

## 轻工制造

行业研究/投资策略报告

# 家具或迎景气修复，生活用纸受益浆价下跌

—轻工制造行业 2019 年下半年投资策略

投资策略报告/轻工制造

2019 年 7 月 8 日

### 报告摘要：

#### ● 2019年下半年展望：家具或迎景气修复，关注轻工必选消费

##### 1、家具：行业或迎景气修复，关注渠道多元化

今年地产有两个趋势值得关注，第一是下半年住宅竣工交房有望修复，第二是住宅精装比例持续提升。家具企业的 C 端、B 端业务均将受益，定制家具企业中，推荐零售能力较强、整装卡位带来业绩增量、大宗业务盈利能力较强的欧派家居。软体家具受益原材料 TDI 价格中枢下行，推荐海外具备产能以及管理红利、渠道红利持续释放的顾家家居。

##### 2、造纸：木浆价格中枢下移，生活用纸受益明显

由于终端需求疲软，今年木浆价格进入下行通道。目前下游需求未见改善、全球木浆库存高企，19 年浆价中枢同比将明显下移。生活用纸行业由于终端需求韧性较强，将明显受益。推荐渠道快速拓展、品类不断迭代创新的中顺洁柔。

##### 3、包装：成本端压力减轻，企业盈利能力有望提升

纸包装方面，18 年以来箱板及瓦楞纸价明显回落，包装企业成本端压力减轻。金属包装方面，奥瑞金收购波尔进一步提升行业集中度，目前 CR5 约为 70%；18 年中以来沪铝、伦铝价格持续下跌，制罐企业盈利能力有望改善。烟标方面，18 年以后烟草行业库存持续去化，库存增速中枢相较 11-15 年明显下移，19 年库存压力趋缓，产量有望持续增长。

#### ● 投资建议

**家具：**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（外延并购进一步丰富产品矩阵、成本端受益 TDI 价格下降）。**造纸：**推荐中顺洁柔（成本端受益木浆价格下跌，渠道下沉、产能释放、产品结构改善助力成长）。**文娱用品：**推荐晨光文具（传统业务具备渠道护城河同时受益新品提价，科力普、晨光生活馆等新业务高速发展）。

#### ● 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

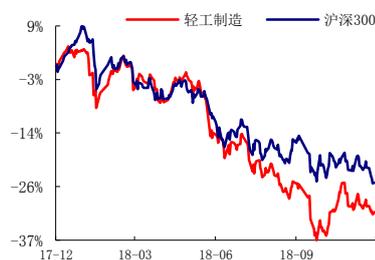
代码	重点公司	现价 7月5日	EPS			PE			评级
			2018	2019E	2020E	2018	2019E	2020E	
603833	欧派家居	111.54	3.77	4.48	5.30	30	25	21	推荐
603816	顾家家居	33.22	2.36	2.02	2.40	14	12	10	推荐
603899	晨光文具	42.92	0.88	1.10	1.38	49	39	31	推荐
002511	中顺洁柔	11.89	0.32	0.40	0.49	37	30	24	推荐

资料来源：Wind、公司公告，民生证券研究院

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：010-85127729

邮箱：nieyizhe@mszq.com

### 相关研究

- 《轻工制造行业 2018 年中期投资策略：拥抱业绩确定性，甄选细分领跑者》20180702
- 《轻工制造行业 2018 年年度投资策略：竞争格局优化，品牌龙头强者恒强》20171207
- 《轻工制造行业 2017 年年度投资策略报告：消费升级释放产业红利，跨界转型谋求新机会》20161130
- 《轻工制造行业 2016 年中期投资策略：业绩是最佳逻辑，关注跨界转型与智能化升级》20160630

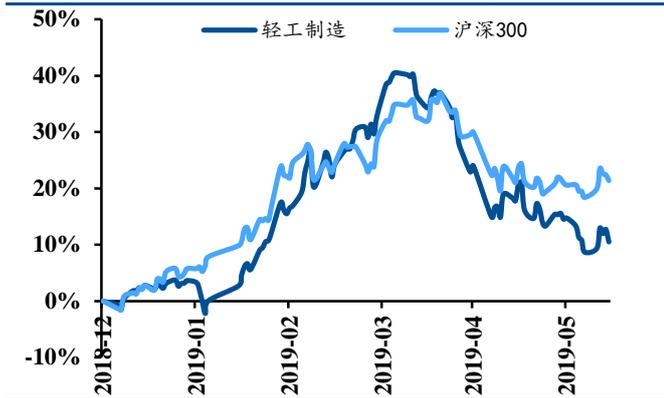
## 目录

一、2019 年上半年回顾：年初以来轻工行业走势弱于大盘.....	3
二、2019 年下半年展望：家具或迎景气修复，关注轻工必选消费.....	4
（一）家具：行业或迎景气修复，关注渠道多元化.....	4
（二）造纸：行业景气度持续走低，木浆价格短期承压.....	11
（三）包装：成本端压力减轻，企业盈利能力有望提升.....	24
三、投资建议.....	25
插图目录.....	28
表格目录.....	29

## 一、2019 年上半年回顾：年初以来轻工行业走势弱于大盘

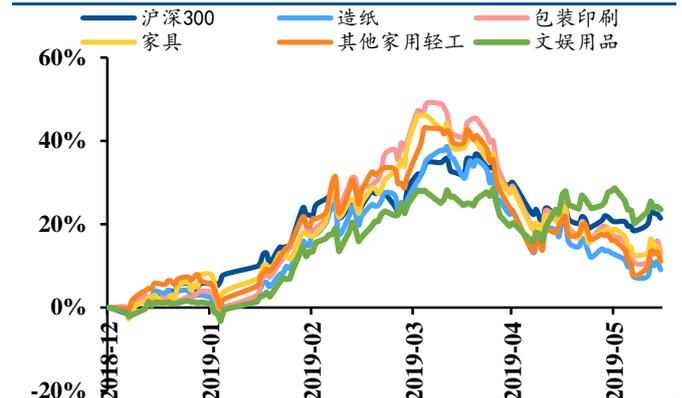
今年年初以来(截至6月14日收盘)沪深300指数上涨21.40%，轻工板块上涨10.51%，跑输大盘10.89pct，在28个子行业中位列第22名。子板块中，文娱用品板块表现较好，年初以来上涨23.53%，跑赢大盘2.13pct。个股中，顺灏股份、金陵体育、菲林格尔表现较好，涨幅超过60%。

图1：年初以来轻工制造板块跑输大盘10.89pct



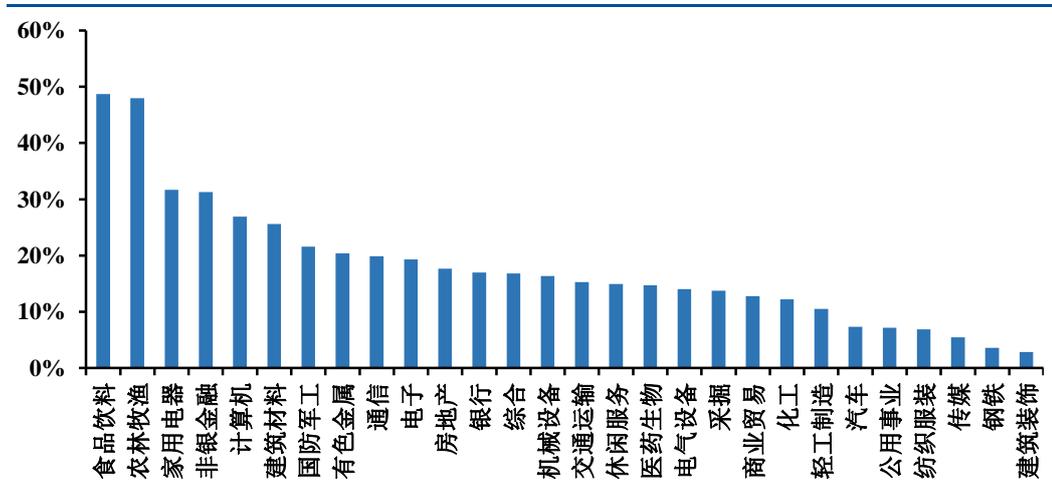
资料来源：Wind，民生证券研究院

图2：年初以来文娱用品板块获得相对收益



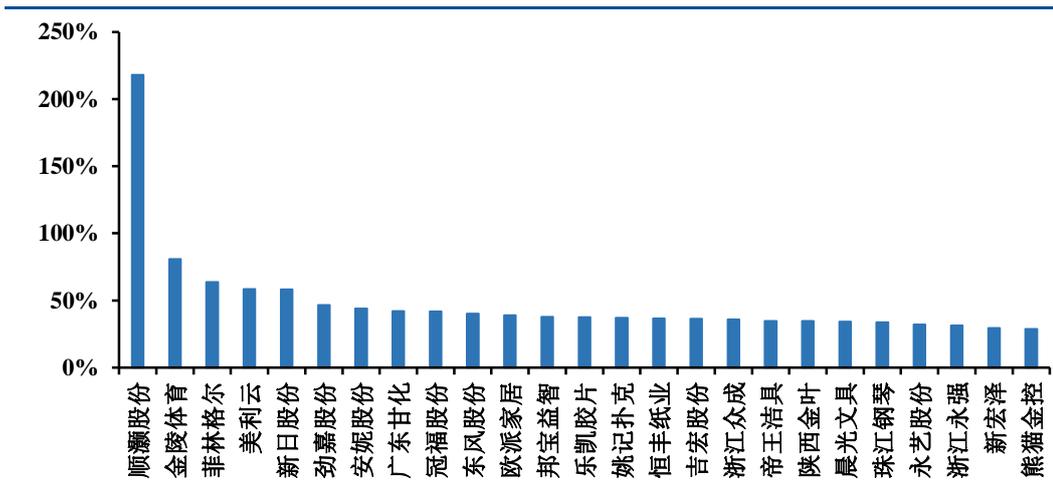
资料来源：Wind，民生证券研究院

图3：年初以来（截至6月14日）轻工制造行业涨跌幅在28个子行业中位列第22名



资料来源：Wind，民生证券研究院

图4：顺灏股份、金陵体育、菲林格尔涨幅超过60%



资料来源: Wind, 民生证券研究院

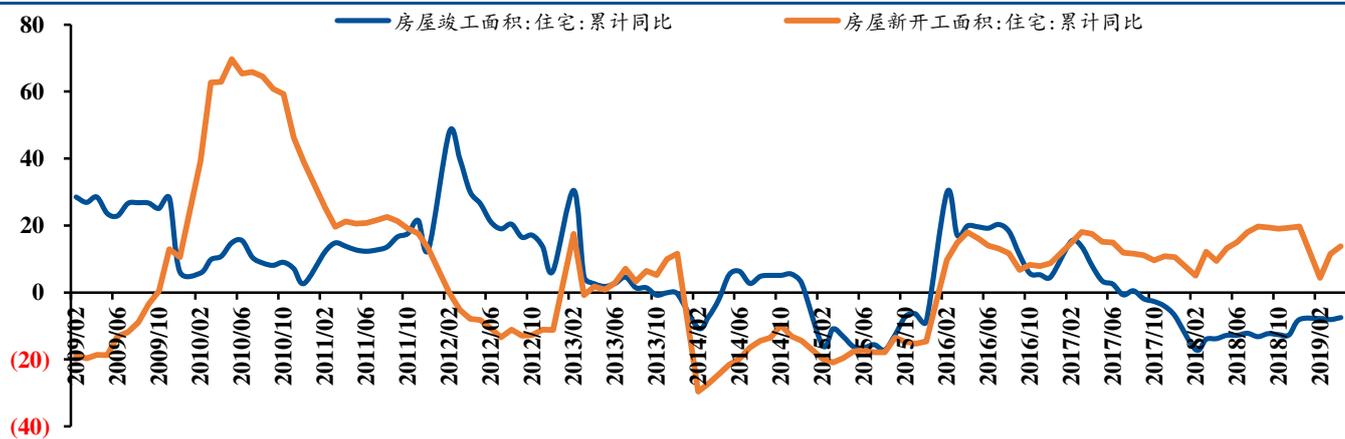
## 二、2019 年下半年展望：家具或迎景气修复，关注轻工必选消费

### (一) 家具：行业或迎景气修复，关注渠道多元化

#### 1、住宅交付或迎改善，一线城市地产销售回暖

住宅竣工有望修复。18 年以来新开工面积增速维持高位，但同期竣工面积增速仍在 -5% 以下徘徊。若按 1-2 年的交付周期考虑，2019、2020 年住宅交付或迎改善。

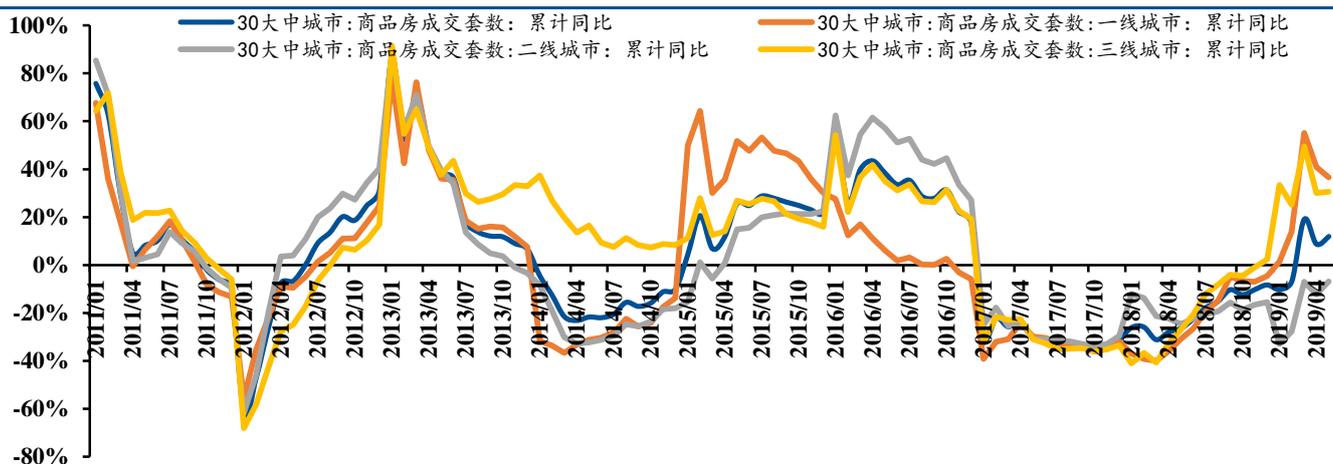
图 5：2017 年初之后住宅新开工面积增速持续高于竣工 (%)



