系统建设中投入大量研发费用以提升生产环节前后端信息化处理效率, 我们认为随着公司收入规模的进一步提升, 信息化系统带来的效率提升红利将进一步扩大。

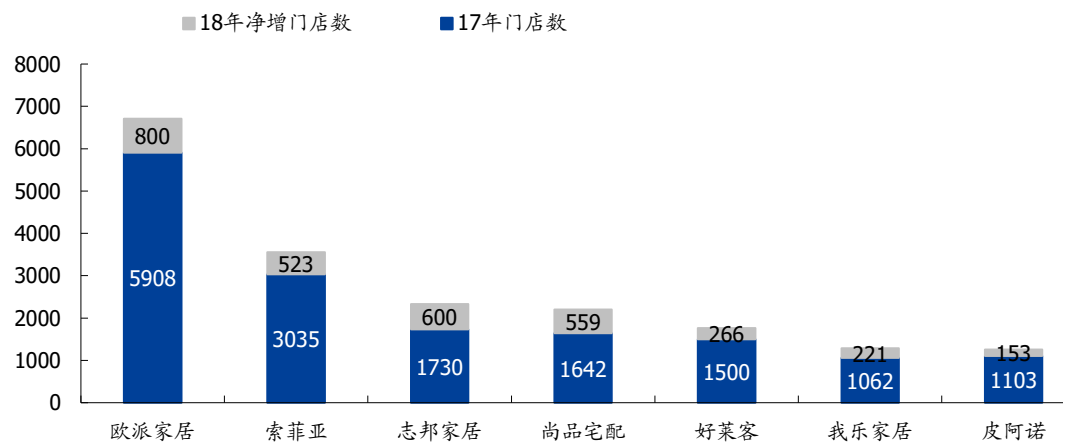
盈利预测与投资建议: 预计公司 19-21 年实现归母净利润 19.43/24.86/32.89 亿元, 同增 23.6%/27.9%/32.3%, 对应 EPS 分别为 4.62/5.92/7.83 元, 当前股价对应 PE 分别为 26X/20.3X/15.3X, 维持“增持”评级。

尚品宅配

渠道拓展迅猛, 下沉加速, 空间巨大。 渠道红利释放为公司收入提升的核心驱动力之一, 公司当前营收规模 18 年底达到 66.45 亿元, 渠道密集度提升空间依然巨大, 看好直营城市加盟模式为经销商赋能, 助力新增经销商业绩爬坡, 进一步提升直营城市经营精细度。18 年公司经销店总数达 2100 家, 净增加 543 家, 直营门店数达 101 家, 净增加 16 家。新增经销店逾六成居四、五线城市, 客流量密集的购物中心点占比约 46%。分城市

布局来看,公司加速了低线城市经销商开店速度,以轻资产扩张模式加速兑现渠道红利。在直营城市方面,公司未增加直营城市数量,而选择在已有直营城市布局加密,直营城市加盟模式巩固了精细化运营体系,在存量市场背景下增加运营变现效率。

图表 42: 定制家居行业 18 年门店增长情况



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

智能工业化为基础, 整装业务起量。截至 18 年底, 公司全年配套家居产品收入增长约 42%, 全屋柜类增长约 15%, 整装业务增长达 8400%至 1.94 亿元。针对厨房空间, 公司同老板、方太深度合作, 全年橱柜增长约 26%。大家居配套方面, 公司打造“家居严选”宅配精品模式, 加强更新迭代。当前全国产能布局逐步逐步完善, 华南 4 厂完全投入使用, 华东无锡厂(518 亩)一期已启动, 预计 19H2 投产, 西南崇州厂(270 亩)在待拿地阶段。

软件基因加持贯穿弱周期, Homkoo 整装云壁垒确立, 新增用户数维持高增速。Homkoo 整装云赋能整装解决方案, 整合主辅材、定制家具和配套品的供应链体系, 在前端整装销售设计、虚拟装修、供应链管理及机场塔台式中央调度系统四大模块提供信息系统解决方案。Homkoo 整装云在前端销售环节经验证提升 16%成交率, 解决过去分段式销售情况, 整合水电泥木油、主辅材、定制家具及软装配套, 可实现客单价提升 4 倍左右, 赋能装修企业获得效率与竞争力的提升。截至 18 年底, 整装云会员超 1200 个, 自营整装工地交付数 849 个。截至 19Q1 会员超 1400 个, 自营整装工地交付数达 316 个, 预计新增用户数维持高增速。

盈利预测与投资建议: 公司加盟渠道加速开拓, 直营业务稳步提升。根据 18 年业绩快报, 我们下调盈利预测, 预计 2018-2020 年归母净利润分别为 4.85/6.07/7.87 亿元, 同增 27.5%/25.3%/29.6%, 对应 PE 分别为 32.9X/26.2X/20.3X, 维持“增持”评级。

江山欧派

零售布局逐渐成熟, 工程渠道业务放量。公司自成立初始深耕于木门领域, 近年产品线布局逐渐丰富。截至目前公司建立了覆盖全国 31 个省区的销售网络, 18 年新开店 37 家, 关店 36 家, 门店总数 610 家。截至 18 年末, 公司同恒大地产、保利地产、万科地产、阳光城地产、旭辉地产、中海地产等优质地产商建立战略合作关系。2018 年公司将校业务营收 3.96 亿元, 同增 0.94%; 大宗业务营收 9.45 亿元, 同增 34.21%。

产能扩张突破生产瓶颈, 开工高峰或消化新增产能。2018 年公司使用 IPO 募集资金用于“30 万套实木复合门项目”、“年产 20.5 万件定制柜类产品项目”和“30 万套模压门项目”建设, 预计 2019 年释放产能突破当前生产瓶颈。结合 19H1 交房数据回暖下半年有望迎来工程单放量, 公司产能消化具备坚实基础。

产品多元化布局顺利推进，全屋定制产品线迎接精装浪潮。公司主要产品为实木复合门和夹板模压门，2018年开启“年产20.5万件定制柜类产品项目”切入整装领域以更好迎接大宗工程业务。2017年3月30日与恒大签订《战略合作框架协议》，17-19年承诺采购总额不少于10亿元，17-21年意向采购总额约20亿元。公司产品矩阵逐步丰富为同优质大型地产商开展大宗业务准备了生产基础。

海鸥住工

整装卫浴产业链不断完善，打入龙头地产产业链。公司同浙江友邦继承吊顶股份有限公司合资设立集致装饰以切入装配式技术及产业发展，拟收购广东雅科波罗橱柜，将卫浴延伸至厨房空间。当前苏州和青岛两大生产基地为公司生产定制整装卫浴产品，年设计产能超过20万标套。伴随公司产品矩阵、应用场景丰富，逐步进入龙头地产产业链中，与万科建立深度战略合作关系，同保利地产、龙湖地产、恒大地产、富力地产等头部开发商建立合作关系，整装卫浴业务自19年起将成公司业绩新引擎。

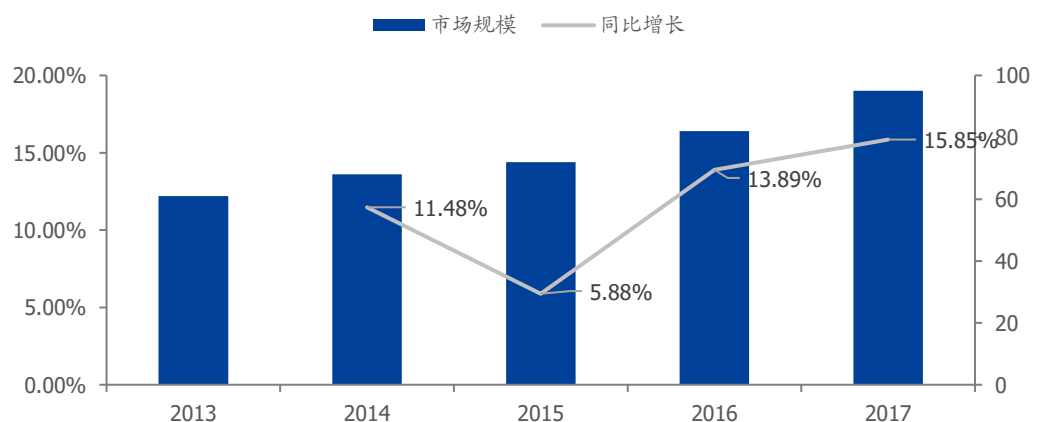
重点布局内销市场，外延并购快速切入。自2012年起，公司定位为整体住宅解决方案提供者，主要通过收购方式切入国内市场，培育自由品牌：2016年收购四维卫浴，2017年收购江苏有巢氏，2018年收购青岛福润达、雅科波罗，进一步切入厨房空间。公司内销市场开拓顺利，2018年公司内销实现营收6.78亿元，同增46.75%，占总营收比重30.47%。随着整装卫浴业务放量、客群合作模式逐步成熟，内销占比有望逐步提升，自主品牌逐步夯实。

2.3 软体家居：细分赛道龙头跑马圈地，贸易摩擦加速集中度提升

市场空间广阔，细分赛道龙头跑马圈地正当时

记忆棉床垫：中国床垫消费总额截至2017年为95亿美元，渗透率仍不足50%，记忆棉床垫占比仅3%；发达国家床垫渗透率达85%，美国记忆棉床垫占床垫市场份额为38.7%。根据ISPA数据显示，中国床垫消费总额从2013年的61亿美元增长到2017年的95亿美元，CAGR达到11.7%，2017年同比增长15.9%；17年美国床垫市场规模为88亿美元，同比增长6.5%，美国床垫行业相较于中国发展时间更加长久，目前已进入成熟期，发展速度放缓，从市场规模来看，中国已经超越美国成为全球最大的床垫消费市场。

图表 43：中国床垫市场规模（亿美元）



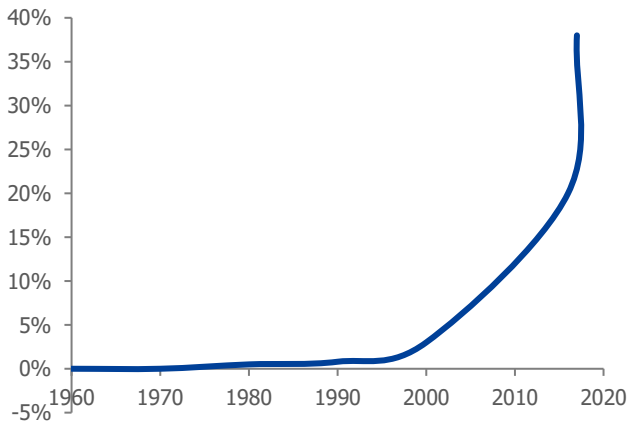
资料来源：ISPA，国盛证券研究所

虽然中国床垫行业市场规模较大，但渗透率相比于发达国家仍落后很多。CSIL数据显示，发达国家床垫渗透率达到85%，而中国床垫渗透率不足50%。同时，中国消费者更换床

垫周期较长，根据 Furniture today 的市场调查，中国消费者 5 年以内更换床垫的比例仅有 14%，而美国消费者 5 年内更新床垫占比最大，占比 48%。

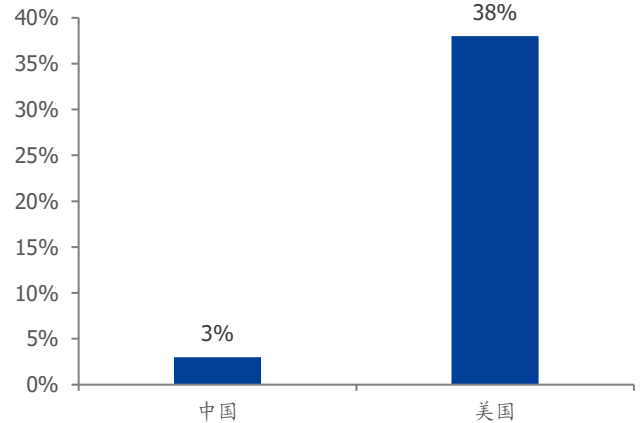
中国记忆棉床垫市场份额仅 3%，美国当前为 38.7%，我国记忆棉床垫普及可复制美国路径，当前处于普及前夜。目前美国是全球最大的床垫消费国，从市场构成上看，从 2000 年记忆棉刚刚进入家居领域市场份额仅有 2%至 2017 年记忆棉床垫飞速增长，记忆棉床垫逐步成为美国床垫市场的重要组成部分，2017 年美国记忆绵床垫占床垫市场的份额约为 38.7%。记忆绵床垫在中国市场份额占有率仅有 3%，相比于美国的市场份额，未来 20 年中国记忆棉床垫将进入一个高速发展期，成长空间十分广阔。

图表 44: 美国记忆棉床垫市场渗透率



资料来源: CSIL, 国盛证券研究所

图表 45: 2017 年中国与美国记忆棉床垫渗透率对比



资料来源: 产业信息网, 国盛证券研究所

我们认为国内记忆棉床垫普及可复制美国路径:

1、国内记忆棉产品认可度提升。记忆绵家居制品是以记忆绵材料为基础进行加工的家居产品，主要包括记忆绵床垫、记忆绵枕等。记忆棉材料初始由美国太空署 (NASA) 研发用于航天材料中，基于记忆绵材料慢回弹、分解压力等特性，保护航天员在进入太空和返回地球时免受因大气压力改变的冲击力度而受伤。记忆绵家居制品能够根据人体体型特征塑造体型轮廓，并带来无压力贴合感，使得记忆绵家居具有舒适健康等功能，近几年受到消费者喜爱。

图表 46: 不同种类床垫对比

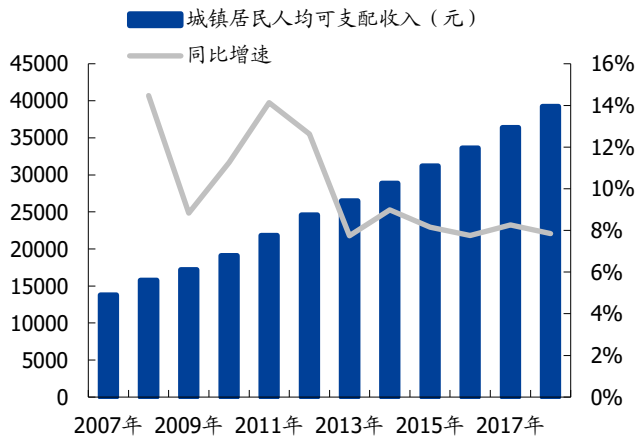
产品种类	优点	缺点
弹簧床垫	弹性好、使用寿命长、承托性佳、透气性较强	硬度低
棕榈床垫	价格低、有天然棕榈气味	耐用程度差，易塌陷变形，承托性能差
乳胶床垫	无噪音，无震动；柔软舒适，透气良好，杀菌	合成乳胶弹性和透气不足；天然乳胶成本很高
空气床垫	便于携带	适用性不高
记忆棉床垫	具有良好的回弹性，吸收分散压力，自然贴合身体曲线；压力、温度感应功能	承托性、透气性不佳

资料来源: 国盛证券研究所, 招股说明书

随着居民收入水平的提高、消费者健康意识的增强，消费者对于床垫价格敏感性降低，记忆绵床垫舒适、健康的功能性特点使得记忆绵床逐渐代替普通弹簧床垫，记忆棉床垫销量也开始大幅增长，2017 年美国市场记忆绵床垫增长速度为 12%，而同期弹簧床垫增速仅有 3%，记忆棉床垫增速明显高于弹簧床垫。

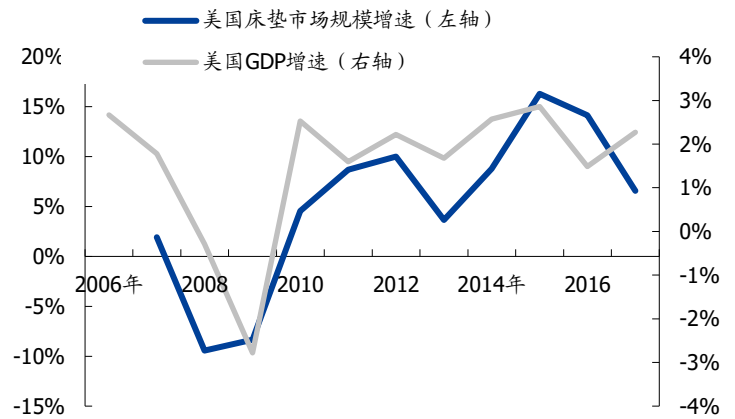
2、居民可支配收入提高，家居消费群体年轻化。床垫做为耐用消费品，与宏观经济景气度相关。床垫及记忆棉床垫属于消费理念更新、消费升级背景下的产物，研究美国床垫市场发展历程，我们发现床垫市场规模增速同 GDP 增速具有高度相关性。随着我国城镇居民人均可支配收入持续提升、城镇化率持续提升，消费者健康意识提高，对床垫价格敏感度降低，床垫以舒适、健康的功能性特点将逐步取代普通弹簧床垫，记忆棉床垫销量也将随之大幅增长。援引速途研究院数据，家装用户年龄分布方面，25-30岁消费者占比达到47%，其次为31-35岁的额消费者，占比28.3%。在我国家居消费群体年轻化趋势下，80后消费者享受型消费高于上一代，睡眠习惯不同于上一辈习惯硬床，年龄层次下移为记忆棉床垫准备消费土壤。

