

轻工制造

天风问答系列：地产链/出口/双控/铝塑膜等热点

证券研究报告

2021年10月08日

投资评级

行业评级

强于大市(维持评级)

上次评级

强于大市

作者

范张翔

分析师

SAC 执业证书编号: S1110518080004

fanzhangxiang@tfzq.com

尉鹏洁

分析师

SAC 执业证书编号: S1110521070001

weipengjie@tfzq.com

行业走势图



资料来源: 贝格数据

相关报告

- 《轻工制造-行业点评:8月单月出口增速回落,关注行业需求端变化》2021-09-30
- 《轻工制造-行业研究周报:包装纸限电涨价,本周专题:恒大信用风险或对家居企业影响几何?》2021-09-26
- 《轻工制造-行业研究周报:8月地产销售较弱,竣工面积同比+29.6%》2021-09-19

1. 如何看8月单月地产开工和销售下行对家居行业的影响?

我们预计1-2年新房带来的家具需求有望稳中有升,疫情打乱了20年购房及家装需求节奏,8月开始新房成交及家居需求进入短期高基数阶段,单月数据或受到基数因素扰动。我们观察到,目前存量房翻新需求占比持续提升,根据索菲亚2020年报,存量房装修翻新比例持续上升,尤其是在一线城市,二手房和存量房装修翻新比例已达40%以上,并呈逐年上升的趋势。近年国家政策号召老旧小区改造,据住建部统计,2020年及2021H1全国新开工改造小区数分别为40279/36417个,2020年惠及居民户数达到735.73万户,全国老旧小区改造或带来显著需求增量。今年,定制龙头欧派家居首推旧橱焕新服务,与业内建材品牌合作,共同挖掘老旧小区需求,旧房市场越来越受到家居龙头企业重视,也会成为未来家居家装消费的主流市场。

2. 恒大事件对家居企业影响几何?

经销零售渠道仍是家居企业的主要收入来源,软体家居的消费属性更强,与地产的联系较定制和卫浴更弱。总体来看,大部分家居公司的前5大客户收入占比较低,客户较为分散。若应收账款欠款方发生信用风险,相应的计提可能会对公司当期利润造成一定影响,减值为非经常性损失,总体影响较为有限。实际上,并非所有的家居公司的应收账款及票据中都包含恒大的欠款,也并非所有应收都必须在21年履行,涉及恒大的款项亦不一定完全无法回收,但我们仍然做出最严苛的假设,即假设21H1各公司应收账款及票据全部无法收回,索菲亚、志邦家居、欧派家居、喜临门的在手现金也可以覆盖公司的资金需求。客观来说,大客户的信用风险对以工程渠道为主的家居公司影响更大,大客户违约对收入、利润、现金流或将造成短期压力,但对于重视零售渠道、且收入规模处于快速扩张期、资金充沛的家居公司来说影响较为可控。

3. 如何看Q4家具出口趋势?

21年出口增速整体趋缓,家居出口表现虽优于全行业,但需求端总体趋于平稳。21年7月,美国批发商/制造商/零售商销售额同比分别为25.3%/6.0%/12.1%,较前值分别-3.1/-2.9/-3.3pct,销售同比趋缓,批发商、制造商库存同比增速分别为14.1%/8.1%,补库速度仍维持高位,零售商库存同比1.4%,补库节奏趋缓。伴随海外产能逐步恢复,叠加集装箱运费居高不下,海外客户或寻求其他供应商,原本流入中国的订单或被分流。我们认为,尽管由于税收政策、人力成本等因素,目前出现了制造业向越南、泰国等东南亚国家转移的趋势,但是中国配套产业链完善、劳动力素质更优,在全球产业链中的地位短期难以被替代。下半年出口细分板块或依旧受限於海运、原材料、汇率压力,增速或逐步下行,同时在行业长期高压下,不排除部分中小产能出清的可能,行业集中度或进一步提升。

4. 中国铝塑膜市场未来将如何演绎?

行业整体方面,行业目前处于供不应求状态,铝塑膜需求目前核心驱动力是软包电池出货量快速增长,未来增量或源于两轮电动车、储能电池、固态电池等领域。据EV Tank数据,20年全球铝塑膜出货量2.4亿平米,市场规模约52.8亿元。

竞争格局方面,全球铝塑膜主要被日本企业垄断,其中大日本印刷(DNP)占据全球50%市场份额,昭和电工占据20%市场份额。目前国内铝塑膜技术取得进展,产品性能和可靠性提升,供应体系逐步完善,形成上下游良性循环反馈,处于国产替代化的前夜。推荐全球四家可量产动力类铝塑膜企业之一的【紫江企业】,核心逻辑是国产替代,本质原因是技术进步及上下游供应体系逐步完善。

5. 哪些省份限电压力大？“能耗双控”一二级预警地区中造纸产量占比有多少？

此次“能耗双控”一二级预警地区波及 20 个省份。“双一级预警”：青海、宁夏、广西、广东、福建、云南、江苏；“单一级预警”：新疆、陕西、湖北；“双二级预警”：浙江、四川、安徽；“单二级预警”：河南、甘肃、贵州、山西、黑龙江、辽宁、江西。“一二级预警”区域造纸产量占比 71%，其中“双一级预警”区域造纸产量占比 39%。

6. “双控”政策下造纸行业有何投资机会？

9 月 20-25 日，博汇纸业、晨鸣集团、万国纸业、APP（中国）、山鹰纸业等多家规模纸企发布停机通知函，分别计划在 9、10 月份停机检修 7-20 天不等，预计白卡纸、铜版纸等多种纸品供应量都将减少，玖龙、山鹰等纸厂宣布涨价 50-200 元/吨。目前大多数纸种价格处于低位，其中文化纸、白卡纸价格处于底部，我们认为造纸行业或出现供需紧平衡状态，“双控”政策有助于限产保价、提升下游补库意愿，改善行业供求。**（1）短期：关注后续需求（核心因素）、限电政策力度及持续性、新产能投放进度；（2）中长期：“双控”政策有助于加快中小企业产能出清，大厂更易通过新项目审批，行业集中度进一步提升。**建议关注自备电比例较高企业【太阳纸业】、【山鹰国际】、【博汇纸业】、【晨鸣纸业】、【岳阳林纸】。

7. 目前金属包装行业的关注点有哪些？

金属包装二片罐历经 5 年的行业整合及落后产能出清，供需优化，竞争格局改善，龙头市占率提高，上下游话语权增强。**（1）短期：预计 2021 下半年，盈利能力增强叠加需求端旺盛，金属包装企业业绩实现较高增速；（2）中长期：二片罐需求增长三点驱动因素：①啤酒罐化率提升；②外卖、居家消费场景带动；③金属包装在碳排放、运输、回收方面更具经济性。**