资料来源: Wind, 民生证券研究院

一线城市地产销售回暖。18 年以来 Wind30 大中城市住宅销售数据持续回暖，18 年底开始由负转正。2019 年 1-5 月成交套数同比增长 12%，其中一线城市增长 36%，二线下降 -7%，三线增长 31%。

图 6：2019 年 1-5 月 Wind30 大中城市住宅成交套数同比增长 12%



资料来源：Wind，民生证券研究院

注：一线城市样本为北京、上海、广州、深圳，二线为天津、成都、杭州、南京、青岛、苏州、厦门、大连、武汉、南昌、福州、长春、长沙、哈尔滨，三线为无锡、东莞、佛山、惠州、包头、扬州、安庆、岳阳、韶关、南宁、江阴、昆明、石家庄、兰州。

一二线城市门店布局较多的公司或相对受益。其中尚品宅配一二线门店数量占比较多，达 23%；索菲亚一二线门店占比低于尚品宅配，但收入占比相同，均为 35%。

表 1：尚品宅配一二线门店数量占比较多

	一二线城市门店占比	一二线城市收入占比
索菲亚	18%	35%
欧派家居	13%	-
尚品宅配	23%	35%
好莱客	15%	23%
志邦家居	橱柜 11%、衣柜 15%	橱柜 20%，衣柜 1/3

资料来源：公司公告、公司调研，民生证券研究院

## 2、定制家具：渠道结构重塑，多元化布局增强竞争力

定制家具厂家传统渠道为直营门店和经销商门店，但近两年渠道结构已经有较大变化，一方面国家大力推进精装房使大宗渠道逐渐崛起，另一方面，2016 年四季度以来地产调控政策持续趋紧使住宅商品房销售增速低迷，零售终端客流受到明显影响，在此背景下各厂家相继将流量入口延伸至装修的最前端，整装渠道愈发受到重视。

### (1) 传统渠道：线下门店持续扩张，头部企业单店提货额保持高位

家具企业持续扩张线下门店，欧派家居现有门店最多，索菲亚、尚品宅配仍保持快速开店节奏。截至 18 年底，欧派家居共有门店 6708 家，位列行业第一；索菲亚、尚品宅配分别以 3558 家、2201 家紧随其后，且在 19 年仍保持较快开店节奏。二三线品牌门店数多在 1000-2000 家之间，继续推进覆盖空白市场。

表 2：定制家具企业门店情况

公司	品类/品牌/渠道	2017 年末	2018 年末	2019Q1	2018 年净增	2019 年开店计划
欧派家居	欧派橱柜（含橱柜衣综合）	2150	2276	2279	126	-
	欧派衣柜	1872	2113	2091	271	-
	欧派卫浴（独立卫浴）	443	559	564	116	-

	欧铂丽品牌	839	935	954	96	-
	欧铂尼木门	634	825	859	191	-
	墙饰	373	-	-	-	-
	<b>合计</b>	<b>6311</b>	<b>6708</b>	<b>6747</b>	<b>800</b>	-
索菲亚	索菲亚	2200	2510	2522	310	300
	司米	720	822	822	102	100
	米兰纳 MILANA	95	128	134	33	100
	大家居融合店	20	98	137	78	150
	<b>合计</b>	<b>3035</b>	<b>3558</b>	<b>3615</b>	<b>523</b>	<b>650</b>
尚品宅配	加盟店	1557	2100	2178	543	-
	其中：加盟店购物中心店	823	966	958	143	-
	其他店铺	734	1134	1220	400	-
	直营店	85	101	100	16	-
	其中：直营店中购物中心店	63	-	-	-	-
	旗舰店（O店）	15	-	-	-	-
	其他店铺	7	-	-	-	-
	<b>合计</b>	<b>1642</b>	<b>2201</b>	<b>2278</b>	<b>559</b>	600-700家
志邦家居	整体橱柜经销	1335	1487	-	152	继续加快空白市场覆盖，鼓励加盟商布局国美、百安居等新渠道
	定制衣柜经销	395	726	-	331	
金牌厨柜	金牌厨柜	1130	1413		283	
	桔家衣柜	120	337		217	
	<b>合计</b>	<b>1250</b>	<b>1759</b>		<b>509</b>	
好莱客	经销商门店	1489	1745	1753	256	计划推动经销商转型为好莱客标准大家居运营者，店面将会完成全屋+橱柜+木门+宅配的体系化上样
	直营店	22	21	18	-1	
	<b>合计</b>	<b>1511</b>	<b>1766</b>	<b>1771</b>	<b>255</b>	
皮阿诺	橱柜类经销商门店	716	-	-	-	
	衣柜类经销商门店	387	-	-	-	
	直营店	-	-	-	-	
	<b>合计</b>	<b>1103</b>	<b>1256</b>	-	<b>153</b>	
我乐家居	橱柜店	700	787	-	87	优化整体橱柜销售网络，大力开拓全屋定制家具销售渠道
	全屋专卖店	362	496	-	134	
	<b>合计</b>	<b>1062</b>	<b>1283</b>	-	<b>221</b>	

资料来源：公司公告、公司调研，民生证券研究院

## （2）大宗渠道：全装修政策不断推出，大宗业务有望迎来加速发展

中央、地方政府连续发文推行全装修成品住宅，未来三年家具大宗市场有望加速发展。2016年以来中央部委、地方政府频繁发布关于推行全装修成品住宅的相关文件。17年住建部《建筑业十三五规划》提出2020年我国新开工全装修成品住宅面积达到30%。2019年3月住建部在《住宅项目规范》中进一步提出，城镇新建住宅建设应全装修交付，家具大宗市场有望迎来快速发展期。

**表 3: 2019 年 3 月住建部在《住宅项目规范》中进一步提出, 城镇新建住宅建设应全装修交付**

部门	时间	文件	政策
国务院	2016.09	《关于大力发展装配式建筑的指导意见》	实行装配式建筑装饰装修与主体结构、机电设备协同施工。积极推广标准化、集成化、模块化的装修模式, 倡导菜单式全装修, 满足消费者个性化需求。
国家税务总局	2006.12	《关于房地产开发企业土地增值税清算管理有关问题的通知》	房地产开发企业销售已装修的房屋, 其装修费用可以计入房地产开发成本, 作为土地增值税的扣除项目
住建部	2017.05	《建筑业十三五规划》	到 2020 年, 城镇绿色建筑占新建建筑比重达到 50%, 新开工全装修成品住宅面积达到 30%, 绿色建材应用比例达到 40%。装配式建筑面积占新建建筑面积比例达到 15%
住建部	2019.02	《住宅项目规范》	住建部就《住宅项目规范》征求意见, 指出城镇新建住宅建筑应全装修交付

资料来源: 各政府部门官网, 民生证券研究院

**表 4: 多个地方政府将 2020 年的全装修率目标定在 100%**

	北京	上海	浙江	四川	海南	山东	河南	江苏	辽宁	南京	天津	广西
2015	保障房 100%											
2016			100%									
2017		外环内 100%			100%						100%	
2020				50%		100%	100%		50%	50%		20%
2025				70%				50%				

资料来源: 各政府部门官网, 民生证券研究院

**表 5: 多个地方政府将 2020 年的全装修率目标定在 100%**

	福建	广东	湖南	内蒙古	西安	湖北	江西	安徽	深圳	太原	黑龙江
2015											100%
2017											100%
2020	20%	100%	70%	80%	100%	100%	100%				地级市不低于 30%, 县级市不低于 20%
2025	35%										100%

资料来源: 各政府部门官网, 民生证券研究院

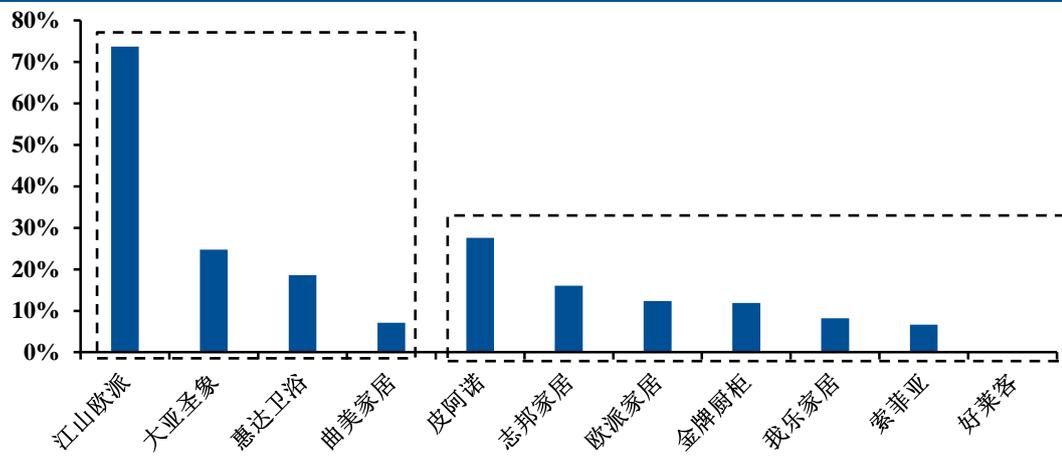
注: 黑龙江省的具体目标为力争到 2020 年末新建商品住宅全装修面积占新建面积比例哈尔滨市不低于 50%, 齐齐哈尔市、牡丹江市、佳木斯市、大庆市不低于 40%, 其他市(地) 不低于 30%, 县级城市不低于 20%。

从合作模式上看, 目前业内大宗业务主要有三种合作方式, 即公司与工程代理商合作、公司与地产商合作、公司经销商与地产商合作。1) 主流合作方式: 通过工程代理商与地产商合作。资金压力由代理商承担, 服务由当地经销商提供。对公司而言省心省力, 不存在坏账风险, 但盈利水平可能偏低。2) 重要合作方式: 公司与地产商合作。公司与地产商达成合作关系, 当地经销商负责服务(安装), 公司支付经销商相关费用(比如安装费)。3) 经销商自主行为: 当地经销商与地产商合作。具体形式包括经销商在新开盘做样板间、开设小区店、与物业公司合作导流等, 核算为经销商业绩。

从体量上看, 成品家具公司中江山欧派大宗业务占比较高, 定制家具公司中皮阿诺占比较高。成品家具中江山欧派、大亚圣象、惠达卫浴产品偏向建材, 大宗业务占比分别

达到 74%、25%、19%。定制家具中皮阿诺占比最高，达 28%；除尚品宅配、好莱客大宗业务占比极低外，其余公司主要在 5%-17% 之间。

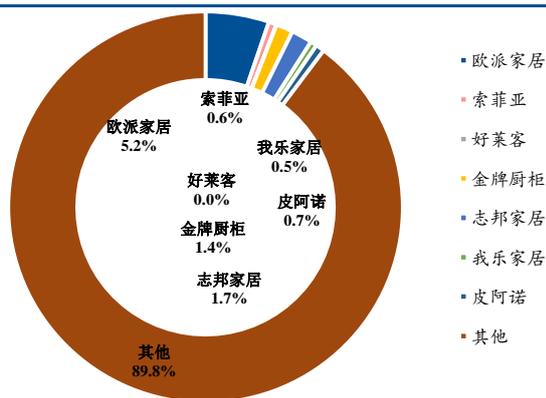
图 10：江山欧派、皮阿诺大宗业务占比较高



资料来源：公司公告，民生证券研究院

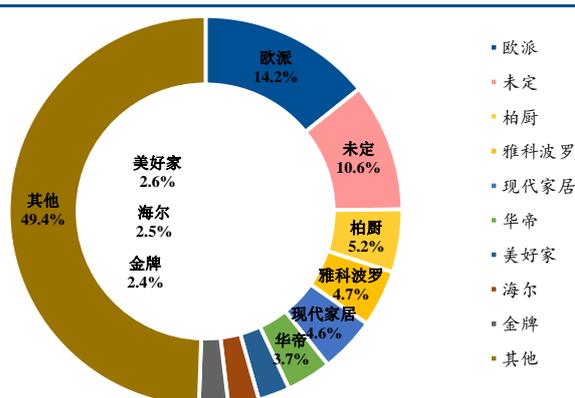
大宗渠道有望助力行业集中度提升。精装渠道能提升家具集中度的逻辑是品牌选择优胜劣汰+地产行业自身集中度提升，即一方面，由于地产企业为便于供应链管理，一般只会选择 3-5 家同品类供应商，而一线家具企业由于在品牌影响力、产品品质、供货稳定性方面较为突出，更受大地产商青睐，一线地产商和一线家具企业强强联手，助力家具企业获取更多市场份额。根据奥维云网的统计数据，2018Q1 精装市场橱柜 CR5 达 32.4%，远高于零售集中度(七大上市公司品牌集中度约为 10%，推测零售渠道集中度相比之下更低)。另一方面，地产行业自身集中度提升将加速这一过程。