图表 47: 人均可支配收入提升，购买力具备



资料来源: wind, 国家统计局, 国盛证券研究所

图表 48: 美国 GDP 增速与床垫规模市场增速



资料来源: ISPA, wind, 国盛证券研究所

3、记忆棉床垫运输便捷，解决床垫物流痛点。

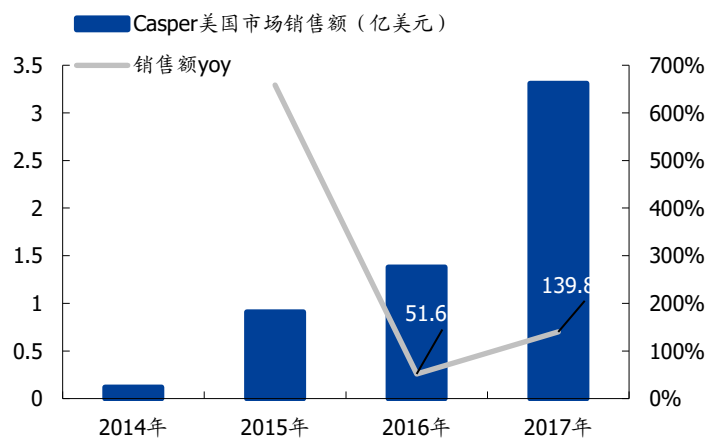
记忆棉床垫可折叠、卷裹，相对于体积较大的其他家居用品及弹簧床垫，记忆棉床垫运输便利度优势明显，经销商仓储、运输成本低，在我国电商平台消费高速发展的背景下，记忆棉床垫同传统床垫相比更适合线上销售。美国互联网记忆棉床垫品牌 Casper，以“mattress in box”的概念记忆解决了床垫的运输难、仓储成本高等痛点，在成立第四年即占据 1.9% 的市场份额，销售额达 3 亿美元，在床垫行业市占率排名第五。我们认为，记忆棉床垫购买方便、舒适、省力、消费品属性强等特点，符合当前中国消费者线上消费偏好，在国内前景巨大。

图表 49: 梦百合床垫包装



资料来源: 公司官网, 国盛证券研究所

图表 50: 互联网记忆棉品牌 Casper 美国市场销售情况

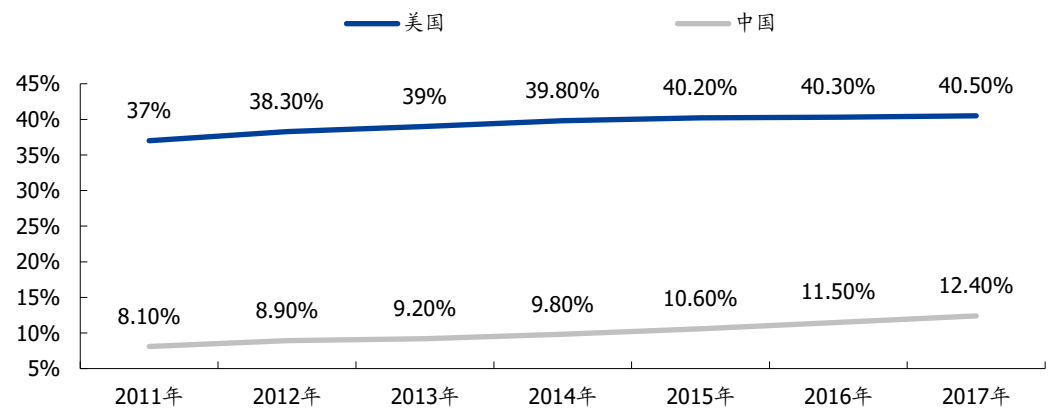


资料来源: ISPA, 国盛证券研究所

功能沙发：功能沙发起源于20世纪80年代的美国，与普通沙发相比，内部五金架及电机能够使沙发伸缩、升降、转动，有按摩、加热等功能，旨在让使用者倍感舒适、提升家居生活质量，是消费升级下的产物。功能沙发的普及，宏观经济情况、居民收入增长及购买力、房屋销售情况为主要催化因素。

我国功能沙发渗透率低，尚为蓝海格局，渗透率不及美国1/3，市场空间巨大。从2010年我国功能沙发开始推广，根据Euromonitor数据，我国功能沙发渗透率于2017年仅12.40%，而美国功能沙发渗透率自2016年后维持在40%左右，国内功能沙发渗透率虽不及美国一半，但处于高速发展进程中。

图表 51：中国功能沙发渗透率远低于美国，提升空间巨大

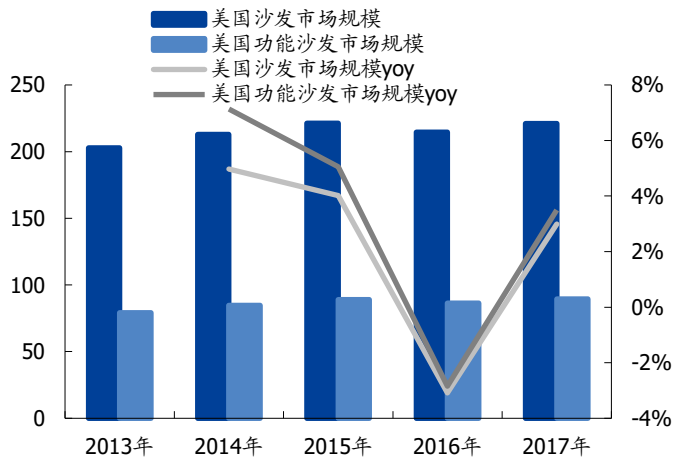


资料来源：Euromonitor，国盛证券研究所

美国沙发市场规模及功能沙发渗透率趋于稳定，功能沙发市场规模增速高于沙发市场整体水平。截至2017年，美国沙发市场规模约220.96亿美元，其中功能沙发市场规模89.49亿美元，渗透率自2015年维持在40%左右的水平。2013-2017年美国沙发市场规模CAGR为2.17%，同期功能沙发CAGR约3.15%。

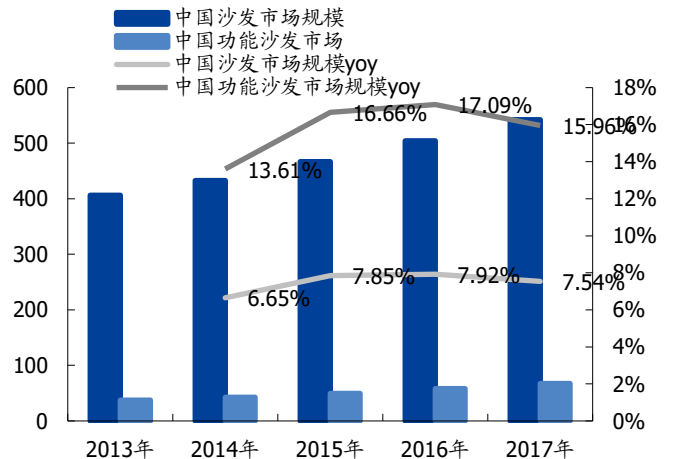
中国功能沙发市场渗透率呈加速提升态势，当前渗透率仅12.4%，2013-2017年CAGR为15.82%，加速渗透趋势下，市场规模提升空间巨大。截至2017年，中国沙发市场整体规模约542亿元，功能沙发市场规模约67.21亿元，渗透率仅12.4%，但渗透率呈加速提升趋势。2013-2017年中国沙发市场规模CAGR为7.49%，同期功能沙发市场规模CAGR为15.82%，功能沙发渗透率逐步提升。

图表 52: 美国沙发及功能沙发市场规模 (亿美元)



资料来源: Euromonitor, 国盛证券研究所

图表 53: 中国沙发及功能沙发市场规模 (亿元)

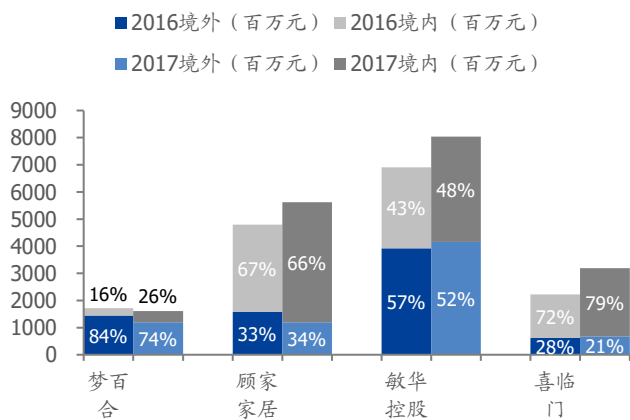


资料来源: Euromonitor, 国盛证券研究所

贸易摩擦扰动，出口集中度加速提升

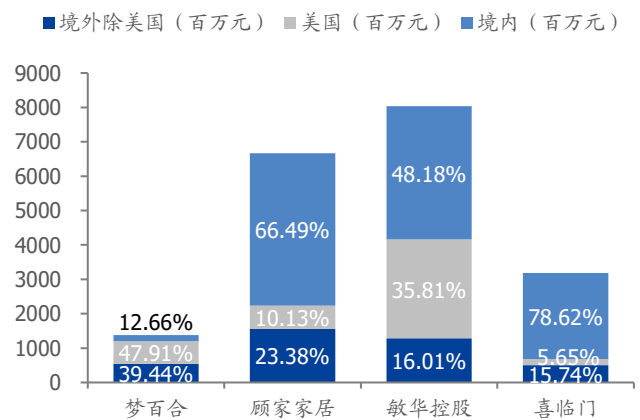
事件: 美国总统特朗普于 5 月 5 日发推特称，从 5 月 10 日开始美国将对价值 2000 亿美元的输美商品所征收的关税，从目前的 10% 增加到 25%。中美经贸磋商已进行了十轮，5 月 2 日的谈判已出现了一定缓和，但 5 月 5 日特朗普推特发文称将加征关税，当前中国外交部仍在与美国积极进行磋商，加征关税情况存在不确定性。

图表 54: 软体家居企业出口、内销业务占比



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 55: 软体家居企业出口美国业务占比



资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 梦百合为 2015 年数据, 其余为 2017 数据。

对美外销龙头多有海外产能布局，出口集中度有望加速提升。当前家居板块对美外销龙头包括梦百合、敏华控股、顾家家居、喜临门等。截至 18 年底，梦百合对北美销售额占总营业额比重约 49.48%，顾家家居截至 17 年底对美销售额比重约 10.13%，喜临门截至 18 年底对北美销售额比重约 11.59%，敏华控股 2018 财年对美销售额比重约 32.70%。**海外产能对美覆盖情况:** 梦百合对美海外产能包括塞尔维亚一期，塞尔维亚二期预计 19 年 Q2 投产，美国工厂预计 19 年 Q2 投产，设计产值分别为 4/4.5/7 亿元，19 年合计 15.5 亿元产值产品可向美国投放，基于公司 25% 的产品不在关税清单中，19 年海外产能可几乎完全覆盖美国市场。**敏华控股**当前越南新厂预计于 19Q4 投产，占地面积约 24.3 万平方米；已有越南产能产能利用已呈饱和状态，占比面积约 13 万平方米，预计越南沙发产能将超过 60 万套，接近公司最大的惠州工厂总产能的 68%。**喜临门**已启动泰国生产基地项目，

已实现部分投产；顾家家居亦有海外工厂筹建计划。对美出口型家居中小企业布局海外产能压力大，关税分摊溢价能力弱，贸易摩擦背景下出口集中度提升，产业龙头优先受益，出口集中度有望加速提升。

梦百合：

公司 2019 年新设立的三地工厂将投产，分布是塞尔维亚二期工厂、美国工厂、泰国工厂。塞尔维亚一期工厂于 2015 年 6 月 28 日投产，产能正在逐步释放之中，建造时设计产能为 5000 万欧元，当前年产值 4 亿元左右，为应对贸易摩擦，公司已经把原来在欧洲工厂生产的欧洲订单拿回国内生产，把部分美国核心客户订单拿到欧洲生产；17 年公司收购了西班牙工厂，目前已有 200 万欧元左右的产能；18 年派遣团队建设美国工厂，整体费用投入约 2500 万美元，预计 2019 年 5-6 月可以投产。

图表 56: 梦百合国外产能布局

地点	时间	产能投放情况	持股比例	主要供应市场
塞尔维亚一期	2013 年收购	设计产值 4 亿元左右	直接持股 90%	东欧、中欧，可供应美国
塞尔维亚二期	2019 年 4 月投产	满产全年 4.5 亿元左右	公司出资建设	美国（可占对美订单 50%）
西班牙	2017 年收购	200 万欧元	间接持股 70%	西欧
美国	2018 年开始建设	2019 年 5-6 月投产，产值 7 亿元左右	公司出资建设	美国

资料来源：公司公告，国盛证券研究所

海外产能对美覆盖情况：公司对美海外产能包括塞尔维亚一期（4 亿元产值），塞尔维亚二期（4.5 亿元产值）预计 19 年 4 月投产，美国工厂（7 亿元产值）预计 19 年 5-6 月投产，19 年开始合计 15.5 亿元产值产品可向美国投放。预计 19 年对美销售占总销售额比重 47%，25% 的产品不在关税清单中，对美征税部分产值经测算为 14.1 亿元，则 19 年海外产能可完全覆盖美国市场。

产品征税情况：一方面，公司有 25% 的产品不在贸易摩擦的 2000 亿关税清单中；另一方面等到明年美国工厂投产后，国外工厂约能覆盖 50% 的产品，因此公司可以很好的应对贸易摩擦带来的风险。同时，由于公司产品的高品质、高性价比，客户对公司产品依赖度高，客户不会因为加税而转货，会相应的承担一部分，因此贸易摩擦对梦百合影响有限。公司在美国中高端记忆棉床垫市场可替代性低，主要竞争对手 tempur 主打高端市场，tempur 经典款床垫价格在 4.5-5 万元，梦百合同款床垫价格约 1.2-3.5 万元。由于公司供应速度、产品质量占优，根据公司口径，公司在征税产品中关税分担比例仅 3%，低于多数同行的 5%。

敏华控股：

公司在贸易摩擦背景下布局海外产能，以抵御关税带来的负面影响。越南不受美国加征关税影响，当前越南新厂预计于 19 年 7、8 月投产，占地面积约 24.3 万平方米；已有越南产能产能利用已呈饱和状态，占比面积约 13 万平方米，预计公司整体越南沙发产能将超过 80 万套，比主要供应美国的惠州工厂总产能高出 20-30%。

图表 57: 公司位于越南的产能

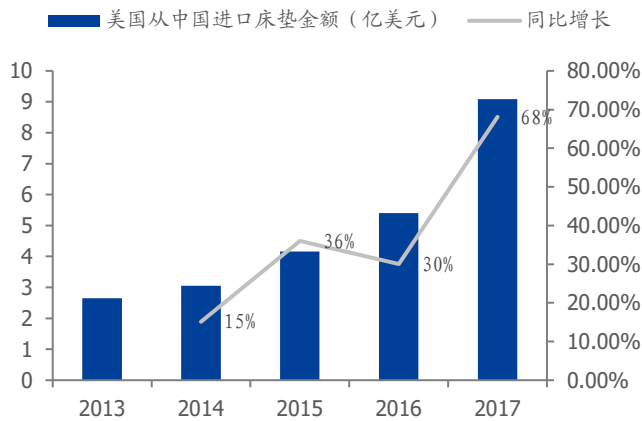
生产基地	产能	投产时间	产地面积 (m ²)
越南基地（一期）	30 万套	18Q3	130000
越南基地（二期）	50 万套	19Q3	243000

资料来源：公司公告，国盛证券研究所

公司已投产海外产能布局共有五处，属于 Home 集团分别位于立陶宛、波兰、爱沙尼亚及乌克兰，总厂房面积 24.3 万平方米，主要生产沙发及沙发床，主要覆盖欧洲销售市场。公司于 2016 年 11 月收购 Home Group Ltd 50% 股权，旨在深度覆盖欧洲市场。Home