风险提示：原材料价格上行、宏观经济下行风险、地产政策风险、包装企业新业务拓展不及预期；

重点标的推荐

股票代码	股票名称	收盘价 2021-09-30	投资 评级	EPS(元)				P/E			
				2020A	2021E	2022E	2023E	2020A	2021E	2022E	2023E
600210.SH	紫江企业	8.85	买入	0.37	0.44	0.53	0.65	23.92	20.11	16.70	13.62
603008.SH	喜临门	24.25	买入	0.81	1.30	1.66	2.21	29.94	18.65	14.61	10.97
603816.SH	顾家家居	60.00	买入	1.34	2.67	3.26	3.99	44.78	22.47	18.40	15.04
603833.SH	欧派家居	130.87	买入	3.39	4.42	5.32	6.13	38.60	29.61	24.60	21.35
603801.SH	志邦家居	21.22	买入	1.27	1.69	2.10	2.53	16.71	12.56	10.10	8.39
603899.SH	晨光文具	67.98	买入	1.35	1.68	2.04	2.44	50.36	40.46	33.32	27.86
603208.SH	江山欧派	63.41	买入	4.05	5.49	7.06	8.39	15.66	11.55	8.98	7.56
002572.SZ	索菲亚	16.63	买入	1.31	1.52	1.78	2.08	12.69	10.94	9.34	8.00

资料来源：天风证券研究所，注：PE=收盘价/EPS

内容目录

1. 如何看 8 月单月地产开工和销售下行对家居行业的影响?	5
1.1. 高基数因素或扰动单月数据, 1-2 年新房带来的家具需求有望稳中有升	5
1.2. 关注存量房翻新、老旧小区改造的 β 带来的需求增量	6
2. 恒大事件对家居企业影响几何?	6
3. 如何看 Q4 家具出口趋势?	9
3.1. 出口增速总体趋缓, 海外需求端或将趋于平稳	9
3.2. 出口企业收入保持高增速, 盈利受海运、原材料、汇率影响短期承压	10
4. 中国铝塑膜市场未来将如何演绎?	11
5. 哪些省份限电压力大? “能耗双控” 一二级预警地区中造纸产量占比有多少?	12
6. “双控” 政策下造纸行业有何投资机会?	13
7. 目前金属包装行业的关注点有哪些?	13

图表目录

图 1:1-8 月全国住宅竣工面积 3.38 亿平方米,同比上涨 27.45%,较 19 年 1-8 月增加 15.12%	5
图 2: 交房预测模型——按季度看, 2019 年 Q4 开始竣工持续上行, 根据模型推演未来 1-2 年竣工绝对数依旧维持在高位	5
图 3: 1-8 月全国住宅商品房销售面积 10.16 亿平方米, 同比上升 16.5%, 较 19 年 1-8 月增加 13.6%	5
图 4: 交房预测模型——按年度看, 我们模型显示 20/21/22 年竣工量均维持在高位	5
图 5: 我们推演出存量需求占比持续提升, 2020/2021/2022 年存量房翻新需求分别为 275、303、335 万套	6
图 6: 2020 年-2021H1 TOP15 省份新开工改造小区数 (个)	6
图 7: 2019 年 1 月-2021 年 8 月出口总值及家具出口单月同比	9
图 8: 2019 年 1 月-2021 年 8 月出口总值及家具出口累计同比	9
图 9: 2019 年 1 月-2021 年 8 月美国新建住房销售	10
图 10: 2019 年 1 月-2021 年 8 月美国成屋销售	10
图 11: 2015 年 1 月-2021 年 7 月美国市场销售额同比增速	10
图 12: 2015 年 1 月-2021 年 7 月美国市场库存同比增速	10
图 13: 2015-2021 年出口集装箱运价指数	11
图 14: 2019-2021 年美元兑人民币中间价	11
图 15: 2021 年上半年各地区双控目标完成情况晴雨表	12
图 16: 各预警等级省份 2019 年造纸产量及产能占比	12
表 1: 部分家居公司大客户收入 (亿元) 及占比	7
表 2: 部分家居公司收入 (亿元) 及增速	7
表 3: 部分家居公司应收账款及票据情况 (单位: 亿元)	8
表 4: 部分家居公司应收账款 (单位: 亿元) 及其占应收账款期末余额比	8
表 5: 部分家居公司现金流情况 (单位: 亿元)	9
表 6: 21Q1/Q2 出口家居公司单季度收入及利润 (单位: 亿元)	11
表 7: 21Q1/Q2 出口家居公司单季度毛利率及净利率	11
表 8: 二片罐近年来发展情况梳理	13
表 9: 近年来二片罐行业收购案例梳理	13

1. 如何看 8 月单月地产开工和销售下行对家居行业的影响？

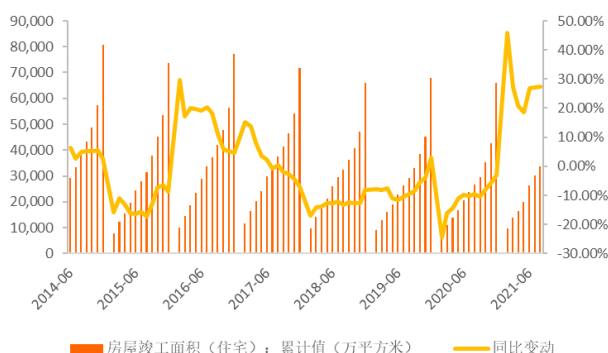
1.1. 高基数因素或扰动单月数据，1-2 年新房带来的家具需求有望稳中有升

真实的竣工于 19 年 Q4 开始逐步回升，我们预计新房竣工绝对量高位有望维持 1-2 年，同时，考虑过去 3 年商品房成交面积逐年攀升，新房带来的家居需求有望稳中有增。1-8 月全国住宅竣工面积 3.38 亿平方米，同比上涨 27.45%，较 19 年 1-8 月增长 15.12%。2021 年 8 月，全国住宅竣工面积 3646 万平方米，同比增长 29.60%，较 19 年 8 月增长 23.07%。根据我们对交房的推演，真实的竣工情况于 2019 年四季度开始逐步回升，在不考虑疫情影响的情况下，1-2 年内竣工绝对量的依旧维持在高位。

疫情打乱了 20 年购房及家装需求节奏，8 月开始新房成交及家居需求进入短期高基数阶段，单月数据或受到基数因素扰动。2021 年 1-8 月全国住宅商品房销售面积 10.16 亿平方米，同比上升 16.5%，销售面积较 19 年 1-8 月增加 13.6%。