图 11：2018 年定制橱柜 CR7 约 10%



资料来源：智研咨询、公司年报，民生证券研究院

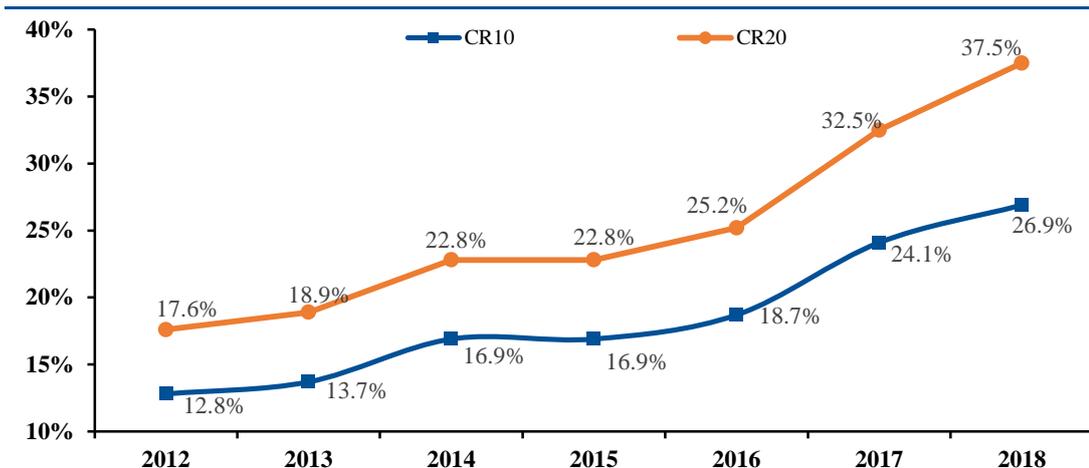
图 12：2018Q1 精装市场橱柜集中度为 32%



资料来源：奥维云网，民生证券研究院

注：大宗项目中橱柜集中度数据为 18Q1 奥维云网数据，由于样本时间较短，可能与全年情况存在较大偏差；未定表示当时地产商尚未决定中标橱柜品牌。

图 13：地产行业集中度持续上升



资料来源：公司公告，民生证券研究院

### (3) 整装渠道：流量入口不断前置，整装渠道正在崛起

**整体家装成为新趋势。**家居家装产业历经多年改革与创新，从最初游击队为主的装修形态，逐渐向品牌化、标准化方向进化。近年全屋定制、大家居、智能制造、新零售开始成为家居上市企业的新战略，同时在家装领域，为用户提供一站式整体解决方案成为新趋势。整体家装的发展建立在互联网家装标准化产品基础之上，运作模式及产品服务更为完整及全面，符合当今大众消费心理，更满足逐渐崛起的新消费群体消费需求。目前，家装领域的传统家装、互联网家装、地产家装、建材家居家装公司均有代表企业开展整装业务，整体家装成为家装行业新趋势。

表 6：传统家装、互联网家装、地产家装、建材家居家装均有企业开展整装业务

类型	公司	成立时间	类型	公司	成立时间
传统家装公司	东易日盛	1997	互联网家装	土巴兔	2008
	实创装饰	1999		齐家网	2005
	金螳螂	1993		生活家	2010
	业之峰	1997		爱空间	2014
地产家装	万科万链	2015	建材家居家装	尚品宅配	2004
	碧桂园橙家	2015		欧派家居	2018

资料来源：各公司官网，民生证券研究院

目前家具行业内和装修公司有两种合作方式：渠道融合模式和平台赋能模式，代表公司分别为欧派家居和尚品宅配。

- **欧派家居：渠道融合模式的代表。**家具公司将自身产品加入装修公司套餐使其成为公司经销商。家具和家装终端渠道的融合对双方而言是双赢：对家装公司而言，一方面整装+全屋定制将实现真正的拎包入住，提升消费体验，另一方面，一线定制家具品牌进入套餐也将增强家装公司品牌力。对家具公司而言，一方面装修公司可解决自身在设计上的不足，另一方面，家具公司也能快速获取流量完成家具产品的销售。目前在这方面探索较为深入的是欧派家居，其要求所有地级以上城市拓展整装渠道，同时公司的整装大家居也在积极试点，目前整装大家居已签约超过 200 家。

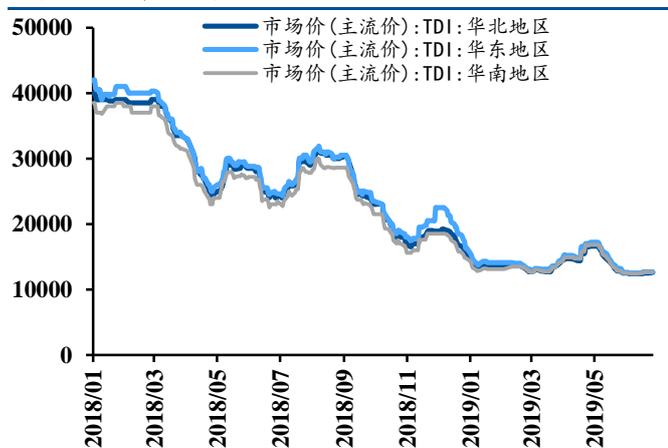
- **尚品宅配：平台赋能模式的代表。**尚品宅配通过整装云平台赋能家装公司，同时获得前置流量。整装云系统实质上是一个赋能型平台，涵盖“三大硬通货”：主辅材、定制家具、配套品。运营系统包含“四大软实力”：整装销售设计系统（海量产品库、方案库，快速出 3D 模型）、BIM 虚拟装修系统（全流程数据化、信息化）、中央厨房式供应链管理系统（一站式选材、准点物流）、机场塔台式中央计划调度系统（借助系统协调项目经理、监理、工人，实现多个工地管控）。整装云平台有望通过 S2B2C 模式解决中小家装公司 SKU 管理、原材料集采无价格优势、多个工地同时管理等问题，助力中小家装企业成长为整装公司。同时，公司有望通过整装业务卡位获得前置流量，从而带动自身定制家具及配套品的销售。截至 2018 年底公司整装云会员超过 1200 家，全年整装业务实现收入 1.94 亿元。

### 3、软体家具：原材料价格下跌有望改善行业盈利能力，海外产能布局加速减轻出口压力

#### (1) 软体家具企业成本端受益海绵原材料 TDI、MDI 价格大幅下跌

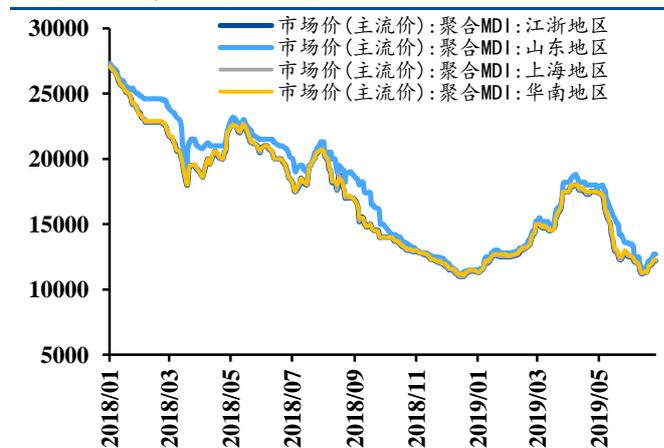
18 年初以来海绵原材料 TDI、MDI 价格下跌明显，其中 TDI 价格从约 40000 元/吨跌至约 12600 元/吨，MDI 价格从约 27000 元/吨跌至约 12350 元/吨。作为软体家具重要原材料，海绵原材料 TDI、MDI 价格大幅下跌将使软体家具企业成本端受益。

图 14：18 年初以来 TDI 价格明显回调



资料来源：Wind，民生证券研究院

图 15：18 年初以来 MDI 价格明显回调



资料来源：Wind，民生证券研究院

#### (2) 海外产能布局加速有望减轻反倾销出口压力

美国拟对华床垫征收 38%-1731% 反倾销税，床垫企业出口业务明显承压。自 2018 年 9 月美国国内多家床垫企业对进口自中国的床垫提请反倾销调查之后，美国商务部于 2019 年 5 月底宣布对华床垫作出反倾销肯定性初裁，初步裁定强制应诉企业梦百合的倾销率为 38.56%、际诺思的倾销率为 84.64%、其他获单独税率的企业倾销率为 74.65%（含敏华、喜临门等）、普遍倾销率为 1731.75%。受美国对华床垫征收反倾销税影响，我国床垫企业出口业务明显承压。

表 9：美国商务部初步裁定拟对华床垫征收 38%-1731% 反倾销税

时间	事件
2018 年 9 月 18 日	美国多家床垫企业对华床垫提请反倾销调查
2018 年 10 月 10 日	美国商务部发起反倾销立案调查

2019年11月1日	美国国际贸易委员会作出反倾销产业损害肯定性初裁
2019年5月29日	美国商务部作出反倾销肯定性初裁，初步裁定反倾销税率为38.56%至1731.75%，其中梦百合、际诺思分别为38.56%、84.64%，单独税率为74.65%（含敏华、喜临门等），普遍税率为1731.75%
预计2019年10月11日	美国商务部作出反倾销终裁
预计2019年11月24日	美国国际贸易委员会作出反倾销产业损害终裁
预计2019年12月1日	正式征收反倾销税

资料来源：美国商务部，民生证券研究院

**头部企业海外产能布局加速，有望减轻反倾销带来的出口压力。**头部软体企业大力推进海外产能布局，其中梦百合、敏华和喜临门海外产能投产后基本可以覆盖对美出口需求，有望降低美国采取反倾销对企业出口业务的负面影响。

#### 4、总结：地产销售回暖，关注渠道多元化布局

今年地产有两个趋势值得关注，第一是下半年住宅竣工交房有望修复，第二是住宅精装比例持续提升。家具企业的C端、B端业务均将受益，定制家具企业中，推荐零售能力较强、整装卡位带来业绩增量、大宗业务盈利能力较强的**欧派家居**。软体家具受益原材料TDI价格中枢下行，推荐海外具备产能以及管理红利、渠道红利持续释放的**顾家家居**。

## （二）造纸：行业景气度持续走低，木浆价格短期承压

### 1、原材料：木浆存在下行压力，国废价格有望维持高位

#### （1）木浆：短期浆价仍有下行压力，但空间较为有限

**需求端：港口库存压力较大，需求未见明显回暖**

世界木浆产销量小幅增长，中国需求增量占世界木浆产量增量的70%。

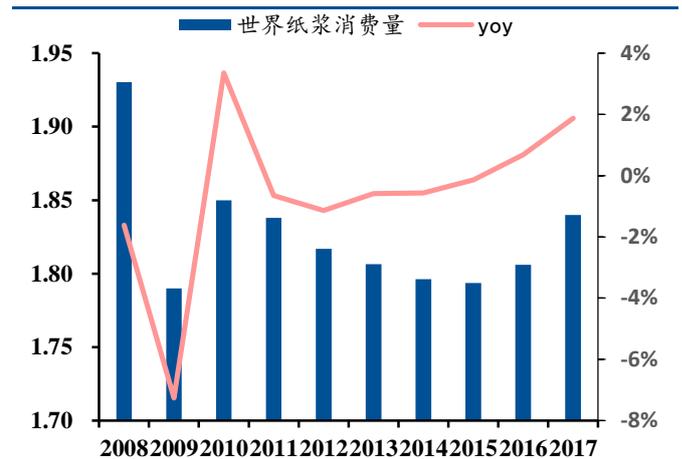
- **世界木浆产销量小幅增长。**2017年世界木浆产量1.844亿吨，同比增长2.1%；消费量1.840亿吨，同比增长1.9%，产销量保持小幅增长。
- **中国需求增量占世界木浆产量增量的70%。**2010年以来国内木浆消耗量稳步上升，2018年消耗量为3303万吨，同比增长4.8%；2017年国内木浆新增需求275万吨，世界木浆新增产量386万吨，中国木浆需求增量占世界产量增量的70%。国内需求是世界木浆需求增长的重要动力，亦对全球木浆供需格局有重要影响。

图 16：2017 年全球木浆产量同比增长 2.1%（亿吨）

图 17：2017 年全球木浆消费量同比增长 1.9%（亿吨）



资料来源 Wind, 民生证券研究院



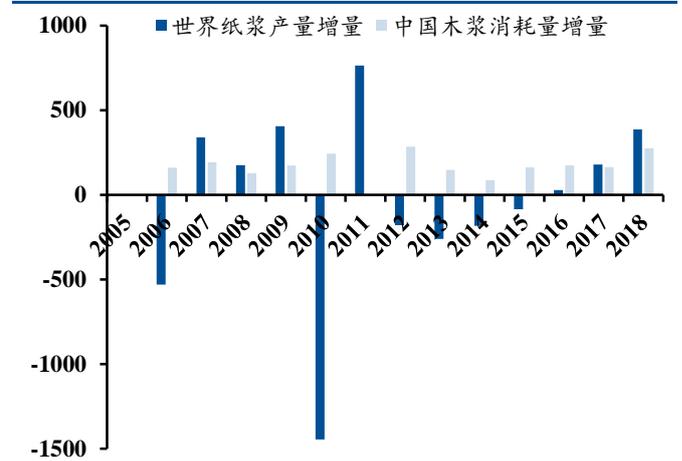
资料来源: Wind, 民生证券研究院

图 18: 2010 年以来国内木浆需求稳步上升 (万吨)



资料来源: 造纸信息, 民生证券研究院

图 19: 18 年中国木浆需求增量占世界总增量的 70% (万吨)