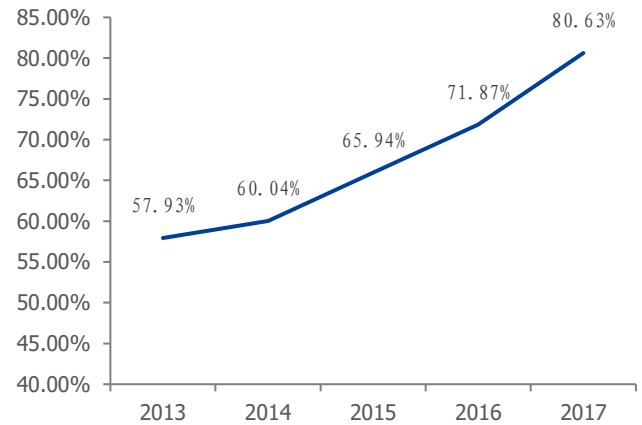
集团销售对象为欧洲大型家居公司，包括 IKEA、Steinhoff 等，公司利用 Home 集团已经成俗的销售网络及供应体系，将产品深度、快速切入欧洲市场。

图表 58: 美国从中国进口床垫总额及增速



资料来源: UN Comtrade, 国盛证券研究所

图表 59: 美国从中国进口床垫占比



资料来源: UN Comtrade, 国盛证券研究所

美国对中国制造家居企业依赖度高，关税加征倒逼家居龙头拓展新市场。定制家居企业例如索菲亚、尚品宅配基本为内需型，美国关税加征对定制家居板块基本没有影响，主要影响软体家居板块。受发达国家劳动力成本较高等因素，家居产业正持续向拥有劳动力价格优势和充足原材料资源的发展中国家转移。我国软体家具产值截至 17 年底约达 338 亿美元，约占全球 46%。其中，床垫产值超过 89 亿美元，约占全球 32%，出口总额超 10 亿美元，美国作为我国床垫出口第一大国，出口占比高达 48%。基于当前关税分摊等解决方案，部分家居龙头盈利能力会暂受影响但短期核心供应商地位难以被取代。同时关税加征倒逼龙头拓展新市场，例如对美销售比重较高的梦百合、敏华控股积极拓展欧洲及中国市场，在对冲贸易摩擦不确定性的同时，盈利能力更强的 ODM、OBM 模式占比不断提升，中长期竞争壁垒逐步确立。

TDI、MDI 价格下行，成本端释放弹性

我们从供给端产能提升，需求端增速缓慢两个角度，预计 TDI、MDI 价格有望延续当前水平，上行支撑动力弱：

图表 60: TDI 与 MDI 价格走势 (元/吨)

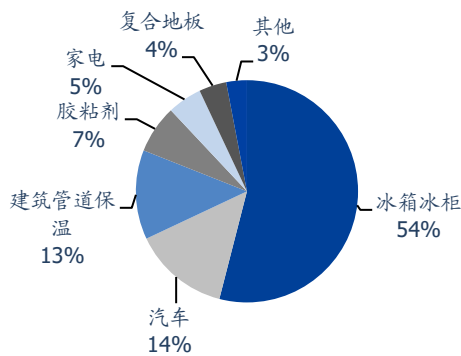


资料来源: 国盛证券研究所

供给端: MDI: 2018-2022 年, 万华化学、巴斯夫、科思创将分别新增产能 155 万吨/年 (其中 30 万吨/年来自收购 BC)、30 万吨/年、27 万吨/年, 近日世界第三大 MDI 生产商科思创也宣布新建 40 万吨/年的 MDI 装置, 大量新增产能的投入也为 MDI 价格回落提供保障; **TDI:** 2016 年起由于全球 TDI 工厂检修增加而导致产能收缩, TDI 价格大幅上涨, 2017 年四季度高点距 16 年初上涨 272%。2018 年开始美国陶氏公司与沙特阿美公司合资建设的位于沙特 20 万吨/年 TDI 装置投入生产并进入市场, 烟台万华化学 30 万吨、烟台巨力 15 万吨、福建石化 20 万吨未来 2 年陆续投产, 陶氏 20 万吨产能逐渐释放, 一系列产能增加动作也预示着 TDI 价格的回落, 公司利润有望回归。

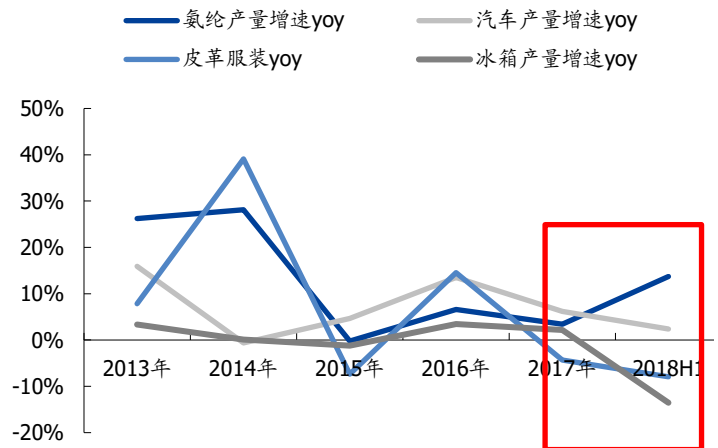
需求端: 国内 MDI 下游需求主要供应于冰箱冰柜 (32.4%)、PU 浆料 (12.80%)、氨纶 (12.80%)、鞋底原液 (11.50%)、汽车 (8.40%), 下游需求趋缓, MDI、TDI 价格走势将支撑乏力。截至 18H1 国内冰箱产量增速为-13.54%, 氨纶产量增速为 13.71%, 皮革复杂产量增速-7.94%, 汽车产量增速 2.38%, 下游需求趋缓。聚合 MDI 存在于贸易摩擦 2000 亿清单中, 作为 MDI 最大出口国, 对美出口比例约为 20%, 国内 MDI 价格受贸易摩擦影响可能会进一步下跌。

图表 61: 国内 MDI 下游产品需求占比



资料来源: 卓创数据, 国盛证券研究所

图表 62: MDI 下游需求主要产品产量增速



资料来源: 国家统计局, wind, 国盛证券研究所

个股推荐

敏华控股

内销市场潜力巨大, 敏华占据半壁江山。我国功能沙发渗透率低, 尚为蓝海格局, 渗透率不及美国 1/3, 市场空间巨大。从 2010 年我国功能沙发开始推广, 根据 Euromonitor 数据, 我国功能沙发渗透率于 2017 年仅 12.40%, 而美国功能沙发渗透率自 2016 年后维持在 40% 左右, 国内功能沙发渗透率虽不及美国一半, 但处于高速发展进程中。公司国内市占率达 44.8%, 占据半壁江山, “芝华士” 品牌抢占消费者心智, 市场份额有望进一步扩大。美国功能沙发市场集中度分布较为均匀, 格局稳定。公司将国内市场视为战略重心, 近年渠道布局、市场营销力度逐年扩大, 伴随功能沙发在国内渗透率逐步提高, 公司品牌深入人心, 市占率有望继续扩大。

海外产能对冲贸易摩擦影响, 行业对美外销集中度加速提升。公司在贸易摩擦背景下布局海外产能, 以抵御关税带来的负面影响。越南不受美国加征关税影响, 当前越南新厂预计于 19Q4 投产, 占地面积约 24.3 万平方米; 已有越南产能产能利用已呈饱和状态, 占比面积约 13 万平方米, 预计越南沙发产能将超过 60 万套, 接近公司最大的惠州工厂总产能的 68%。出口型中小企业布局海外产能压力大, 关税分摊溢价能力弱, 贸易摩擦背景下出口集中度提升, 沙发出口龙头优先受益。功能沙发出口龙头布局海外产能, 中小型友商受限于资金等压力, 外销成本加大、议价能力低, 难以同有海外产能布局的大型制造商竞争, 逐步退出市场。

核心技术确立壁垒, 垂直整合产能把控成本影响。公司自主研发生产功能沙发重要部件: 铁架、电机、海绵。自主研发能力及其带来的自主供应能力使公司确立技术壁垒, 同时对垂直生产产能把控使得公司把控成本能力极强, 成为公司保障盈利能力、提供优势产品价格的基础。垂直一体化生产保障了公司产品质量的稳定, 极大的降低了维修和退回率。1) 核心铁架: 伸缩铁架是功能沙发的核心部件, 实现功能沙发的延展、旋转、升降等功能, 工艺复杂, 高品质铁架需要具备阻尼、无噪音等特点。公司在功能沙发电动铁架生产领域拥有重量级地位。子公司吴江锐迈、江苏钰龙为公司提供功能沙发铁架, 产能位列世界第三, 供给全国 90% 的电动沙发铁架。吴江锐迈专业研发和制造高端家居机械五金产品, 占地 250000 平方米, 是中国机械伸展装置标准制定的参与者, 拥有中国最大最先进的机械伸展装置产品研发测试中心。2) 功能沙发适用海绵。作为国内最大

的海绵制造商，除完全覆盖自有产品，同时可对外销售。公司自主设计、研发、生产专属功能沙发海绵，海绵原材料采购自美国陶氏、壳牌等知名公司，拥有德国进口全自动海绵生产流水线，所生产的海绵各项指标均达到全球权威的 STC 检测标准。

梦百合

中国记忆棉床垫渗透率仅 3%，加速提升已具备基础。中国记忆棉床垫市场份额仅 3%，美国当前为 38.7%，我国记忆棉床垫普及可复制美国路径，当前处于普及前夜。**1) 记忆棉产品认可度提升。**记忆绵家居制品能够根据人体体型特征塑造体型轮廓，并带来无压力贴合感，使得记忆绵家居具有舒适健康等功能，近几年受到消费者喜爱。随着居民收入水平的提高、消费者健康意识的增强，消费者对于床垫价格敏感性降低，记忆绵床垫舒适、健康的功能性特点使得记忆绵床逐渐代替普通弹簧床垫，记忆棉床垫销量也开始大幅增长，2017 年美国市场记忆绵床垫增长速度为 12%，而同期弹簧床垫增速仅有 3%，记忆棉床垫增速明显高于弹簧床垫。**2) 居民可支配收入提高，家居消费群体年轻化。**随着我国城镇居民人均可支配收入持续提升、城镇化率持续提升，消费者健康意识提高，对床垫价格敏感度降低，床垫以舒适、健康的功能性特点将逐步取代普通弹簧床垫，记忆棉床垫销量也将随之大幅增长。援引速途研究院数据，家装用户年龄分布方面，25-30 岁消费者占比达到 47%，其次为 31-35 岁的消费者，占比 28.3%。在我国家居消费群体年轻化趋势下，80 后消费者享受型消费高于上一代，睡眠习惯不同于上一辈习惯硬床，年龄层次下移为记忆棉床垫准备消费土壤。**3) 记忆棉床垫运输便捷，解决床垫物流痛点。**记忆棉床垫可折叠、卷裹，相对于体积较大的其他家居用品及弹簧床垫，记忆棉床垫运输便利度优势明显，经销商仓储、运输成本低，在我国电商平台消费高速发展的背景下，记忆棉床垫同传统床垫相比更适合线上销售。美国互联网记忆棉床垫品牌 Casper，以“mattress in box”的概念记忆解决了床垫的运输难、仓储成本高等痛点，在成立第四年即占据 1.9% 的市场份额，销售额达 3 亿美元，在床垫行业市占率排名第五。我们认为，记忆棉床垫购买方便、舒适、省力、消费品属性强等特点，符合当前中国消费者线上消费偏好，在国内前景巨大。

强势布局记忆棉市场蓝海，内销将成业绩新引擎。公司初始以外销业务为主，内销增速及毛利率均高于外销，但占总体营收比重依然较小，提升潜力巨大。公司国内市场自 2014-2017 年 3 年处于摸索期，在门店数量、经营效率方面明显低于同业上市公司，提升空间广阔。公司于 18H2 引入内销市场核心人物王震先生，组建销售团队、改革销售网络，着力发展国内市场。王震先生曾任上海罗莱家纺董事长助理，电商事业部总经理，法派集团有限公司 CEO，在家居销售领域耕耘多年，具备丰富市场运营、开拓经验。

海外产能投产，抵御贸易摩擦。公司 2019 年新设立的三地工厂将投产，分布是塞尔维亚二期工厂、美国工厂、泰国工厂。塞尔维亚一期工厂于 2015 年 6 月 28 日投产，产能正在逐步释放之中，建造时设计产能为 5000 万欧元，当前年产值 4 亿元左右，为应对贸易摩擦，公司已经把原来在欧洲工厂生产的欧洲订单拿回国内生产，把部分美国核心客户订单拿到欧洲生产；17 年公司收购了西班牙工厂，目前已有 200 万欧元左右的产能；18 年派遣团队建设美国工厂，整体费用投入约 2500 万美元，预计 2019 年 5-6 月可以投产。

3、消费轻工：生活用纸市场稳步增长，大办公领域竞争格局良好

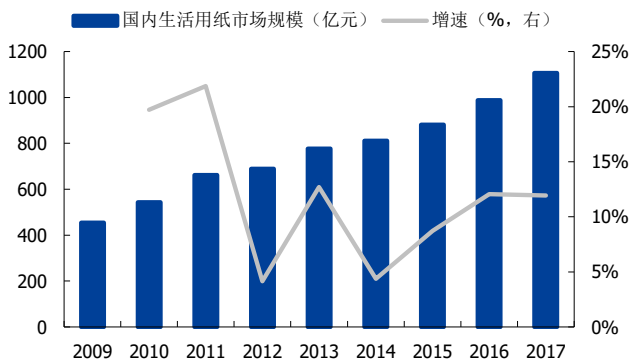
3.1 生活用纸：千亿规模，集中度和人均用纸量提升空间大

国内生活用纸市场规模近千亿级，人均消费量远低国外。根据中国生活用纸年鉴统计数

据，国内生活用纸市场规模由2009年454亿元提升至2017年的1106亿元，CAGR达13.6%。

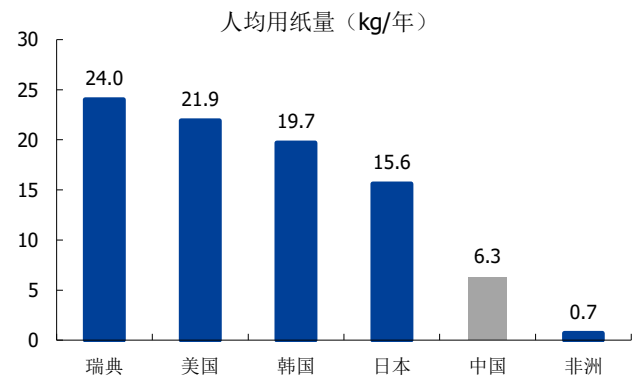
生活用纸虽市场规模庞大，但人均消费量却不足发达国家的一半。2017年国内生活用纸人均消费量仅6.3kg/年，而2016年瑞典（24.0）、美国（21.9）、韩国（19.7）和日本（15.6）人均用纸消费量均超过15kg/年。对比国外，国内生活用纸人均量有待提升，存在翻倍的空间，将进一步支撑国内生活用纸市场规模扩张。

图表 63: 国内生活用纸市场规模及增速



资料来源：中国生活用纸年鉴，国盛证券研究所

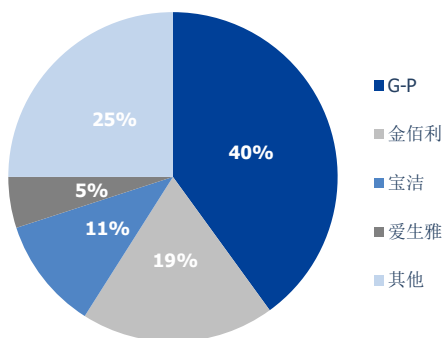
图表 64: 我国人均用纸量远低于发达国家



资料来源：中国产业信息网，国盛证券研究所（注：中国为2017年数据，其他国家为2016年数据）

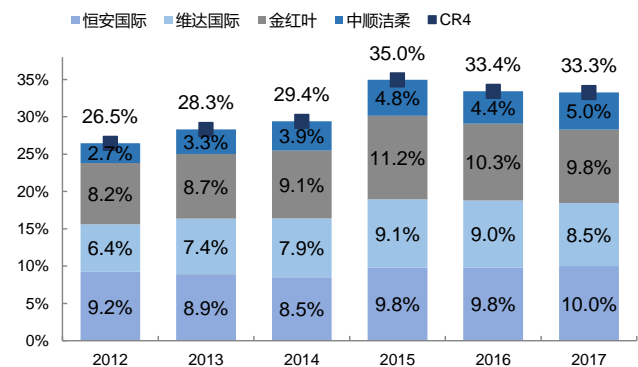
国内生活用纸行业集中度低，仍有较大提升空间。以发达国家美国为例，其前四大生活用纸企业为G-P、金佰利、宝洁和爱生雅，早在2011年美国前四大企业的总产能已达640万吨，占北美总产能的75%。日本目前生活用纸市场被前三家企业金佰利、王子制纸和王子妮飘所占据，CR3达到57%。我们根据国内生活用纸总产能和前四大企业——恒安、维达、金红叶和洁柔各自产能情况测算市占率，2017年CR4仅33.3%，不足美国的一半。对比国外，我国生活用纸集中度仍有较大提升空间。

