

轻工制造

 轻工行业周报
 床垫洗牌龙头崛起，政策催化造纸景气

评级：增持（维持）

分析师：徐稚涵

执业证书编号：S0740518060001

电话：021-20315133

Email: xuzh01@r.qlzq.com.cn

研究助理：郭美鑫

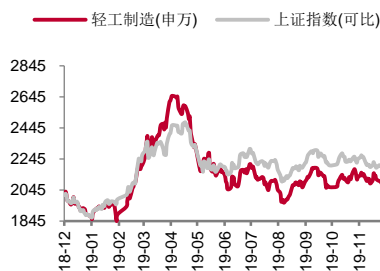
Email: guomx@r.qlzq.com.cn

研究助理：徐偲

Email: xucai@r.qlzq.com.cn

基本状况

上市公司数	120
行业总市值(百万元)	722803
行业流通市值(百万元)	469516

行业-市场走势对比

相关报告
重点公司基本状况

简称	股价 (元)	EPS				PE				PEG	评级
		2018	2019E	2020E	2021E	2018	2019E	2020E	2021E		
帝欧家居	22.05	0.99	1.46	1.84	2.28	22.73	15.41	12.23	9.87	0.35	买入
欧派家居	99.66	3.74	4.50	5.44	6.40	26.99	22.44	18.56	15.78	1.28	买入
梦百合	20.07	0.58	1.09	1.40	1.77	34.6	18.41	14.34	11.34	0.21	买入
太阳纸业	9.10	0.86	0.82	1.00	1.17	10.56	11.07	9.08	7.76	-1.79	增持
晨光文具	50.30	0.88	1.14	1.42	1.71	56.31	43.46	34.89	28.98	1.60	买入
盈趣科技	43.22	1.78	2.08	2.63	3.08	24.04	20.57	16.27	13.89	1.24	买入

备注：股价取自 2019 年 12 月 13 日收盘价

投资要点

- **本周核心组合：太阳纸业、玖龙纸业、盈趣科技、帝欧家居、梦百合、晨光文具**
- **投资主线一：文化纸吨盈利持续修复，包装纸有望持续提涨**
- 我们认为，当下时点纸周期类似 16 年年底造纸周期开启逻辑。库存周期方面，各大纸种库存均处于低位，原材料库存增速转向向上，表明主动去库存阶段结束，行业进入被动去库存阶段。因此，明年一二季度可能因主动补库存带来淡季不淡行情。此外，2020 年年底国家计划清零外废进口配额，原材料稀缺效应有望带来类似于供给侧改革的预期催化逻辑，中小产能因纤维来源问题可能面临开工率下滑，供需错配催化周期上行，同时，行业重新进入洗牌期，龙头由于具备资源优势而受益于集中度提升。
- **文化纸：处于被动补库存阶段，吨盈利改善明显。1) 企业主动补库存的意愿在增强。**以铜版纸为例，一二季度行业库存水平降至近三年低点，反应了市场对行业的悲观预期。但当前时点我们认为造纸行业已经进入被动补库存阶段，成品纸价格企稳，开工率小幅复苏，等待行业进入主动加库存周期；**2) 目前成品文化纸价格已经企稳，而上游木浆价格较年初显著下跌，企业吨盈水平明显回升。**当前双胶纸，白卡纸，铜版纸吨盈持续改善，同 2017 年纸周期上行区间吨盈相当。
- **包装纸：国际贸易形势影响外需效应减弱，外废持续收紧有望推动纸价持续提涨。**2018 年包装纸产量同比下降 10%，我们判断主要是受出口影响导致下游需求减弱所致，当前国际贸易形势缓和，包装纸需求有望逐步改善。此外，2020 年废纸进口预计进一步大幅缩减，原材料来源稀缺性可能导致废纸和成品纸价格上涨，关注龙头企业收入与盈利能力改善。
- 推荐成本控制能力优于同行的文化纸龙头【太阳纸业】，建议关注扩张中的包装纸龙头【玖龙纸业】、【山鹰纸业】。
- **投资主线二：地产数据持续超预期，关注家居产业链：**
- 10 月地产数据公布：1) 竣工提速：1-10 月房屋竣工面积累计下滑-5.5%，收窄 3.1pct。8、9、10 月单月竣工增速分别为 2.8%、4.8%、19.2%，连续三个月回正；2) 施工向好：1-10 月施工面积同增 9%，提速 0.3pct。8、9、10 月单月施工增速分别为-0.6%、7.6%、20.2%；3) 销售回正：1-10 月商品房销售面积累计同增+0.1% (vs 1-9 月累计下滑 0.1%)。
- 我们对竣工修复判断持续验证，且趋势有望延续至 2020 年下半年，继续主推家居 3 条投资主线：1) 显著受益精装房渗透率提升的标的。建议关注【帝欧家居】（具备前端客户、服务优势及后端规模效应提升）、蒙娜丽莎（瓷砖产能投产在即，工程业务持续提速）；2) 零售优选好赛道&好格局，精选具备产品和渠道扩张力的标的。建议关注【敏华控股】（FY20H1 财年内销 22%，外销随着产能转移影响持续好转）、【欧派家居】（全品类+整装渠道红利释放）、【顾家家居】（基本面边际变化向上，管理架构调整逐步形成合力）、【梦百合】；
- **投资主线三：HNB 产业链，关注边际改善的盈趣科技：**
- 2019 年，新型烟草有望在全球范围内迎来新风口。国际市场上，5 月 1 日 FDA 正式批准 IQOS 在美国销售，有望催化全球新型烟草产业链变革；国内市场上，中烟对新型烟草的政策有望于今年落地，产业链将迎来份

额集中和产业群附加值提升双重利好。建议关注【盈趣科技】（公司业绩逐步改善带来的估值修复，以及国内新型烟草政策落地带来的预期提升和美国可能的 IQOS 销售超预期带来的市场催化）。

■ **投资主线四：关注必选消费中生活用纸和文具用品：**

■ **【中顺洁柔】：木浆下行业绩高弹性&确定性，中长期行业稳健增长。**生活用纸是刚需消费品，跟经济相关性较弱。公司卡位是中高端，产品结构还会进一步优化。木浆价格下跌弹性还会持续释放。我们判断公司业绩弹性最大的季度应该是今年 Q4。从中长期来看，看好洁柔对渠道的管控能力；

■ **【晨光文具】：传统业务经营稳健&量价提升，办公直销蓝海市场。**

■ **包装板块：建议关注高端包装龙头裕同科技、劲嘉股份。**纸包装是包装行业最大的子行业，行业规模约 3000 亿元。当前行业格局极为分散，对标发达国家，市场率具备提升空间。前三季度包装板块业绩领跑轻工行业，同时，高端包装龙头裕同科技、劲嘉股份业绩大幅领先行业均值。我们认为一方面我国消费，特别是高端消费市场仍有韧性，下游高端烟酒、化妆品及消费电子板块拉升需求。另一方面，随着下游品牌竞争日趋激烈，外包装在消费者选择过程中的重要性日益提升，助力行业格局向兼具前端设计研发到终端生产交付能力的龙头企业集中。

