



贸易战缓和，出口企业或估值修复

投资要点

- **上周行业主要数据回顾：**出口：家具出口（以人民币计）5月同比上升**3.34%**，4-5月累计同比上升**3.80%**；**造纸原材料：**美废13#上周均价为**148.5**美元/吨（+0美元/吨）；漂白针叶浆-加拿大月亮上周均价**600**美元/吨（+0美元/吨）；漂白阔叶浆-巴西鹦鹉上周均价**720**元/吨（+0美元/吨）；化机浆-佳维上周均价**545**美元/吨（+0美元/吨）；**原纸：**灰底白板纸上周市场均价**4137.5**元/吨（+0元/吨）；白卡纸上周市场均价**5466.67**元/吨（-30.00元/吨）；瓦楞纸上周市场均价**3322.50**元/吨（-235.00元/吨）；铜版纸上周市场均价**5833.33**元/吨（+0.00元/吨）；双胶纸上周市场均价**6200**元/吨（+0.00元/吨）；**房地产及家具：**4-5月商品房销售面积累计增长**-1.60%**，家具零售累计同比增长**5.10%**；**金银珠宝：**5月金银珠宝当月同比增长**4.7%**，4-5月同比增长**2.70%**。
- **复盘情况：**上周上证指数收2978.88（-23.10），周跌幅0.77%。轻工制造：上周轻工制造板块跌幅0.77%。上周造纸下跌0.16%，跑赢大盘0.61pp，服装家纺、纺织服装、纺织制造、包装印刷、家用轻工以及珠宝首饰分别下跌0.57%、1.16%、2.08%、1.89%、0.39%、1.15%。
- **本周主要观点和重点关注个股：**本周重点推荐三条主线：1）中报期临近，重点关注中报业绩确定性较强的标的，推荐中顺洁柔（002511）；帝欧家居（002798）；江山欧派（603208）；晨光文具（603899）；2）周末美方宣布不再对中国出口产品加征新关税，中美双边冲突进入缓和期，5月初以来加剧的贸易战进入休战期，贸易战缓和将提升市场风险情绪，出口占比较大的软体家具有望迎来估值修复，推荐顾家家居（603816）；3）从中期商业模式和行业格局角度继续推荐欧派家居（603833）、尚品宅配（300616）。家具方面，定制家具商业模式优秀，行业红利尚存，定制龙头仍是值得左侧布局的标的；持续看好近两年精装市场爆发带来的工程业务投资机会，信贷政策放松后房企的现金流有望好转，对工程企业的估值压制有望缓解；软体家具出口占比较大，短期受贸易战影响大，但从中期看，海外产能布局逐步推进，目前处于估值底部。造纸方面，今年以来终端需求维持弱势，木浆和废纸价格持续下探，各类纸种价格也应势下跌。从需求来看我们认为目前尚未到真正回暖期，夏季备货已近尾声，价格反弹乏力。浆价或成持续走低状态，推荐成本红利凸显的生活用纸龙头。包装方面，包装需求中由于有较多用于出口，受贸易战影响较大，因此板块终端销售走弱，板块业绩或承压。从中长期看，行业主要看点在产业链整合上，中大型包装厂市占率仍然极低，龙头的全国布局逐渐侵蚀小厂的利润空间，尤其在行业下行期，龙头在原材料和生产制造上的成本优势远超小企业，看好龙头在产业链整合上的话语权。
- **风险提示：**家具企业受地产限购影响营收下滑的风险；各类纸品价格出现大幅波动的风险。

西南证券研究发展中心

分析师：蔡欣

执业证号：S1250517080002

电话：023-67511807

邮箱：cxin@swsc.com.cn

行业相对指数表现



数据来源：聚源数据

基础数据

股票家数	126
行业总市值（亿元）	7,356.32
流通市值（亿元）	7,191.71
行业市盈率 TTM	22.14
沪深300 市盈率 TTM	12.4

相关研究

1. 轻工行业 2018 年报及 2019 一季报总结：板块业绩承压，看好工程业务爆发（2019-05-14）
2. 轻工行业 2019 年投资策略：聚焦分化、拥抱变化（2018-11-18）