图表 65: 美国前四大生活用纸品牌市占率



资料来源：中国生活用纸年鉴，国盛证券研究所

图表 66: 国内生活用纸 CR4 变化



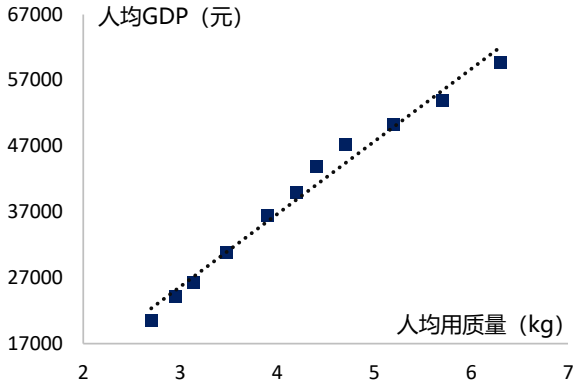
资料来源：中国产业信息网，国盛证券研究所（注：中国为2017年数据，其他国家为2016年数据）

需求端：消费必需品抗周期性较强，消费升级驱动市场增长

生活用纸为日常消费必需品，抵抗经济周期波动能力强。生活用品拥有强消费属性，与国家宏观经济和人口增长紧密相连。国内二胎政策放开，自然人口增长率开始提升，居

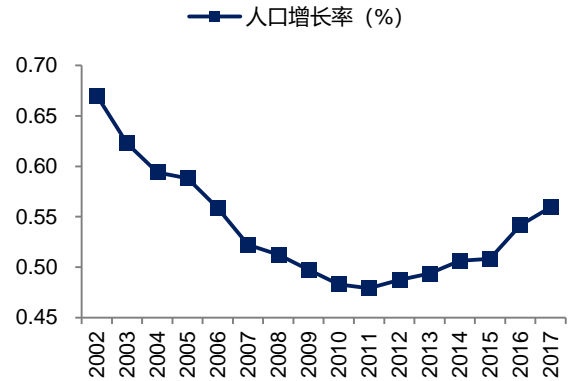
民消费要求提升。近年生活用纸消费量增长平稳，2017年生活用纸产量和消费量分别为960/890万吨，同比增长4.3%/4.2%，2012~2017年CAGR分别为5.3%/5.0%。通过人均用纸量和人均GDP的散点图可发现，二者呈现线性关系，经测算二者相关系数达0.99。伴随人均GDP/收入增长，人均用纸量提升，我们预计2019年生活用纸需求量稳定增长。

图表 67: 人均用纸量和 GDP 相关系数 0.99



资料来源: 国家统计局, 国盛证券研究所

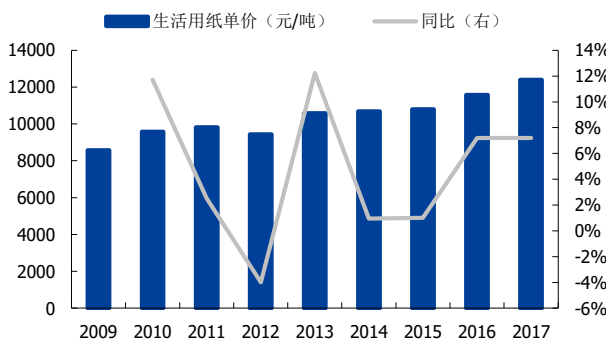
图表 68: 我国人口增长率开始回升



资料来源: 国家统计局, 国盛证券研究所

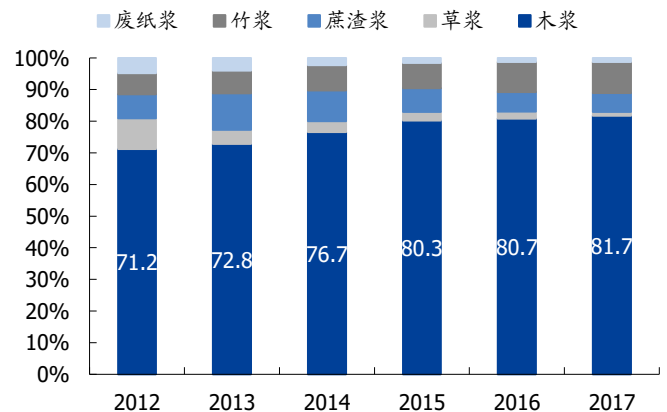
消费升级趋势下，单吨生活用纸价格提升。国内生活用纸市场规模增速超过用纸量增速，单吨生活用纸价格提升的贡献力逐步凸显。生活用纸单价增速呈现提升态势，表明排除物价上涨可能带来的影响，其销售价格的确在提升。生活用纸单价的提升是对消费升级的反映，消费者对生活用纸的质量和环保性的要求进一步提高。从生产端的变化可看出消费端的需求变化，生活用纸纤维原料占比中，最优质的木浆占比量从2012年71.2%提升至2017年的81.7%，质量较差的草浆占比下降8.4pct至1.3%，最差的废纸浆占比下降3.5pct至1.3%。原材料质量提升，国内生活用纸单吨价格随之而涨，自2009年8577元/吨提升至2017年超12000元/吨，CAGR达4.7%。

图表 69: 生活用纸单价提升



资料来源: 中国生活用纸年鉴, 国盛证券研究所

图表 70: 原料占比 (%) 木浆持续提升

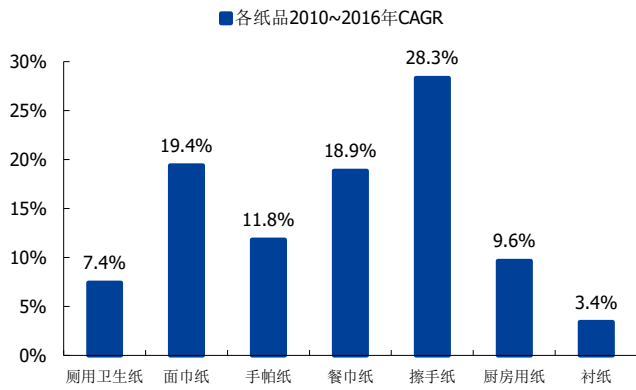


资料来源: 国家统计局, 国盛证券研究所

多元化需求拓宽生活用纸应用场景，形成市场增量空间。生活用纸多样化产生于两个方面，一个是供给创造出新的需求，生活用纸企业竞争趋于激烈，厂商需要通过丰富产品种类去覆盖长尾市场，更多的提供差异化产品增强顾客粘性；另一方面是需求端，在消费升级趋势下，消费者在不同消费场景会选择不同种类的生活用纸，因此满足特定功能性的生活用纸越来越受到欢迎。从2010~2017年中国生活用纸年鉴数据可发现，以前最常见的厕用卫生纸消费量占比逐年下降，而面巾纸、餐巾纸、擦手纸和厨房用纸消费量占比不断提升，擦手纸、面巾纸和餐巾纸提升速度最快。但擦手纸和餐巾纸这类生活用纸在总消费量中占比不足4%，随着这类满足多元化需求的生活用纸消费量提升，市

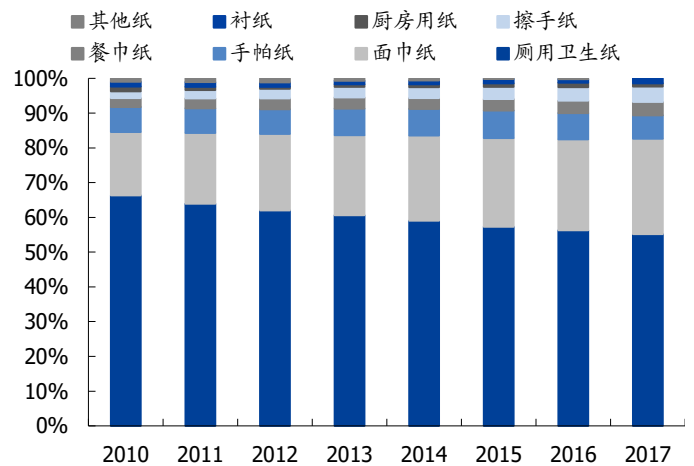
场规模仍有上升空间。

图表 71: 2010~2016 年各种类生活用纸消费复合增速



资料来源: 中国生活用纸年鉴, 国盛证券研究所

图表 72: 各种类生活用纸消费量占比

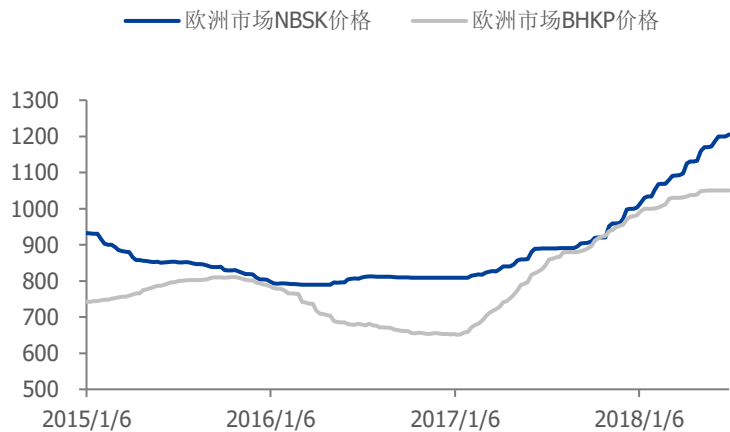


资料来源: 中国生活用纸年鉴, 国盛证券研究所

供给端: 进入门槛抬升, 中小产能加速淘汰, 产能供给放缓

浆价大幅上涨, 环保督查趋严, 加速行业洗牌淘汰中小企业, 17 年约淘汰中小产能 120 万吨。生活用纸原材料木浆主要依赖进口, 且在生产总成本中占比 60% 以上。自 2017 年以来进口针叶浆和阔叶浆大幅上涨, 全年分别上涨 50.8%/49.1%, 已达近五年来国际浆价的高位。同时国内造纸行业环保督查继续深入, 污染严重的小企业被整改或关停。面对高企的原材料成本和持续上升的治污成本, 小企业盈利空间逐步丧失。2017 年生活用纸总产能 1300 万吨, 约淘汰 120 万吨落后产能, 净增约 135 万吨产能, 自 2014 年开始造纸企业数量持续下降。

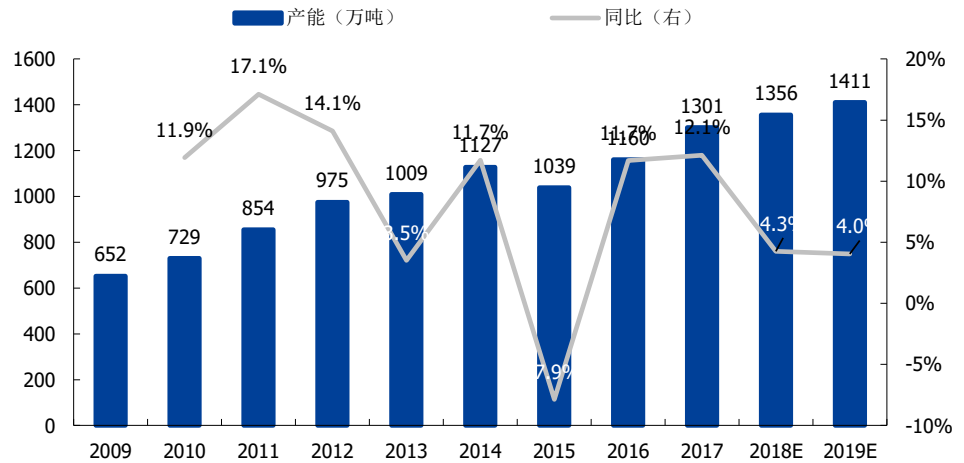
图表 73: 2017 年进口针叶和阔叶浆价格大幅上涨 (美元/吨)



资料来源: 卓创资讯, 国盛证券研究所

受环保限制生活用纸准入门槛抬升, 未来产能和市场将继续向头部企业集中。受到国家环保限制, 生活用纸新建产能必须达到 10 万吨以上规模才能批准建厂, 抬高了行业进入门槛。根据中纸联披露的 18 年在建项目情况, 18 年规划生活用纸产能 310 万吨, 假设分两年消化, 18 年预计新增 155 万吨产能。考虑到 18 年环保督查持续深入, 已经原材料价格高企, 淘汰产能预计于 17 年相当, 我们假设 18 年淘汰 100 万吨中小产能, 预计净增 55 万吨产能。则 18/19 年新增产能同比增长 4.2%/4.1%, 未来增速将有较大幅度放缓。

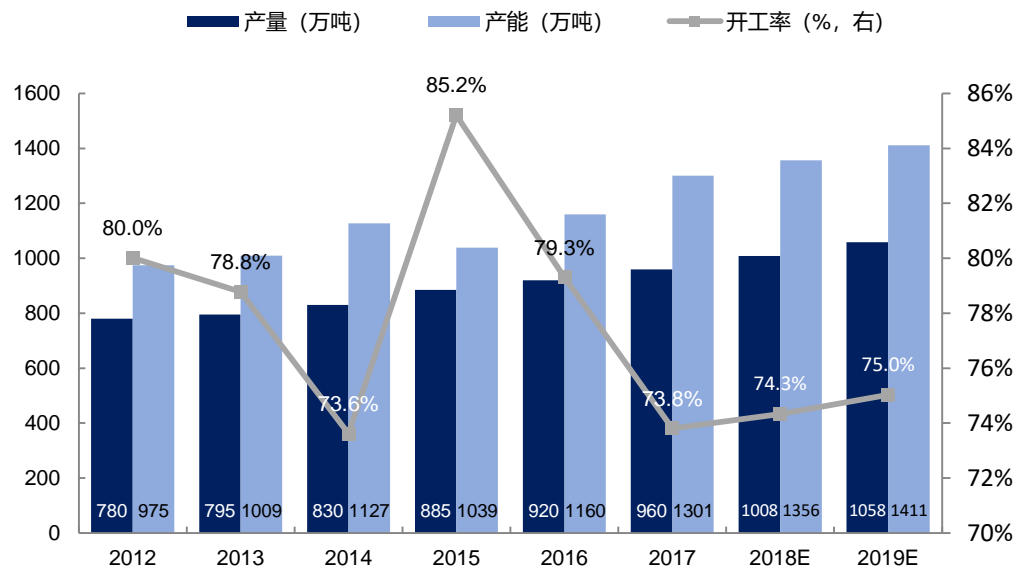
图表 74: 我国生活用纸产能及增速



资料来源: 中国生活用纸年鉴, 中纸联, 国盛证券研究所

未来两年生活用纸行业开工率将出现逐步提升过程, 行业供求格局优化。可以观察到 15~17 年生活用纸产能利用率出现回落, 17 年仅 73.8%。我们认为主要由于落后小厂生存空间受到挤压, 开工难度加大, 开工率出现自然回落。但对于生活用纸行业来说, **74%**属于正常的产能利用率水平, 大型生活用纸企业一般需要为旺季预留产能, 正常产能利用率水平在 75%左右。由于生活用纸产销率接近 100%, 我们假设产量增速和消费量同比增速相当为 5%, 结合我们对 18~19 年的产能预测, 预计 18~19 年生活用纸行业产能利用率将逐步提升, 进一步表明行业供求格局开始优化。

图表 75: 生活用纸行业开工率将逐步提升



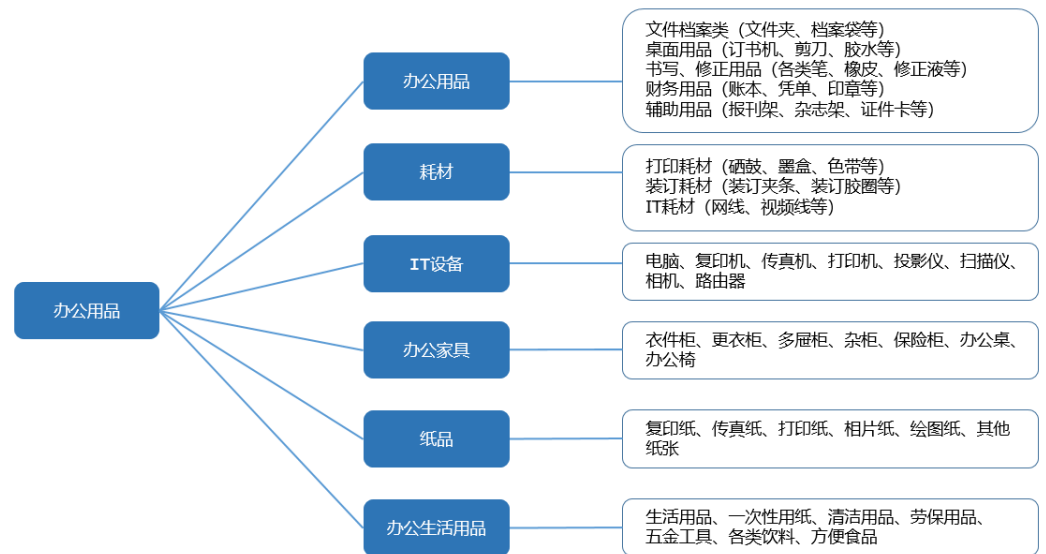
资料来源: 中国生活用纸年鉴, 中纸联, 国盛证券研究所

3.2 大办公行业: 万亿级市场, 行业竞争格局好

大办公包括办公文具及办公设备和家居等多种品类, 对应万亿级市场。办公用品直销业务是指为政府及各类企业提供产品定制、配送、售后服务于一体的、一站式服务, 其产品包括办公文具、耗材、IT 设备、办公家具、纸品、办公生活等 10 大类产品。办公

