

纸与林木产品行业

2017-12-17

行业研究 | 深度报告

评级 **看好** 维持

消费时代轻工高景气可继，强者恒强精选各细分龙头

报告要点

■ 轻工持续高景气，龙头配置价值优

CS 轻工板块营业/利润近 3 年 CAGR9%/26%，持续显著优于全体 A 股 3%/4% 的增速，整体景气度水平良好。市值前 50% 的轻工龙头样本上述增速 10%/30%，反映出强者恒强格局。成长性良好的同时，CS 轻工整体盈利能力近年来处于上升通道，持续优于 A 股行业整体，但其较于全行业的估值差（溢价）已不断消化收敛。我们认为，轻工行业尤其是各细分龙头具备良好的配置价值。

■ 家居：预期有望改善，紧拥龙头价值

家居内销前 10 月营收/利润同增 11%/11%，预计 2018 年行业整体仍保持 10%+ 增速。考虑到明年地产结构性改善且当前家居板块整体估值已消化至较低水平，我们对明年板块估值持乐观判断。品牌家居龙头通过渠道扩张和品类渗透引领行业集中度加速提升，有望持续享受估值溢价。定制家居整体成长性最优，重点推荐一线龙头索菲亚/欧派家居/尚品宅配等。成品家居重点推荐软体龙头顾家家居，地板龙头大亚圣象等。实木全屋推荐低估值龙头美克家居和曲美家居等。

■ 造纸：供需格局改善持续，纸业龙头价值回归

短期造纸行情以周期为纲（“价格”主导）。中长期，环保去产能下行业供需格局改善可继，我们判断明年纸价及板块盈利将整体维持较高水平，纸业龙头“价值”回归，建议战略布局造纸板块后续业绩行情。重点推荐木浆系龙头太阳纸业/晨鸣纸业等，废纸系龙头山鹰纸业。生活用纸短期受益于 CPI 上行，中长期品牌红利显现，重点看好产品/渠道不断增强的中顺洁柔。

■ 包装：大包装时代，龙头有望加速破局

我们判断包装行业景气度有望提升。由于前期成本上涨+环保限产，大量小型包企退出市场，龙头包企订单增多同时具备一定的价格传导能力；叠加近期成本回落，明年龙头包企收入有望扩张同时盈利料改善。中长期商业模式变革、横向整合为大包装龙头带来估值提升机会。重点推荐裕同科技/劲嘉股份等。

■ 文娱用品：行业持续整合，把握文具龙头投资机会

全面二胎下的人口红利+消费升级的大趋势下，文娱作为可选消费中长期景气度可期。发展趋势上看，文娱细分领域龙头占据品牌和渠道优势，通过对新商业模式的探索（文创用品新零售、办公用品集采、娱乐创新、文体教育培训等）或将开启广阔成长空间，重点推荐文具领域龙头晨光文具。

分析师 鄢鹏

☎ (8621) 61118723

✉ yanpeng1@cjsc.com.cn

执业证书编号：S0490517110003

分析师 蔡方羿

☎ (8621) 61118723

✉ caify@cjsc.com.cn

执业证书编号：S0490516060001

联系人 徐皓亮

☎ (8621) 61118723

✉ xuh2@cjsc.com.cn

市场表现对比图（近 12 个月）



资料来源：Wind

相关研究

《中顺洁柔深度报告：产品升级渠道发力，铸就生活用纸品牌龙头》2017-12-15

《劲嘉股份深度报告：行业回暖龙头更靓，守正出奇弹性可期》2017-11-22

《大亚圣象深度报告：“大亚”“圣象”双牌驱动，机制理顺龙头腾飞》2017-11-08

《造纸行业跟踪点评：行业景气可继，龙头价值回归》2017-10-25

《四问箱板瓦楞-写在纸价快速上涨之时》2017-9-19

- 风险提示：**
1. 木浆、废纸等原材料大幅波动的风险；
 2. 企业转型、新业务拓展不达预期的风险；
 3. 宏观经济、终端消费需求等低于预期的风险。

请阅读最后评级说明和重要声明

1 / 48

目录

轻工持续高景气，龙头配置价值优	7
行业景气度持续且龙头表现更优	7
性价比凸显，板块配置价值提升	7
家居：预期有望改善，紧拥龙头价值	8
景气度跟踪：营收增速放缓，毛利率出现分化	8
收入：内销放缓，出口回暖	8
毛利率：CPI 上涨滞后 PPI，盈利普遍承压	10
地产对家居影响几何？	11
地产表现后续或分化，家居板块估值料向好	13
定制家居：蓬勃发展，强者恒强	14
市场空间尚大，未来三年 CAGR 约 20%	14
品牌红利是核心价值	15
优势一之信息化：利于成本与效率管控，先发优势难以逾越	17
优势二之渠道：圈地时代渠道为王，经销商盈利强弱决定扩张潜力	18
成品家居：增长相对平稳，龙头之路渐明	20
软体家居行业：渠道持续扩张，品类相互渗透	20
地板行业：平稳增长，品牌龙头孕育	22
全屋软装：以软装设计主导权驱动全屋产品销售	24
行业评级与投资建议	24
造纸：供需格局优化，龙头价值回归	26
景气度跟踪：延续高景气，废纸系价格波动上行	26
废纸系纸品：多因素共振，纸价大幅上涨，但波动较大	26
木浆系纸品：行业垄断定价，纸价稳步上行	27
原材料：供给短缺，推动价格大幅上涨	28
纸价展望：木浆系稳定性强，废纸系弹性大	29
废纸系：短期看纸价反弹，中期看行业整合	29
木浆系：盈利或将高位稳定，龙头中长期价值凸显	30
生活用纸：行业稳增长，龙头市占率仍有提升空间	33
原料价格展望：供需主导，不同原材料涨跌分化	34
废纸：进口政策趋严，价格中枢上行	34
木浆：高位浆缺乏基本面支撑，未来存在下行风险	34