■ **风险提示：**原材料价格大幅上涨风险、宏观经济波动风险、地产景气度下滑风险、行业政策变化风险。

内容目录

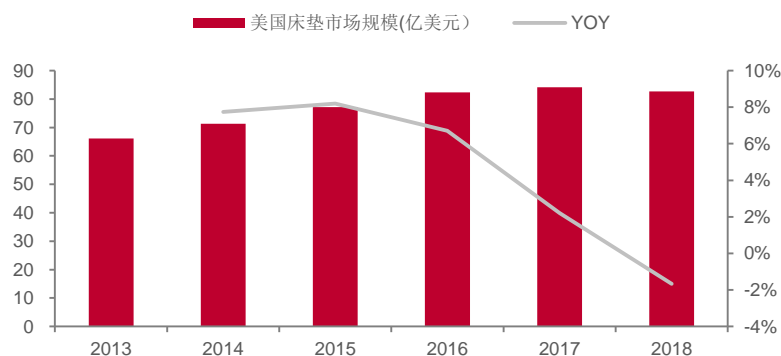
本周主题：如何看待美国记忆绵床垫市场景气度？	- 4 -
1) 整体规模：置换需求为主，温和增长的存量市场	- 4 -
2) 渠道结构：具备单品专营渠道，消费频次偏高	- 5 -
3) 记忆绵床垫：电商渠道放量、产品渗透率提升的结构性增长市场	- 5 -
板块回顾	- 7 -
行业数据跟踪	- 8 -
造纸板块	- 8 -
家具板块	- 13 -
风险提示	- 16 -
原材料价格上涨风险	- 16 -
地产景气程度下滑风险	- 16 -

本周主题：如何看待美国记忆绵床垫市场景气度？

1) 整体规模：置换需求为主，温和增长的存量市场

- 美国是最大的海外床垫消费市场,2018年床垫市场规模达82.7亿美元,从市场增速看,2013年-2018年间CAGR为4.6%,是温和增长的存量市场。

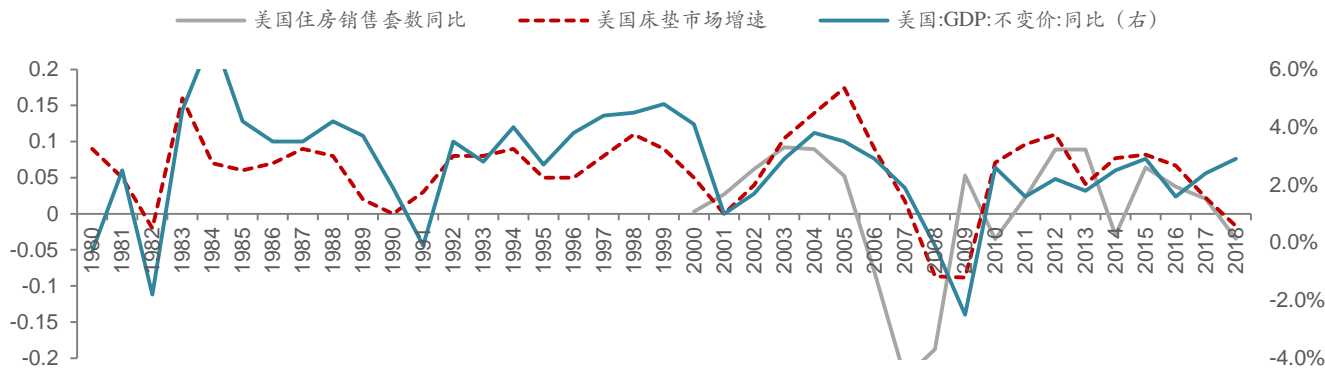
图表 1: 美国床垫市场规模



来源: Furniture Today、中泰证券研究所

- **下游需求：约70%需求来自存量置换需求。**美国新房销售占比长期低于20%，是典型的存量房市场，从美国家居建材市场规模看，存量房市场可以支撑家居消费总量，但两者波动仍紧密相关，平滑地产波动的核心是品类的消费频次。**对应到床垫端：**床垫的消费频次高于成品和板式家居。我们测算美国床垫市场的置换周期在7年左右，70%的床垫销售来自与地产交易无关的存量置换需求。同时，复盘1980年至今美国床垫批发市场增速，整体与GDP高度相关，好于同期住宅销售（含二手房交易）增速。

图表 2: 美国床垫批发市场增长与 GDP 关联较高



来源: Bloomberg、Furniture Today、CSIL、中泰证券研究所

2) 渠道结构: 具备单品专营渠道, 消费频次偏高

- 耐用消费品的产品特征会一定程度影响下游的渠道结构。统计美国排名前 10 的家具销售商, 床垫是其中唯一具有单品专营渠道的品类。我们认为在运营成本偏高的美国家居零售市场出现单品零售商的核心原因在于: 1) 功能性单品的品类溢价, 带给渠道高加价倍率; 2) 前端销售具备规模效应, 不受人效限制。3) 消费频次高于木质、成品家具。相对稳定的市场需求保障单品类零售商运营的可持续性, 降低了经营难度。

图表 3: 美国市场 TOP10 家居零售商详情一览

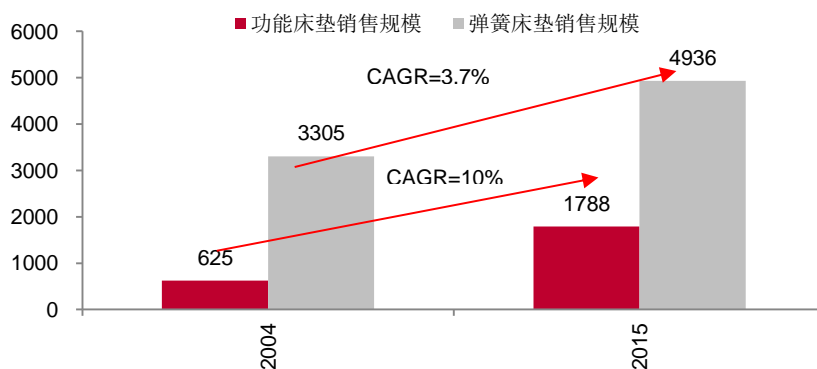
排名	销售商	销售额 (亿美元)			门店数量 (家)			单店面积	销售产品
		2018	2017	2016	2018	2017	2016		
1	Ashley	45.35	41.61	38.35	658	607	558	1500-3800 m ²	综合类家居
2	Ikea	34.6	33.2	32	48	44	42	20000-30000 m ²	综合类家居
3	Mattress Firm	32.7	34.1	34.6	3300	3556	3630	400-500 m ²	床和床品
4	Williams Sonoma	31	28.6	27.15	579	586	583	--	综合类家居
5	Rooms To Go	26.5	24.5	23.5	151	140	135	--	平价综合类家居
6	Restoration Hardware	21.35	20.3	17.55	104	94	91	--	高端综合类家居
7	Berkshire Hathaway	20.96	20.19	20.03	34	33	33	--	综合类家居
8	Sleep Number	15.17	14.26	12.81	579	556	540	250 m ²	智能床和床品
9	Big Lots	14.75	14.15	13.65	1401	1416	1432	2100 m ²	折扣综合类家居
10	Ray&Flanigan	14.56	13.98	13.07	128	121	115	1400-7000 m ²	综合类家居