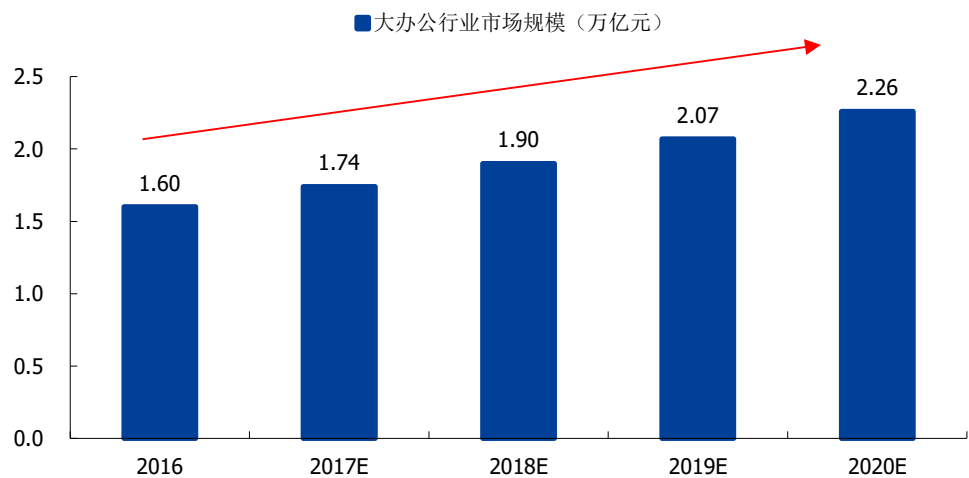
用品客户主要分为政府与企业，政府端近年来受政府采购支出的快速增长，市场达万亿级别。根据中国产业信息网，国内大办公文具（包括办公家具、器材等）的市场规模约1.6万亿，若未来3-5年CAGR约9%，到2020年市场规模可达2.2万亿。

图表 76: 办公用品种类丰富，对应广阔市场



资料来源: 中国产业信息网, 国盛证券研究所

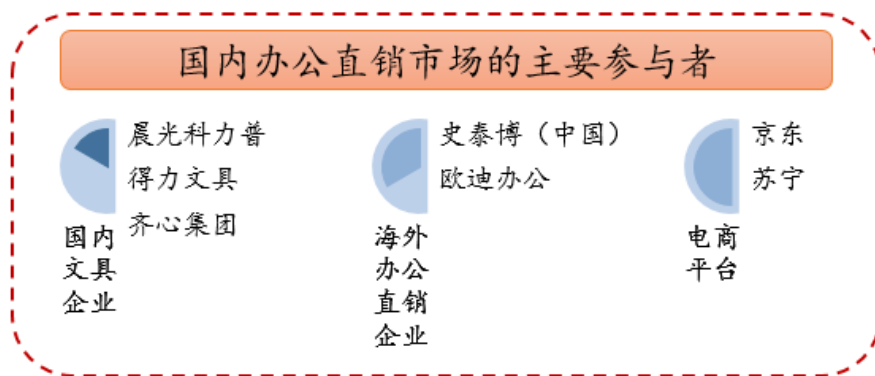
图表 77: 大办公行业市场规模达 1.6 万亿元



资料来源: 中国产业信息网, 国盛证券研究所

国内办公直销行业尚处发展初级，集中度低，竞争格局较好。国内办公直销行业尚处于发展初期，目前主要的供应商可分为国产文具企业、海外办公直销企业及电商平台。其中国产文具企业主要是晨光科力普、得力文具、齐心集团，海外企业主要为史泰博和欧迪办公，电商平台有京东和苏宁等。2B端的办公直销业务对企业的供应链整合和综合服务能力要求较高，形成一定的行业进入门槛，目前国内参与的竞争者有限。同时办公直销行业规模效应明显，集中度较易提升，因此该行业目前竞争格局较好。

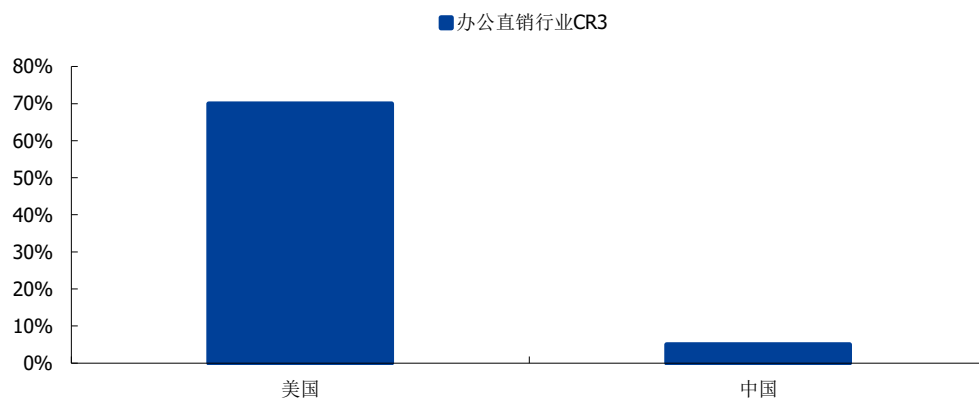
图表 78: 国内办公直销主要的供应商可分为国产文具企业、海外办公直销企业及电商平台



资料来源: 国盛证券研究所

以发展成熟的美国市场为例，办公直销领域的前三大企业史泰博、欧迪办公和OfficeMax市占率合计达到70%。而国内目前前三的晨光、得力和齐心市占率不足5%，未来龙头企业仍有较大提升空间。就晨光办公文具提量来看，市占率不到0.5%，若市占率提升至5%，则对应800亿元销售额，龙头企业可开拓的市场较大。

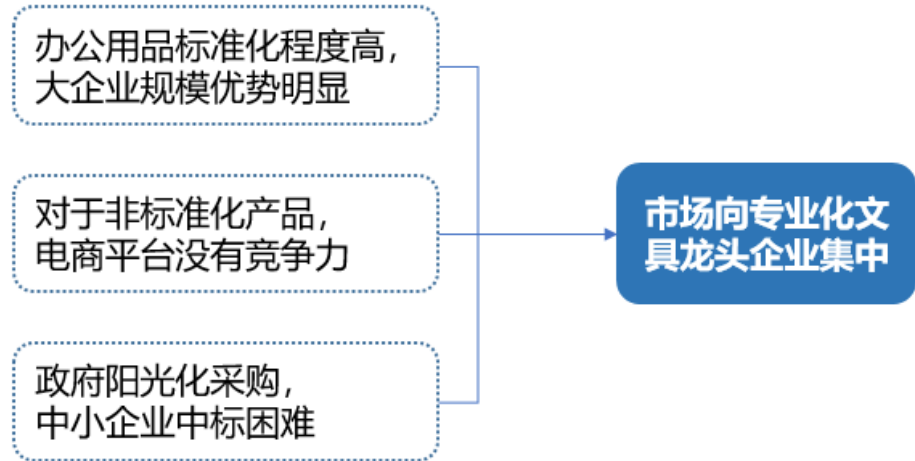
图表 79: 我国办公直销行业集中度远低于美国



资料来源: 中国产业信息网, 国盛证券研究所

专业化文具龙头企业更可能成为办公直销行业主导者，中小企业和非专业化电商平台将逐步退出。1) 办公用品标准化程度高，大企业规模优势明显，中小企业在成本端不具备采购优势，长期难以与大型企业进行抗衡。2) 办公直销涉及到一站式配套和配送服务，对于非标准化产品，电商平台没有竞争力，专业的直销龙头企业能够提供更优质的服务和消费体验。3) 政府阳光化采购趋势下，办公直销行业将更加规范化，加剧中小企业中标难度，电商平台无法参与到竞争中，大型龙头文具企业成为主要参与者。

图表 80: 专业化文具龙头企业更可能成为办公直销行业主导者



资料来源: 国盛证券研究所

个股推荐

中顺洁柔: 产品、渠道持续发力, 19Q1 成本拐点显现

行业: 生活用纸需求稳步增长, 产能供给放缓。国内生活用纸市场规模近千亿级, 2017 年约达 1100 亿元。但人均消费量却不足发达国家的一半, 2017 年国内生活用纸人均消费量仅 6.3kg/年, 而 2016 年欧美日等发达国家人均用纸消费量均超过 15kg/年。国内生活用纸人均量有待提升, 存在翻倍的空间。浆价大幅上涨, 环保督查趋严, 加速行业洗牌淘汰中小企业。2017 年生活用纸总产能 1300 万吨, 约淘汰 120 万吨落后产能, 净增约 135 万吨产能。受环保限制生活用纸准入门槛抬升, 未来产能和市场将继续向头部企业集中。

成本端原材料价格回落 19Q1 现成本拐点, 增值税降税增厚利润。公司 19Q1 毛利率为 34.0%, 环比上升 3.0pct, 公司成本端拐点开始出现。公司木浆库存约 3~6 个月, 18Q4 外盘浆价虽有所下降, 但人民币汇率贬值幅度持续加大, 公司木浆成本在 18 年 11 月到达最高点, 伴随人民币汇率回升, 18 年 12 月单位木浆成本开始下降。18Q4~19Q1 外盘木浆延续下降趋势, 且人民币开始升值, 预计 19Q2 盈利继续改善。19 年 4 月增值税降低 3pct, 由于公司销售生活用纸价格较为稳定, 预计公司不会对下游降价, 因此该降税带来的利润将留在公司。

高毛利产品占比持续提升, 19Q2 个护产品有望落地。Face+Lotion+自然木为公司主推的三款高毛利产品, 19Q1 收入占比提升至 65%以上(vs 18 年占比 63.4%), 其中 Lotion 收入增速达 100%以上, 为公司 19 年发展重点, 并且公司仍在开发其他高毛利产品, 未来通过产品结构调整, 单吨售价仍有提升空间。公司 18 年已储备个护产品, 预计 19Q2 将推出, 贡献新增长点。

公司正式进入“渠道强化”年, 产能扩张持续推动销量增长。公司依托 GT+EC+KA+AFH 四大渠道加速网点布局, 截至 18 年末已覆盖的县市区达到 1791 个(超目标达成), 经销商数量新增 256 个, 2019 年目标新增加县市区 500 个。产能方面, 预计湖北将新增 10 万吨产能、唐山将新增 5 万吨产能, 未来总产能将达到 81 万吨, 有望维持销量 18% 的增长。

公司产品定位中高端差异化, 加速个护布局, 依托渠道产能扩张, 内生增长动能充足,

维持“买入”评级。预计19-21年净利分别为5.5/6.6/7.8亿元，同比35.0%/20.2%/17.5%，对应PE 24.4X/20.3X/17.3X。

晨光文具：办公直销规模扩张，精品文创持续发力

行业：文具市场稳步增长，大办公领域竞争格局尚优。国内传统文具行业市场规模达1500亿元，但人均文具消费仅105元，不及全球平均水平240元的一半，在国内消费升级趋势下，未来仍存在翻倍增长空间。目前国内文具行业CR4仅5.3%，美国CR5达到70%，中小企业不具备规模和渠道优势，预计未来市场将加速向头部企业集中。大办公市场除了办公文具和设备还包括办公家具和耗材等多种品类，对应1.6万亿市场空间，而前三市占率不足5%。目前国内大办公领域竞争格局较好，其中的参与者包括国产文具龙头企业、海外办公直销企业和电商平台，均处在发展初期。

办公直销晨光科力普持续发力，并购欧迪拓展市场。公司的办公直销业务晨光科力普自2013年开展以来拓展迅速，16年开始探索科力普加盟模式，成立加盟事业部，公司客户拓展顺利，仓库全国化布局逐步完善，提高配送效率和客户服务体验，公司运输费用存下降空间。17年零对价收购欧迪办公100%股权，欧迪专注中间客户，进一步完善晨光办公直销业务的客户矩阵。

新零售模式探索，开设晨光生活馆和九木杂物社，品牌价值持续提升。生活馆和九木杂物社为精品文创产品的主要渠道，迎合消费品质升级趋势。18年末零售大店总数255家，18年公司开始探索九木杂物社加盟模式，预计19年渠道加速扩张。新模式探索提升公司品牌价值，公司通过生活馆和杂物社销售的精品文创产品毛利率在45%左右，带来毛利率上升空间。

传统文具业务终端渠道优化升级，丰富产品品类促成品牌升级。公司终端网点数量稳步增加，预计18年净增2000家左右，并加大新开店中盈利更优的加盟店比例，而且持续对存量渠道优化升级，提升单店质量。丰富产品种类，加大精品文创、办公文具和儿童美术产品推广销售力度，精品文创18Q1同比增长超过60%，增厚传统业务毛利率。**公司传统文具业务渠道优势明显，办公直销业务拓展顺畅，积极探索新零售和精品文创，增厚利润空间，内生增长动能充足，维持给予“买入”评级。**预计18-20年净利分别为8.05/10.21/12.75亿元，同比增长27.0%/26.7%/24.9%，对应PE 39.4X/31.1X/24.9X。

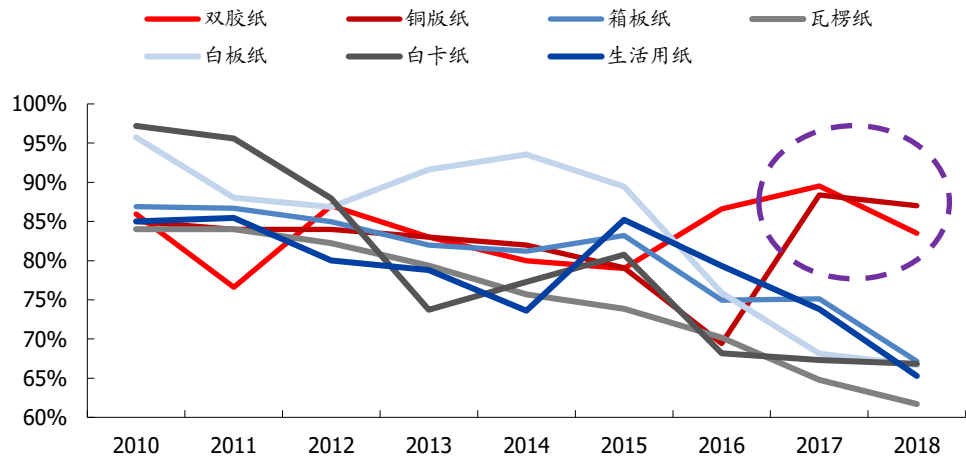
4、造纸：木浆系产品景气向上格局初现，箱板瓦楞纸价以稳为主

4.1 文化纸：19Q1盈利筑底，景气向上格局将定

供给：暂无新增产能释放，预计19年供应量偏紧

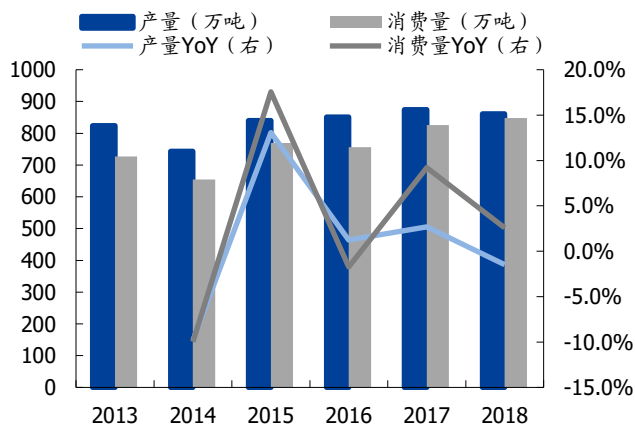
文化纸行业开工率维持相对高位，供求处于平衡状态。文化纸中双胶铜版纸开工率自2010年来维持70%以上，2017~2018年开工率在85%以上。其他成品纸箱板瓦楞、白板白卡及生活用纸开工率自2010年开始均出现明显下滑趋势，均不足80%，其中瓦楞纸开工率已降至65%以下。文化纸开工率在各成品纸中最高，表明行业供求基本处于平衡状态。2018年双胶纸产量/表观消费量分别为861/848万吨，分别同比变动-1.5%/2.6%；铜版纸产量/表观消费量分别为574/500万吨，分别同比变动-1.6%/1.2%。