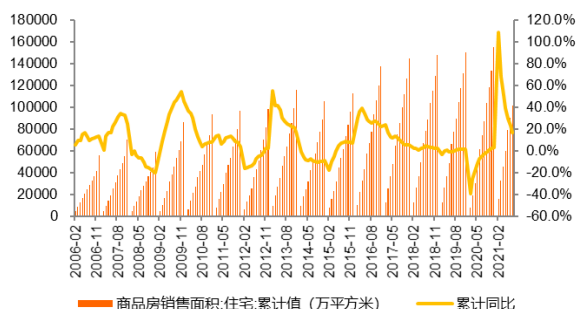
单月数据看，2021 年 8 月全国住宅商品房销售面积 1.10 亿平方米，同比下降 17.6%，8 月销售大幅下行，主要由于：1) 去年上半年受到疫情影响，购房需求节奏不均衡，下半年新房销售量显著高于上半年，今年下半年受高基数影响；2) 对比 19 年来看，8 月单月销售面积较 19 年 8 月下降 5.5%，今年由于集中供地、地产融资收紧、新开工下行影响下，单月销售呈现小幅下行。

图 1：1-8 月全国住宅竣工面积 3.38 亿平方米，同比上涨 27.45%，较 19 年 1-8 月增加 15.12%



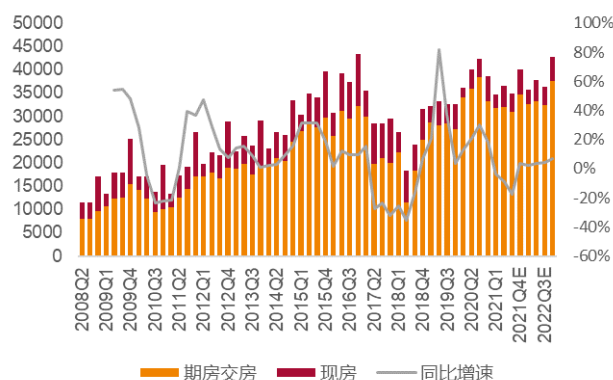
资料来源：wind，天风证券研究所

图 3：1-8 月全国住宅商品房销售面积 10.16 亿平方米，同比上升 16.5%，较 19 年 1-8 月增加 13.6%



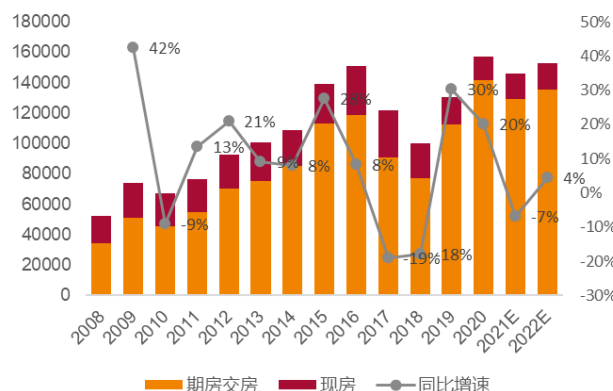
资料来源：wind，天风证券研究所

图 2：交房预测模型——按季度看，2019 年 Q4 开始竣工持续上行，根据模型推演未来 1-2 年竣工绝对数依旧维持在高位（单位：万平方米，%）



资料来源：wind，天风证券研究所测算

图 4：交房预测模型——按年度看，我们模型显示 20/21/22 年竣工量均维持在高位（单位：万平方米，%）



资料来源：wind，天风证券研究所测算

1.2. 关注存量房翻新、老旧小区改造的β带来的需求增量

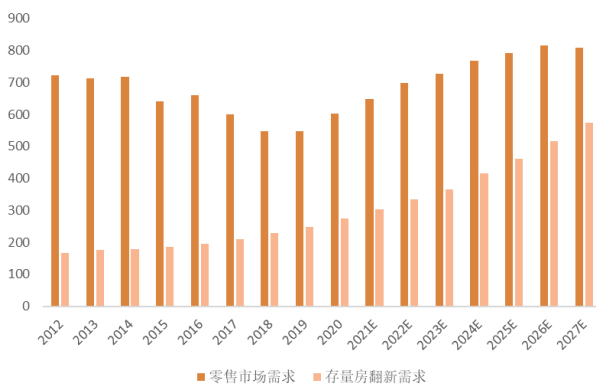
我们观察到，目前存量房翻新需求占比持续提升，根据索菲亚 2020 年报，存量房装修翻新比例也在持续上升，尤其是在一线重点城市，二手房和存量房装修翻新比例已经占 40% 以上，并呈逐年上升的趋势。

存量房市场日益庞大，我们总共统计了 1999 年以来竣工商品房住宅面积累计数，叠加 1999 年统计局披露全国城镇人均住宅面积 9.8 平方米/人，对应城镇存量住宅规模 42.87 亿方。以上两部分数据叠加，截止 2020 年我们保守预计全国城镇有效存量商品住宅市场规模为 159.6 亿方，按 90 平米/套预计，对应套数为 17738 万套。

假设 15 年翻新，每年翻新 10%，我们预计 2020/2021/2022 年翻新需求分别为 275、303、335 万套，分别占总需求的 31%/32%/32%。趋势上有效存量房翻新需求占总零售市场（排除精装房市场需求）的需求比例逐年提升，存量房扮演的角色越来越重要。

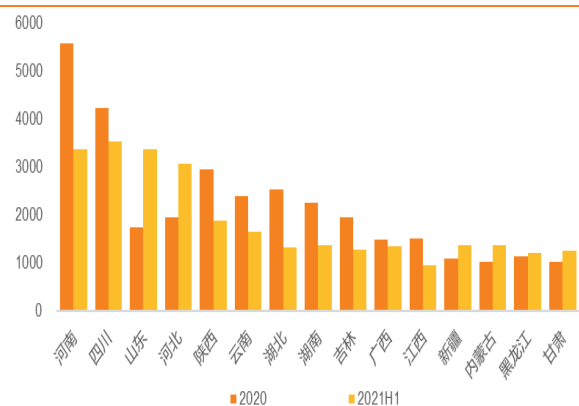
全国老旧小区改造或带来显著需求增量。近年国家政策号召老旧小区改造，据住建部统计，2020 年及 2021H1 全国新开工改造小区数分别为 40279/36417 个，2020 年惠及居民户数达到 735.73 万户。今年，定制龙头欧派家居首推旧橱焕新服务，与业内建材品牌合作，共同挖掘老旧小区需求，旧房市场越来越受到家居龙头企业重视，也会成为未来家居家装消费的主流市场。