来源: Furniture Today, 中泰证券研究所

3) 记忆绵床垫: 电商渠道放量、产品渗透率提升的结构性增长市场

- 市场产品构成上, 传统弹簧床垫仍是主流, 但以记忆绵为首的功能床垫渗透率提升, 取得结构性高增长。2004 年至 2015 年, 美国市场记忆绵床垫等功能性床垫的销售规模由 6.25 亿美元上升至 17.88 亿美元, CAGR 超过 10%, 同期传统弹簧床垫销售规模 CAGR 仅为 3.7%。

图表 4: 美国功能床垫市场快速发展 (百万美元)

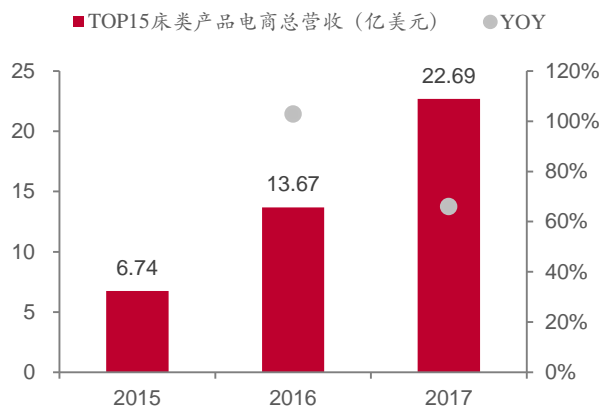


来源: wind、中泰证券研究所

- 2015 年至今, 电商渠道放量带动记忆绵终端市场扩容。记忆绵床垫由于

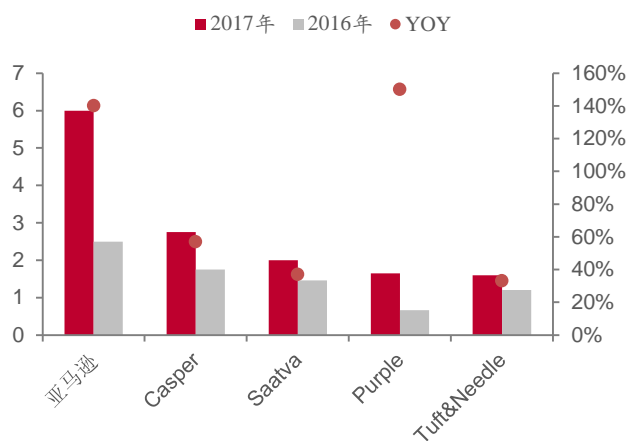
可压缩折叠，对仓储运输环节相对友好，电商往往可以通过单品概念营销和性价比路线迅速打开中低端市场，对线下渠道形成冲击。2017年美国TOP15电商平台床垫销售额22.7亿美元（以记忆绵床垫为主），增速保持在60%以上，带动记忆绵床垫渗透率进一步提升，形成结构性增长。

图表5：美国床类产品电商TOP15总营收



来源：ISPA, 中泰证券研究所

图表6：美国床类产品电商TOP5营收(亿美元)

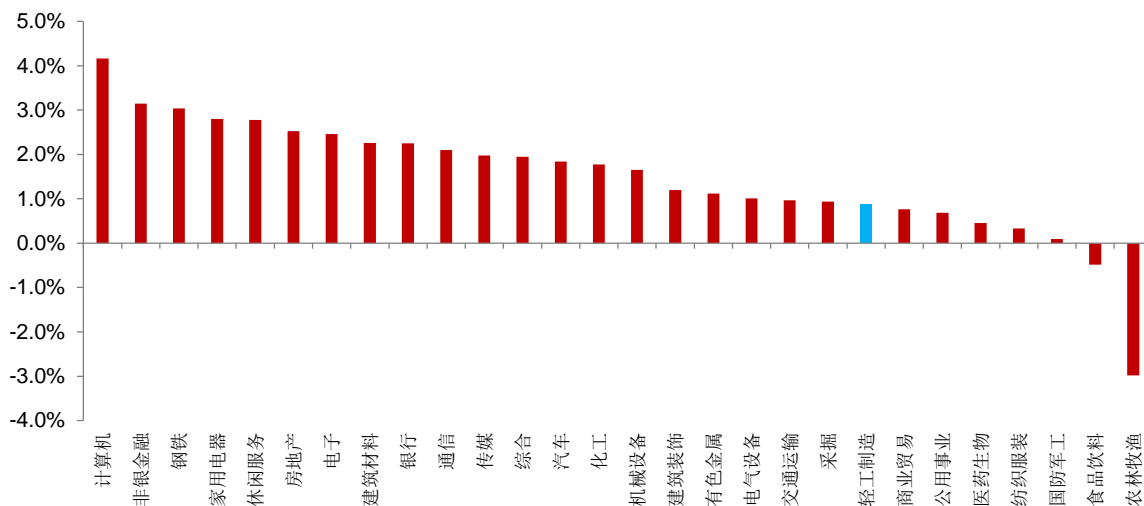


来源：ISPA, 中泰证券研究所

板块回顾

- 上周(2019年12月9日-2019年12月13日)轻工制造指数上涨0.87%，同期沪深300指数上涨1.69%。在28个一级行业指数中，轻工指数涨幅排名第21位；轻工二级子板块造纸、包装印刷、家用轻工指数周涨幅分别为1.33%、0.99%、0.55%。