图表 81: 双胶铜版纸开工率维持相对高位



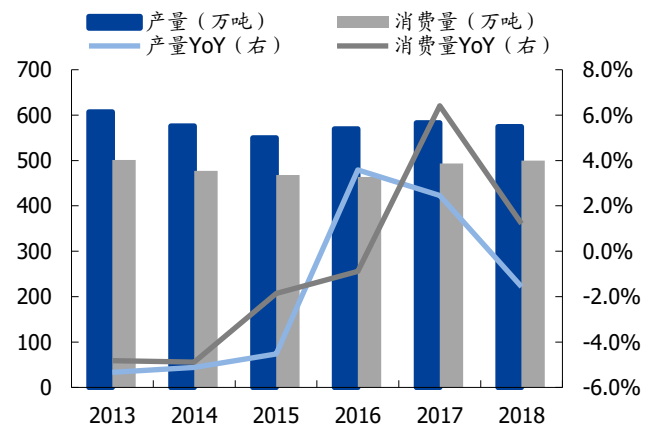
资料来源: 卓创资讯, 国盛证券研究所

图表 82: 双胶纸产量、消费量及同比增速



资料来源: 卓创资讯, 国盛证券研究所

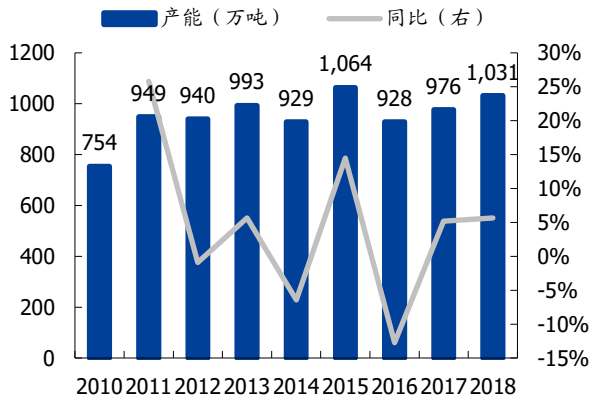
图表 83: 铜版纸产量、消费量及同比增速



资料来源: 卓创资讯, 国盛证券研究所

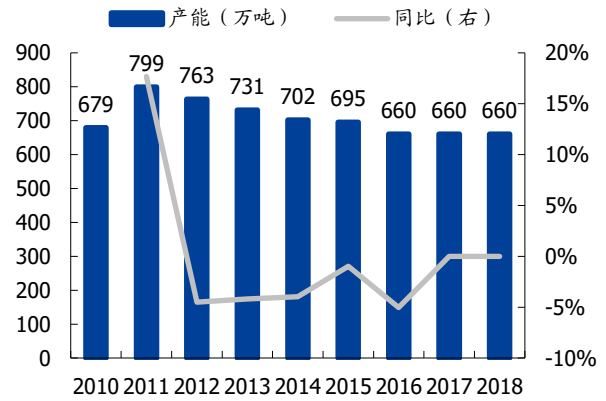
产能增长放缓, 19 年无新增产能投放。铜版纸产能自 2012 年持续下降, 18 年产能未增长持平 17 年为 660 万吨。双胶纸产能经历 16 年收缩后降至 1000 万吨以下, 2018 年晨鸣投放 100 万吨双胶纸产能, 其他上市纸企无新增双胶纸产能, 18 年双胶纸产能净增 55 万吨至 1031 万吨。根据当前大型纸厂扩建计划, 19 年没有新增双胶铜版纸产能。18 年宏观经济承压, 双胶/铜版纸表观需求量增速下滑至 2.6%/1.2%, 但仍维持正增长, 预计 19 年仍维持个位数增长, 因此预计 19 年文化纸供求维持平衡。

图表 84: 双胶纸产能及同比增速



资料来源: 卓创资讯, 国盛证券研究所

图表 85: 铜版纸产能及同比增速



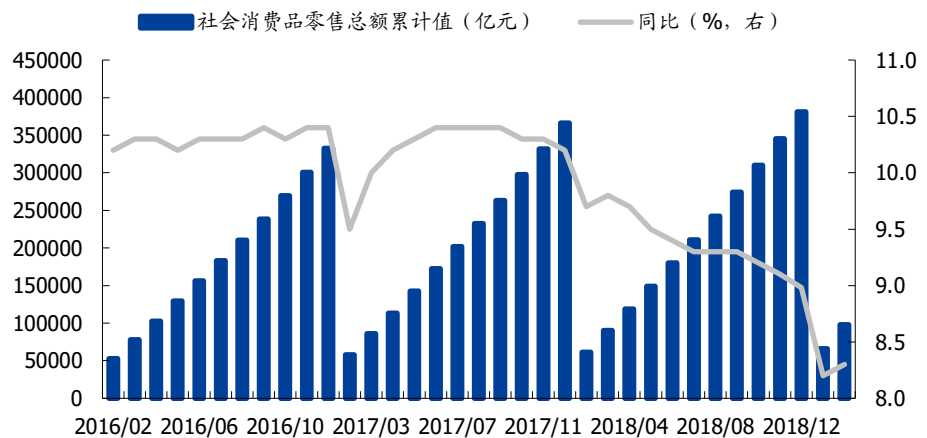
资料来源: 卓创资讯, 国盛证券研究所

纸厂检修及大厂环评问题出现, 文化纸供应偏紧。由于双胶铜版纸处于供求平衡状态, 一旦产能出现下降将导致供给偏紧。一方面, 19年4月华南铜版纸厂家检修, 供应量下降。另一方面, 国内大型文化纸龙头纸厂由于木浆生产线出现环评问题, 导致120万吨木浆产线停摆, 同时该纸厂现金流紧张, 外购木浆无账期, 导致铜版纸生产原材料不足, 80万吨铜版纸生产线停产, 占行业总产能的13%。文化纸供给缺口出现, 将推升文化纸涨价。

需求: 下游需求逐步回暖, 补库催生需求好转

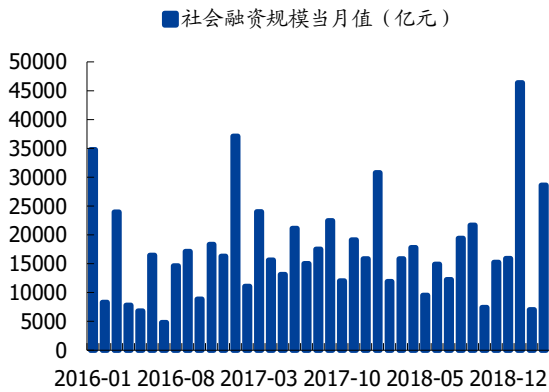
社融增加, 社零增速缓慢提升, PMI 重新站上荣枯线, 宏观环境对需求压制有望缓解。文化纸下游需求主要对应办公用纸、宣传用纸及出版印刷等, 工商业经营回暖将催生文化纸需求。从社融数据来看, 19年3月社融规模2.86万亿, 同比增加1.28万亿, 未来企业经营活动有望活跃。从社零数据来看, 19年1月和2月社零当月值同比增长8.2%/8.7%, 社零增速逐步提升, 下游需求有望好转。19年3月PMI为50.5%, 时隔3个月再度站上荣枯线, 宏观经济景气度向上, 未来对需求的压制有望缓解。

图表 86: 社零增速开始回升



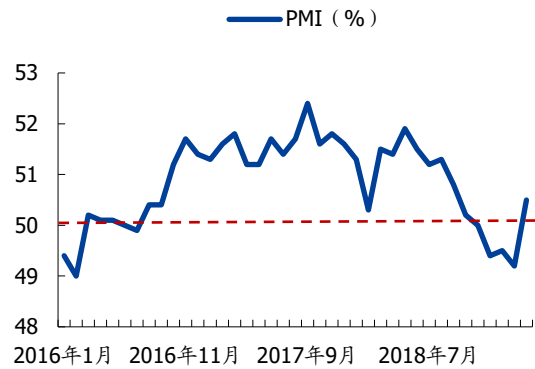
资料来源: 国家统计局, 国盛证券研究所

图表 87: 19 年 3 月社融增长超预期



资料来源: 中国人民银行, 国盛证券研究所

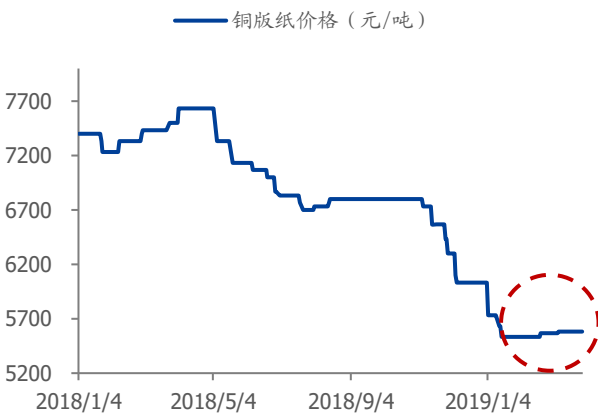
图表 88: PMI 重回荣枯线



资料来源: 国家统计局, 国盛证券研究所

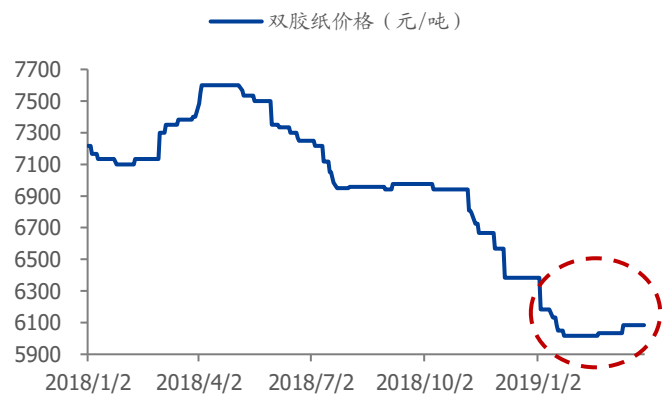
经销商库存低位, 存在补库需求。18 年需求压制背景下, 文化纸从 18H2 开始价格持续下调, 经销商看空未来纸价, 因此低库存运营。19 年宏观经济环境逐步好转, 19Q1 对应开学季出版印刷需求刺激, 为文化纸传统旺季, 需求上升推动经销商补库存。同时, 结合偏紧的供应情况, 大型文化纸厂自 19Q1 开始持续发布文化纸涨价函, 19 年 3 月涨价开始落实, 双胶纸铜版纸价格均环比上涨 1% 至 6083/5583 元/吨, 19 年 4 月文化纸延续涨势。

图表 89: 铜版纸价格 Q1 行至最低点后出现向上趋势



资料来源: 卓创资讯, 国盛证券研究所

图表 90: 双胶纸价格 Q1 行至最低点后提价趋势明显



资料来源: 卓创资讯, 国盛证券研究所

原材料: 浆厂阶段性让利, 长期仍看多浆价

一季度行业盈利低点已现, 二季度浆厂让利纸厂叠加旺季纸价提涨, 盈利能力环比提升几成定局。2019 年一季度无疑是行业盈利最低点, 原因在于, 一季度铜板双胶纸价格已开始上涨, 中期纸价低点已现; 19 年一季度主要纸厂原材料木浆成本价格为 2018 年 9-10 月外盘价, 为历史高点。12 月纸浆期货上市制造了一波行业价格扰动, 导致外盘浆价出现阶段性下跌, 一季度主要纸厂进货成本阶段性下行, 二季度主要纸厂原材料成本将行至低位, 浆厂让利纸厂叠加旺季纸价提涨使得纸厂二季度盈利出现复苏。

图表 91: 19Q1 纸厂使用木浆对应 18 年 9~10 月相对高价木浆 (单位: 元/吨)

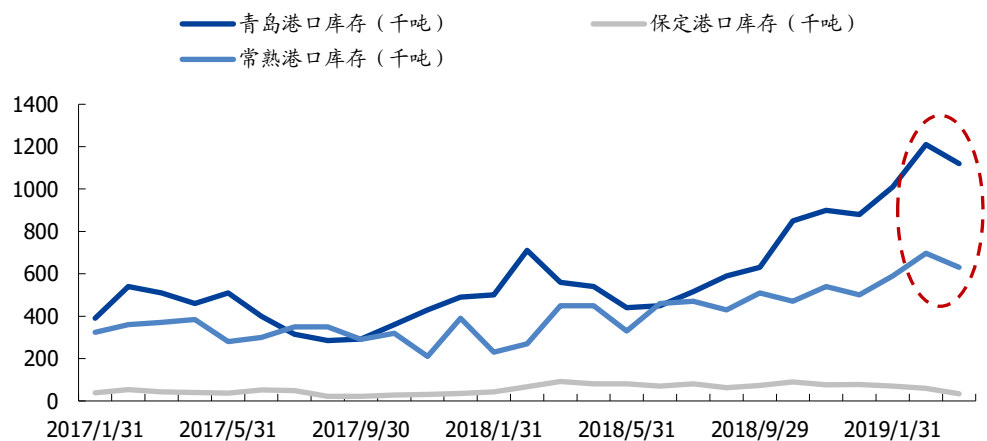


资料来源: 卓创资讯, 国盛证券研究所

二季度浆纸价格大概率同步上行。行业层面, 纸厂价格及成本倒挂局面将在二季度恢复, 然外盘浆价在 1 月份出现闪跌之后, 已在二月企稳回升, 各大供应商 3、4 月报价全面上提, 纸价亦在 3 月初开始提涨, 目前落实情况较好。产业链价格趋势均已见底回升, 涨价预期下, 成交量回暖将成大概率事件, 叠加下游低库存态势, 产业链量价齐升趋势将获得延续。

木浆主要供应商已开始选择性让利出货, 下游纸厂接货情况良好, 港口库存压力或在近期得到缓解。主要木浆供应商巴西鹦鹉及金鱼合并后回到市场, 在市场一片跌声中, 近三个月首次报价宣布挺价 720 美元/吨, 稳住价格预期, 而彼时其他品种价格均已跌至 650 美元/吨一线, 产业链经过一番博弈后, 近期最终达成一致, 鹦鹉金鱼选择性让利 30-40 美金/吨向主要长协纸厂发货, 届时, 中国港口库存大户库存消化周期开启, 预计消化速度将十分迅速。与此同时, 全球主要木浆供应商 2 月起向中国发运量大幅下滑, 我们预计未来 3 个月, 木浆中国港口库存量将出现趋势性下滑。

图表 92: 19 年 3 月国内木浆港口库存开始下滑



资料来源: 卓创资讯, 国盛证券研究所

木浆产业链终端对纸张价格敏感度极低, 纸价上涨阻力不大。木浆产业链终端印刷厂, 大多从贸易商处拿货。调研显示, 大部分印刷厂经营关注焦点在终端客户的印刷设计需求上, 对于原材料成本的议价意愿不强, 且已普遍形成纸价长年高位预期, 我们认为这是纸张价格连续恢复性上涨的重要基础。

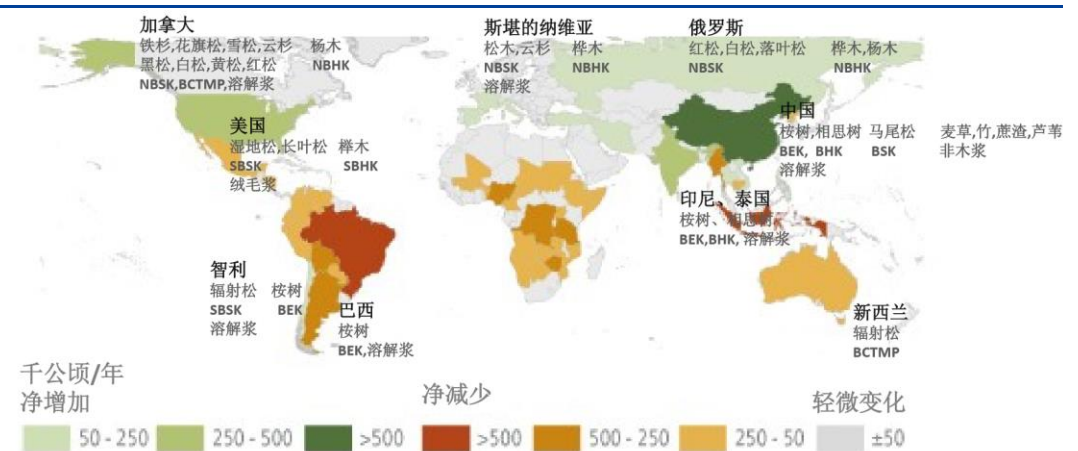
若木浆价格上涨或维持高位, 自建浆产能充足的企业业绩弹性更大。纸浆价格上涨将推

动木浆系成品纸价格上升，拥有浆厂的原纸厂能够保持相对稳定的成本，并以高价销售成品纸，增厚盈利空间，凸显业绩弹性。从长期角度来看，全球木浆供求格局偏紧，未来木浆价格仍大概率维持高位，主要基于以下几个原因：