目 录

1 行业主要数据回顾	1
2 行业资讯	1
3 复盘情况	3
4 本周主要观点	3
5 推荐标的	4
6 上周组合回顾	5
7 风险提示	5

图 目 录

图 1：轻工制造行业涨跌幅前十的公司（%）	3
-----------------------------	---

表 目 录

表 1：轻工制造板块回顾	3
表 2：组合回顾	5

1 行业主要数据回顾

出口：家具出口（以人民币计）5月同比上升3.34%，4-5月累计同比上升3.80%；

软饮料：2019年5月软饮料生产累计同比增长3.4%；

卷烟：2019年5月卷烟生产累计同比增长4.7%；

造纸原材料：美废13#上周均价为148.5美元/吨(-4美元/吨)；漂白针叶浆-加拿大月亮上周均价600美元/吨(+0美元/吨)；漂白阔叶浆-巴西鹦鹉上周均价720元/吨(+0美元/吨)；化机浆-佳维上周均价545美元/吨(+0美元/吨)；

原纸：灰底白板纸上周市场均价4137.5元/吨(+0元/吨)；白卡纸上周市场均价5466.67元/吨(-30元/吨)；瓦楞纸上周市场均价3322.50元/吨(-235元/吨)；铜板纸上周市场均价5833.33元/吨(+0.00元/吨)；双胶纸上周市场均价6200元/吨(+0.00元/吨)；

房地产及家具：上周（6月24日-6月30日）30大中城市商品房成交套数40944套，环比上升9.49%；其中一、二、三线城市上周分别成交8044/18863/14037套，环比变动3.55%/19.06%/1.84%。上周30大中城市商品房成交面积419.84万平方米，环比变动7.17%；其中一、二、三线城市上周分别成交87.76/205.50/126.59万平方米，环比变动8.88%/14.28%/-3.61%。4-5月商品房销售面积累计增长-1.60%，家具零售累计同比增长5.10%；

金银珠宝：5月金银珠宝当月同比增长4.7%，较上月上升3.3pp；累计同比增长2.7%；

2 行业资讯

【宏观】新华社报道，外交部发言人陆慷23日宣布：应日本国首相安倍晋三邀请，国家主席习近平将于6月27日至29日赴日本大阪出席二十国集团领导人第十四次峰会。

高盛：预计美联储可能在7月降息50个基点。

美联储卡普兰：贸易紧张局势可能导致全球经济增速放缓；美联储接近中性利率；劳动力市场收紧给通胀带来上行压力；经济前景的下行风险有所增加；预计今年经济增速稳固。

据CME“美联储观察”：美联储7月降息25个基点至2.00%-2.25%的概率为42.6%，降息50个基点的概率为57.4%；到9月降息25个基点至2.00%-2.25%的概率为15%，降息50个基点和75个基点的概率分别为53.5%和31.5%。

中国证券报头版刊文称，沪伦通正式启动、证监会将推出9方面对外开放举措、银保监会宣布12条银行业保险业对外开放新措施。今年以来，金融业对外开放“好戏连台”。业内人士表示，我国金融业对外开放空间仍较大，金融管理部门将更注重专业性和审慎性，建立和完善以资本、偿付能力、流动性等为主要内容的全面风险监管体系。

香港万得通讯社报道，商务部网站显示，6月24日，中共中央政治局委员、国务院副总理、中美全面经济对话中方牵头人刘鹤应约与美国贸易代表莱特希泽、财政部长姆努钦通话。双方按照两国元首通话的指示，就经贸问题交换意见。双方同意继续保持沟通。

据中国网报道,生态环境部副部长翟青 6 月 27 日在国新办举行的新闻发布会上表示,第二轮第一批中央生态环境保护督察进驻的准备工作已经基本就绪,将于近期启动。第二轮中央生态环保督察将从 2019 年开始,用三年时间完成新一轮督察全覆盖,2022 年将对一些地方开展督察“回头看”。

【造纸】期货日报网讯 6 月 24 日,上海期货交易所纸浆期货首个合约 SP1906 顺利完成交割,共计交割 24920 吨,交割金额 11373.5 万元(单边)。首次交割的顺利完成,标志着纸浆期货交易、交割、风控等制度得到市场认可,为保证纸浆期货服务实体经济、发挥期货市场功能奠定了坚实基础。