行业评级及投资建议	36
包装印刷：行业整合加速，大包装龙头迎发展机遇	37
景气度跟踪：成本承压，龙头业绩优于行业水平	37
行业展望：市场迎来整合，龙头内外兼修破局在即	39
纸包装行业：盈利有望回升，龙头整合加速	39
烟标行业：行业回暖，民营龙头有望加速破局	40
行业评级及投资建议	41
文娱用品：新模式下的成长机遇	42
景气度跟踪：内销平稳，出口改善	42
行业展望：关注文具行业发展机遇	43
文具：大行业，小公司	43
政策驱动，竞争格局变化带来新的发展机遇	45
行业评级及投资建议	46

图表目录

图 1：轻工板块与全行业近几年营业收入增速情况（%，整体法）	7
图 2：轻工板块与全行业近几年营业利润增速情况（%，整体法）	7
图 3：轻工板块盈利能力提升且持续优于全行业（ROA，%，整体法）	7
图 4：轻工板块近年来估值不断消化，配置性价比提升（PE/ttm）	7
图 5：2017 年 1-10 月家具制造业主营业务收入同增 11%	8
图 6：2017 年 1-10 月家具制造业利润总额同增 11%	8
图 7：2017 年 10 月家具制造业主营业务收入同降 1.72%	8
图 8：2017 年 10 月家具制造业利润总额同降 12.04%	8
图 9：2017 年 1-10 月家具制造业销售利润率小幅波动	9
图 10：10 月家具类零售额同增 10%，低于去年同期水平	9
图 11：1-10 月份家具类零售额同增 13%，低于去年同期水平	9
图 12：1-10 月社会消费品零售总额同增 10.3%，低于家具行业	9
图 13：地产周期对家具销售存在 1-1.5 年的滞后影响	9
图 14：1-10 月家具出口金额同增 5.1%	10
图 15：1-10 月家具出口交货值同增 7.9%	10
图 16：2017 年木质家具原材料价格小幅上涨	10
图 17：2017 年木质家具原材料板材价格回升至中高位水平	10
图 18：2017 年各地区软泡聚醚价格出现较大波动（单位：元/吨）	11
图 19：2017 年各地区 TDI 价格均大幅上涨（单位：元/吨）	11
图 20：2017 年来钢材价格显著上涨	11
图 21：住宅地产交易中，期房占比高导致交房期滞后于销售期 1 年以上	12
图 22：家居行业营收增速滞后于地产销售面积增速	12
图 23：家具板块估值已出现一定程度的回调	13

图 24: 以索菲亚/大亚为例, 地产周期对个股估值的影响已有所体现	13
图 25: 从外形和功能上看, 各品牌衣柜较为同质	14
图 26: 定制家居企业大量投入到品牌推广	16
图 27: 各大品牌纷纷请当红明星代言	16
图 28: 定制家具品牌众多, 用户体验参差不齐	16
图 29: 定制家具生产各个环节的要点	16
图 30: 欧派家居和索菲亚占据定制家居的第一梯队	17
图 31: 国内定制行业已诞生出一批品牌制造企业	17
图 32: 定制家具工艺流程图	18
图 33: 欧派家居衣柜生产成本逐年下降	18
图 34: 欧派家居橱柜生产成本逐年下降	18
图 35: 索菲亚通过信息化水平提升降低的成本, 让利给经销商, 而并未提升自身的毛利率	19
图 36: 我国沙发市场规模	20
图 37: 我国传统沙发占比超过 90%	20
图 38: 我国床垫行业规模稳定	21
图 39: 我国床垫行业需求量快速增长	21
图 40: 我国床垫行业均价自 2013 年以来持续下滑	21
图 41: 床垫行业正处于整合期	21
图 42: 我国床垫行业 CR10 为 12%	22
图 43: 木地板销售与商品房销售相关	23
图 44: 木地板销售与地产销售滞后一年的相关性最高	23
图 45: 二、三线城市地产销售优于一线城市	23
图 46: 二、三线城市房价收入占比持续下滑	23
图 47: 常住外来人口变化/万人	23
图 48: 本地农民工和外出农民工变化趋势	23
图 49: 上市家居龙头增速显著快于行业, 引领集中度提升	25
图 50: 家具行业估值降至低点	25
图 51: 今年以来, 瓦楞纸价格同比大幅上涨 49.40%, Q4 纸价高位承压	26
图 52: 今年以来, 箱板纸价格同比大幅上涨 48.42%, Q4 纸价高位承压	26
图 53: 今年以来, 箱板瓦楞纸企业盈利显著改善	27
图 54: 进入四季度, 箱板瓦楞纸企业库存有所回落	27
图 55: 今年以来, 铜版纸均价同比上涨 27.84%	27
图 56: 今年以来, 双胶纸均价同比上涨 22.48%	27
图 57: 今年以来, 白卡纸均价同比上涨 38.29%	28
图 58: 今年以来, 铜版纸企业盈利显著上升	28
图 59: 今年以来, 双胶纸企业盈利显著回升	28
图 60: 今年以来, 白卡纸企业盈利显著上升	28
图 61: 外废进口额度受限推动国废价格大幅上涨	29
图 62: 目前针叶浆与阔叶浆的内外盘价差仍处高位	29
图 63: 今年以来, 多因素共振导致全球供给收缩, 外盘阔叶浆价格大涨	29
图 64: 今年以来, 多因素共振导致全球供给收缩, 外盘针叶浆价格大涨	29
图 65: 当前时点, 箱板瓦楞纸企库存回落至 20 天以内的合理水平	29
图 66: 箱板瓦楞纸行业集中度较低	29