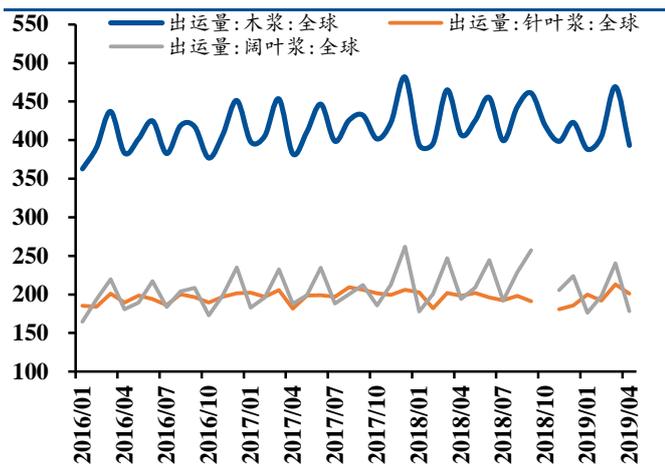
资料来源: Wind, 造纸信息, 民生证券研究院

### 19Q1 全球木浆出运量持续上升，港口库存去化仍有压力：

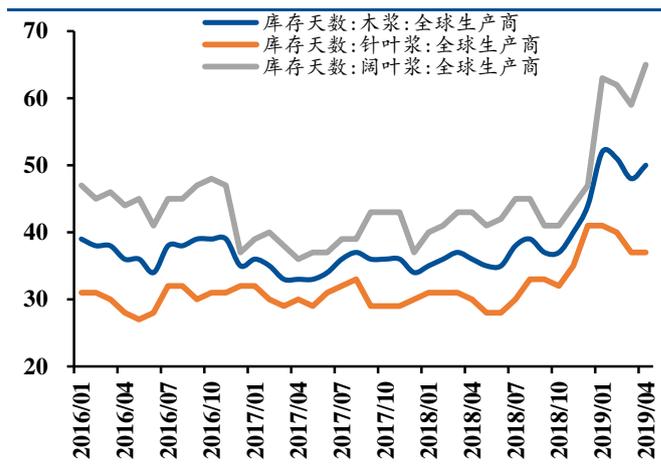
- 19 年以来全球木浆出运量持续上升。其中，2019 年 3 月全球木浆出运量为 477 万吨，同比增长 2.6%，环比增长 18%，单 3 月出运量达到 18 年以来高点。
- 木浆生产商及港口库存均在历史较高位。2019 年 4 月全球木浆生产商库存天数为 50 天，环比上升且处于历史高位；港口库存亦处于较高点位，其中欧洲木浆港口库存约 200 万吨创历史新高；5 月底国内青岛港库存 109 万吨亦处于历史较高水平。下游需求未见改善，港口库存去化仍有压力。

图 20: 19Q1 全球木浆出运量持续上升

图 21: 全球木浆生产商库存天数位于历史高位 (天)

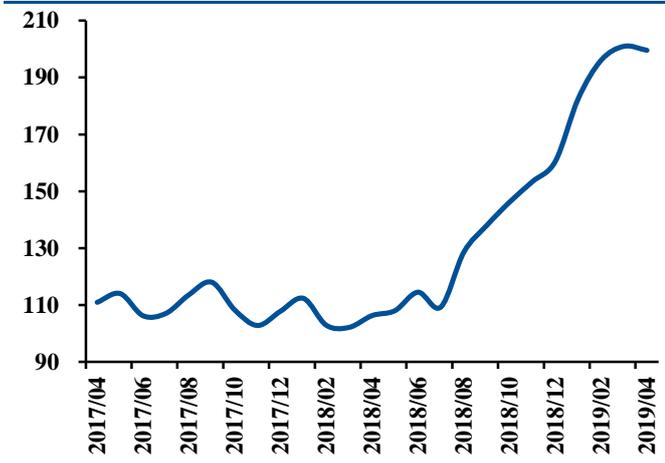


资料来源: Wind, 民生证券研究院



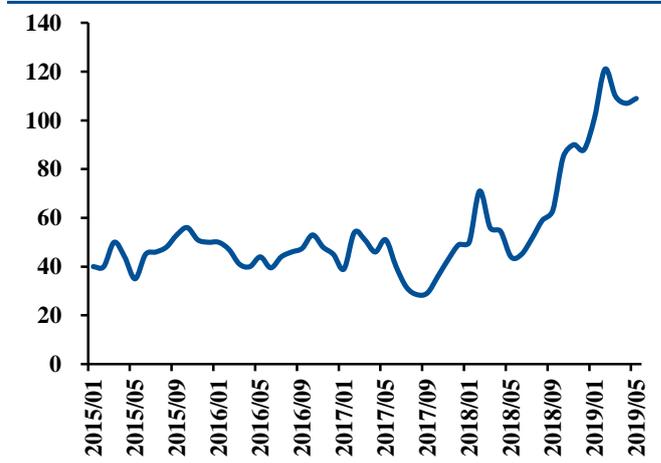
资料来源: Wind, 民生证券研究院

图 22: 2019 年 4 月欧洲木浆港口库存达 200 万吨



资料来源: Wind, 民生证券研究院

图 23: 2019 年 5 月底国内青岛港木浆库存存在历史高位



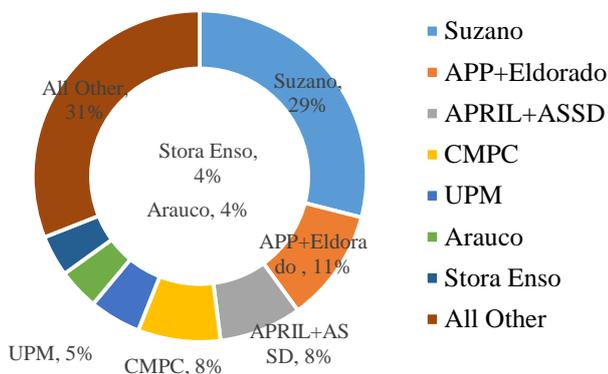
资料来源: Wind, 民生证券研究院

**供给端: 新增产能有限叠加供给收缩, 19 年供给端或趋紧**

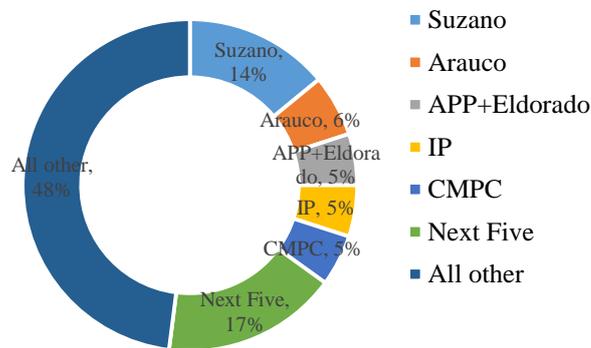
上游浆厂整合提升供给端议价能力。2018 年巴西浆厂 Suzano 与 Fibria 合并、印尼 APP 收购 Eldorado 进一步提升行业集中度, 目前商品阔叶浆 CR7 达 69%, 商品木浆 CR5 达 35%。行业整合后浆厂价格协同能力进一步增强。

图 24: 商品阔叶浆 CR7 达 69%

图 25: 商品木浆 CR5 达 35%



资料来源：中华纸业，民生证券研究院



资料来源：中华纸业，民生证券研究院

19 年木浆新增产能有限，最大浆厂 Suzano 宣布今年减产 90 万吨-130 万吨。根据 Hawkins Wright 统计，19 年商品浆新增产能约 100 万吨，新增量较为有限。此外，巴西最大阔叶浆生产商 Suzano 在其一季报中表示由于库存压力其 19 年产量将减少至 900 万吨-940 万吨。按 18 年 1026 万吨产量考虑，19 年 Suzano 或将减产 90 万吨-130 万吨，大约是 Suzano 一个月的产量。

表 10：2019 年全球木浆新增产能约 100 万吨

国家/地区	公司	2016	2017	2018E	2019E	2020E
漂针木浆	Principal mills changing					
北方漂白硫酸盐		15	69	112.5	42	-
针叶木浆						
加拿大	Various	0.5	-	-	-	-
北欧	Varo,Aanekoski,SCA& others	-4	42	89.5	32	-
欧洲	Poels	18.5	-	-	-	-
其他	Svetlogorsk, Mondi Ilim	-	27	23	10	-
其他针叶木浆/南						
方漂白针叶木浆/						
绒毛浆						
美国	Ashdown,Riegelwood, Jesup&others	9	44	-	-3	-
拉丁美洲	Arauco, Klabin Puma	26	14	-10	-20	-10

其他	APRIL Rizhao, Various	4.5	10	-	-	-
漂白硫酸盐针叶		54.5	137	102.5	19	-10
木浆合计						
<b>漂阔木浆</b>						
漂白桉木浆		162	75	181	74.5	145
Iberia	ENCE, Altri, Portucel	7	3.5	3	2	-
Suzano	Sao Paulo, Maranhao, Mucuri	9.5	5	23	-	-
Klabin	Puma	64	44	2	-	-
CMPC	Guaiba	70	5.5	-	-	-
Guaiba						
Fibria	Tres Lagoas	-	17.5	165	12.5	-
Eldorado	Tres Lagoas	-	-	-	60	145
其他巴西	Jari	-8.5	-0.5	-	-	-
乌拉圭	Montes del Plate	7	-	-	-	-
智利	Arauco & CMPC	13	-	-12	-	-
其他漂白磷酸盐		-14.5	115	55.5	5	-5
阔叶浆						
中国	Oji Nantong, APRIL Rizhao	-1	-10	-	-	-
印度尼西亚	APP OKI, Kerinci, Toba	-11.5	130	32.5	5	-5
东欧	llim	-	-	10	-	-
西欧	Birch ( UPM, Metsa & Stora ) + Paper Excellent	18.5	3	13	-	-
北美	Sappi, Woodland, Old Town, Resolute & others	-20.5	-8	-	-	-
漂白硫酸盐阔叶		147.5	190	236.5	79.5	140
木浆合计						
漂白化学机械磨						
木浆	Chetwynd, Kaskinen	-5.5	-4.5	-	-	-

漂白商品浆总计	196.5	322.5	339	98.5	130
商品浆总计	196.5	322.5	339	98.5	130

资料来源：Hawkins Wright，民生证券研究院

### 总结：短期浆价仍有下行压力，但空间较为有限

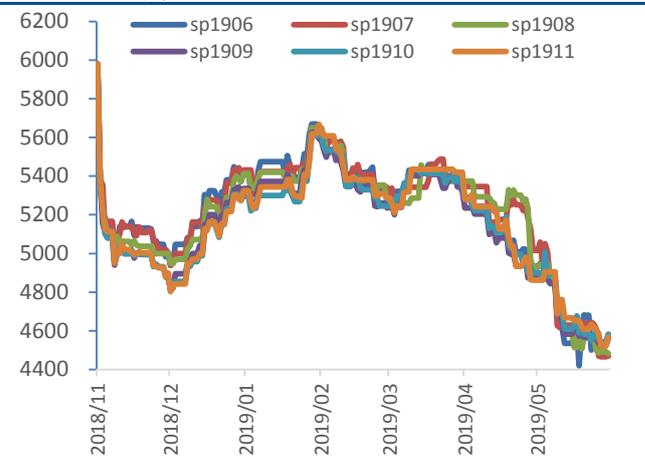
短期来看，世界木浆生产商库存、港口库存均有较大压力，而 19 年 1-3 月世界木浆出运量持续上升，考虑 1-2 个月船期影响，港口库存去化仍需时间，短期浆价承压。中期看，由于 19 年新增供给不足 100 万吨，且第一大浆厂 Suzano 决定减产约 90-130 万吨，商品木浆供给端或比 18 年趋紧，叠加浆厂集中度提升增强价格协同性，预计浆价下行空间较为有限。

图 26：近期国内浆价承压（元/吨）



资料来源：卓创资讯，民生证券研究院

图 27：纸浆期货价格承压（元/吨）



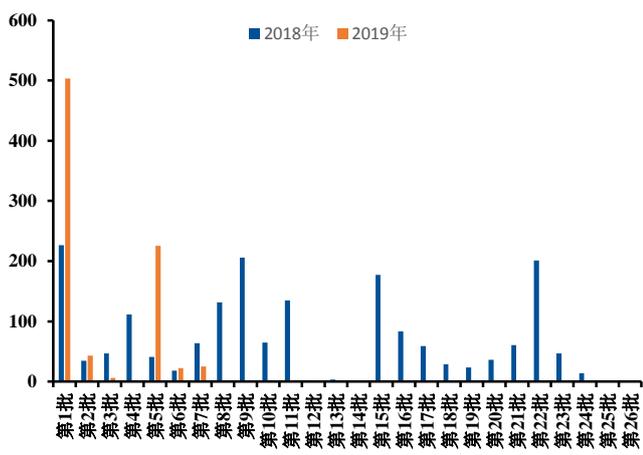
资料来源：Wind，民生证券研究院

### (2) 废纸：外废额度持续收紧，国废价格有望维持

**供给端：外废政策持续收紧，配额及实际进口量均明显减少。**17 年以来外废进口政策持续收紧，18 年批复 1816 万吨，同比下降 35.4%；19 年前五月批复 827 万吨，同比下降 24%。实际进口方面，18 年进口 1703 万吨，同比下降 33.8%；19Q1 进口 328 万吨，同比下降 16.5%，外废配额及实际进口量均明显减少。