图 5：我们推演出存量需求占比持续提升，2020/2021/2022 年存量房翻新需求分别为 275、303、335 万套



资料来源：wind，天风证券研究所测算

图 6：2020 年-2021H1 TOP15 省份新开工改造小区数（个）



资料来源：住建部，天风证券研究所

我们认为：1) 新房成交为家居需求的驱动因素之一，1-8 月住宅商品房累计成交 10.16 亿方，同比+16.5%，两年平均+8.3%，过去 3 年每年新房住宅成交面积均处于逐年攀升状态，新房成交带来的交付后家居需求依旧具备韧性；2) 我们测算截至 2020 年存量商品住宅套数约为 17738 万套，伴随地产行业进入存量时代，家居存量房翻新需求及政策推动下的旧房改造持续带来新的需求增量，存量房翻新需求按 15 年翻新，每年翻新 10% 计算，21 年占整体需求的比例约为 32%，旧房改造更是涉及到 735.73 万户的居住群体。3) 家居行业龙头集中度更有待提升，过去家居龙头集中度较低，伴随家居龙头企业产品力、渠道力及品牌力建设逐步完善，品牌力及市场集中度更有显著提升空间。

2. 恒大事件对家居企业影响几何？

我们将从客户集中度、信用风险集中度、现金流三个角度分析家居板块重点公司，若以恒大为代表的大型地产商出现实质性风险，对相关公司的影响或主要体现为：坏账减值损失对当期盈利的压力、公司资金周转的压力。

总体来看，经销零售渠道仍是家居企业的主要收入来源，软体家居的消费属性更强，与地产的联系较定制和卫浴更弱。从收入端来看，我们梳理了各公司第一大客户和前5大客户的收入占比情况，可以看出：

- 卫浴板块公司的客户结构较定制/软体公司更为集中，与大客户合作更紧密，惠达卫浴、海鸥住工的前五大客户收入占比分别为 38.6%、38.0%，高于其他家居公司；
- 20 年欧派家居、好莱客、王力安防的前 5 大客户收入占比较低，分别为 5.5%/6.6%/8.7%，客户结构较分散，对大客户的依赖度低；
- 定制家居公司中，江山欧派、皮阿诺的客户集中度较高，主要因为大宗渠道占主营业务收入比较高，两家企业工程业务占比于 20 年末分别为 91.3%/48.6%，而欧派家居、索菲亚、好莱客、志邦家居的大宗占比分别为 18.2%/18.1%/5.7%/30.6%，其中志邦家居的大宗占比虽然较高，但其前 5 大客户收入占比仅为 13.3%，同时志邦早在 2018 年进行客户结构调整，实现客户多元化转型。

需要强调的是，下表所列各公司 20 年第一大客户并非都是恒大，前五大客户中并非都包含恒大，且由于大部分家居公司的主要收入来源仍是经销渠道，但在统计大客户时并没有按销售渠道进行拆分，所以前 5 大客户并不一定是地产商，经销业务也有大客户。总体来看，大部分家居公司的前 5 大客户收入占比较低，客户较为分散。

表 1：部分家居公司大客户收入（亿元）及占比

		20 年营业总收入	20 年第一大客户收入	第一大客户收入占比	20 年前五大客户收入	前五大客户收入占比
002572.SZ	索菲亚	83.53	7.23	8.7%	13.92	16.7%
603801.SH	志邦家居	38.40	-	-	5.10	13.3%
603833.SH	欧派家居	147.40	-	-	8.05	5.5%
002853.SZ	皮阿诺	14.94	3.51	23.5%	5.12	34.3%
603898.SH	好莱客	21.83	-	-	1.40	6.6%
603208.SH	江山欧派	30.12	-	-	7.02	24.6%
605268.SH	王力安防	21.14	-	-	1.79	8.7%
603385.SH	惠达卫浴	32.18	-	-	12.43	38.6%
002084.SZ	海鸥住工	33.40	5.82	17.4%	12.68	38.0%
603008.SH	喜临门	56.23	-	-	9.65	17.2%

资料来源：公司公告，Wind，天风证券研究所；部分公司未披露第一大客户收入

表 2：部分家居公司收入（亿元）及增速

		20 年营收	20 年营收增速	21H1 营收	21H1 营收增速	21H1 较 19H1
002572.SZ	索菲亚	83.53	8.7%	43.00	68.3%	36.8%
603801.SH	志邦家居	38.40	29.7%	19.08	55.8%	66.1%
603833.SH	欧派家居	147.40	8.9%	82.00	65.1%	48.8%
002853.SZ	皮阿诺	14.94	1.5%	8.44	64.3%	52.2%
603898.SH	好莱客	21.83	-1.9%	15.24	105.8%	62.6%
603208.SH	江山欧派	30.12	48.6%	14.07	32.5%	92.6%
605268.SH	王力安防	21.14	8.4%	10.21	50.7%	30.1%
603385.SH	惠达卫浴	32.18	0.2%	17.43	32.4%	17.6%
002084.SZ	海鸥住工	33.40	30.0%	19.83	50.2%	66.3%
603008.SH	喜临门	56.23	15.4%	31.07	57.2%	52.2%

资料来源：公司公告，Wind，天风证券研究所

若应收账款欠款方发生信用风险，相应的计提可能会对公司当期利润造成一定影响。我们

梳理了各公司应收账款及票据情况，从 21H1 应收账款及票据占营业收入比来看，皮阿诺、江山欧派、王力安防该占比分别为 136.7%、90.3%、77.8%，高于其他同行业公司，主要因为大宗渠道占主营收入比较高，其中江山欧派 21H1 应收账款及票据较 20 年末已有所减少，王力安防的工程业务采用保证金制度，即公司发货之前，工程经销商按照合同金额扣除安装服务费后全额向公司缴纳工程保证金，工程保证金到位后，公司再安排发货，相关应收账款基本不存在坏账损失风险。

表 3：部分家居公司应收账款及票据情况（单位：亿元）

		20 年末应收 账款及票据	21H1 末应收账 款及票据	21H1 营业收入	21H1 末应收账款及 票据/21H1 营业收入	21H1 期间应收账款及票据 增加额/21H1 营业收入
002572.SZ	索菲亚	17.84	19.78	43.00	46.0%	4.5%
603801.SH	志邦家居	3.24	3.56	19.08	18.7%	1.7%
603833.SH	欧派家居	7.97	10.36	82.00	12.6%	2.9%
002853.SZ	皮阿诺	8.48	11.54	8.44	136.7%	36.3%
603898.SH	好莱客	6.94	7.44	15.24	48.8%	3.3%
603208.SH	江山欧派	13.39	12.71	14.07	90.3%	-4.9%
605268.SH	王力安防	7.26	7.94	10.21	77.8%	6.7%
603385.SH	惠达卫浴	11.88	11.85	17.43	68.0%	-0.2%
002084.SZ	海鸥住工	11.84	12.34	19.83	62.2%	2.5%
603008.SH	喜临门	8.54	9.76	31.07	31.4%	3.9%