图 67: 今年以来, 箱板纸毛利率有所改善.....	30
图 68: 瓦楞纸毛利率维持在较高水平.....	30
图 69: 今年以来, 外废进口额度受限, 内外废价差扩大.....	30
图 70: 今年以来, 白卡纸毛利率稳步提升.....	31
图 71: 白卡纸行业已形成寡头垄断, CR4 市占率 81%, CR7 为 95%.....	31
图 72: 白卡纸需求维持正增长.....	31
图 73: 铜版纸供需格局良好, 产能利用率大幅提升.....	32
图 74: 铜版纸行业已形成寡头垄断, CR3 为 78%.....	32
图 75: 铜版纸毛利率维持在高位水平.....	32
图 76: 双胶纸 CR4 为 51%.....	32
图 77: 今年以来, 双胶纸毛利率稳步提升.....	32
图 78: 下游需求(图书)稳步提升.....	33
图 79: 双胶纸供需格局趋势向好.....	33
图 80: 国内生活用纸消费量年均复合增速为 7.08%.....	33
图 81: 我国生活用纸正处于消费升级的阶段.....	33
图 82: 我国人均生活用纸消费量稳步提升.....	34
图 83: 我国生活用纸 CR4 为 38%.....	34
图 84: 我国进口废纸占比约 36%.....	34
图 85: 2016 年规模以上纸企进口废纸占总进口额度的 63.52%.....	34
图 86: 二季度针叶浆进口量下降明显, 三季度有所回升.....	35
图 87: 阔叶浆 10 月进口量环比下降.....	35
图 88: 当前, 内外盘木浆价差处于历史高位.....	35
图 89: 当前, 国内针叶/阔叶浆价差处于历史高位.....	35
图 90: 我国木浆进口依赖度为 65%.....	36
图 91: 纸包装行业龙头营业收入维持较高增长.....	37
图 92: 单三季度, 纸包装行业龙头毛利率维持稳定.....	37
图 93: 2017 年包装龙头均大幅增加原材料库存.....	38
图 94: 2017H1 卷烟需求回暖.....	38
图 95: 2017H1 高档烟占比提升.....	38
图 96: 箱板瓦楞纸价格出现下滑.....	39
图 97: 白卡纸价格增长停滞.....	39
图 98: 纸包装行业集中度低, 存在大量的三级包装厂.....	39
图 99: 国内纸包装集中度有待提升.....	39
图 100: 2017 年 9 月, 卷烟产量增长 10.37%.....	40
图 101: 2016 年以来, 烟草库存量持续下行.....	40
图 102: 中国城镇化率稳步提升.....	42
图 103: 国内新增人口加速增长.....	42
图 104: 1-10 月文娱制造业营收同比增长 10.2%, 显著高于去年同期 4% 的增速.....	42
图 105: 我国外贸指数持续向上.....	43
图 106: 我国玩具出口额同比提速增长.....	43
图 107: 钢琴行业龙头营收增速呈现提速增长态势.....	43
图 108: 钢琴行业龙头毛利率持续提升.....	43
图 109: 文教办公用品制造业主营业务收入情况.....	43

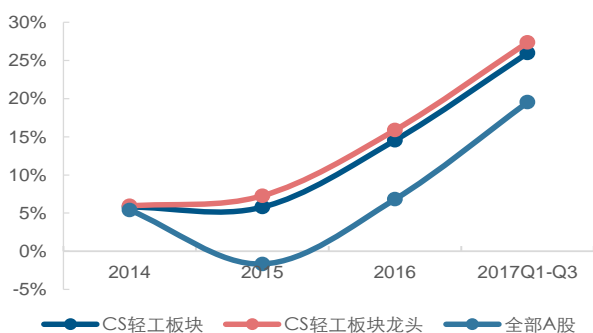
图 110: 笔制造行业主营业务收入情况	43
图 111: 近年来, 我国文具出口占比不断降低	44
图 112: 我国文具行业极为分散, CR4 仅为 6.7%	44
图 113: 文具行业充分竞争, 毛利率一直处于较低水平	44
图 114: 北美办公用品市场 CR2 为 81%	44
图 115: 我国书写工具人均消费增长空间巨大	45
图 116: 教育经费继续高投入, 行业规模可增	45
图 117: 我国在校学生人数	46
图 118: 二孩政策放开后, 预计 2018 年学生数将大幅增加	46
图 119: 我国办公用品集采发展历程	46
图 120: 外资办公用品集采供应商或将退出国内市场	46
表 1: 轻工行业正发生持续、积极的变化	8
表 2: 地产与家居行业营收具备显著的相关性, 从不同维度分析结论有所差异	12
表 3: 地产新政对家居板块估值影响显著, 且同步性较强	13
表 4: 定制家具行业市场空间测算	15
表 5: 上海地区定制 2*0.5*2.2M 不同品牌报价	19
表 6: 主要定制家具企业渠道数据对比	20
表 7: 行业竞争格局	21
表 8: 床垫行业主要品牌对比	22
表 9: 上市家居企业的全屋软装模式雏形	24
表 10: A 股上市家居企业盈利预测及估值情况	25
表 11: 截至 12 月 9 日的价格跟踪情况	26
表 12: 全球 2017 下半年-2018 年新增木浆产能统计	36
表 13: A 股上市造纸企业盈利预测及估值情况	37
表 14: 高、中、低档烟品划分	38
表 15: 国企“主辅分离”政策持续推进	40
表 16: A 股上市包装企业盈利预测及估值情况	41
表 17: 不同国家及地区, 文具市场对比	45