图 28：外废配额持续缩量（万吨）

图 29：外废进口量持续下滑（万吨）



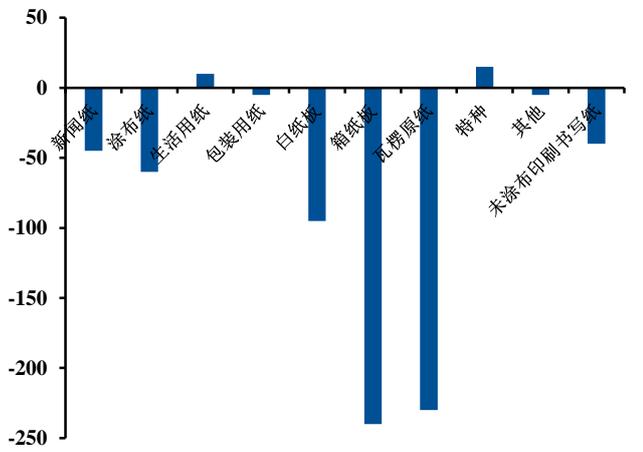
资料来源：生态环境部，民生证券研究院



资料来源：Wind，民生证券研究院

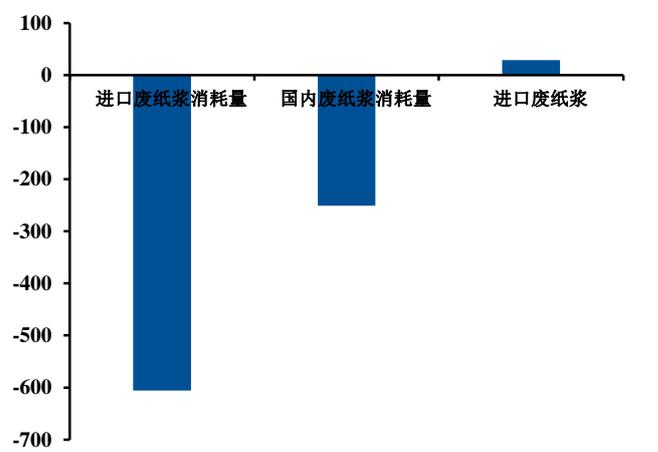
**需求端：18 年废纸系纸种产量明显减少，需求明显下滑。**18 年国内纸及纸板产量 1.04 亿吨，同比减少 695 万吨；其中废纸系纸种中新闻纸减产 45 吨，白纸板减产 95 吨，箱纸板减产 240 吨，瓦楞原纸减产 230 吨，终端需求明显减弱。从废纸浆消耗情况看，2018 年废纸浆消耗量共减少 828 万吨，其中进口废纸制浆、国内废纸制浆分别减少 606 万吨、251 万吨，进口废纸浆增加 29 万吨。进口废纸制浆减少主因配额量下降，但终端需求更大幅度下滑使国内废纸制浆量同样明显减少。

图 30: 2018 年箱纸板、瓦楞原纸产量明显减少 (万吨)



资料来源：Wind，民生证券研究院

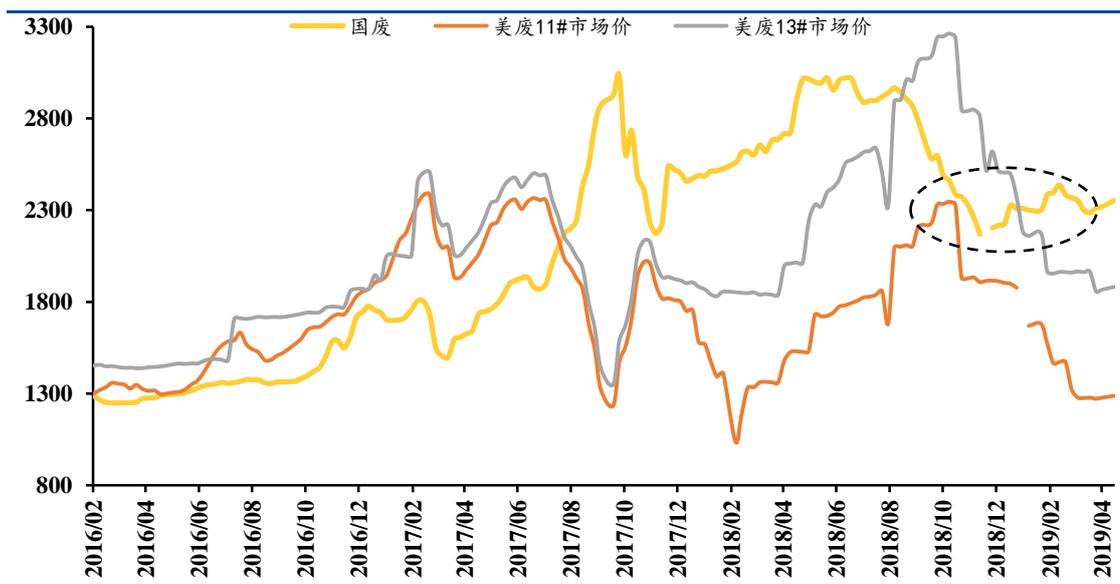
图 31: 2018 年废纸浆消耗量共减少 828 万吨



资料来源：Wind，民生证券研究院

**展望：需求不振使国废价格下跌，19 年外废额度如期减少将继续支撑国废价格。**终端需求疲软导致 18 年国废价格下行，从年中高点约 3000 元/吨跌至年底约 2200 元/吨。19 年以来外废配额继续缩量，1-5 月额度同比减少 26% 导致外废价格持续下跌，而国废则企稳回升。此前生态环境部继续重申将力争在 2020 年底实现外废零进口，预计未来国废仍存供需缺口，价格将获得稳定支撑。

图 32: 近期国废价格企稳回升 (元/吨)



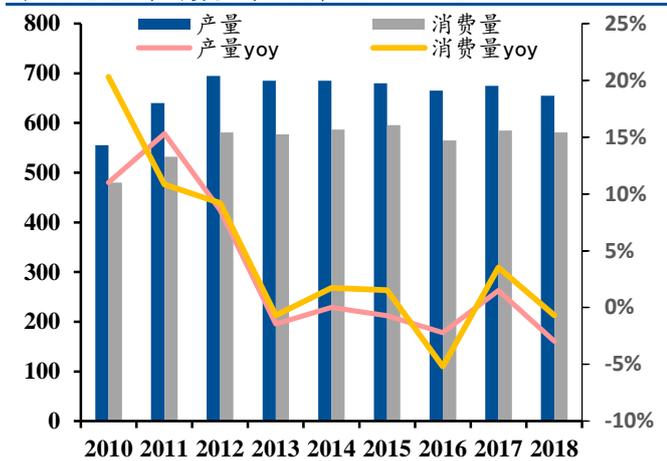
资料来源: Wind, 民生证券研究院

## 2、成品纸: 重视需求稳健增长的生活用纸赛道

### (1) 铜版纸: 行业竞争格局清晰, Q3 纸价或仍有下行压力

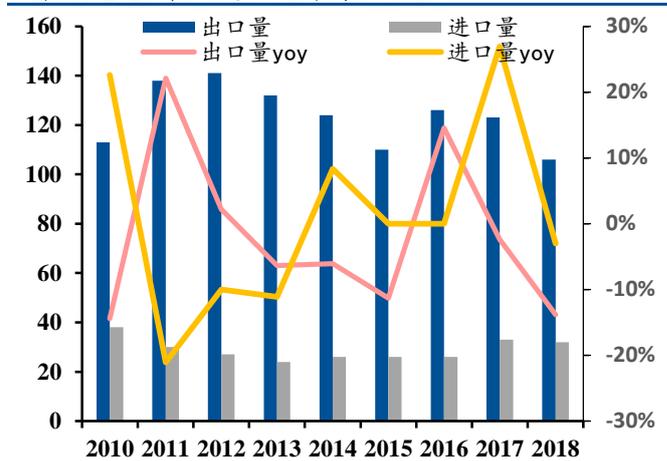
18年铜版纸产量下降主因出口疲软。18年国内铜版纸产量655万吨,同比减少20万吨,同比下降3.0%。其中消费量581万吨,微降0.7%;出口量106万吨,同比减少17万吨,同比下降13.8%;进口量32万吨,同比减少1万吨。产量下降主因出口疲软。

图 33: 2018 年消费量同比微降 0.7% (万吨)



资料来源: Wind, 民生证券研究院

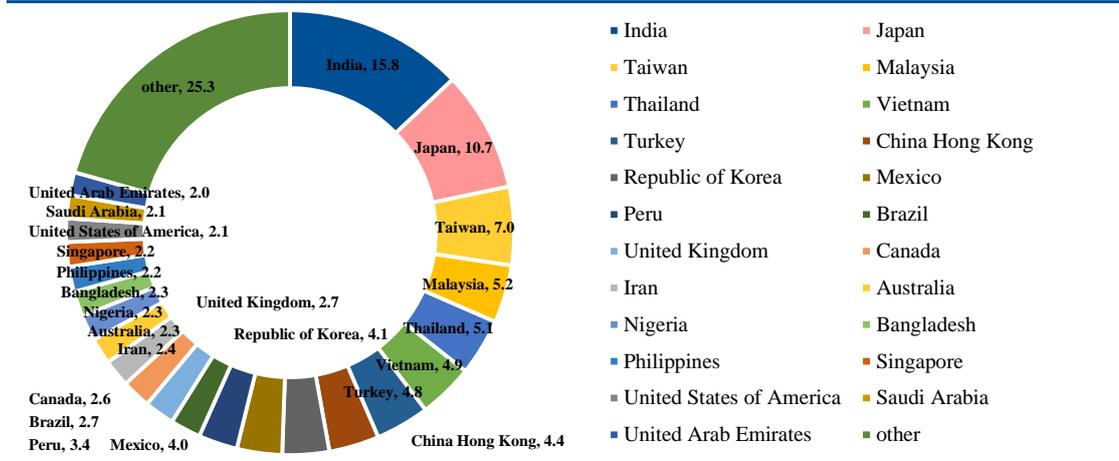
图 34: 2018 年出口量明显下滑 (万吨)



资料来源: Wind, 民生证券研究院

印度终止反倾销调查, 或缓解出口压力。2000 年以来国内铜版纸行业深受反倾销影响, 美国、阿根廷、欧盟相继对华征收反倾销税, 导致 12 年以来出口量趋势性下降。从 17 年出口结构来看, 主要出口国为印度 (占比 13%)、日本 (9%)、台湾 (6%), 美国 (占比 2%)、阿根廷 (不足 0.1%)、欧盟反倾销影响已经较小。此外, 2018 年 1 月, 印度商工部发布公告对原产于或进口自中国的铜版纸进行反倾销立案调查, 同年 12 月印方作出反倾销否定性终裁。2019Q1 铜版纸出口 30.17 万吨, 同比增长 6.0%, 出口压力或得到缓解。

图 35：2017 年铜版纸出口印度占比最高，为 13%

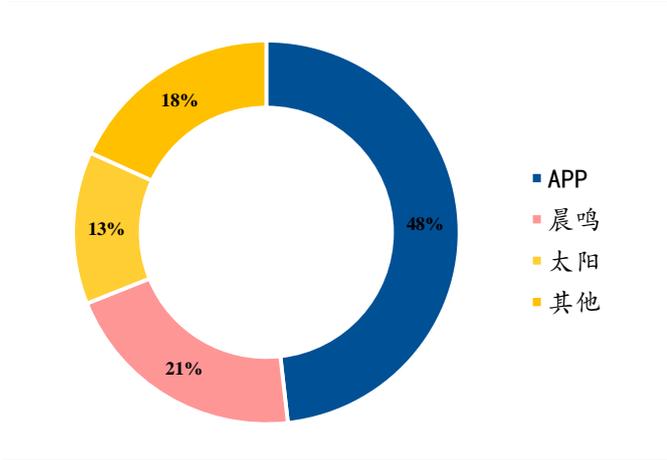


资料来源：UNcomtrade，民生证券研究院

行业 CR3 达 82%，竞争格局清晰且 19 年行业无供给压力。竞争格局方面，铜版纸行业 CR3（APP、晨鸣、太阳）达 82%，市场集中度为各纸种中最高，竞争格局清晰。此外，从我们对市场跟踪情况看，2018-2019 年行业内均无新建产能，若按 1.5-2.5 年的产能建设周期考虑，19-20 年行业供给端无新增产能压力。

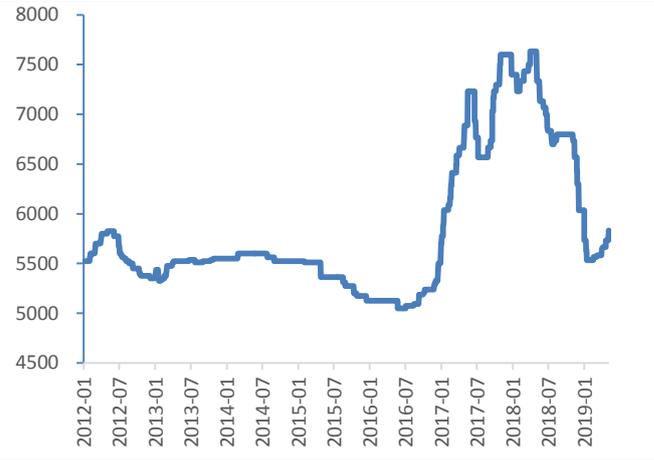
18 年纸价大幅回调，19 年以来多轮提价落地，价格明显反弹。18 年铜版纸价由高点约 7600 元/吨跌至约 5500 元/吨。19 年以来纸企在成本压力之下连发多轮提价函，叠加开工不足导致市场供应量偏紧，提价目前落地情况良好，自低点反弹约 300 元/吨。

图 36：铜版纸行业 CR3 达 82%



资料来源：纸业联讯，民生证券研究院

图 37：19 年初铜版纸价持续反弹（元/吨）



资料来源：卓创资讯，民生证券研究院

表 11：年初以来纸企连发多轮提价函

轮次	发布时间	纸厂	纸种	上调幅度（元/吨）	备注
第一轮	1 月中旬至 2 月初	晨鸣纸业	双胶纸	200	
		华泰纸业	文化纸	200	
第二轮	春节后至 3 月初	晨鸣纸业	白卡、铜板卡	200	
		APP	白卡纸	200	
第三轮	3 月中旬至 4 月初	晨鸣纸业	热敏纸	300	