1) 原材料供给受限：主要商品木浆产能所在地森林净减少趋势严重，木片资源呈匮乏趋势。主要商品木浆生产地巴西，印尼，智利，加拿大等区域，自1990年至2015年以来，国家森林资源呈趋势性净减少态势，其中印尼和巴西净减少量最大，均超过50万公顷/年，智利净减少在25-50万公顷/年，加拿大净减少量在5万公顷/年。全球只有中国和美国的森林资源在过去25年中是净增加的，然而中国政府严格限制森林资源砍伐用于制浆，且该政策趋势大概率不会改变，以晨鸣纸业黄冈林地开发受阻为例可见一斑。

国内外废进口量收紧，木浆替代性需求增加。19H2进口废纸额度大概率收紧，未来有可能出现纤维短缺现象，木浆纤维替代性需求有望在2019年下半年触发，带动木浆价格强势。

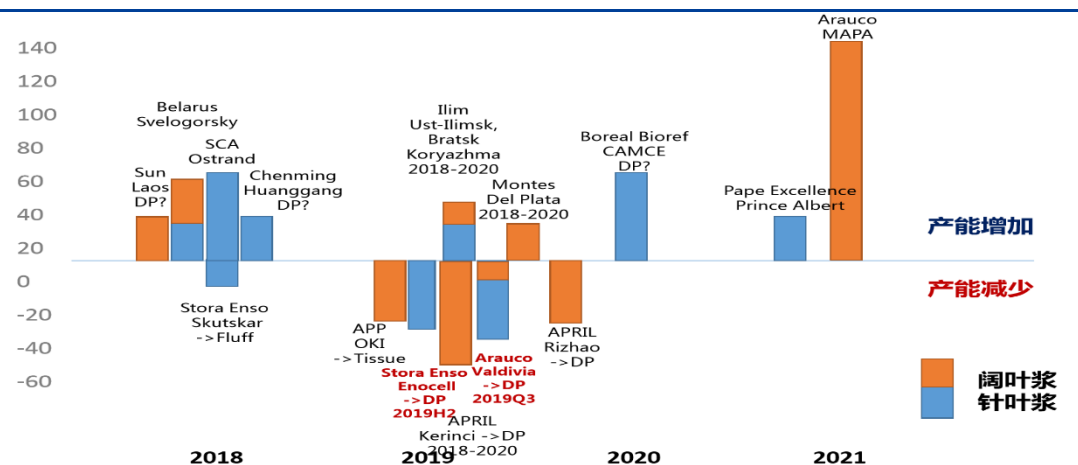
图表 93: 1990-2015 主要产浆国原料分布&全球森林年度净变化



资料来源: PPPC, C&D, 国盛证券研究所

2) 产能供给收缩：2019 年全球商品浆新增产能低于产能收缩。PPPC, C&D 统计，2019 年 APPOKI 有接近 30 万吨漂阔将转供应自有造纸产能，斯道拉恩索二季度 35 万吨漂针，亚太森博有合计 70 万吨漂阔，智利银星三季度有合计 40 万吨针阔，转产溶解浆。而新增产能统计中，中国太阳老挝 50 万吨阔叶化学浆目前已转产溶解浆，晨鸣合计 70 万吨针阔也将用于供应其下游新增造纸产能，不会流入商品浆市场。2019 年商品浆市场总体供给下滑。

图表 94: 化学纸浆的产能增减情况



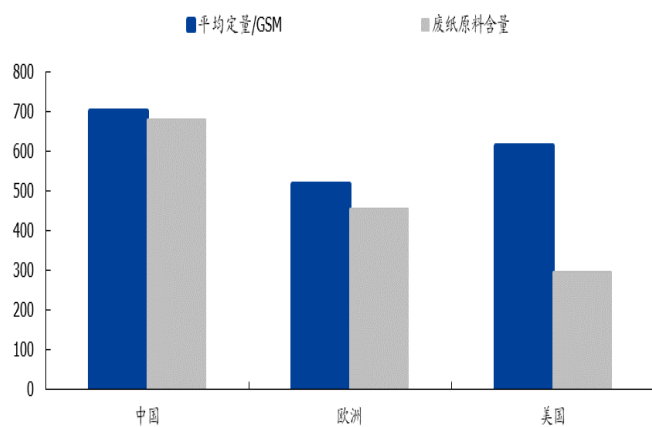
资料来源: PPPC, C&D, 国盛证券研究所

3) 木浆需求结构性调整：全球禁塑风潮下，木浆纤维需求有望得到结构性提升。2018

年11月初，欧盟高票通过全面“禁塑令”，批准2021年起禁止使用一次性塑料产品，以遏制日益严重的塑料废弃物对海洋生态环境的破坏。我们认为，全面禁塑将成全球趋势，且不可逆，原因在于，中国和东南亚地区目前正在执行全面禁废进口政策，且该政策不会逆转，欧美发达国家的废物垃圾未来将没有去处，只能禁止使用。因此全球禁塑风潮下，用来替代一次性塑料包装制品的只有可再生属性较强的木浆纤维，木浆纤维需求未来大概率得到结构性提升。

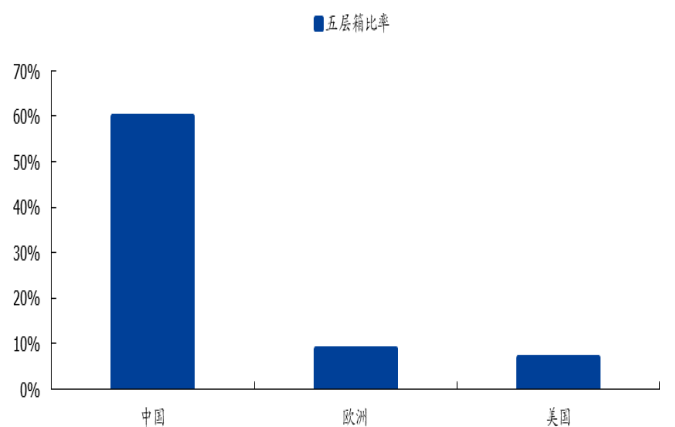
4) 木浆替代废纸推升国内对木浆需求量：国内纸包装五层板向三层板转移趋势下，高质量木浆纤维用量将得到提升。目前中国纸包装中，五层板比例接近60%，而欧洲这个比例小于10%，北美接近7%，在今年开始的进口废纸严限政策下，国内废纸原材料短缺已成确定趋势，包装企业用三层板替代五层板以降低原纸用量将成为行之有效的应对方案，然而客户对包装保护和缓冲功能的要求并不会因轻量化而降低，因此纤维质量更好的木浆纤维未来被用在箱板瓦楞纸的生产原材料中是必然选择。粗略估计，全国箱板瓦楞纸年产量在5600万吨左右，因质量要求，在原材料中增加5%（可能更多）左右的木浆纤维，将带动国内木浆280万吨左右的需求，对应国内8%左右的需求提升弹性。

图表 95: 瓦楞纸板差异



资料来源: ICCA, 国盛证券研究所

图表 96: 五层箱占比比率

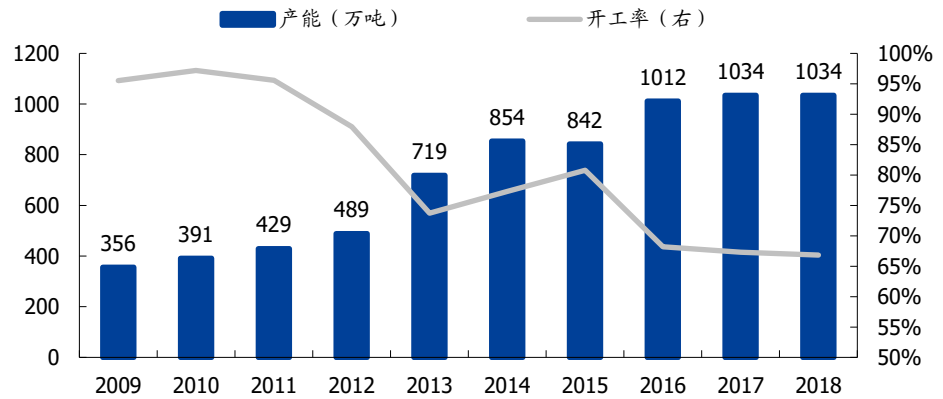


资料来源: Wind, 国盛证券研究所

4.2 白卡纸：替代效应下需求上升，行业竞争格局好

产能增长放缓，开工率暂处低位。2016年白卡纸产能集中投放，同比170万吨(+20.2%)，17~18年产能增长放缓，18年产能1034万吨持平17年。白卡纸主要用于中高档包装，每吨单价高出白板纸1000元左右，因此年需求量比白板纸低150万吨。目前白卡纸供给相对过剩，18年产量/表观消费量分别为691/655万吨，同比变动-0.7%/0.8%。行业开工率暂时处于低位，18年开工率仅66.8%。

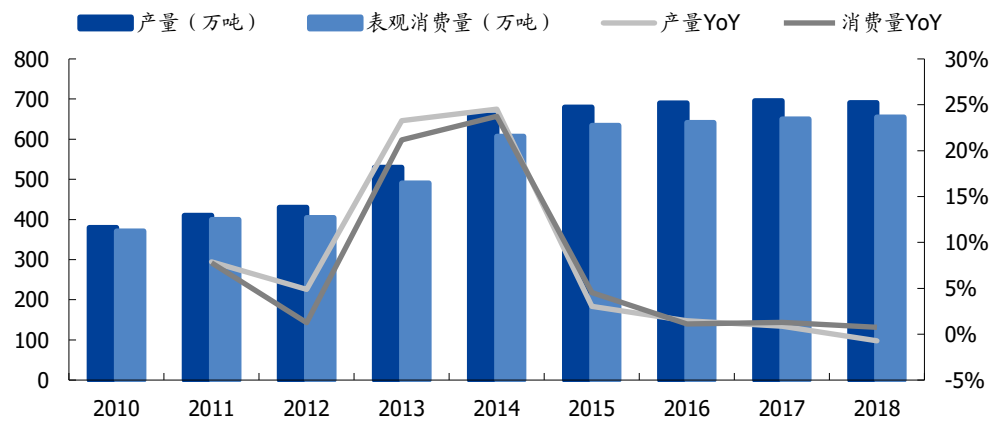
图表 97: 白卡纸产能增长放缓, 开工率暂处低位



资料来源: 卓创资讯, 国盛证券研究所

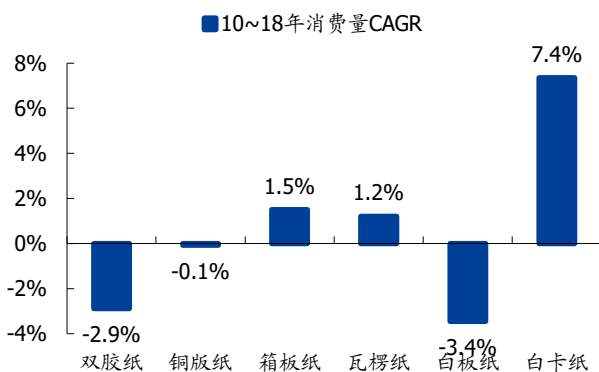
消费量稳步增长, 未来替代效应将逐步显现。伴随包装产品逐步高端化, 相较于其他纸种消费量出现波动, 白卡纸消费量自 2010 年以来持续增长, 10~18 消费量 CAGR 为 7.4%。并且未来白卡纸对白板纸的替代效应将逐步显现, 需求量有望持续提升, 开工率有望增长。

图表 98: 白卡纸产量、消费量及同比增速



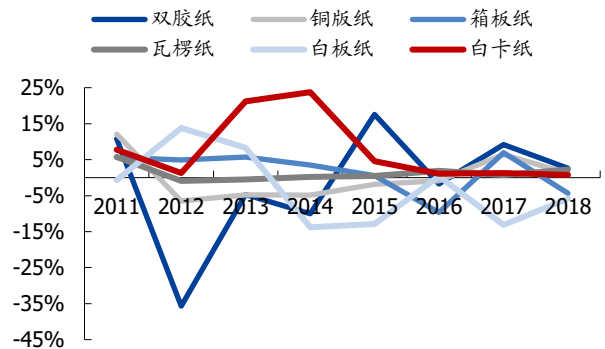
资料来源: 卓创资讯, 国盛证券研究所

图表 99: 白卡纸消费量增长优于其他成品纸



资料来源: 卓创资讯, 国盛证券研究所

图表 100: 白卡纸消费量自 2010 年以来持续上升

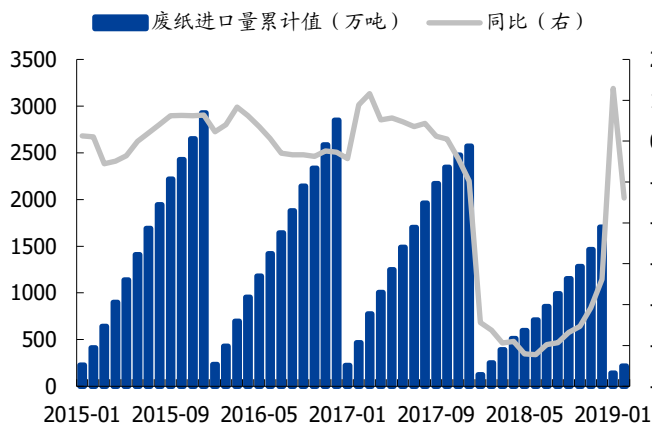


资料来源: 卓创资讯, 国盛证券研究所

白卡纸对白板纸的替代效应主要来自以下三个方面: 1) 进口废纸持续减少, 白板纸原材

料可得量下降，未来成本有上升趋势。国家环保政策趋严，进口废纸审批配额持续收缩，17/18年进口废纸总配额量分别为2811/1816万吨，分别同比下降10%/35%，截止19年4月外废配额量为798万吨，较去年同期下降26%，预计今年总量还将下降，2020年外废配额量可能收窄至500万吨以下。在此背景下，17~18年进口废纸量持续下降，带来国内废纸缺口，推升国废价格，目前国废价格达到2300元/吨以上，较此前价格翻倍，并且由于外废需求量下降，国废价格高出外废1000元/吨左右，推升废纸系生产成本。白板纸原材料中50%使用外废，40%使用国废，废纸涨价将导致白卡纸价格上升，缩小白卡与白板价差，未来使用白板替代可能性上升。**2) 环保限制下，白板纸产能关停。**白板纸产能自17年开始持续下滑，18年环保持续趋严，作为“中国白板纸生产基地”的富阳产能将全部关停，对白板纸需求将一部分转向白卡纸。**3) 消费升级趋势下，包装持续高端化，白卡纸用量将继续上升。**

图表 101: 17 以来废纸进口量持续下降



资料来源: 海关总署, 国盛证券研究所

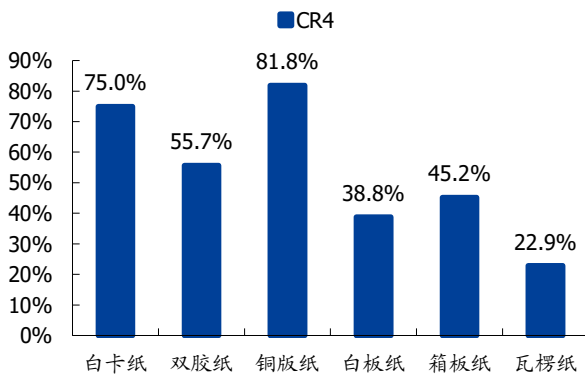
图表 102: 白板纸产能收缩加速



资料来源: 卓创资讯, 国盛证券研究所

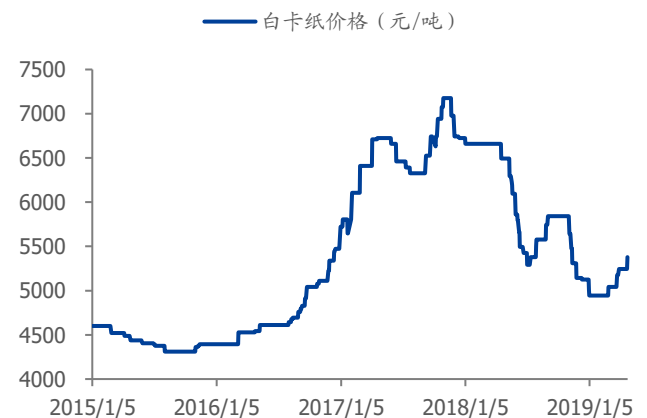
白卡纸行业集中度高，纸企定价权强。白卡纸前四大龙头企业分别为博汇、晨鸣、APP、太阳，前四大企业产能达775万吨，CR4为75.0%，在所有成品纸中仅次于铜版纸。白卡纸行业竞争格局好，龙头企业拥有定价权。2016年以前白卡纸价格较为稳定，2017年造纸行业经历上升周期，白卡纸跟随涨价，但18年5月白卡纸开始价格战，叠加18年宏观经济环境影响，18H2开始白卡纸价持续下滑。19年初白卡纸价格开始反弹，一旦大厂达成协议，未来白卡纸提价将相较于其他成品纸更为顺畅。