轻工持续高景气，龙头配置价值优

行业景气度持续且龙头表现更优

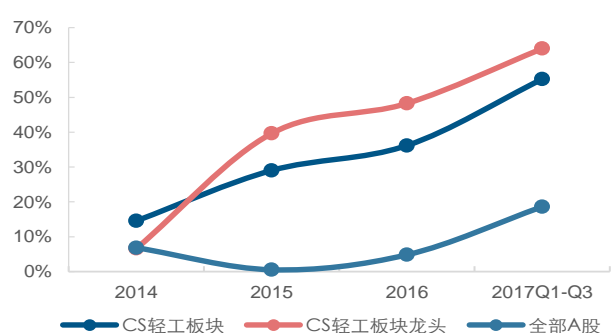
回顾近年轻工行业发展态势，可概括为“景气持续，龙头更优”。受益于新型城镇化、消费升级以及产业化等趋势，轻工行业大部分细分板块蓬勃发展，CS 轻工板块营业收入/营业利润近 3 年 CAGR 为 9%/26%，持续显著优于全体 A 股板块 3%/4% 的增速水平，一定程度上反映了轻工行业整体较高的景气度水平。我们选取市值排名前 50% 的轻工企业作为样本模拟龙头表现，发现样本板块的营业收入/营业利润近 3 年 CAGR 达 10%/30%，又优于轻工板块整体，一定程度上反映了行业内强者恒强的格局。

图 1：轻工板块与全行业近几年营业收入增速情况（%，整体法）



资料来源：Wind，长江证券研究所 注：CS 轻工板块龙头是由 CS 轻工板块里市值前 50% 的个股所构成的样本

图 2：轻工板块与全行业近几年营业利润增速情况（%，整体法）

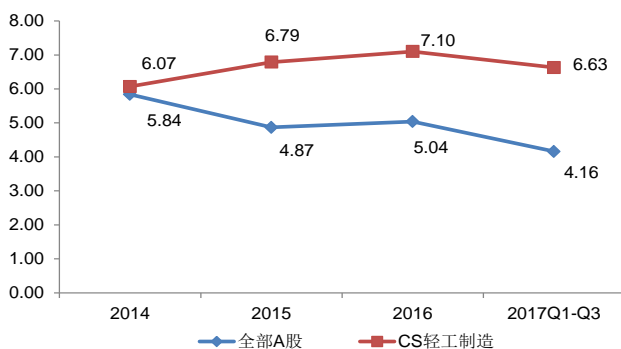


资料来源：Wind，长江证券研究所

性价比凸显，板块配置价值提升

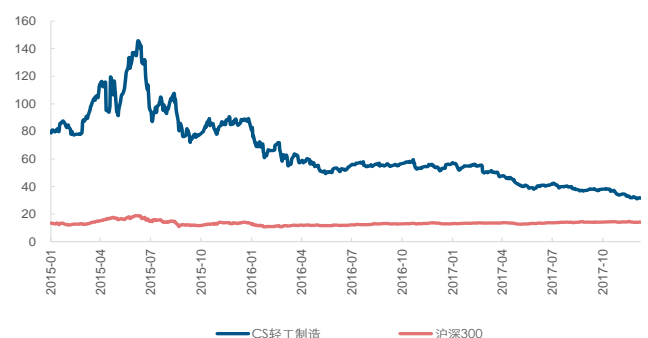
在成长性表现良好的同时，CS 轻工行业整体盈利能力近年来处于上升通道，持续优于 A 股行业整体，且优势呈扩大态势。这反映出轻工行业的蓬勃朝气和进取精神，具体体现在品牌价值的提升，生产效率的改善，以及商业模式创新等等。而从估值水平上看，轻工企业因过去市值较小、民企为主机制较灵活，一度享受较高估值溢价；近年来其较于全行业的估值差（溢价）已不断消化收敛。**我们认为，从 2018 年业绩估值匹配度以及中长期成长空间等角度看，轻工行业尤其是各细分龙头具备良好的配置价值。**

图 3：轻工板块盈利能力提升且持续优于全行业（ROA，%，整体法）



资料来源：Wind，长江证券研究所

图 4：轻工板块近年来估值不断消化，配置性价比提升（PE/ttm）



资料来源：Wind，长江证券研究所

表 1：轻工行业正发生持续、积极的变化

轻工行业积极变化	案例分析	代表性企业
行业格局改善	需求复苏+环保去产能，造纸及造纸包装产业链龙头持续受益	玖龙/理文/山鹰/太阳/晨鸣/合兴
产品消费升级	生活用纸品类不断丰富；家居产品环保化	中顺洁柔（本色纸）；好莱客（原态板）
品牌价值显现	家居传统出口制造OEM转型内销自主品牌OBM	美克家居/顾家家居/敏华控股
生产效率提升	定制家居柔性化制造，自动化率提升+出错率下降+板材利用率提升	索菲亚/欧派/尚品
商业模式创新	大包装企业从简单的包材生产到外观设计、智能供应链管理等	裕同/劲嘉