资料来源：Wind，天风证券研究所

减值为非经常性损失，总体影响有限。从信用风险集中度的角度来看（注：下表所列的各公司 20 年应收第一大客户并非都是恒大，前五大客户中并非都包含恒大），除未披露相关数据的公司外，欧派家居 21H1 应收账款第一大客户占应收账款期末余额比仅 1.6%，志邦家居占比最高，为 35.8%，但其应收账款第一大客户的金额仅 0.55 亿元，风险可控。悲观预期下，假设 21H1 全额计提应收第一大客户的应收款项，仅海鸥住工会发生小幅亏损，其他公司 21H1 实现的归母净利润均大于 21H1 应收第一大客户的款项金额，不会出现亏损。减值属于非经常性损失，对公司利润的影响是一次性的，总体影响较为有限。

表 4：部分家居公司应收账款（单位：亿元）及其占应收账款期末余额比

		20 年应收第一大客户		20 末应收前五大客户		21H1 应收第一大客户		21H1 应收前五大客户		21H1 归 母净利
		金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比	
002572.SZ	索菲亚	1.88	21.3%	2.96	33.5%	1.94	20.6%	3.36	35.8%	4.46
603801.SH	志邦家居	0.64	47.0%	0.85	62.3%	0.55	35.8%	0.88	57.7%	1.52
603833.SH	欧派家居	0.13	2.0%	0.54	8.3%	0.13	1.6%	0.56	6.7%	10.12
002853.SZ	皮阿诺	0.26	20.1%	0.53	41.1%	0.22	10.2%	0.54	25.1%	0.98
603898.SH	好莱客	-	-	0.74	43.8%	-	-	0.69	39.7%	1.38
603208.SH	江山欧派	0.48	8.9%	1.34	24.7%	0.58	9.3%	1.50	24.3%	1.77
605268.SH	王力安防	0.23	3.2%	0.89	12.7%	0.30	4.0%	1.12	14.9%	0.77
603385.SH	惠达卫浴	0.99	13.3%	2.31	31.0%	0.88	11.5%	2.19	28.6%	1.12
002084.SZ	海鸥住工	0.88	9.3%	3.35	35.4%	1.08	11.2%	3.00	31.1%	0.82
603008.SH	喜临门	-	-	2.35	29.0%	-	-	1.97	20.9%	2.18

资料来源：公司公告，Wind，天风证券研究所；部分公司未披露应收账款第一大客户

若应收账款及票据不能收回，可能对企业现金流造成短期压力。假设应收账款及票据无法到期兑付，公司的生产运营仍需资金周转，例如向上游原材料供应商支付采购款等，因此会对公司资金链造成一定影响。实际上，并非所有的家居公司的应收账款及票据中都包含恒大的欠款，也并非所有应收都必须在 21 年履行，涉及恒大的款项亦不一定完全无法回收，但我们仍然做出最严苛的假设，即假设 21H1 各公司应收账款及票据全部无法收回，索菲亚、志邦家居、欧派家居、喜临门的在手现金也可以覆盖公司的资金需求，王力安防

得益于工程保证金制度，资金链压力相对可控。

与恒大有业务往来的公司通过受让少数股权、房产抵偿等方式，积极解决应收票据问题。21H1 皮阿诺持有恒大已到期未兑付的票据 3.84 亿元，其中 2.75 亿元已达成购买资产抵偿解决方案，除以房产抵偿外，截至 21H1 公司已收到票据回款 2209 万元，受让控股子公司少数股权抵偿 7920 万元，剩余已到期尚未兑付的票据金额为 832 万元。索菲亚亦于 7 月 21 日发布公告，同意受让控股子公司 40% 由恒大持有的少数股权，受让价格为 1.6 亿元，以抵消索菲亚持有的恒大及其子公司的债权。

表 5：部分家居公司现金流情况（单位：亿元）

	21H1 经营性现金流	21H1 经营性现金流	21H1 经营活动现金	21H1 货币	21H1 未应收
	流量	净额	流净额/营业收入	资金	账款及票据
002572.SZ 索菲亚	44.97	0.86	1.99	21.45	19.78
603801.SH 志邦家居	22.79	1.66	8.69	8.86	3.56
603833.SH 欧派家居	97.89	18.92	23.07	71.86	10.36
002853.SZ 皮阿诺	6.20	-3.06	-36.19	6.18	11.54
603898.SH 好莱客	14.31	0.26	1.71	5.17	7.44
603208.SH 江山欧派	11.95	-4.83	-34.31	10.81	12.71
605268.SH 王力安防	11.11	-2.32	-22.76	3.21	7.94
603385.SH 惠达卫浴	16.85	-1.37	-7.85	8.54	11.85
002084.SZ 海鸥住工	19.34	0.65	3.28	6.33	12.34
603008.SH 喜临门	35.95	1.80	5.80	14.21	9.76

资料来源：Wind，天风证券研究所

以上我们在分析时所用到的假设较为严苛，在严格假设下，我们看到恒大事件对家居板块产生的影响总体较为有限。客观来说，大客户的信用风险对以工程渠道为主的家居公司影响更大，大客户违约对收入、利润、现金流或将造成短期压力，但对于重视零售渠道、且收入规模处于快速扩张期、资金充沛的家居公司来说影响较为可控。

3. 如何看 Q4 家具出口趋势？

3.1. 出口增速总体趋缓，海外需求端或将趋于平稳

21 年出口增速整体趋缓，家居出口表现虽优于全行业，但总体仍然承压。20 年全球疫情爆发后，海外地区居家办公影响，叠加美国房地产市场的景气度提升共同推动了家居耐用消费品需求高增，供给端中国率先复工复产，订单流入中国带动 20H2 出口全面复苏。20Q4 以来全球海运运力紧张、运费高企，家具出口累计同比增速虽持续高于出口总值增速，但总体仍然承压。