		晨鸣纸业	铜版纸	200	
		太阳纸业	涂布纸	200	
		华泰纸业	铜版纸	200	
第四轮	4月中旬至5月初	APP	铜版纸	200-300	5.1日起调涨不低于200
		晨鸣纸业	铜版纸	200	5.1日起再涨200
		太阳纸业	涂布纸	200	5.1日起再涨200
		华泰纸业	铜版纸	200	5.1日起再涨200
		晨鸣纸业	文化纸	200	

资料来源：中国纸业网，民生证券研究院

**展望：**前期纸价低迷导致纸厂利润微薄，因此纸厂在二季度以来积极推涨。铜版纸市场由于产能集中度较高，纸厂提价话语权较强。并且，近两月多家生产商停机检修1-2周导致产量下降，铜版纸库存降至16年以来低点使得市场整体供应偏紧。因此目前铜版纸价格上涨的动力主要来自于供应端推动。需求方面，印度作出反倾销否定性终裁或缓解部分出口压力，但内销需求未见明显改善。由于浆价大幅下跌，成本端也缺乏支撑，加之即将进入七、八月淡季，整体来看Q3铜版纸价有一定下行压力。

## (2) 双胶纸：库存降至年内低点，下半年旺季来临纸价或企稳回升

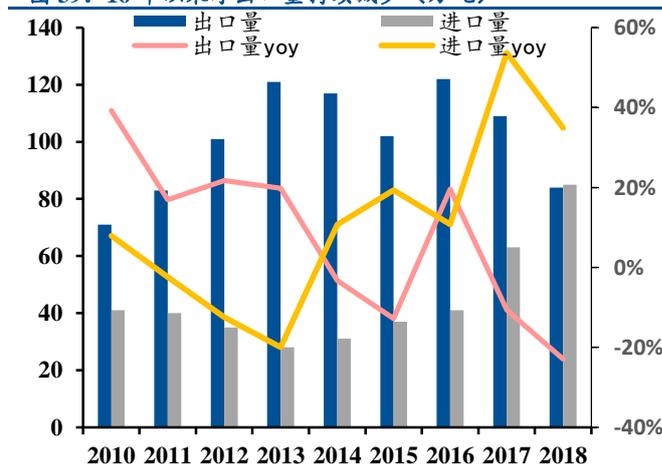
**需求：**18年内需稳健增长，出口有所拖累。由于数据的可获得性，且双胶纸是非涂布文化纸的主要纸种，在此我们对非涂布文化纸进行分析。2013年以来非涂布文化纸消费量保持稳步增长态势，2018年消费量为1751万吨，同比微增0.4%。进出口方面，2016年以来净出口量持续下行，2018年净进口量为1万吨。由于净出口疲弱，导致2018年产量同比下降2.2%至1750万吨。

图 38：近五年消费量保持稳增长（万吨）



资料来源：Wind，民生证券研究院

图 39：16年以来净出口量持续减少（万吨）

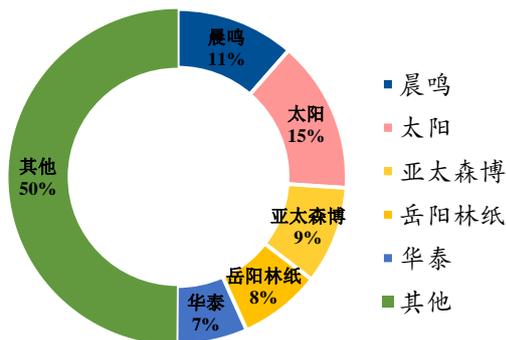


资料来源：Wind，民生证券研究院

**供给：**行业集中度仍有提升空间，18-19年新增产能有限。竞争格局方面，太阳、晨鸣、亚太森博、岳阳林纸、华泰合计占据50%的市场份额，对比同是文化纸的铜版纸集中度，未来产能仍有挤出空间。产能方面，据我们跟踪2018-2019年双胶纸新增产能较为有限，其中主要包括晨鸣纸业约101万吨（50万吨新闻纸转产文化纸以及寿光晨鸣51万吨文化纸）、太阳纸业20万吨文化纸项目。

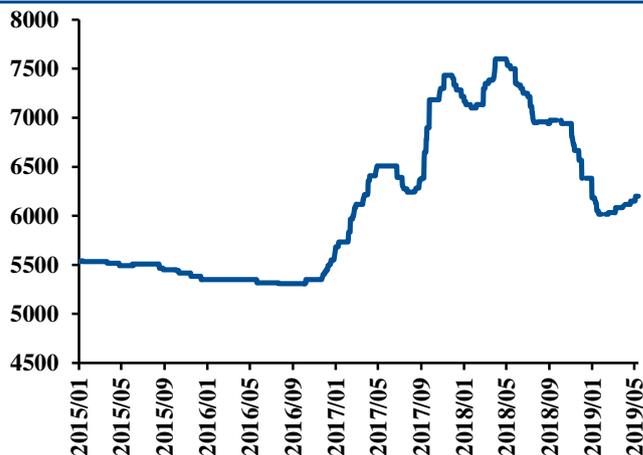
**展望：**双胶纸的主要下游消费市场如教辅教材、党政期刊、儿童图书、商品说明书以及办公复印纸等需求刚性较强，对外部经济环境变化敏感度较低。且由于国内双胶纸生产商相对分散，产能仍有挤出空间。双胶纸企业库存自年初以来持续下降，截至四月底为 43.7 万吨，较 19 年年初减少 8.4 万吨。目前多轮提价已经落地，随着下半年春季教材备货旺季来临，双胶纸价或能稳中有升。

图 40：双胶纸 CR4 为 50%



资料来源：纸业联讯，民生证券研究院

图 41：19 年初以来双胶纸价格持续反弹（元/吨）

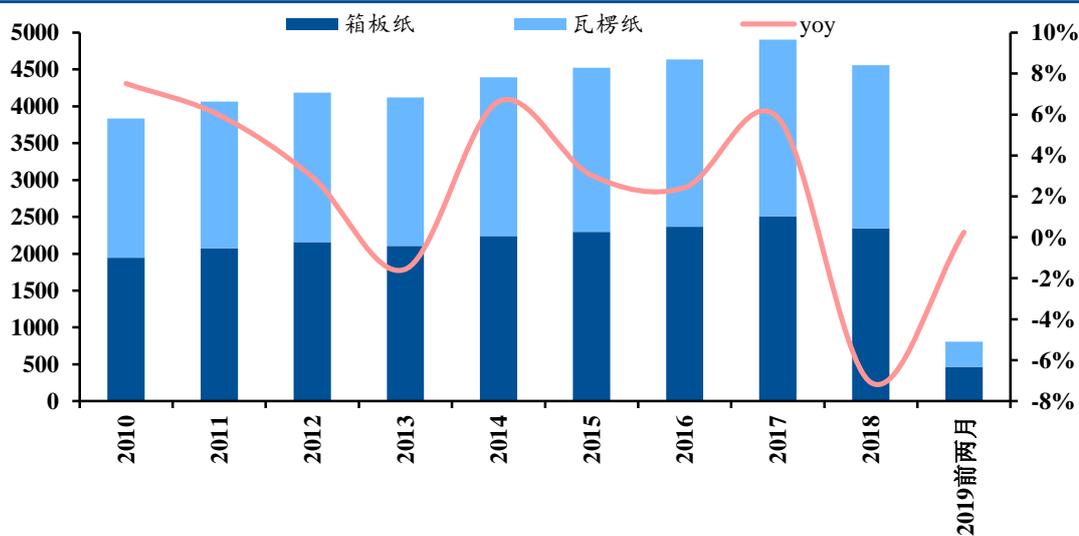


资料来源：卓创资讯，民生证券研究院

### (3) 箱板瓦楞纸：需求端未见明显改善，19 年或有较多产能投放

**需求：**18 年终端需求较弱，19 年前两月消费量增速回正。箱板瓦楞纸下游为食品饮料、电子、日化、电器、快递等产品包装，与国内经济景气度及出口相关性较强，18 年受经济下行压力及中美贸易摩擦影响，全年消费量负增长。2019 年景气度有所回升，但终端需求未见明显改善，中美贸易摩擦不确定性的影响仍在。

图 42：2019 年前两月箱板瓦楞纸消费量同比增长 0.25%（万吨）

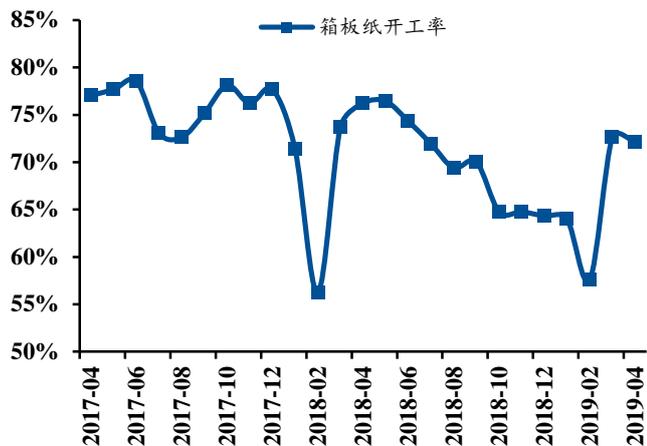


资料来源：Wind，民生证券研究院

**供给：**19 年或有较多产能投放，高开工率或难以维持。

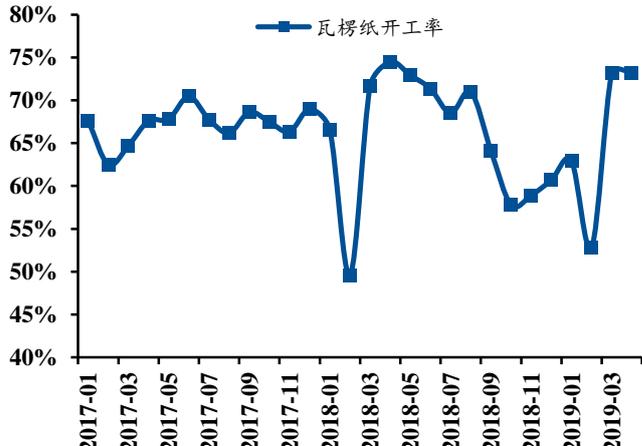
- **19 年或有较多产能投放。**据卓创统计及预测，2019 年瓦楞纸及箱板纸拟新增项目总产能约 930 万吨，其中瓦楞纸拟新建项目总产能约 285 万吨，箱板纸拟新增产能约 645 万吨。据纸业联讯统计，1-3 月箱板瓦楞纸已投产新产能 155 万吨，并且二季度至少有 200 万吨新项目将要投产，19 年供给端存在一定压力。
- **开工率或难维持。**18 年箱板、瓦楞纸开工率趋势下行，经历节后复工拉升开工率后，19 年 4 月箱板纸、瓦楞纸开工率分别为 72%、73%，达到 17 年以来较高值。随着行业进入 Q2 淡季，以及供给持续增加，高开工率或难以维持。

图 43: 2019 年 4 月箱板纸开工率有所回落



资料来源：纸业联讯，民生证券研究院

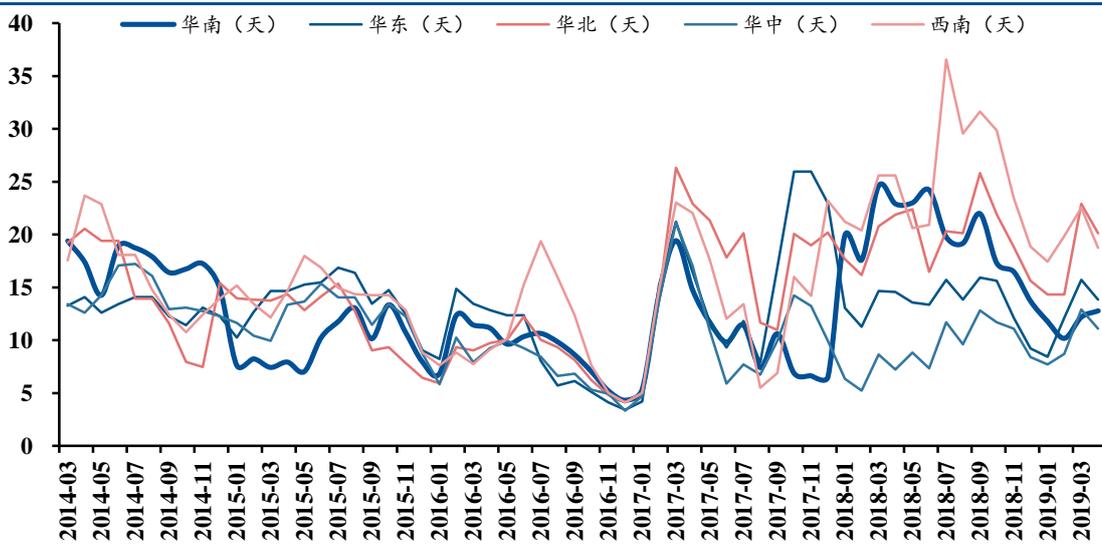
图 44: 2019 年 4 月瓦楞纸开工率有所回落



资料来源：纸业联讯，民生证券研究院

**库存：19 年 4 月箱板瓦楞纸库存略高于历史中枢。**库存方面，箱板瓦楞纸华南、华东、华北、华中、西南地区库存天数分别为 12.78、13.83、20.12、11.10、18.75 天，而各自 14 年以来的中枢分别为 12.97、12.97、14.85、10.71、16.15 天，目前库存水平略高于近年库存中枢。