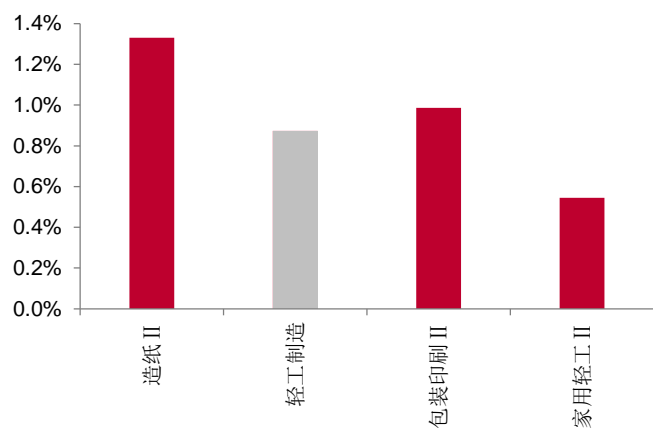
图表 1: 轻工板块涨跌幅行业排名



来源:wind、中泰证券研究所

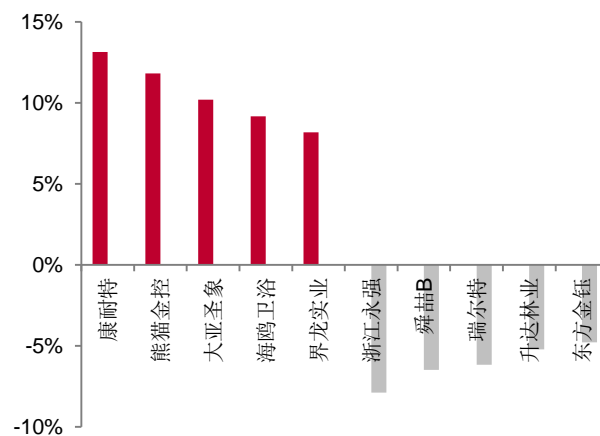
- 个股方面，周涨幅居板块前五的个股分别为：康耐特（13.14%↑）、熊猫金控（11.82%↑）、大亚圣象（10.19%↑）、海鸥卫浴（9.17%↑）、界龙实业（8.18%↑）；跌幅居前的个股分别为浙江永强（7.89%↓）、舜喆B（6.48%↓）、瑞尔特（6.18%↓）、升达林业（5.22%↓）、东方金钰（4.78%↓）。

图表 2: 轻工二级子板块涨幅榜



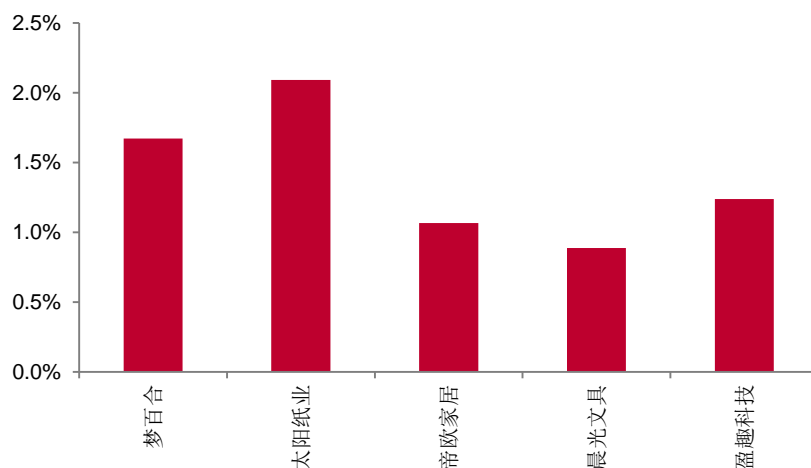
来源: wind、中泰证券研究所

图表 3: 轻工行业个股涨跌幅榜



来源: wind、中泰证券研究所

- 本周中泰轻工核心组合：太阳纸业、玖龙纸业、盈趣科技、帝欧家居、梦百合、晨光文具。

图表 4：中泰轻工核心组合涨跌幅排行


来源：wind、中泰证券研究所

行业数据跟踪

造纸板块

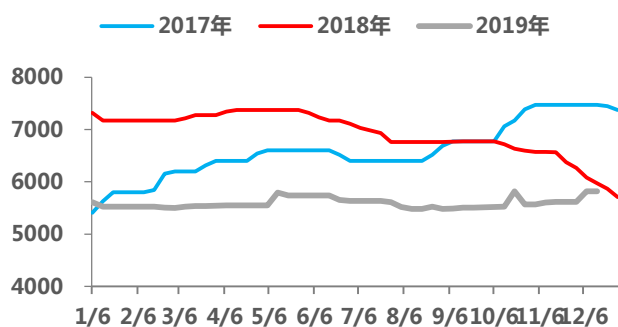
图表 5：本周造纸关键数据一览

关键纸种价格				
纸种	本周价格 (元/吨)	环比	同比	年初至今涨跌幅
铜版纸	5819	1.2%	-3%	3.7%
白卡纸	5550	1.5%	11%	13.6%
双胶纸	6050	0.0%	-4%	-1.2%
瓦楞纸	3354	1.0%	-3%	-5.9%
箱板纸	4173	1.1%	-5%	-5.4%
原材料价格				
原材料	本周价格 (元/吨)	环比	同比	年初至今涨跌幅
国废黄板纸	2187	1.5%	-1%	-2%
美废 11#	94	1%	-51%	-51%
美废 13#	123	0%	-51%	-51%
国废与外废价差	1,424	2.3%	107%	470%
针叶浆外盘	591	0%	-29%	-29%
阔叶浆外盘	470	0%	-39%	-39%
化机浆	3700	0%	-21%	-21%
注：外盘浆价单位为美元/吨				
吨纸盈利				
纸种	周吨盈利 (元/吨)	环比	月吨盈利 (元/吨)	去年月同期 (元/吨)
铜版纸	1129	0%	661	483
白卡纸	1163	0%	813	-535

双胶纸	1342	0%	958	643
瓦楞纸	321	0%	319	202
箱板纸	-22	0%	3	-64
开工率				
纸种	本月开工率(%)	环比变化	去年同期开工率(%)	同比变化
白卡纸	90.0	-1.0	90.0	0.0
箱板纸	0.0	-91.0	65.0	-65.0
瓦楞纸	0.0	-67.5	54.9	-54.9
白板纸	84.0	-3.0	67.0	17.0
生活用纸	68.0	0.0	64.6	3.4
库存				
	本月库存	环比变化	去年同期库存	同比变化
箱板瓦楞纸库存天数	11	-3	18	-7
白板纸库存天数	30	-5	19	11
白卡纸库存天数	20	0	23	-3
废纸库存天数	5	0	9	-4
木浆库存量(万吨)	107	-7	85	22

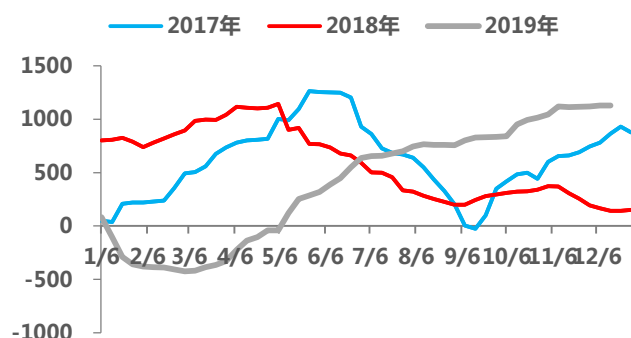
来源：中泰证券研究所

图表 6: 铜板纸价格(元/吨)



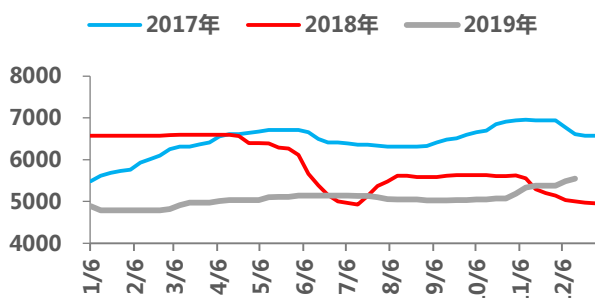
来源：百川资讯、中泰证券研究所

图表 7: 铜板纸吨盈利(元/吨)