图 7：2019 年 1 月-2021 年 8 月出口总值及家具出口单月同比

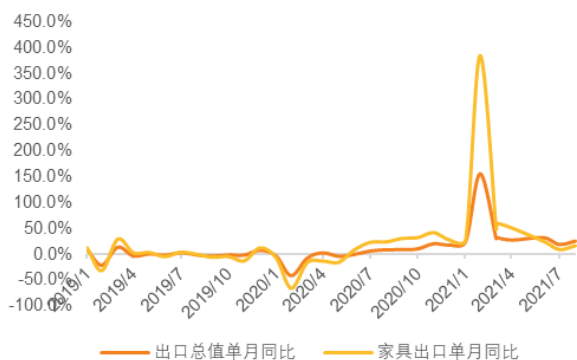


图 8：2019 年 1 月-2021 年 8 月出口总值及家具出口累计同比



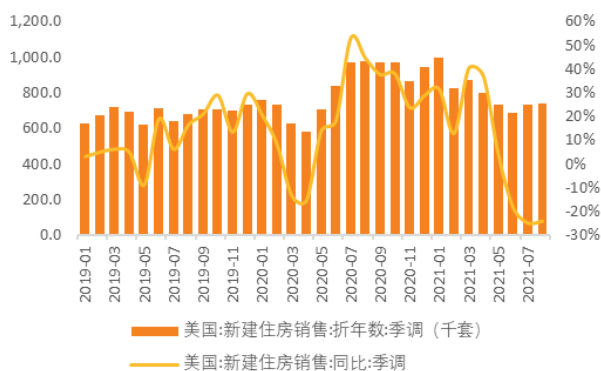
资料来源: wind, 天风证券研究所

资料来源: wind, 天风证券研究所

美国地产销售增速下滑, 零售商/制造商/批发商销售同比回落, 零售商补库趋缓。美国房地产经历了短期复苏后, 新房销售及二手房交易均有所回落, 21年7/8月新房销售同比分别-25%/-24%, 二手房销售同比分别为2%/-2%, 增速显著下滑。21年7月, 美国批发商/制造商/零售商销售额同比分别为25.3%/6.0%/12.1%, 较前值分别-3.1/-2.9/-3.3pct, 批发商、制造商库存同比增速分别为14.1%/8.1%, 补库速度仍维持高位, 零售商库存同比1.4%, 补库节奏趋缓。

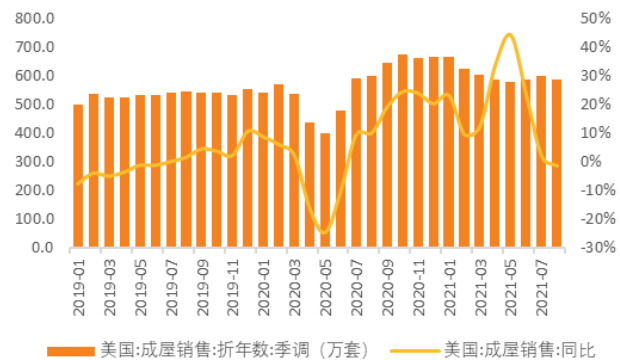
伴随海外产能逐步恢复, 流入中国的订单或将趋于平稳。伴随海外疫情逐渐控制, 产能逐步恢复, 叠加集装箱运费居高不下, 海外客户或寻求其他供应商, 原本流入中国的订单或被分流。我们认为, 尽管由于税收政策、人力成本等因素, 目前出现了制造业向越南、泰国等东南亚国家转移的趋势, 但是中国配套产业链完善、劳动力素质更优, 在全球产业链中的地位短期难以被替代, 中国承接的订单或将趋于平稳。

图 9: 2019 年 1 月-2021 年 8 月美国新建住房销售



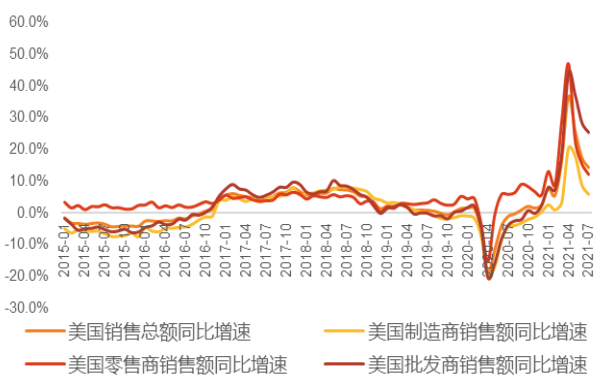
资料来源: wind, 天风证券研究所

图 10: 2019 年 1 月-2021 年 8 月美国成屋销售



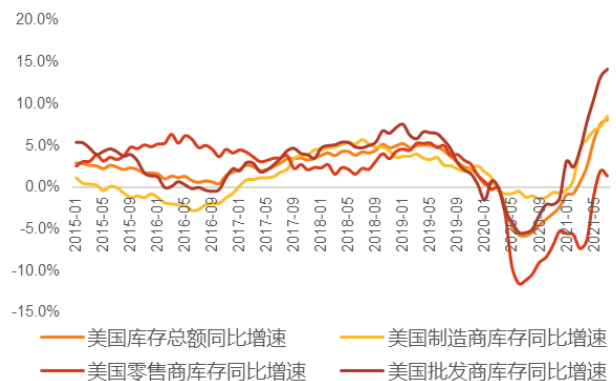
资料来源: wind, 天风证券研究所

图 11: 2015 年 1 月-2021 年 7 月美国市场销售额同比增速



资料来源: wind, 天风证券研究所

图 12: 2015 年 1 月-2021 年 7 月美国市场库存同比增速

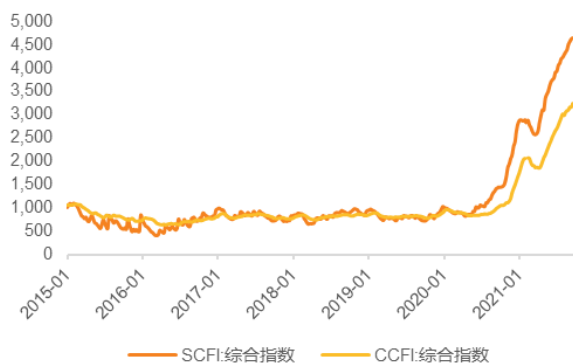


资料来源: wind, 天风证券研究所

3.2. 出口企业收入保持高增速, 盈利受海运、原材料、汇率影响短期承压

出口短期承压, 长期看好供给端集中度提升、龙头竞争优势进一步加强。上半年上市出口企业收入显著增长而盈利承压, 下半年依旧受限于海运运力紧张、原材料压力及人民币升值压力, 出口板块细分行业增速或逐步下行, 同时在行业长期高压下, 不排除部分中小产能出清的可能, 行业集中度或进一步提升。家居出口龙头抗风险能力强, 且率先布局海外产能, 生产供应稳定性较强, 在海外市场的竞争优势进一步加强。建议关注出口占比高的家居龙头【敏华控股】、【顾家家居】, 细分赛道龙头【梦百合】、【共创草坪】, 单品类渗透率提升的【浙江自然】、【凯迪股份】。