图 45: 19 年 4 月箱板瓦楞纸库存略高于历史中枢

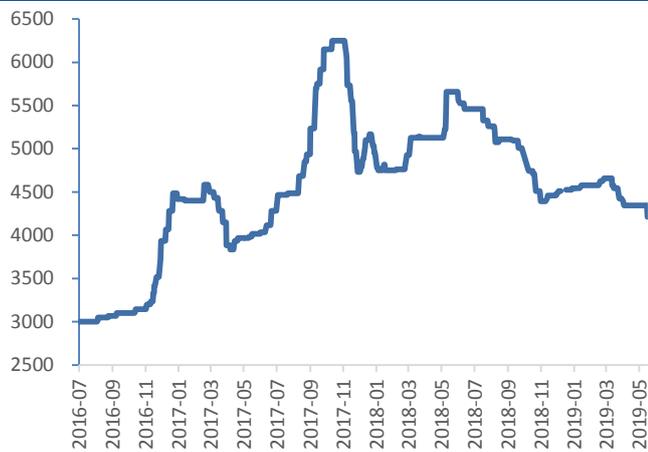


资料来源：纸业联讯，民生证券研究院

**展望：**箱板瓦楞纸行业 19 年新增供给较多，目前库存存在 2014 年以来中枢水平，终端需求

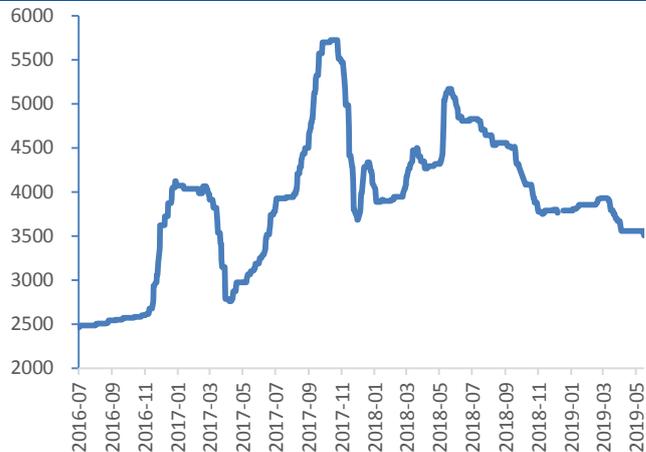
未见明显改善，预计纸价短期内价格承压。中长期看，国内宏观经济及中美贸易摩擦对需求影响较大，未来仍存一定不确定性。

图 46: 18 年中以来箱板纸价进入下降通道 (元/吨)



资料来源: 卓创资讯, 民生证券研究院

图 47: 18 年中以来瓦楞纸价进入下降通道 (元/吨)

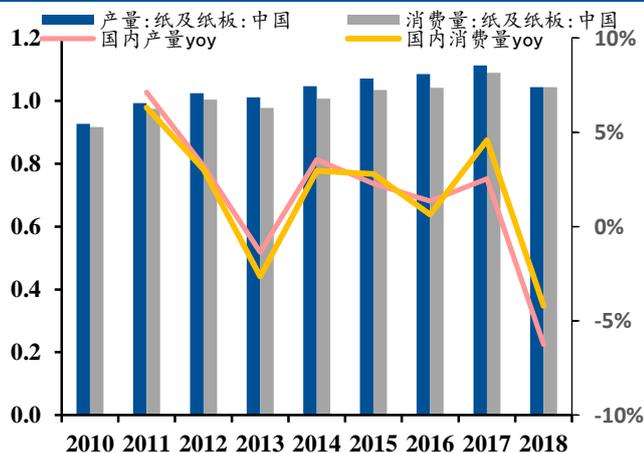


资料来源: 卓创资讯, 民生证券研究院

#### (4) 生活用纸: 生活用纸终端需求韧性较强, 人均消费量仍有提升空间

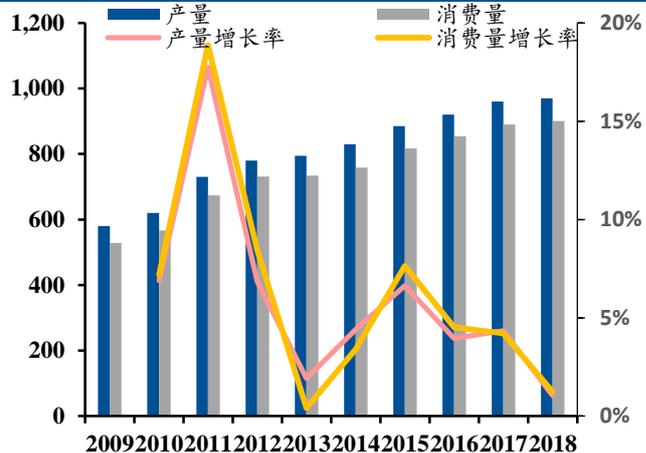
- **终端需求韧性较强。**生活用纸作为必选消费品, 需求端表现稳健。2018 年造纸行业整体需求疲软, 国内纸及纸板产销分别同比下降 6.2%、4.2%; 但生活用纸仍然保持稳健增长, 2018 年产量为 970 万吨, 同比增长 1.0%; 消费量 901 万吨, 同比增长 1.2%。

图 48: 2018 年国内纸及纸板产量同比下降 6.2% (万吨)



资料来源: Wind, 民生证券研究院

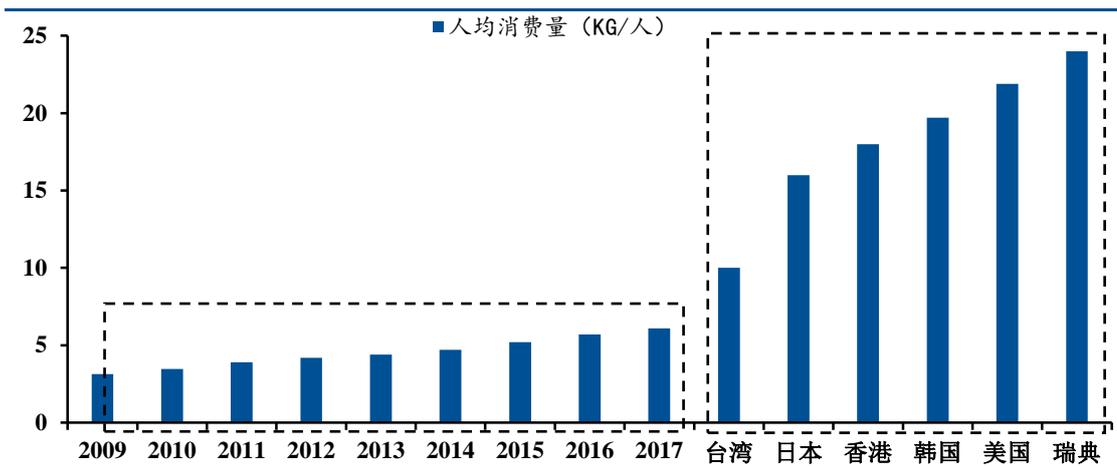
图 49: 2018 年生活用纸产销量同比小幅增长 (万吨)



资料来源: Wind, 民生证券研究院

- **生活用纸人均消费量仍有提升空间。**随着经济的发展及消费水平提升, 国内生活用纸人均消费量由 2009 年的 2.1kg/人上升至 2017 年的 6.1kg/人, 但对比港台及国外水平 (台湾 10kg/人, 日本 16kg/人, 香港 18kg/人, 韩国 20kg/人, 美国 22kg/人, 瑞典 24kg/人), 仍有较大提升空间。

图 50: 国内生活用纸人均消费量仍有较大提升空间 (KG/人)

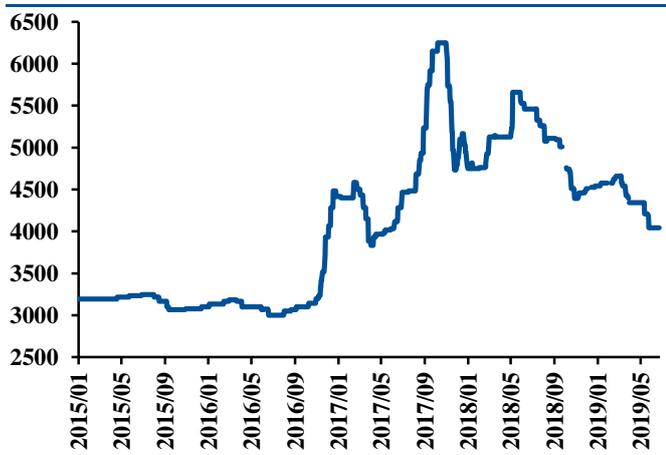


资料来源：Wind、前瞻产业研究院、产业信息网，民生证券研究院

### (三) 包装：成本端压力减轻，企业盈利能力有望提升

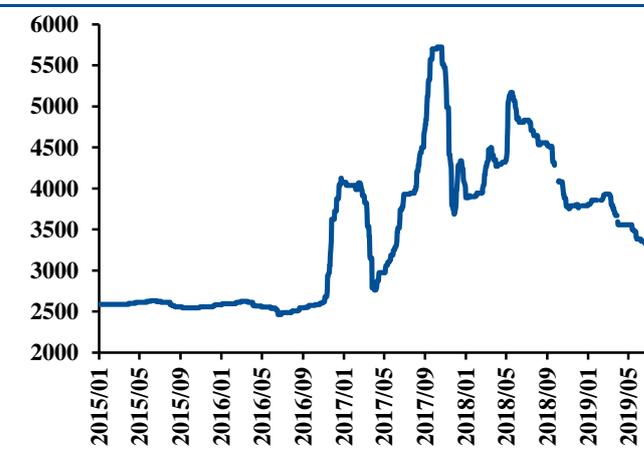
**纸包装：**经历 17 年包装纸价大幅上涨后，18 年纸价明显回落，其中箱板纸从年中高点的约 5650 元/吨跌至约 4040 元/吨，瓦楞纸从年中高点的约 5200 元/吨跌至约 3320 元/吨，包装企业成本端压力减轻。

图 51：18 年箱板纸价明显下跌 (元/吨)



资料来源：卓创资讯，民生证券研究院

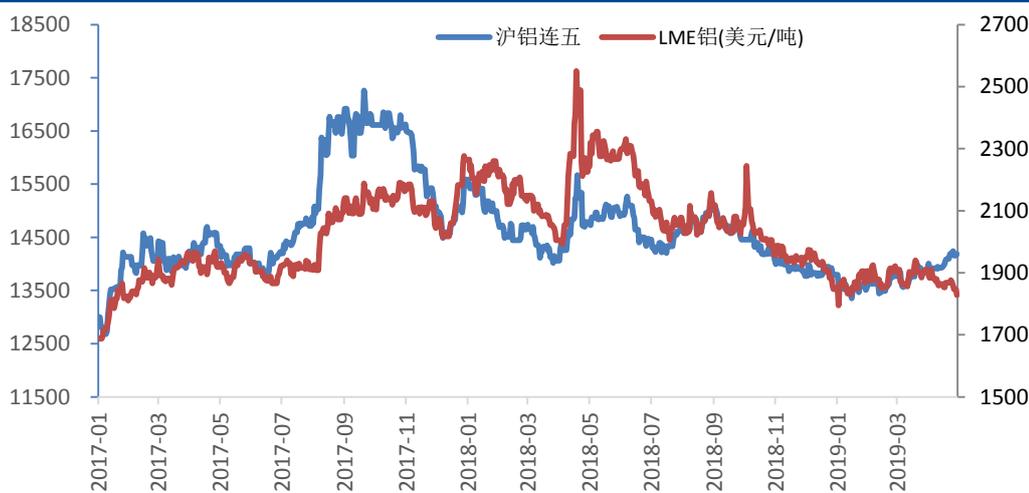
图 52：18 年瓦楞纸价明显下跌 (元/吨)



资料来源：卓创资讯，民生证券研究院

**金属包装：**竞争格局方面，18 年奥瑞金收购波尔进一步提升行业集中度，目前奥瑞金+波尔、中粮、昇兴、宝钢、皇冠合计占据约 70% 市场份额。成本端方面，18 年中以来沪铝、伦铝价格持续下跌，其中沪铝连五价格由高点的约 15000 元/吨降至约 13000 元/吨，伦铝由高点的约 2400 美元/吨降至约 1800 美元/吨，制罐企业成本端压力减轻。

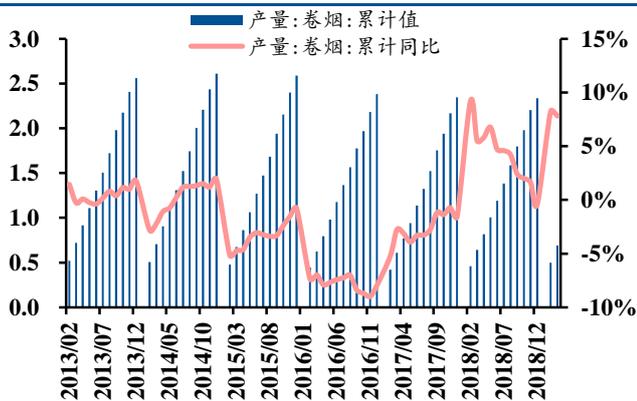
图 53：18 年中以来沪铝、伦铝价格持续下跌



资料来源: Wind, 民生证券研究院

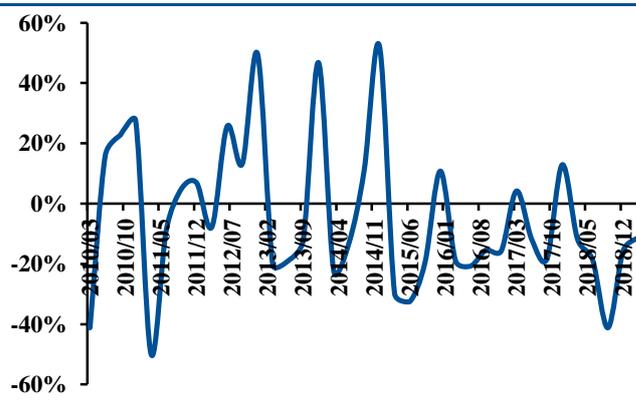
**烟标:** 18 年以后烟草行业库存持续去化, 库存增速中枢相较 11-15 年明显下移。产量方面, 18 年烟草产量恢复正增长。19Q1 产量 6911 亿支, 同比增长 7.8%; 同期行业去库效果明显, 库存较年初下降 11.2%。19 年库存压力趋缓, 产量有望保持持续增长。