图表 103: 白卡纸行业集中度高



资料来源: 卓创资讯, 国盛证券研究所

图表 104: 白卡纸价格走势



资料来源: 卓创资讯, 国盛证券研究所

4.3 箱板瓦楞纸: 受进口纸价压制, 未来价位以稳为主

2016-2018年，箱板瓦楞纸价格在供给侧改革环保严查，进口废纸严限叠加生产运输成本上升的背景下，出现快速大幅上涨，最高价格出现在2017年10月上旬，其余大部分时间，箱板纸价格都在4800元/吨以上，瓦楞纸价格都在4000元/吨以上。而进口箱板纸税后总额价格在4800元/吨一线，瓦楞纸价格在4000元/吨一线，相对平稳。

图表 105: 国内箱板纸价格



资料来源: 卓创资讯, 国盛证券研究所

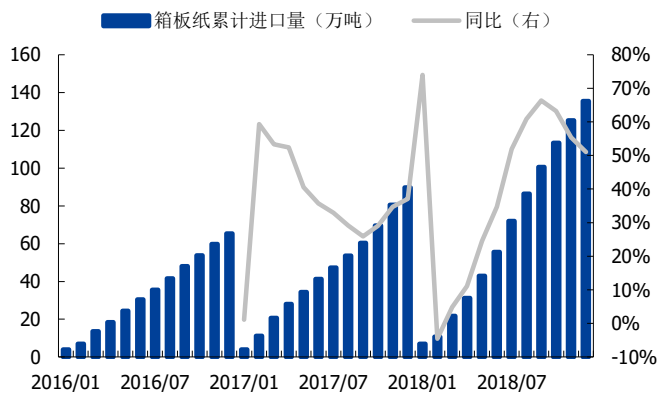
图表 106: 国内瓦楞纸价格



资料来源: 卓创资讯, 国盛证券研究所

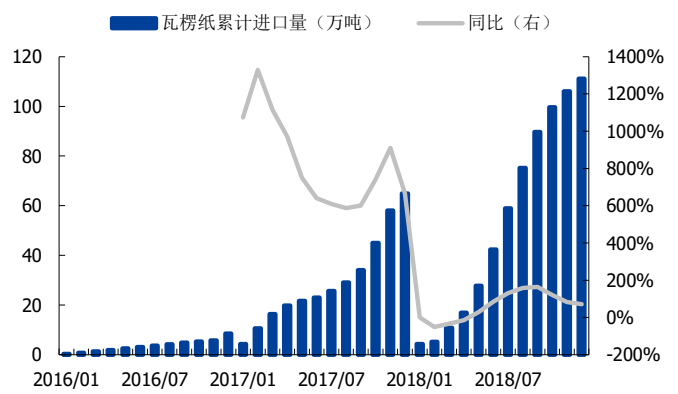
由于国内原纸价格长时间高于进口纸价，国内原纸贸易商及大型纸板厂被迫开拓新的进口原纸渠道，2017年起，国内进口原纸量大幅增长，17年全年箱板/瓦楞纸进口量累计增长37.1%/666.3%，18年分别同比增长51.0%/71.3%，目前已形成较为成熟的渠道。

图表 107: 自17年箱板纸进口量大幅增长



资料来源: 纸业联讯, 国盛证券研究所

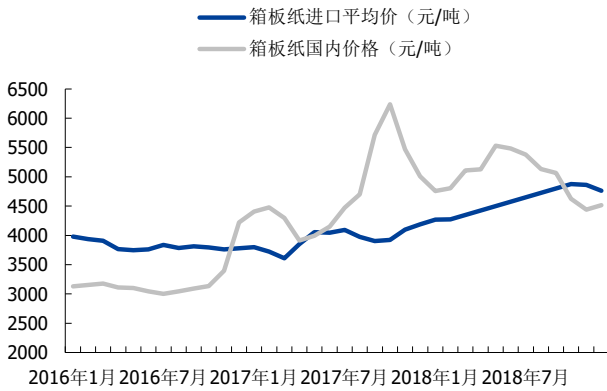
图表 108: 自17年瓦楞纸进口量大幅增长



资料来源: 纸业联讯, 国盛证券研究所

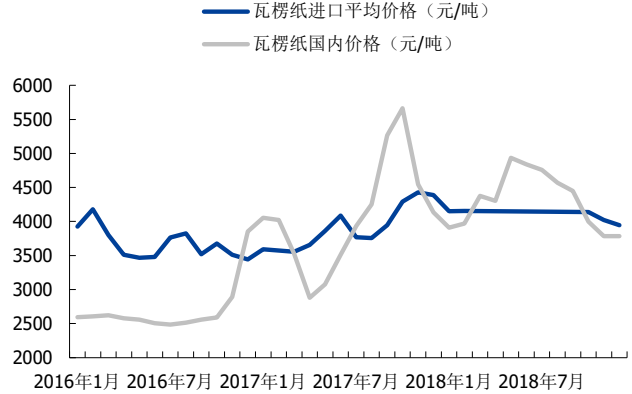
我们第一个判断，若国内原纸价格再次上涨至进口原纸价格之上，贸易商及大型纸板厂将启动进口，平抑价格上涨趋势。对比进口箱板瓦楞纸价和国内售价，可以观察到进口纸价对国内纸价的压制作用。

图表 109: 进口箱板纸价与国产箱板纸纸价



资料来源: 纸业联讯, 卓创资讯, 国盛证券研究所

图表 110: 进口瓦楞纸价与国产瓦楞纸纸价



资料来源: 纸业联讯, 卓创资讯, 国盛证券研究所

其二, 由于进口废纸将逐步被中国挡在门外, 美废和欧废等外废将大量流入东南亚及南亚国家, 我们判断国内大型纸厂将会逐步启动东南亚及南亚国家原纸产能布局。当地产能将获得较为低价的原材料, 以降低生产成本, 使得出口到中国的原纸价格有一定的降价空间。

个股推荐

太阳纸业: 成本结构持续优化, 多品类布局稳定业绩

行业: 文化纸 19Q1 盈利筑底, 景气向上格局将定。一季度为文化纸传统旺季, 下游补库需求存在, 自 19 年 2 月以来, 文化纸和白卡纸四轮提价逐步落实, 纸价持续上涨, 19 年 5 月纸价已累计上涨 200 元/吨。成本端增值税降税 19 年 4 月开始执行, 预计单吨纸成本下降 100 元/吨。预计 19Q2 开始, 纸厂盈利开始改善。

国内半化学浆+老挝废纸浆替换国废需求, 包装纸成本结构持续优化。1) 邹城 50 万吨半化学浆 19 年达产原材料贡献力度上升, 每吨成本较国废低 800 元, 预计 19 年包装纸毛利率有 11pct 提升空间。老挝废纸浆预计 19Q3 投产, 若假设 20 年达产, 废纸浆每吨成本较国废低 300 元, 预计 20 年包装纸毛利率有 3pct 提升空间, 有望达 25%。2) 收购老挝沙湾公司, 布局林地资源, 老挝包装纸产品成本有望进一步下降。

多元化布局产品线条, 增强风险抵抗能力稳定业绩表现。溶解浆生产具备成本优势, 公司生产技术行业内领先, 每吨成本较行业平均低 800 元, 18 年维持 20% 以上毛利率, 该业务构成公司利润重要来源, 在造纸板块波动情况下, 有助于稳定公司业绩表现。“四三三”战略深入, 15 年推出生活用纸, 16 年牵手日本制纸拓展纸尿裤业务, 快消品扩张空间大, 有利于平滑周期波动影响。

公司海外产业链布局日渐完善, 成本结构持续优化, 产品矩阵完善抗风险能力强, 当前估值处在历史地位, 存在修复空间。19 年造纸有望进入补库行情, 浆纸系制品景气度出现复苏迹象, 公司木浆自给率持续提升, 业绩弹性凸显, 维持“买入”评级。预计公司 19~21 年实现归母净利润 18.47/23.40/28.03 亿元, 同比变动-17.4%/26.6%/19.8%, 对应 PE 11.2X/8.9X/7.4X。

晨鸣纸业: 回归造纸主业, 林浆纸一体化优势凸显

行业: 文化纸景气向上格局初现, 白卡纸替代效应下需求上升。19 年 2 月以来文化纸和白卡纸提价顺畅, 19 年 4 月增值税降税成本端压力继续下降。在原材料废纸进口限制

下，白卡纸替代白板纸需求上升，且白卡纸行业集中度达到 75%，竞争格局良好，未来仍有提价空间。

融资租赁业务逐步剥离，现金流状况开始好转。18 年融资租赁资产总规模同比下降 24.9% 至 202 亿元，其中一年内到期及长期应收款均下降，表明公司已经开始停止对外贷款。公司经营活动现金流自 17Q3 开始转正，18Q4 收回 61 亿元融资租赁款，18 年经营现金净流净额同比增长 5.9 倍至 141 亿元。18 年筹资现金流开始大幅下降，一方面公司收缩借贷规模，另一方面加大还款力度。

18 年开启缩表进程，偿债能力逐步优化。公司 18 年回收融资租赁款 61 亿元用于偿还短期贷款，在收回现金的同时增加银行保证金，使得公司实际负债风险敞口降低 30 亿元左右。通过剔除公司融资租赁资产和无息负债来计算公司实际资产负债率，可以发现公司 18 年实际资产负债率同比下降 4.3pct 至 71.2%。18 年偿还永续债 26 亿元，减轻未来还款压力。公司 18 年投资现金流净额同比降 51.0% 至 17.79 亿元，18Q4 投资活动现金流回正，公司投资活动开始收缩，未来资产负债结构有望优化。

造纸主业盈利能力良好，自给浆比例高业绩弹性大。15~18 年公司应收账款和固定资产周转率持续提升，表明公司对下游议价能力强，资本开支带来生产效率提升，造纸龙头地位稳固，造纸主业经营稳健，带来稳定现金流入。公司寿光美伦 40 万吨化学浆、黄冈晨鸣 30 万吨化学浆已于 18 年试产，19 年正式投产后公司原材料自给比例将达到 86%。纸浆价格上涨将推动木浆系成品纸价格上升，公司拥有浆厂的原纸厂能够保持相对稳定的成本，并以高价销售成品纸，业绩弹性凸显。

公司逐步剥离融资租赁业务，现金流好转，资产结构优化改善，聚焦深耕造纸主业，19 年造纸有望进入补库行情，浆纸系制品景气度出现复苏迹象，公司木浆自给率持续提升，业绩弹性凸显，维持“买入”评级。预计公司 19~21 年实现归母净利润 23.13/30.07/36.07 亿元，同比变动-7.8%/30.0%/20.0%，对应 PE 6.9X/5.3X/4.4X。

华泰纸业：新闻纸行业龙头，化工业务有望增厚利润

行业：新闻纸供求格局优化，党报党刊等构成新闻纸刚性需求。在新闻纸需求下降冲击下，行业内产能自动退出，17 年产量/消费量分别为 235/267 万吨。供不应求格局下，进口废纸原材料缩减，新闻纸价格持续抬升，18 年价格涨至 6000 元/吨，较 15 年增长 46%。党报党刊等构成新闻纸刚性需求，报纸的发行主体主要分为中央和市场发行的两类，市场发行的报刊受到互联网冲击较大，发行量大幅下降，但国内五大中央社（人民日报社、光明日报社、经济日报社、求是杂志社、新华通讯社）发行的党报党刊却逆势增长，预计未来新闻纸需求量维稳。

新闻纸客户稳定具备成本端优势，文化包装纸齐头并进。公司为“老牌”新闻纸纸厂，已与各大国家级报社、党报、印刷物资公司建立了长期友好的合作伙伴关系，拥有稳定的客户资源，预计公司未来新闻纸销量维持平稳。公司新闻纸生产全部使用废纸，外废配额充足，18 年进口美废 8# 平均价格较国废黄板纸低 1262 元/吨，成本端优势明显。服务于中央报社，预计未来外废配额有保障。公司持续拓展文化纸和包装纸等新业务持续拓展，2018 年末公司造纸总产能 250 万吨，其中新闻纸产能 60 万吨、文化纸产能 65 万吨，铜版纸产能 55 万吨，包装纸产能 60 万吨，牛皮纸产能 10 万吨。伴随文化纸提价，预计公司文化纸业务将贡献利润。

折旧完毕释放利润，化工预期增厚利润。公司 40 万吨新闻纸生产线每个月计提折旧额约为 1200 万元，并已于 18 年 6 月份计提完全部折旧额，18H2 约释放利润 7200 万元，19 年利润预计可在 18 年基础上再增 7200 万元，对应 10.0% 的业绩增长。由于江苏盐城天嘉宜化工发生爆炸，导致间苯二胺价格大幅上涨，而公司间苯二胺 1 万吨产能即将与 20 年投产，该部分业务可能大幅增厚公司业绩。

山鹰纸业：海外布局领先，积极拓展包装互联网平台

收购+华中产能落地，造纸产能和高毛利种类扩张。17年底和18年初相继收购北欧纸业和福建联盛，分别拥有特种纸产能26万吨、包装纸产能75万吨。经公司技改联盛产能提升至105万吨，经公司管理，联盛经营效率不断上升。北欧纸业经营特种纸毛利率达30%以上，盈利能力强。华中127万吨将于19年投产，进一步覆盖国内销售空白区域。

暂时拥有废纸配额优势，前瞻性海外布局缓解未来成本端压力。公司作为包装纸龙头，仍享受废纸配额优势，18年包装纸业务毛利率仍维持25%以上。但未来进口废纸量存在进一步收紧趋势，公司收购美国凤凰纸业和废纸贸易公司WPT进行海外前瞻性布局。凤凰纸业经公司修复，已具备36万吨的牛卡纸/木浆的生产能力，公司将根据未来废纸政策变动，进一步决定其产能。WPT为欧洲最大的废纸贸易商，公司通过对其收购进一步掌控欧洲废纸进出口渠道，有助于稳定公司废纸采购量和价格。

利用自身产业链资源优势，拓展包装平台业务。公司合作互联网印刷包装企业云印，开发包装产业互联网平台，针对中小包装客户需求，为其提供SAAS系统、包装专业技术服务、订单整合采购服务、供应链金融技术服务。云印业务模式基本确立，18年实现收入3323万元(+40%)，GMV达5.8亿元/年(+15倍)，初步具备快速扩张基础。伴随平台业务扩张，运营、配送和资金周转效率提升，公司将通过物流运输费用下降及资金运用效率提高实现盈利。

5、风险提示

原材料价格大幅上行风险。造纸、家居、包装、消费轻工板块，原材料占成本比重较大。原材料价格大幅上行将增加公司成本压力，影响公司盈利能力。

下游需求不及预期风险。下游需求不及预期会影响公司营收增速，同时可能带来库存增加、账期延长、招商不及预期等风险。

贸易摩擦加剧风险。贸易摩擦加剧将削弱外销产品竞争力，且增加的关税将影响公司盈利能力，同时进口原材料成本可能提升。

地产销售景气度下行风险。地产销售景气度下行将对多产业链造成影响，对轻工板块的家居子行业影响更为直接，可能会带来整体需求减弱，进而影响公司营收增速。

免责声明

国盛证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们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，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的6个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中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；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普500指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在-5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
减持		相对同期基准指数跌幅在10%以上	

国盛证券研究所

北京

地址：北京市西城区锦什坊街35号南楼

邮编：100033

传真：010-57671718

邮箱：gsresearch@gszq.com

南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道1115号北京银行大厦

邮编：330038

传真：0791-86281485

邮箱：gsresearch@gszq.com

上海

地址：上海市浦明路868号保利One56 10层

邮编：200120

电话：021-38934111

邮箱：gsresearch@gszq.com

深圳

地址：深圳市福田区益田路5033号平安金融中心101层

邮编：518033

邮箱：gsresearch@gszq.com