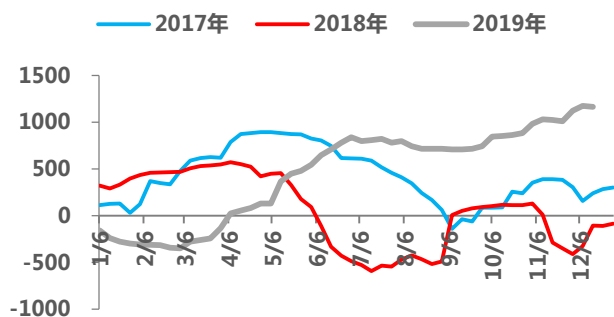


来源：卓创资讯、中泰证券研究所

图表 8: 白卡纸价格(元/吨)



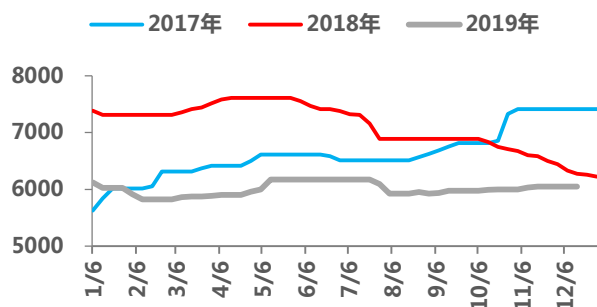
图表 9: 白卡纸吨盈利(元/吨)



来源：百川资讯、中泰证券研究所

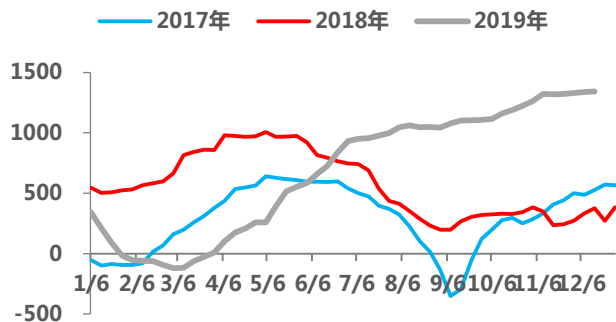
来源：卓创资讯、中泰证券研究所

图表 10: 双胶纸价格 (元/吨)



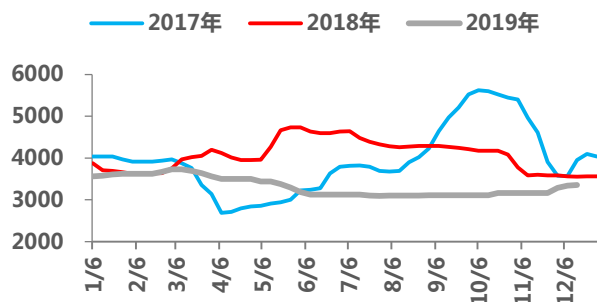
来源：百川资讯、中泰证券研究所

图表 11: 双胶纸吨盈利 (元/吨)



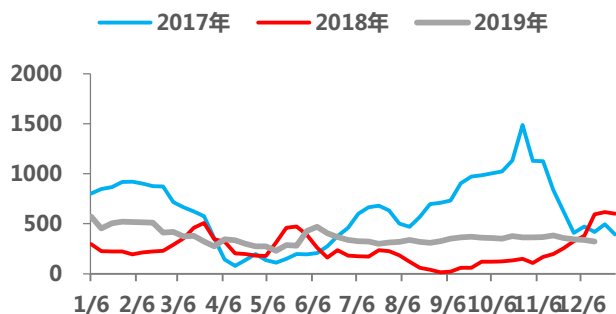
来源：卓创资讯、中泰证券研究所

图表 12: 瓦楞纸价格 (元/吨)



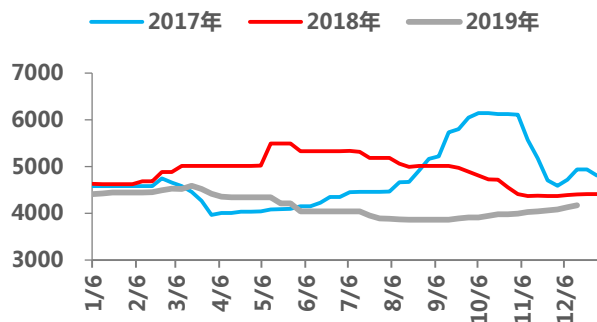
来源：百川资讯、中泰证券研究所

图表 13: 瓦楞纸吨盈利 (元/吨)



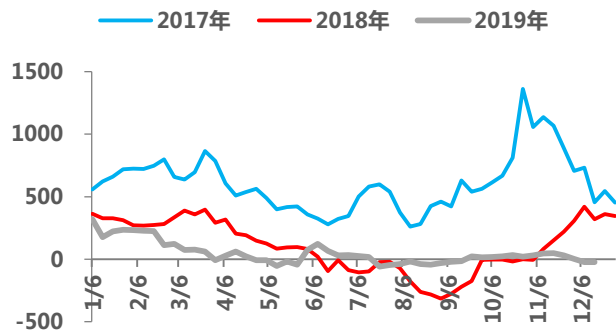
来源：卓创资讯、中泰证券研究所

图表 14: 箱板纸价格 (元/吨)



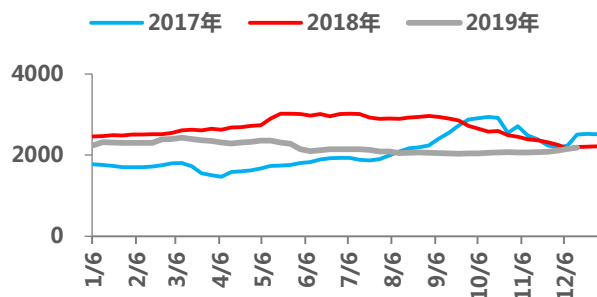
来源：wind、中泰证券研究所

图表 15: 箱板纸吨盈利 (元/吨)



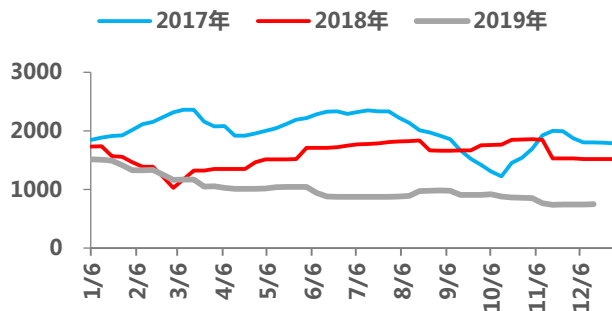
来源：卓创资讯、中泰证券研究所

图表 16: 废黄板纸价格 (元/吨)