前瞻研究院报告,我国家具行业区域发展较不平衡 未来行业集中度将进一步提升。我国家具制造行业数量众多,2018 年规模以上企业达到 6300 家,其中木质家具制造企业和金属家具制造企业数量较多。从区域分布上看,华东地区和华南地区企业数量较多,销售收入市场份额也较高,区域集中度较高,CR10 地区占比达到 79.15%,行业区域发展较不平衡。家具行业集中度偏低,CR10 仅为 6.1%,将较家具行业较为成熟的国家还存在一定差距,未来,产品力和营销能力强的龙头企业将具备更强的竞争力,行业集中度将进一步提升。

【地产】e 公司讯,上半年房地产市场呈现结构性回暖势头。有迹象显示,2019 年下半年房地产行业政策及融资环境将有较明显改善,区域市场将呈现需求、供给、政策等各个层面的分化,销售及投资下行压力加大。分析认为,房地产市场的结构性分化将进一步凸显,有关的政策微调成为常态;美联储若降息,将引发资金面进一步宽松的市场联想。目前房地产板块估值处于低位,在行业集中度持续提升的背景下,龙头房企销售高增长将锁定业绩,其投资韧性犹在。

中证网讯:6 月 28 日是今年上半年最后一个交易日。截至收盘,港股通“半年牛股”随即出炉。Wind 数据显示,共有四只个股半年累计涨幅翻倍,分别为亚洲水泥、中国奥园、李宁、颐海国际,四只个股的半年涨幅分别为 146.85%、132.17%、120.82%、112.90%。

中原地产不完全统计,6 月以来,海外融资的上市房企超过 15 家,融资金额超过 30 亿美元。多数房企融资额度较大,其中不乏超大型房企。从融资利率来看,6 月份以来,房企发行的海外债票面成本普遍较高,不少房企海外融资利率超过 10%。

贝壳研究院日前发布的《2019 中国房地产半年报》(以下简称《报告》)指出,当下市场仍处于严格调控下,需求难以释放,后续重点城市二手房市场和部分地区新房市场或将面临“新库存”问题。报告指出,在政策依旧高压下,2019 年一季度二手房市场季节性复苏后便开始向下,多数城市二手房市场降温,伴随而来的是房源库存的走高。在贝壳监测的 29 个重点城市中,有 7 个城市月末库存环比持续增加 3 个月,13 个城市月末库存环比持续增加 4 个月,7 个城市月末库存环比持续增加 5 个月。二手房库存下降的城市仅上海和苏州,其中上海是 3-4 月库存环比持续下降,苏州是仅 4 月库存环比下降。贝壳研究院首席分析师许小乐认为,在当下市场仍处于严格调控下,新增房源仍在走高,但需求难以持续释放,后续二手房市场将面临库存走高风险。

3 复盘情况

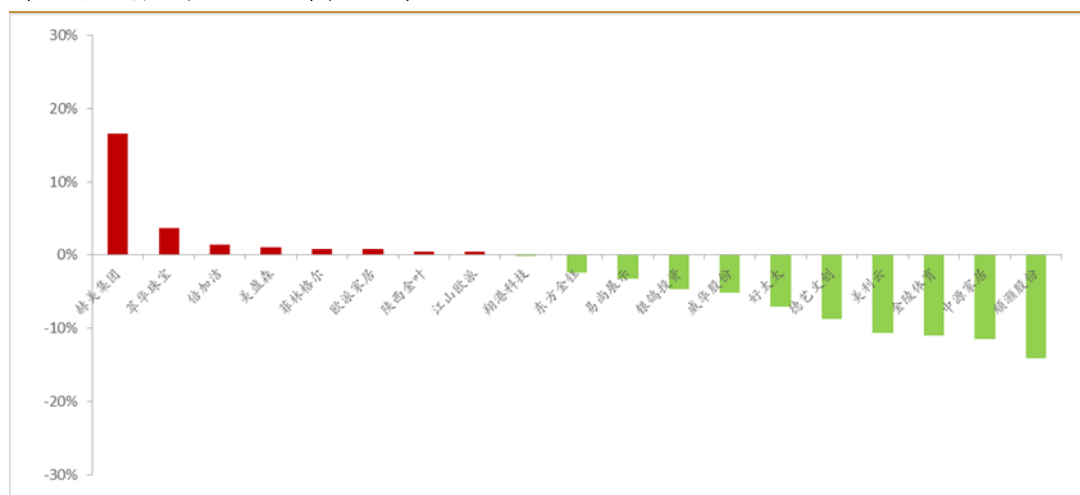
上周上证指数收 2978.88 (-23.10)，周跌幅 0.77%。轻工制造：上周轻工制造板块跌幅 0.77%。上周造纸下降 0.16%，跑输大盘 0.61pp，服装家纺、纺织服装、纺织制造、包装印刷、家用轻工以及珠宝首饰分别下降 0.57%、1.16%、2.08%、1.89%、0.39%、1.15%。