资料来源：各公司公告，长江证券研究所

下面我们逐一讲述家居、造纸包装和文娱用品等主要细分板块景气度展望及投资思路。

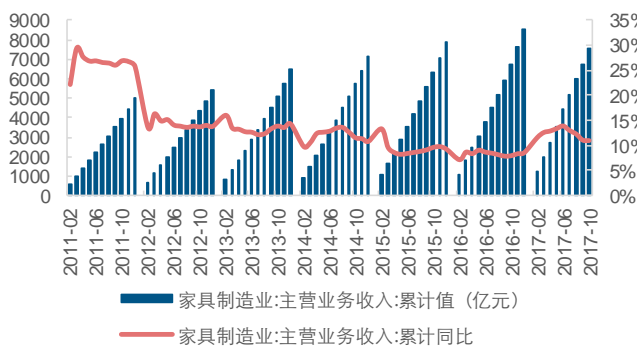
家居：预期有望改善，紧拥龙头价值

景气度跟踪：营收增速放缓，毛利率出现分化

收入：内销放缓，出口回暖

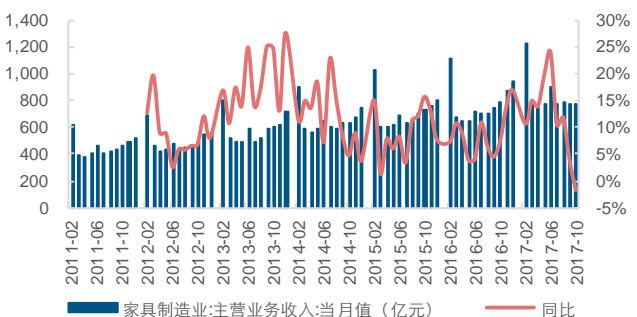
受地产周期影响，家具行业景气度下滑。今年 1-10 月，家具行业实现营业收入 7525.70 亿元，同增 11%，高于去年同期 8% 的增速；实现利润总额 449.60 亿元，同增 11%，与去年同比持平。环比趋势来看，增速呈持续放缓之状。单月数据来看，地产下行的负面影响继续体现，10 月行业营业收入同降 1.72%，利润总额同降 12.04%。

图 5：2017 年 1-10 月家具制造业主营业务收入同增 11%



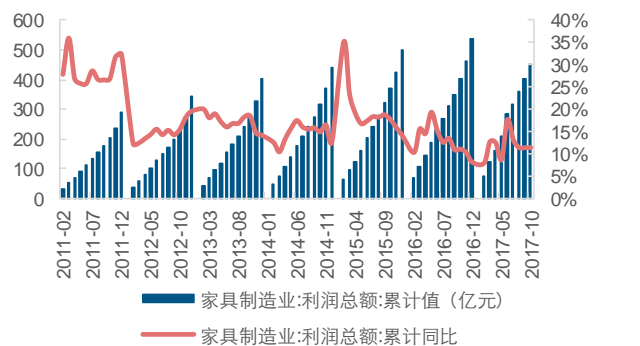
资料来源：国家统计局，长江证券研究所

图 7：2017 年 10 月家具制造业主营业务收入同降 1.72%



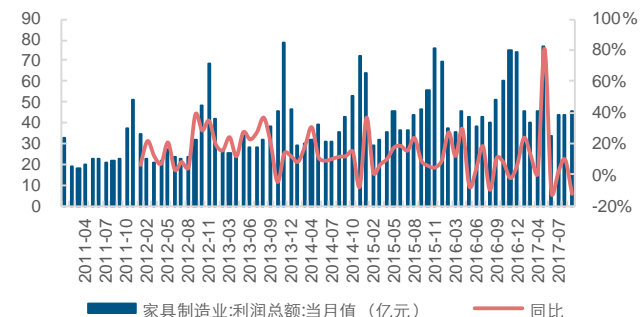
资料来源：国家统计局，长江证券研究所

图 6：2017 年 1-10 月家具制造业利润总额同增 11%



资料来源：国家统计局，长江证券研究所

图 8：2017 年 10 月家具制造业利润总额同降 12.04%



资料来源：国家统计局，长江证券研究所

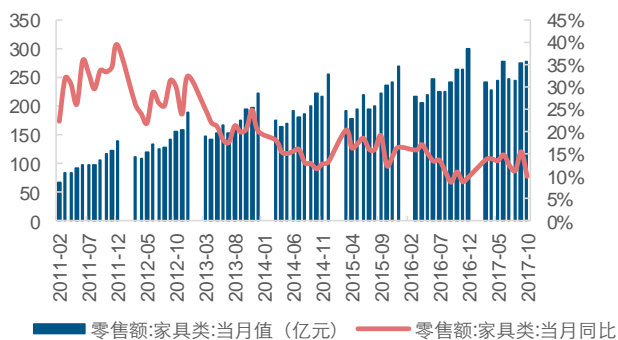
图 9：2017 年 1-10 月家具制造业销售利润率小幅波动



资料来源：国家统计局，长江证券研究所

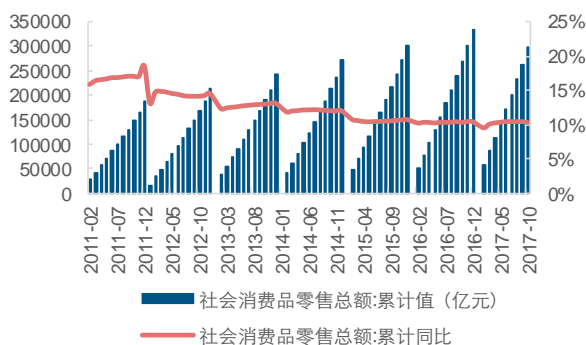
内销市场，地产周期的影响逐步体现。1-10 月家具类零售额达 2395 亿元，同比增长 13%，增速低于去年同期的水平，但高于社消零售总额增速。6 月份以来，地产下行的滞后性影响已持续体现，单月同比增速持续放缓。**回顾历史数据，地产周期对家具消费的影响会被平滑至数年，因而对今年的实际影响不会太显著。后续伴随着地产销售企稳，家居消费升级持续，我们判断明年行业营收整体仍有望实现较快增长。**