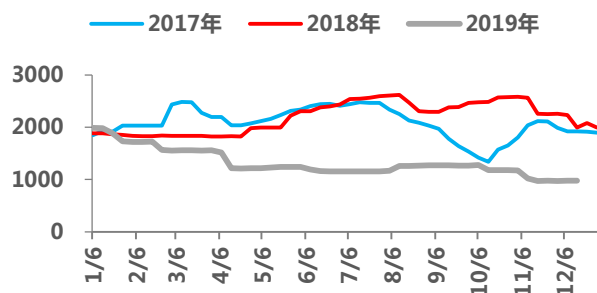
来源: wind、中泰证券研究所

图表 17: 美废 11# (元/吨)



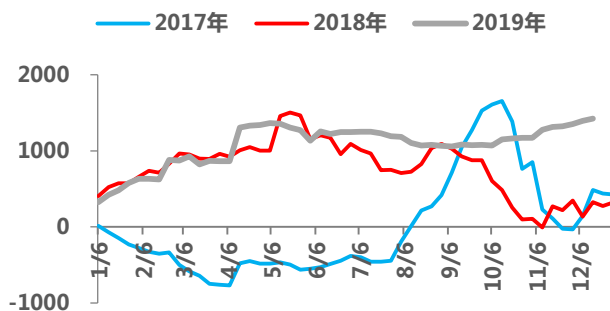
来源: wind、中泰证券研究所

图表 18: 美废 13# 价格 (元/吨)



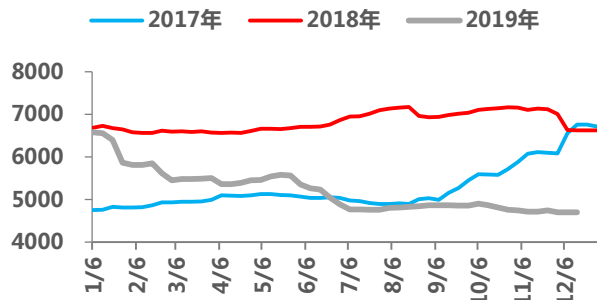
来源: wind、中泰证券研究所

图表 19: 内外废价差 (元/吨)



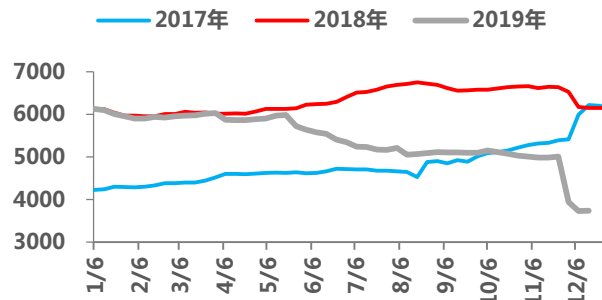
来源: wind、中泰证券研究所

图表 20: 针叶浆价格 (元/吨)



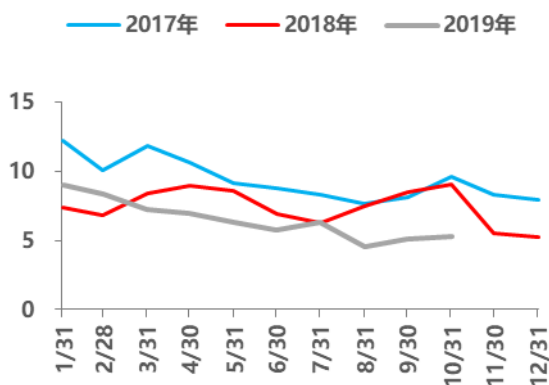
来源: 百川资讯、中泰证券研究所

图表 21: 阔叶浆价格 (元/吨)



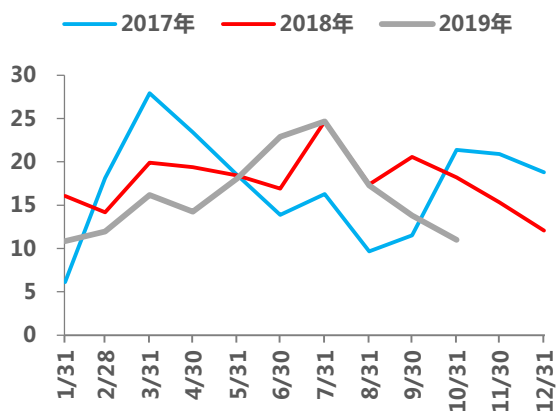
来源: 百川资讯、中泰证券研究所

图表 22: 青岛港木浆库存量 (万吨)