图 13：2015-2021 年出口集装箱运价指数



资料来源：wind，天风证券研究所

图 14：2019-2021 年美元兑人民币中间价



资料来源：wind，天风证券研究所

表 6：21Q1/Q2 出口家居公司单季度收入及利润（单位：亿元）

	营业总收入						归母净利润					
	21Q1	21Q2	较 20Q1	较 20Q2	较 19Q1	较 19Q2	21Q1	21Q2	较 20Q1	较 20Q2	较 19Q1	较 19Q2
共创草坪	5.33	6.32	49.0%	41.8%	0.0%	0.0%	0.99	1.17	47.3%	3.9%	0.0%	0.0%
梦百合	18.89	20.11	78.5%	48.1%	140.0%	153.6%	0.55	-0.46	-31.2%	-162.3%	-26.7%	-161.9%
永艺股份	10.66	13.38	148.3%	69.0%	101.0%	119.1%	0.55	0.59	90.5%	-22.3%	41.9%	12.8%
恒林股份	10.33	13.75	64.7%	18.6%	77.0%	129.4%	0.67	1.00	122.2%	-21.1%	43.5%	25.8%
海象新材	3.63	4.64	61.8%	32.6%		108.3%	0.26	0.27	-18.8%	-56.6%		-24.0%
麒盛科技	6.53	6.75	25.0%	42.2%	26.9%	7.5%	0.72	0.63	3.2%	6.9%	9.9%	-33.6%

资料来源：wind，天风证券研究所

表 7：21Q1/Q2 出口家居公司单季度毛利率及净利率

	毛利率						净利率					
	21Q1	21Q2	较 20Q1	较 20Q2	较 19Q1	较 19Q2	21Q1	21Q2	较 20Q1	较 20Q2	较 19Q1	较 19Q2
共创草坪	31.3%	29.3%	-0.7%	-9.8%			18.6%	18.6%	-0.2%	-6.8%		
梦百合	28.9%	27.9%	-8.8%	-13.0%	-5.2%	-12.8%	3.5%	-2.0%	-5.0%	-7.7%	-6.3%	-11.9%
永艺股份	15.0%	14.0%	-6.3%	-10.0%	-3.8%	-5.5%	5.2%	4.4%	-1.5%	-5.5%	-2.1%	-4.3%
恒林股份	27.4%	16.6%	2.3%	-17.1%	5.5%	-8.9%	6.5%	7.3%	1.6%	-4.1%	-1.5%	-5.9%
海象新材	21.2%	20.4%	-7.4%	-12.6%		-12.8%	7.1%	5.8%	-7.0%	-12.0%		-10.1%
麒盛科技	35.2%	33.1%	-4.1%	-3.9%	-5.1%	-4.4%	10.9%	9.2%	-2.4%	-3.1%	-1.8%	-5.9%

资料来源：wind，天风证券研究所

4. 中国铝塑膜市场未来将如何演绎？

软包电池一系列优势和经济效益促进下游动力电池厂应用，并带动铝塑膜行业成长。软包电池具备容量大、能量密度高、安全性好、重量轻等优势，比如，软包电池较同等规格的钢壳电池容量高 10~15%，较铝壳电池高 5~10%；较同等容量的钢壳电池轻 40%，较铝壳电池轻 20%。因此，据 EV Tank 及利元亨招股说明书数据，全球软包电池出货量占比由 2012 年的 23.93% 提升至 2020 年的 55.83%，2020 年出货量 107.7GWh，YOY+28.1%。

铝塑膜行业整体来看，行业具备高成长性，目前处于供不应求状态，铝塑膜作为软包电池关键材料，铝塑膜需求目前核心驱动力是软包电池出货量快速增长，未来增量或来自于两

轮电动车、储能电池、固态电池等领域。据 EV Tank 数据，2020 年全球铝塑膜出货量 2.4 亿平米，市场规模约 52.8 亿元。

铝塑膜竞争格局来看，铝塑膜是锂电材料领域技术难度最高的环节之一，也是锂电池材料中最后尚未完成国产化的领域。全球铝塑膜主要被日本企业垄断，其中大日本印刷(DNP) 占据全球 50% 市场份额，昭和电工占据 20% 市场份额。目前国内铝塑膜技术取得进展，产品性能和可靠性提升，供应体系逐步完善，形成上下游良性循环反馈，处于国产替代化的前夜。【紫江企业】作为全球四家可量产动力类铝塑膜企业之一，核心逻辑是国产替代，本质原因是技术进步及上下游供应体系完善。紫江新材料 2020、2021H1 净利率分别为 18.82% 和 17.25%，盈利能力行业领先，未来受益规模效应，盈利能力或进一步提高。2021H1 铝塑膜收入 1.67 亿元，销量 1045 万平米 (YOY+88%)，其中动力类铝塑膜销量 509 万平米 (YOY+310%)，占比提升至 48%，动力类铝塑膜占比大幅提高，建议关注。

5. 哪些省份限电压力大？“能耗双控”一二级预警地区中造纸产量占比有多少？

此次“能耗双控”一二级预警地区波及 20 个省份。

“双一级预警”：青海、宁夏、广西、广东、福建、云南、江苏；

“单一级预警”：新疆、陕西、湖北；

“双二级预警”：浙江、四川、安徽；

“单二级预警”：河南、甘肃、贵州、山西、黑龙江、辽宁、江西。

根据国家统计局 2019 年数据，“一二级预警”区域造纸产量占比 71%，其中“双一级预警”区域造纸产量占比 39%。

图 15：2021 年上半年各地区双控目标完成情况晴雨表

地区	能耗强度降低进度目标 预警等级	能源消费总量控制目标 预警等级
青海	●	●
宁夏	●	●
广西	●	●
广东	●	●
福建	●	●
新疆	●	●
云南	●	●
陕西	●	●
江苏	●	●
浙江	●	●
河南	●	●
甘肃	●	●
四川	●	●
安徽	●	●
贵州	●	●
山西	●	●
黑龙江	●	●
辽宁	●	●
江西	●	●
上海	●	●
重庆	●	●
北京	●	●
天津	●	●
湖南	●	●
山东	●	●
吉林	●	●
海南	●	●
湖北	●	●
河北	●	●
内蒙古	●	●