图 54: 18 年以来烟草产量恢复增长



资料来源: Wind, 民生证券研究院

图 55: 2018 年以来烟草库存持续去化



资料来源: Wind, 民生证券研究院

### 三、投资建议

#### 1、欧派家居: 品类布局完善, 渠道拓展与信息化建设助力公司成长

**品类布局最为完善, 多品类多点开花。** 公司是国内定制家居领军企业, 旗下有橱柜、衣柜、卫浴、木门、壁纸等品类, 在行业中品类布局较为完善。上半年橱柜贡献收入 25.20 亿元, 同比增长 15%, 继续表现稳健; 衣柜实现收入 16.61 亿元, 同比增长 35%, 依旧保持较快增速; 木门、卫浴分别同比增长 51%、58%, 未来有望成为新的业绩增长点。

**经销商渠道拓展与信息化建设持续推进, 夯实增长基础。** 渠道方面, 公司持续推进门店建设。截至 6 月底公司拥有欧派橱柜门店 2208 家 (净增 58 家)、欧派衣柜 2015 家 (净增 143 家)、欧铂丽 975 家 (净增 136 家)、卫浴 403 家 (净减 40 家)、木门 739 家 (净增 105 家)、墙饰 371 家 (净减 2 家)。此外, 公司积极推进整装、shopping mall 新零售、

工程渠道，渠道体系得到进一步完善。信息化方面，公司全新规划综合橱、衣、木、卫四大制品类的统一订单 3D 设计平台、订单拆单管理平台、订单销售管理平台、订单运营管理平台、订单制造执行管理平台及订单物流管理平台，有望进一步提升经营效率，夯实增长基础。

**整装大家居有望再添增长动力。**公司积极推进整装大家居，要求所有地级以上城市经销商拓展整装渠道，总部也在产品、价格上做出调整，以便于当地经销商和家装公司合作。此外，公司和全国性及区域性的整装公司如生活家、靓家居达成战略框架协议，以整装大家居的形式切入。目前整装大家居已在 20 多个城市开始试点，取得良好效果，整装大家居有望再添公司发展动力。

公司是定制家具行业的领军企业，我们看好大家居对全品类的整合以及整装大家居对业绩的推动，预计公司 2019、2020、2021 年能够实现基本每股收益 4.48 元、5.30 元、6.17 元，对应 2019、2020、2021 年 PE 分别为 25X、21、18X。维持公司“推荐”评级。

## 2、顾家家居：品类扩张效果显著，对外资本运作加强竞争力

**品类扩张顺利，配套产品、软床和床垫快速增长成为公司的重要业绩增长点。**2018H1 沙发实现收入 21.44 亿元，同比增长 17.5%；配套产品收入 6.23 亿元，同比增长 32.7%；床类产品收入 5.27 亿元，同比增长 22.4%；餐椅收入 1.46 亿元，同比增长 25.8%。公司产品类延伸效果显著，多品类发力助力公司成长。

**加强对外资本运作，提升公司竞争力。**（1）2 月 26 日，公司公告称其拟以自有资金 1.98 亿元投资居然之家 0.5447% 的股权，加强 C 端渠道布局。（2）2 月 28 日全资子公司顾家投资以 4156.5 万欧元收购德国软体家具企业 Rolf Benz 99.92% 股权，进一步提升公司竞争力。（3）3 月 22 日公司以 6500 万欧元收购意大利软体家具企业 Natuzzi 51% 股权，公司通过与 Natuzzi 建立合资公司，有望增加高端及中高端两个品牌系列（Natuzzi Italia 和 Natuzzi Editions），进一步丰富产品矩阵。（4）3 月 26 日顾家投资以 7727.63 万澳元收购澳大利亚零售家具企业 Nick Scali 13.63% 股权，扩大公司在澳洲的销售渠道。公司对外扩张加速，在丰富产品线的同时也逐步完善国际化布局，公司竞争力得到提升。（5）10 月 15 日，公司公告拟收购喜临门不低于 23% 股权，强强联手提升市占率，有望发挥渠道、品牌、供应链等方面的协同效应，进一步增强软体业务竞争优势。

**产能布局逐步完善，夯实增长基础。**公司华东二基地（嘉兴）于 17 年 9 月开工建设，预计 18 年底前竣工、2021 年底前达纲，达纲时将拥有 60 万标准套软体家具产能，预计实现年营业收入 28.80 亿元。华中（黄冈）基地已经完成项目论证与选址，计划于今年 7 月底前开工建设，预计在 2019 年年底竣工并投产，在 2022 年实现规划目标，届时华中基地将拥有年产 60 万标准套软体及 400 万方定制家居产能，有望实现年营业收入约 30 亿元。随着华东、华中、华北三地产能布局逐步完善，公司业务得到进一步巩固与增强。

我们看好公司在沙发、寝具、定制家具等业务领域的持续布局，同时门店优化、产能扩张和大宗业务有望助力公司成长，预计公司 2019、2020、2021 年能够实现基本每股收益

益 2.02 元、2.40 元、2.79 元，对应 2019、2020、2021 年 PE 分别为 12X、10X、9X。维持公司“推荐”评级。

### 3、晨光文具：产能投放带来业绩确定性，自有浆凸显成本端优势

传统业务稳健发展，前三季度较去年同期增长 16%。一方面，公司持续拓展经销渠道，目前已有“晨光系”零售终端超过 7.6 万家；另一方面，公司推动终端门店升级提升单店运营质量，提升精品文创占比改善产品结构，同时对新品提价，盈利能力有望稳中有升。

新业务渐入佳境，前三季度晨光科力普、晨光科技、晨光生活馆新业务保持同比增长 113% 的高增速。科力普方面，公司加强客户挖掘，政府、央企、金融企业等领域客户采购项目持续落地。此外，公司新设武汉、广州、成都双流分公司，正式进军华西和华中市场，配合成都华西仓和武汉华中仓已建成并正式运营，上述地区的经营效率有望进一步提升。晨光生活馆（含九木杂物社）方面，公司进一步拓展精品文创业务，截至 6 月底公司拥有约 200 家零售大店，实现营收 1.18 亿元，同比增长 39%。晨光科技业务也在稳步推进中，截至 6 月底线上渠道淘系、京东及其他平台有效授权店铺超过 1000 家，线上分销渠道进一步得到拓展。

我们认为公司传统核心业务具备品牌和渠道护城河，看好科力普平台及生活馆模式的发展潜力，预计 2019、2020、2021 年实现基本每股收益 1.10、1.38、1.71 元，对应 2019、2020、2021 年 PE 分别为 39X、31X、25X。维持公司“推荐”评级。

### 4、中顺洁柔：浆价下跌带来成本端改善，产品结构优化、渠道建设助力公司成长

行业层面：国内年人均用纸量为 5.6kg，对比发达国家 10-20kg 的水平仍有较大提升空间。此外，木浆价格高企迫使中小产能因成本端压力退出，行业竞争格局持续改善。

公司层面：（1）渠道：持续推进渠道下沉，目前已拥有经销商 2000 余家，覆盖全国 1100 余个区县市，但对比恒安 3000 家的规模仍有提升空间；（2）产品：不断优化产品结构，公司毛利率明显改善。（3）产能：2017 年底公司产能规模达到 65 万吨，未来还将新建北孝感 20 万吨、河北唐山 5 万吨、四川彭州 5 万吨产能，全国产能布局得到进一步完善。（4）成本：需求方面，18 年前十月国内纸及纸板产量同比下跌 1.7% 反映终端需求减弱。成品纸下游旺季不旺，后市整体需求或将依旧偏疲软。库存方面，目前港口库存压力大，青岛港、常熟港、保定库存均处在近三年高位。综合来看，木浆价格仍有下行压力，公司成本端压力有望缓解。

产品结构优化、产能释放、渠道不断下沉有望驱动公司成长，预计公司 2019、2020、2021 年实现基本每股收益 0.40、0.49、0.59 元，对应 2019、2020、2021 年 PE 分别为 30X、24X、20X。维持公司“推荐”评级。

## 插图目录

图 1: 年初以来轻工制造板块跑输大盘 10.89pct .....	3
图 2: 年初以来文娱用品板块获得相对收益 .....	3
图 3: 年初以来 (截至 6 月 14 日) 轻工制造行业涨跌幅在 28 个子行业中位列第 22 名 .....	3
图 4: 顺灏股份、金陵体育、菲林格尔涨幅超过 60% .....	3
图 5: 2017 年初之后住宅新开工面积增速持续高于竣工 (%) .....	4
图 6: 2019 年 1-5 月 Wind30 大中城市住宅成交套数同比增长 12% .....	4
图 10: 江山欧派、皮阿诺大宗业务占比较高 .....	8
图 11: 2018 年定制橱柜 CR7 约 10% .....	8
图 12: 2018Q1 精装市场橱柜集中度为 32% .....	8
图 13: 地产行业集中度持续上升 .....	8
图 14: 18 年初以来 TDI 价格明显回调 .....	10
图 15: 18 年初以来 MDI 价格明显回调 .....	10
图 16: 2017 年全球木浆产量同比增长 2.1% (亿吨) .....	11
图 17: 2017 年全球木浆消费量同比增长 1.9% (亿吨) .....	11
图 18: 2010 年以来国内木浆需求稳步上升 (万吨) .....	12
图 19: 18 年中国木浆需求增量占世界总增量的 70% (万吨) .....	12
图 20: 19Q1 全球木浆出运量持续上升 .....	12
图 21: 全球木浆生产商库存天数位于历史高位 (天) .....	12
图 22: 2019 年 4 月欧洲木浆港口库存达 200 万吨 .....	13
图 23: 2019 年 5 月底国内青岛港木浆库存在历史高位 .....	13
图 24: 商品阔叶浆 CR7 达 69% .....	13
图 25: 商品木浆 CR5 达 35% .....	13
图 26: 近期国内浆价承压 (元/吨) .....	16
图 27: 纸浆期货价格承压 (元/吨) .....	16
图 28: 外废配额持续缩量 (万吨) .....	16
图 29: 外废进口量持续下滑 (万吨) .....	16
图 30: 2018 年箱纸板、瓦楞原纸产量明显减少 (万吨) .....	17
图 31: 2018 年度纸浆消耗量共减少 828 万吨 .....	17
图 32: 近期国废价格企稳回升 (元/吨) .....	17
图 33: 2018 年消费量同比微降 0.7% (万吨) .....	18
图 34: 2018 年出口量明显下滑 (万吨) .....	18
图 35: 2017 年铜版纸出口印度占比最高, 为 13% .....	19
图 36: 铜版纸行业 CR3 达 82% .....	19
图 37: 19 年初铜版纸价持续反弹 (元/吨) .....	19
图 38: 近五年消费量保持稳增长 (万吨) .....	20
图 39: 16 年以来净出口量持续减少 (万吨) .....	20
图 40: 双胶纸 CR4 为 50% .....	21
图 41: 19 年初以来双胶纸价格持续反弹 (元/吨) .....	21
图 42: 2019 年前两月箱板瓦楞纸消费量同比增长 0.25% (万吨) .....	21
图 43: 2019 年 4 月箱板纸开工率有所回落 .....	22
图 44: 2019 年 4 月瓦楞纸开工率有所回落 .....	22
图 45: 19 年 4 月箱板瓦楞纸库存略高于历史中枢 .....	22
图 46: 18 年中以来箱板纸价进入下降通道 (元/吨) .....	23
图 47: 18 年中以来瓦楞纸价进入下降通道 (元/吨) .....	23
图 48: 2018 年国内纸及纸板产量同比下降 6.2% (万吨) .....	23
图 49: 2018 年生活用纸产销量同比小幅增长 (万吨) .....	23

图 50: 国内生活用纸人均消费量仍有较大提升空间 (KG/人) .....	23
图 51: 18 年箱板纸价明显下跌 (元/吨) .....	24
图 52: 18 年瓦楞纸价明显下跌 (元/吨) .....	24
图 53: 18 年中以来沪铝、伦铝价格持续下跌 .....	24
图 54: 18 年以来烟草产量恢复增长 .....	25
图 55: 2018 年以来烟草库存持续去化 .....	25

## 表格目录

表 1: 尚品宅配一二线门店数量占比较多 .....	5
表 2: 定制家具企业门店情况 .....	5
表 3: 2019 年 3 月住建部在《住宅项目规范》中进一步提出, 城镇新建住宅建设应全装修交付 .....	7
表 4: 多个地方政府将 2020 年的全装修率目标定在 100% .....	7
表 5: 多个地方政府将 2020 年的全装修率目标定在 100% .....	7
表 6: 传统家装、互联网家装、地产家装、建材家居家装均有企业开展整装业务 .....	9
表 9: 美国商务部初步裁定拟对华床垫征收 38%-1731% 反倾销税 .....	10
表 10: 2019 年全球木浆新增产能约 100 万吨 .....	14

## 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。