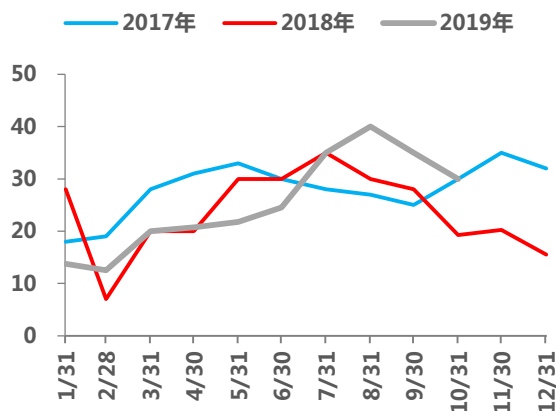
来源: 卓创资讯、中泰证券研究所

图表 23: 瓦楞箱板纸库存天数



来源: 卓创资讯、中泰证券研究所

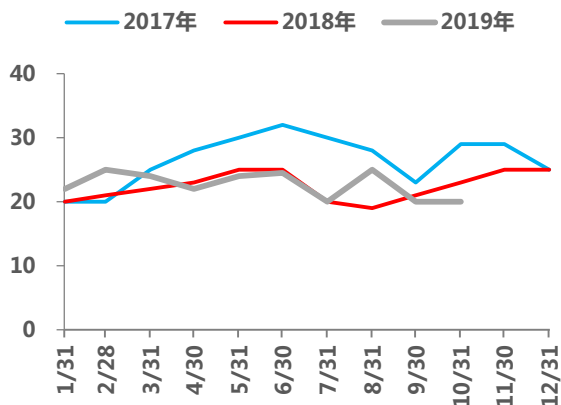
图表 24: 白板纸库存天数



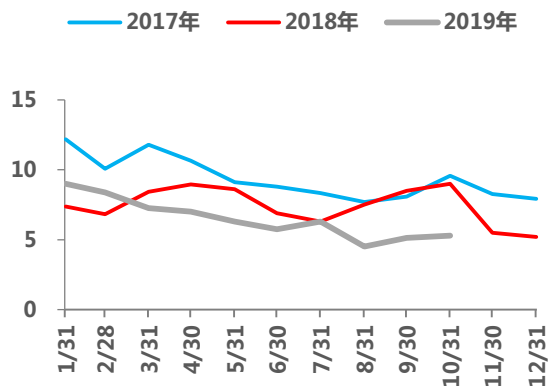
来源: 卓创资讯、中泰证券研究所

图表 25: 白卡纸库存天数

图表 26: 废纸库存天数

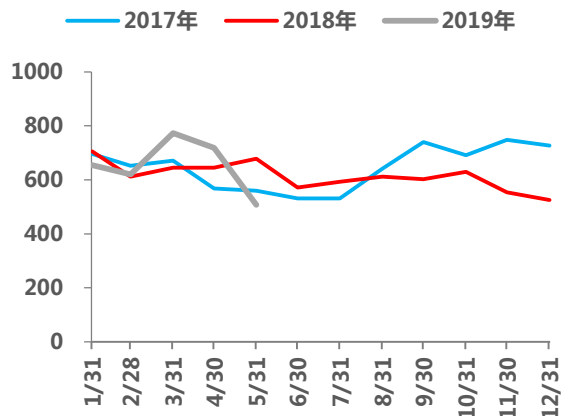


来源：卓创资讯、中泰证券研究所



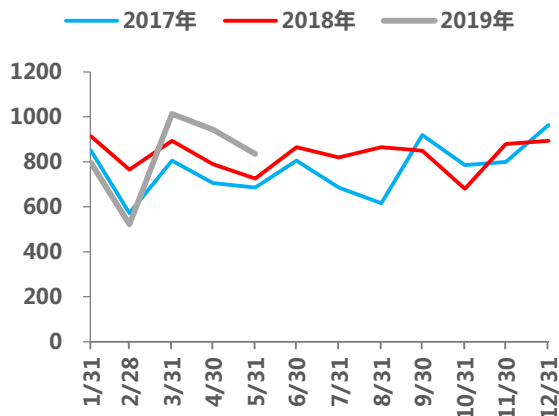
来源：卓创资讯、中泰证券研究所

图表 27: 各国发往中国针叶浆发运量 (万吨)



来源：卓创资讯、中泰证券研究所

图表 28: 各国发往中国阔叶浆发运量 (万吨)

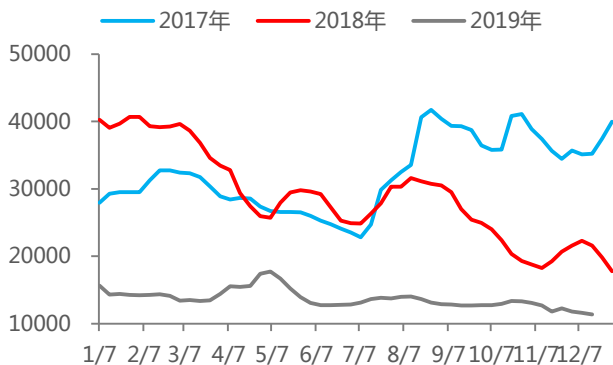


来源：卓创资讯、中泰证券研究所

家具板块

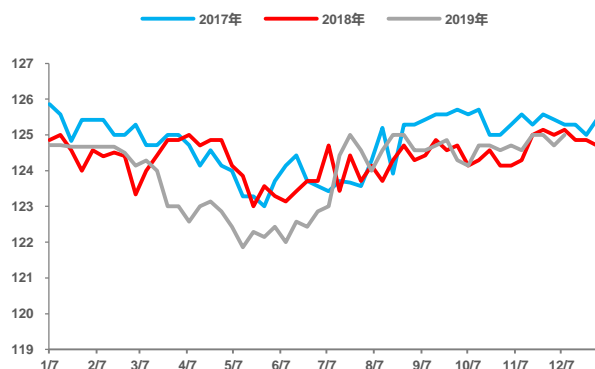
- 1, 原材料价格: TDI 本周均价 11371.43 元/吨, 环比-3.5%, 年初至今 -27.4%。

图表 29: TDI 价格 (元/吨)



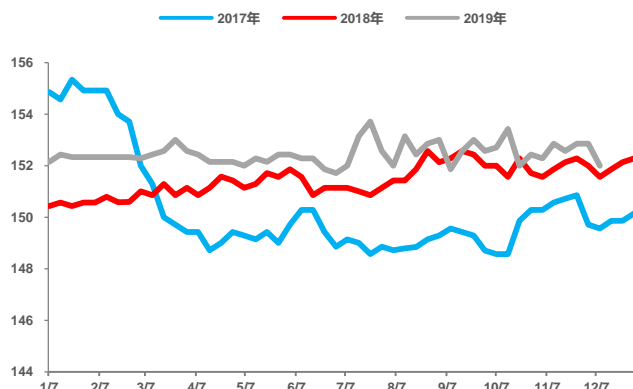
来源：wind、中泰证券研究所

图表 30: 18 厘细木工板价格 (元/张)



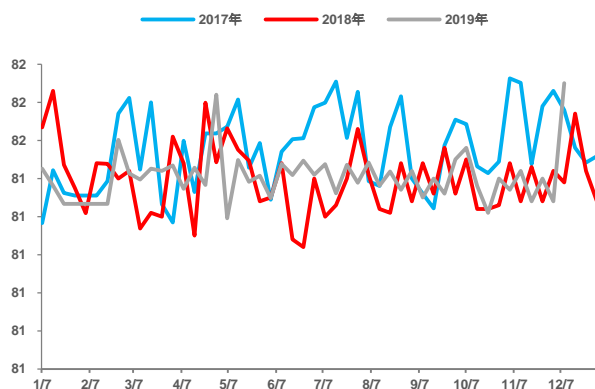
来源: wind、中泰证券研究所

图表 31: 18 厘指接板价格 (元/张)



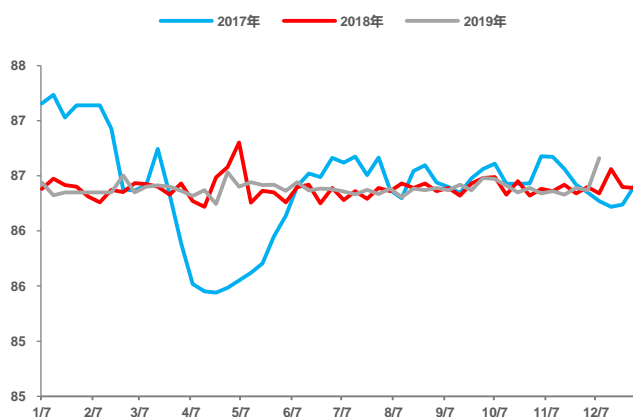
来源: wind、中泰证券研究所

图表 32: 18 厘刨花板价格 (元/张)