资料来源：国家发改委，天风证券研究所；

注 1：西藏自治区数据暂缺，不纳入预警范围，地区排序的依据为各地区能耗强度降低率；

注 2：红色为一级预警，表示形势十分严峻；橙色为二级预警，表示形势比

图 16：各预警等级省份 2019 年造纸产量及产能占比

预警等级	省份	2019 年造纸产量 (万吨)	产量占比
双一级预警	青海	0.00	0%
	宁夏	21.89	0%
	广西	323.84	3%
	广东	2223.09	18%
	福建	805.13	6%
	云南	85.26	1%
	江苏	1471.57	12%
	合计	4930.78	39%
单一级预警	新疆	17.65	0%
	陕西	66.97	1%
	湖北	415.83	3%
	合计	500.45	4%
双二级预警	浙江	1768.40	14%
	四川	332.41	3%
	安徽	415.91	3%
	合计	2516.72	20%
单二级预警	河南	386.83	3%
	甘肃	5.53	0%
	贵州	23.76	0%
	山西	60.90	0%
	黑龙江	34.38	0%
	辽宁	134.17	1%
	江西	276.24	2%
	合计	921.80	7%
总计		8869.75	71%

资料来源：Wind，天风证券研究所

较严峻；绿色为三级预警，表示进展总体顺利。

6. “双控”政策下造纸行业有何投资机会？

9月20-25日，博汇纸业、晨鸣集团、万国纸业、APP（中国）、山鹰纸业等多家规模纸企发布停机通知函，分别计划在9、10月份停机检修7-20天不等，预计白卡纸、铜版纸等多种纸品供应量都将减少，玖龙、山鹰等纸厂宣布涨价50-200元/吨。目前大多数纸种价格处于低位，其中文化纸、白卡纸价格处于底部，且各纸种下游库存低，我们认为造纸行业或出现供需紧平衡状态，“双控”政策有助于限产保价、提升下游补库意愿，改善行业供求。(1) 短期来看，后续核心看需求（开工率指标及需求数据），并关注后续限电政策力度及持续性、新产能投放进度；(2) 中长期来看，“双控”政策有助于加快中小企业产能出清，大厂更易通过新项目审批，行业集中度进一步提升。建议关注自备电比例较高企业【太阳纸业】、【山鹰国际】、【博汇纸业】、【晨鸣纸业】、【岳阳林纸】。

7. 目前金属包装行业的关注点有哪些？

金属包装二片罐历经5年的产能出清和行业整合，供需格局改善，竞争格局优化，龙头市占率提高，上下游话语权增强。预计2021年下半年，盈利能力增强叠加需求端旺盛，金属包装企业业绩实现较高增速。

表8：二片罐近年来发展情况梳理

时间	概况
2008-2012年	金属包装行业销售收入由535亿元增长到1050亿元，CAGR 25.2%；
2010-2012年	国内外金属包装企业一致看好二片罐，加码二片罐市场；
2014-2015年	新建产能集中投产，供需失衡，竞争激烈，二片罐价格下滑；
2016-2018年	行业龙头企业开启整合并购，奥瑞金收购波尔、昇兴股份收购太平洋制罐、中粮包装收购纪鸿包装等，行业集中度提升，龙头议价力加强。

资料来源：昇兴股份、奥瑞金公司公告，天风证券研究所

表9：近年来二片罐行业收购案例梳理

公司名称	时间	标的	出资额
奥瑞金	2016年	中粮包装27%股份	16.2亿港元
	2017年	浙江纪鸿包装有限公司19%股权	760万美元
	2018年	波尔佛山100%股权、波尔北京100%股权、波尔青岛100%股权、波尔湖北95.69%股权	2.05亿美元
昇兴股份	2019年	太平洋制罐下属漳州、武汉公司100%股权	3.31亿元
	2020年	太平洋制罐下属沈阳有限公司100%股权	1.71亿元
	2021年	太平洋制罐下属青岛有限公司100%股权	2.62亿元
宝钢包装	2021年	河北宝钢制罐北方有限公司47.51%股权	11.60亿元
		武汉宝钢包装有限公司47.51%股权	
		佛山宝钢制罐有限公司47.51%股权	
		哈尔滨宝钢制罐有限公司47.51%股权	
中粮包装	2017年	浙江纪鸿包装有限公司51%股权	6675万元
		成都高森包装容器有限公司100%股权	7497万元
	2019年	浙江纪鸿包装有限公司14.1%股权	7850万元

资料来源：公司公告，天风证券研究所

中长期来看，促进二片罐需求端稳定增长有三点因素：**(1) 啤酒罐化率提升**：是最主要因素，中国啤酒罐化率由2006年的15.63%提升至2020年的29.20%，其中2020年同比+1.36pct，每年罐化率增长稳定；此外，横向对比海外其他国家，2020年英国、美国、韩国、巴西和日本啤酒罐化率分别为66.48%、68.70%、72.50%、85.74%和90.96%；**(2) 两片罐利于外卖、居家等消费场景**；**(3) 金属包装在碳排放、运输、回收方面更具经济性**：碳排放方面，生产一瓶330毫升的易拉罐，碳排放为170克；330毫升的玻璃瓶，碳排放为360克；500毫升的塑料瓶，碳排放则为240克；**运输过程中**，圆柱状易拉罐空间利用率更高，装运成本更低，饮料净重相同的其他材质包装，无法经济地制成与金属易拉罐同强度的圆柱状；**回收方面**，废旧易拉罐可回炉重熔铸造，能耗比开采新矿后制成易拉罐减少95%碳排放量。

8. 风险提示

原材料价格上行：行业内公司主要的原材料包括聚醚、TDI、PVC、金属件、木制品、纸浆等，原材料价格大幅波动或对公司经营产生一定影响；

宏观经济下行风险：若宏观经济下行，将对居民消费需求产生消极影响；

地产政策风险：家居企业对地产行业波动较为敏感，房地产销售情况受政策影响较大，因此地产政策变化会进一步传导至家居行业，对家居企业的业务拓展和销售产生影响；

包装企业新业务拓展不及预期：包装企业在进行新产品市场推广的过程中，将面对新产品的激烈竞争，新市场开拓能否成功具有一定的风险。

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，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将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。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司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。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼 邮编：430071 电话：(8627)-87618889 传真：(8627)-87618863 邮箱：research@tfzq.com	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼 邮编：201204 电话：(8621)-68815388 传真：(8621)-68812910 邮箱：research@tfzq.com	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼 邮编：518000 电话：(86755)-23915663 传真：(86755)-82571995 邮箱：research@tfzq.com