图 10：10 月家具类零售额同增 10%，低于去年同期水平



资料来源：国家统计局，长江证券研究所

图 12：1-10 月社会消费品零售总额同增 10.3%，低于家具行业



资料来源：国家统计局，长江证券研究所

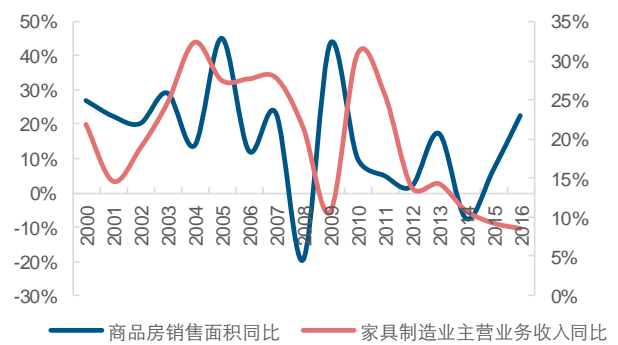
海外需求复苏，出口转为正增长。1-10 月出口金额累计值达 403.58 亿美元，同比增长 5.10%，显著高于去年同期-9.8%的增速。1-10 月家具制造业出口交货值 1580.90 亿元，

图 11：1-10 月份家具类零售额同增 13%，低于去年同期水平



资料来源：国家统计局，长江证券研究所

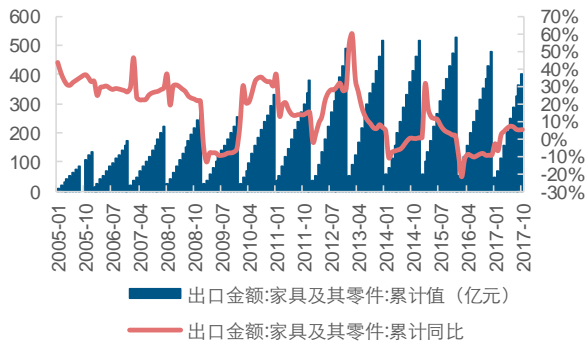
图 13：地产周期对家具销售存在 1-1.5 年的滞后影响



资料来源：国家统计局，长江证券研究所

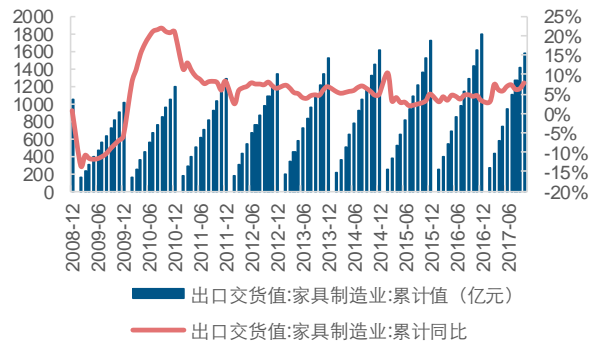
同比增长 7.90%，高于去年同期 4.40% 的增速。**考虑到海外需求复苏有望持续，我们判断后续家具出口将延续回暖态势。**

图 14：1-10 月家具出口金额同增 5.1%



资料来源：海关总署，长江证券研究所

图 15：1-10 月家具出口交货值同增 7.9%



资料来源：国家统计局，长江证券研究所

毛利率：CPI 上涨滞后 PPI，盈利普遍承压

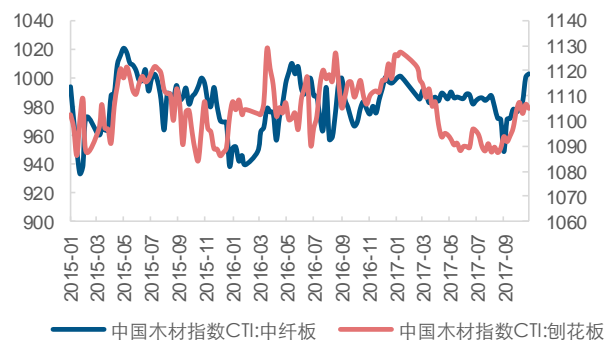
木材价格步入上行通道。年初至今，原木价格指数上涨 3.17%，刨花板和中纤板价格指数先降后升，当前价格已回升至年初水平。从林地保护的政策来看，具备砍伐和加工资格的企业未来将逐步减少，供给收缩或推动原木和板材价格持续上行。

图 16：2017 年木质家具原材料价格小幅上涨



资料来源：中国木材价格指数网，长江证券研究所

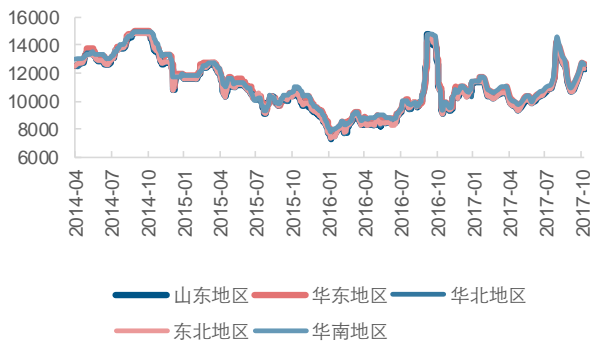
图 17：2017 年木质家具原材料板材价格回升至中高位水平



资料来源：中国木材价格指数网，长江证券研究所

软体家具原材料价格上涨较为显著。年初以来，软泡聚醚价格最高涨幅达 30% 以上，当前已回调至年初水平；TDI 价格上涨 50%；钢材价格上涨 25%。整体来看，软体家具企业的成本压力较大。