表 1：轻工制造板块回顾

子板块	前一周涨幅%	上周涨幅%	本月涨幅%	本年涨幅%
SW 造纸 II	5.68%	-0.16%	2.07%	15.05%
SW 珠宝首饰	3.69%	-1.15%	6.32%	-4.33%
SW 家用轻工	3.25%	-0.39%	-1.36%	12.87%
SW 包装印刷 II	3.98%	-1.89%	-1.46%	15.39%
SW 轻工制造	4.08%	-0.77%	-0.53%	14.13%
上证综指	4.16%	-0.77%	2.77%	19.45%

数据来源：Wind，西南证券整理

图 1：轻工制造行业涨跌幅前十的公司（%）



数据来源：WIND，西南证券整理

4 本周主要观点

家具板块，重点把握三条主线：1) 定制家具商业模式优秀，行业红利尚存。当前行业遭遇上游地产销售放缓、精装房渗透率提升抢占零售市场份额、行业竞争明显加剧等多重不利因素影响，家具企业增速均有所放缓。定制龙头革新求变，整装之风方兴未艾，从 18 年开始各家明显更注重引流效果，强化场景式消费，提高流量转化率。从中长期看，定制领域虽从高增长转入中增长，但仍是家具里面成长最快的板块。我们认为具有成本控制力、多渠道引流能力、品类拓展能力、渠道下沉能力的企业会在行业下行期抢占更多市场份额，规模优势叠加，定制龙头仍是值得左侧布局的标的。具体标的而言，我们看好在渠道和品类布局上有明显先发优势的定制龙头欧派家居（603833），其整装大家居尝试稳步推进，已卓有成效；同时看好在新零售业态上有独特优势的尚品宅配（300616），线上线下深度融合，打造门店多元化，整装云充分赋能，产业链整合另辟蹊径。2) 持续看好近两年精装市场爆发带

来的工程业务投资机会。房企无论是从政策还是盈利能力考虑,都更倾向于毛坯精装化,和房地产商深度绑定的工程业务企业未来两年的业绩增长确定性非常强,且集中度有提升趋势。虽然工程对短期的现金流有影响,但我们认为在行业大趋势下不应该放弃这部分市场机会,工程的高度标准化对企业的规模化生产能力也有明显促进,利润率逐步提升。信贷政策放松后房企的现金流有望好转,对工程企业的估值压制有望缓解,如果流动性宽松这一政策持续,我们认为帝欧家居(002798)和江山欧派(603208)是家具板块里面有望实现双击的弹性标的。3)软体家具出口占比较大,短期受贸易战影响大,但从中期看,海外产能布局逐步推进,渠道下沉空间尚存,床垫等品类标准化程度高,龙头企业优势显著,且今年成本下行明显,业绩弹性较大,推荐顾家家居(603816),目前估值处于上市以来底部。

造纸板块,今年以来终端需求维持弱势,木浆和废纸价格持续下探,各类纸种价格也应势下跌。年初至今废纸和木浆价格下跌幅度分别为 3%和 18%;废纸系箱板纸/瓦楞纸/白板纸价格分别下跌 11%、11%、4%;木浆系白卡纸/双胶纸/双铜纸价格变化幅度分别为 7%、-3%、-3%,符合我们去年底对今年价格走势的判断。根据统计局公布的纸及纸板产销量和库存数据,一季度纸及纸板产销量继续负增长,库存小幅回落,暂未看到终端销售顺畅带动大幅清库的情况出现,阔叶浆开工率持续走低(一季度仅 78%),金鹰纸业虽报盘价较高但实际成交价已大幅回落,从需求来看我们认为目前尚未到真正回暖期,夏季备货已近尾声,价格反弹乏力。浆价或成持续走低状态,推荐成本红利凸显的生活用纸龙头中顺洁柔(002511)。