来源: wind、中泰证券研究所

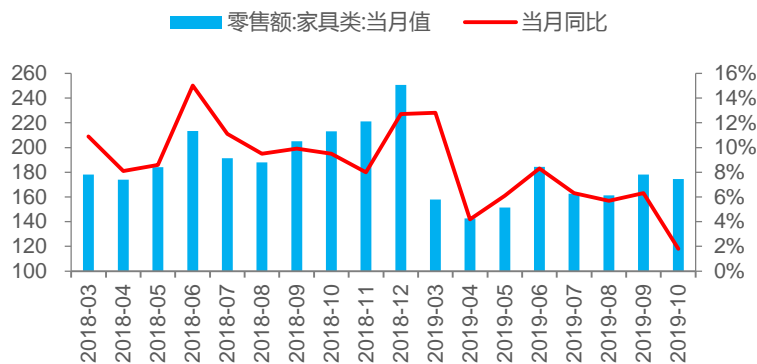
图表 33: 18 厘中纤板价格 (元/张)



来源: wind、中泰证券研究所

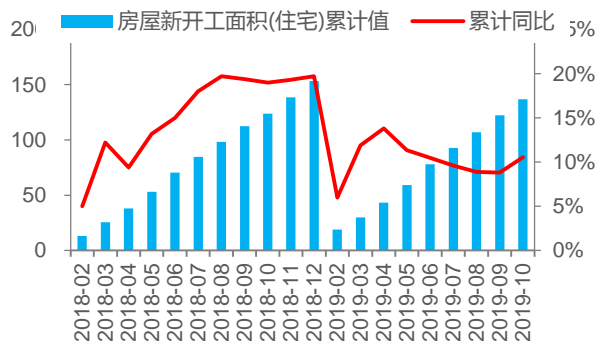
- 10 月，家具零售额同比+1.8%，零售额为 174.5 亿元。上游地产数据：10 月，全国房屋住宅新开工累计面积 13.7 亿方，同比+10.5%；商品住宅竣工累计面积 3.8 亿方，同比-5.5%；商品住宅销售累计面积 11.7 亿方，同比 1.5%；10 大城市二手房合计成交 5.08 万套，环比-16.1%、同比+28.39%；平板玻璃累计产量同比 5.20%；水泥累计产量同比 5.80%。

图表 34: 家具零售额 (亿元) 及同比



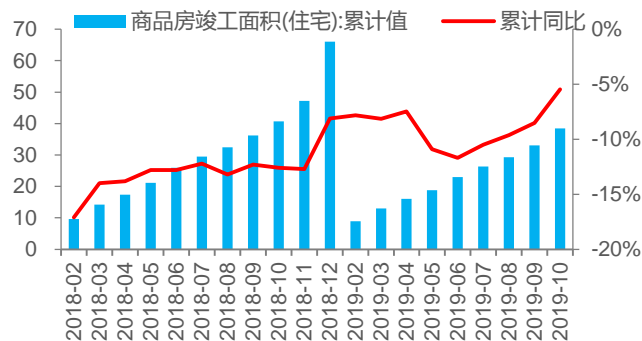
来源: wind、中泰证券研究所

图表 35: 住宅新开工面积 (千万方) 及同比



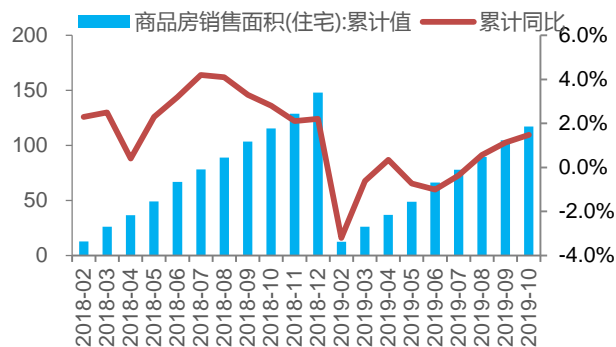
来源: wind、中泰证券研究所

图表 36: 全国商品住宅竣工面积 (千万方) 及同比



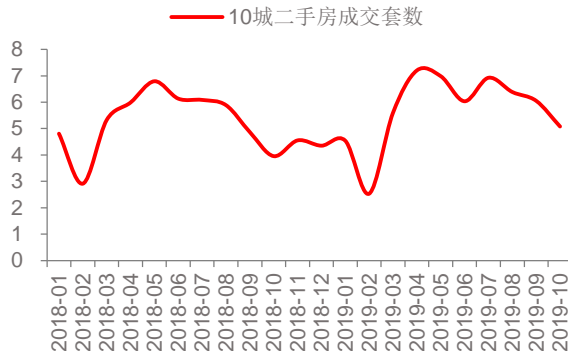
来源: wind、中泰证券研究所

图表 37: 全国商品住宅销售面积 (千万方) 及同比



来源: wind、中泰证券研究所

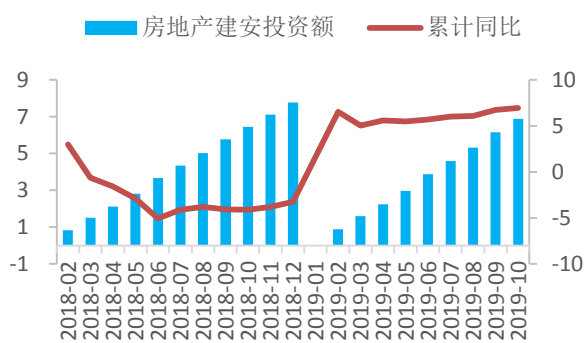
图表 38: 10大城市二手房成交套数 (万套)



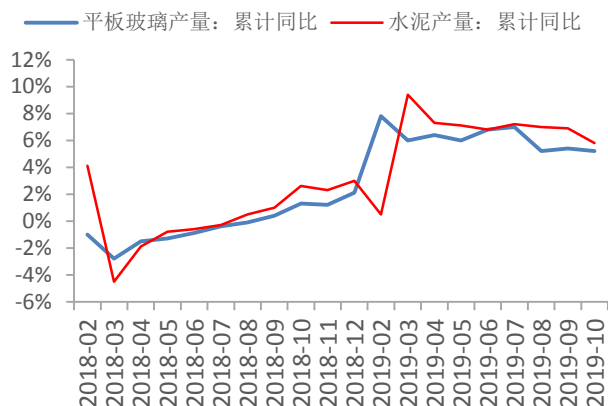
来源: wind、中泰证券研究所

图表 39: 房地产建安投资额 (万亿) 及同比

图表 40: 平板玻璃产量累计同比及水泥产量累计同比



来源: wind、中泰证券研究所



来源: wind、中泰证券研究所

风险提示

原材料价格上涨风险

- 上游木材、板材、及纸浆、纸品等主要原材料价格大幅上涨可能给家用轻工、造纸和包装印刷板块的盈利水平带来不利影响。

地产景气程度下滑风险

- 房地产市场是家用轻工板块的上游市场，地产景气程度直接影响到家用轻工板块各公司的需求，其景气程度下滑可能削弱板块盈利能力。

投资评级说明:

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上

备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 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（另有说明的除外）。

重要声明:

中泰证券股份有限公司（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。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。但本公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。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。

市场有风险，投资需谨慎。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。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并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。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“中泰证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。