图 18：2017 年各地区软泡聚醚价格出现较大波动（单位：元/吨）



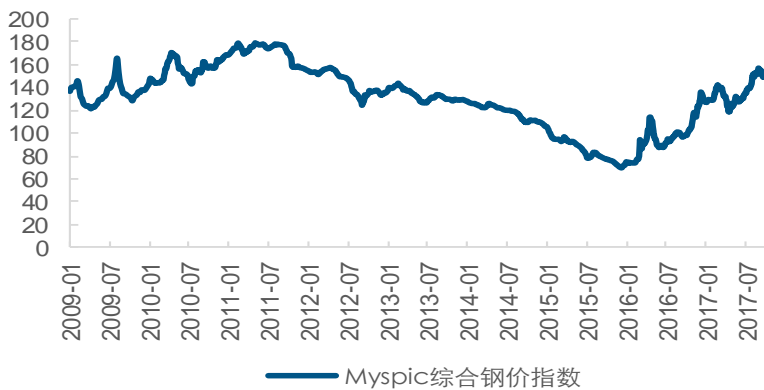
资料来源：隆众化工，长江证券研究所

图 19：2017 年各地区 TDI 价格均大幅上涨（单位：元/吨）



资料来源：隆众化工，长江证券研究所

图 20：2017 年来钢材价格显著上涨



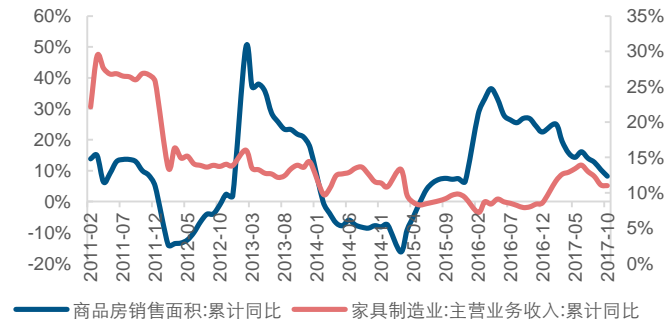
资料来源：Wind，长江证券研究所

随着品牌家居企业积极传导价格 (PPI→CPI)，同时我们判断明年上游成本压力有望边际缓解，明年板块盈利水平有望一定程度上改善，但标准化品类毛利率较非标准化品类而言仍相对承压。

地产对家居影响几何？

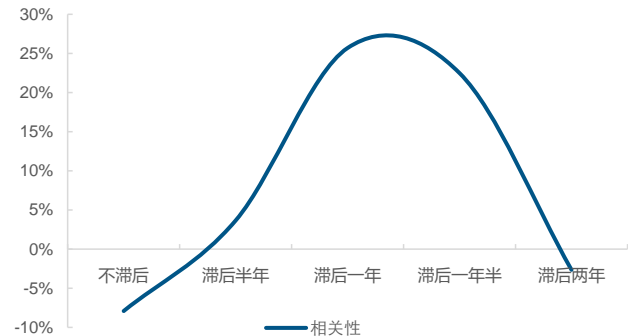
对家居行业基本面的影响：行业层面存滞后，公司层面有分化。总体来看，家具行业营收增速与地产销售面积增速呈较强滞后相关性。受制于期房到交房再到硬/软装的时间延迟效应，家具行业营收增速通常滞后于期房销售面积增速一年至一年半的时间。不过，具体到公司层面，还需逐个分析。比如，以索菲亚为例，与地产的同时性较强；欧派、志邦与地产的滞后性较明显。我们判断可能由于偏软装类的家居消费中延时效应较短的二手房占比更高，偏硬装类的则新房占比更高。

图 21: 住宅地产交易中, 期房占比高导致交房期滞后于销售期 1 年以上



资料来源: 国家统计局, 长江证券研究所

图 22: 家居行业营收增速滞后于地产销售面积增速



资料来源: 国家统计局, 长江证券研究所

表 2: 地产与家居行业营收具备显著的相关性, 从不同维度分析结论有所差异

相关性分析	一、二线期房住宅销售				三线期房住宅销售			
公司名称	同期比较	滞后1年	滞后15个月	滞后1年半	同期比较	滞后1年	滞后15个月	滞后1年半
大亚圣象	-0.77 (强)	0.57 (强)	0.62 (强)	0.72 (强)	-0.49 (中)	0.69 (强)	0.68 (强)	0.61 (强)
好莱客	-0.20 (弱)	0.84 (强)	0.73 (强)	0.46 (中)	0.28 (弱)	0.85 (强)	0.59 (强)	0.22 (弱)
曲美家居	0.30 (中)	0.68 (强)	0.28 (弱)	0.28 (弱)	0.60 (强)	0.48 (中)	-0.02 (弱)	-0.30 (中)
美克家居	0.37 (中)	0.09 (弱)	0.19 (弱)	-0.10 (弱)	0.51 (强)	-0.13 (弱)	-0.03 (弱)	-0.31 (中)
索菲亚	0.67 (强)	0.10 (弱)	0.03 (弱)	-0.25 (弱)	0.86 (强)	-0.14 (弱)	-0.15 (弱)	-0.42 (中)
欧派家居	0.07 (弱)	0.44 (中)	0.83 (强)	0.51 (强)	0.66 (强)	0.42 (中)	0.71 (强)	0.35 (中)
尚品宅配	-0.07 (弱)	-0.73 (强)	-0.53 (强)	-0.22 (弱)	-0.59 (强)	-0.52 (强)	-0.25 (弱)	0.12 (弱)
志邦股份	0.16 (弱)	0.75 (强)	0.57 (强)	0.17 (弱)	0.94 (强)	0.54 (强)	0.32 (中)	-0.15 (弱)

资料来源: Wind, 长江证券研究所

对家居板块估值的影响: 短期内, 对估值影响强于对业绩的影响。通过分析三次地产政策调控出台后 3 个月内家居板块估值的变化, 我们发现, 其相关性较为明显, 且同时性较强:

1) 受惠于 2015 年 930 地产新政的红利, 家具行业估值再创新高。截止到 12 月 31 日, 行业市盈率 (TTM) 最大涨幅达 45.82%, 其中美克家居、好莱客、曲美家居最大涨幅分别达 17.47%/57.31%/71.26%。