包装板块,包装需求中由于有较多用于出口,受贸易战影响较大,因此板块终端销售走弱,板块业绩或承压。从中长期看,行业主要看点在产业链整合上,中大型包装厂市占率仍然极低,龙头的全国布局逐渐侵蚀小厂的利润空间,尤其在行业下行期,龙头在原材料和生产制造上的成本优势远超小企业,看好龙头在产业整合上的话语权。建议关注合兴包装 PSCP 平台搭建进展。

其他:持续看好文具龙头晨光文具(603899),传统文具零售业务渠道壁垒深厚;办公文具市场仍处蓝海,发展空间广阔;九木新零售业态加持,改变传统文具运作模式,打开更大成长空间。

5 推荐标的

帝欧家居(002798): 1)产能扩张+营销网络优化,上市后开店速度明显加快,洁具业务保持稳健增长;2)收购瓷砖巨头欧神诺,丰富公司在高端建材领域布局,渠道上充分协同,发挥欧神诺工程销售渠道拓展精装房市场的优势;3)欧神诺工程业务占比 50%以上,与碧桂园、万科、恒大等有深入合作基础,将充分受益房企龙头集中度提升趋势,工程业务未来三年都有望保持高速增长。同时公司在广西、江西新建产能,预计 2020 年完全投产,年产量将达到 5000 万方,产能大幅扩容,产能瓶颈消除。

江山欧派(603208): 1)《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%,受益于精装房渗透率快速提升,主流房企的精装修比例保持高位,工程业务近几年有望呈现爆发式增长;2)木门是天然适合做工程业务的品类,规模效应增长明显。信贷放松后房企现金流好转,市场对工程业务标的账期的担忧大幅减弱,估值压制明显缓解,如果流动性宽松政策持续,工程业务是最有望实现双击的弹性标的;3)公司工程业

务占比高达 60%，与恒大、万科等头部地产商深度绑定，兰考新增产能投产后贡献新增量，增长确定性高。

中顺洁柔（002511）：1) 18 年全球木浆有新增产能投产（约 300-400 万吨），对目前浆价会形成一定冲击，有效降低生产成本，盈利能力有进一步提升空间；2) 公司高毛利产品占比迅速上升，产品结构逐步优化；3) 全新的营销团队完成磨合，股权激励绑定核心利益，建立覆盖全国大部分地（县）级城市的营销网络，在县、镇实施渠道下沉策略，提升全国市场竞争力。4) 浆价下行利润弹性快速释放。

6 上周组合回顾

轻工制造板块上周涨幅-0.77%。上周组合中的个股，中顺洁柔涨 3.63%，帝欧家居跌 2.09%。组合单周收益 0.77%，跑赢行业 1.54pp。

表 2：组合回顾

公司名称	占比	20 日涨跌幅	周涨跌幅	市值（亿元）	收盘价（元，6/28）
中顺洁柔	50%	17.5%	3.63%	160.42	12.28
帝欧家居	50%	-11.33%	-2.09%	70.49	18.3

数据来源：西南证券整理

7 风险提示

家具企业受地产限购影响终端销售下滑的风险；各类纸品价格出现大幅波动的风险。

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

投资评级说明

公司评级

买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
增持：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-10%以下

行业评级

强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

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

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可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保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告及附录版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区南礼士路 66 号建威大厦 1501-1502

邮编：100045

重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	黄丽娟	地区销售副总监	021-68411030	15900516330	hlj@swsc.com.cn
	张方毅	高级销售经理	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	王慧芳	高级销售经理	021-68415861	17321300873	whf@swsc.com.cn
	涂诗佳	销售经理	021-68415296	18221919508	tsj@swsc.com.cn
	杨博睿	销售经理	021-68415861	13166156063	ybz@swsc.com.cn
	丁可莎	销售经理	021-68416017	13122661803	dks@swsc.com.cn
北京	张岚	高级销售经理	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	路剑	高级销售经理	010-57758566	18500869149	lujian@swsc.com.cn
	刘致莹	销售经理	010-57758619	17710335169	liuzy@swsc.com.cn
广深	王湘杰	销售经理	0755-26671517	13480920685	wxj@swsc.com.cn
	余燕伶	销售经理	0755-26820395	13510223581	yyi@swsc.com.cn
	花洁	销售经理	0755-26673231	18620838809	huaj@swsc.com.cn
	孙瑶瑶	销售经理	0755-26833581	13480870918	sunyaoyao@swsc.com.cn
	陈霄（广州）	销售经理	15521010968	15521010968	chenxiao@swsc.com.cn