2) 2016 年十一期间, 21 城限购限贷政策陆续出台, 家具行业市盈率 (TTM) 在其后半个月内跌幅为 10.25%。在新政公布的 2-3 个月内, 家具龙头估值亦不同程度下降。其中, 美克家居、索菲亚、大亚圣象、好莱客及曲美家居最大跌幅分别为 -16.20%、-24.02%、-24.56%、-26.14% 和 -23.35%。

表 3：地产新政对家居板块估值影响显著，且同步性较强

PE水平变化	2014.9.30		2015.9.30		2016.9.30	
	MAX涨幅	MAX跌幅	MAX涨幅	MAX跌幅	MAX涨幅	MAX跌幅
家具行业	6.81%	-2.97%	45.82%	-	1.46%	-12.62%
美克家居	26.40%	-2.37%	17.47%	-	-	-16.20%
索菲亚	14.01%	-10.14%	4.33%	-9.75%	-	-24.02%
大亚圣象	3.41%	-12.95%	16.63%	-27.30%	10.65%	-24.56%
好莱客	-	-	57.31%	-	-	-26.14%
曲美家居	-	-	71.26%	-	-	-23.35%

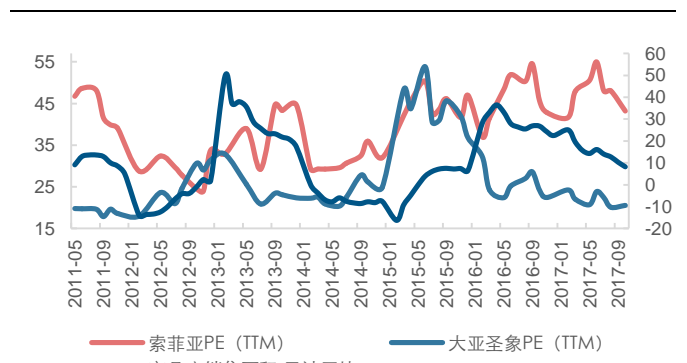
资料来源：Wind，长江证券研究所 注：选取地产新政后 3 个月内估值变动

图 23：家具板块估值已出现一定程度的回调



资料来源：国家统计局，Wind，长江证券研究所

图 24：以索菲亚/大亚为例，地产周期对个股估值的影响已有所体现



资料来源：国家统计局，Wind，长江证券研究所

地产表现后续或分化，家居板块估值料向好

展望明年，资金压力或推动一、二线地产销售筑底回升。今年以来，一、二线地产销售下滑主要是供给端的问题。高频数据显示，销售负增长 50% 左右，其下降趋势并非源于需求不足，实际上多地出现抢房的情况，而是新增楼盘低于市场需求所致。展望明年，我们认为偿债压力或迫使开发商加大推盘力度，进而助力一、二线地产销售筑底。截止 2017 年一季度，全行业净负债率约 100%，达到历史高点；并且从债券到期情况可以看到 2018Q1 开始陆续到期。此外，今年以来土地购置面积由降转增，并持续提速，据此推测未来 3 年内，新房供给将有所增长。

棚户货币化边际影响钝化或导致三、四线地产销售增速放缓，甚至出现负增长。今年以来，三、四线地产销售面积延续正增长，不过增速自 6 月份起开始放缓。相比于一、二线地产销售大幅下滑，三、四线地产的良好表现短期主要源于两大催化剂：棚户货币化和房贷利率折扣。然而展望明年，政府去地产库存手段的边际影响在钝化，比如棚改任务今年为 600 万套，而未来三年的目标有所下滑，年均 500 万套的目标。因此，我们认为，三、四线地产销售同比增速放缓的趋势将延续，甚至会出现负增长。

综上所述，明年地产销售将出现分化，趋势上，一、二线城市或优于三、四线城市，由于大部分上市家居企业依然在一二线城市的营收占比较高，而在三四线城市则以渠道渗透和品牌品类扩张的消费逻辑为主导；同时我们也从过去几年的行情中发现家居板块估值对一二线地产周期的敏感度高于三四线地产周期。因此，从边际变化上，明年板块预期或将改善，我们对明年家居板块的估值持乐观积极判断。

定制家居：蓬勃发展，强者恒强

定制家具行业发展迅速，格局上呈现“大行业小公司”的特点，索菲亚作为定制衣柜行业龙头，也仅占衣柜市场 6% 的份额。从行业属性上来看，定制家具行业属性介于成品家具和家电之间，类似于家电，定制家具更强调功能性，外观差异并不太大，因此龙头企业具备做到高市占率的潜力。不过，受到生产工艺并未完全自动化的影响，业务规模在期初难以很快爆发式增长，因而定制家具龙头的成型需要更长期的积淀。

图 25：从外形和功能上看，各品牌衣柜较为同质



资料来源：公司官网，天猫商城，长江证券研究所

市场空间尚大，未来三年 CAGR 约 20%

定制家具市场规模尚小，正处于高速成长期。定制家具占我国整体家具市场份额的 20%-30% 左右，参照国外定制家具 60%-70% 的市场渗透率，市场空间广阔。

定制橱柜发展较成熟，行业未来增速约 10%-15%。2016 年我国定制橱柜市场规模超千亿元，在橱柜市场中渗透率超 60%。未来随着改善型家居需求的增加以及精装房趋势显现，定制橱柜市场规模呈稳步增长。预计未来几年的增长中枢为 10%-15% 左右。

定制衣柜行业将持续快速成长。2014 年我国定制衣柜销售套数为 650 万套，假设全国房屋年装修量 1500 万套，每套房屋配备 1.5 个衣柜，以此测算我国定制衣柜渗透率为 30% 左右。假设每套定制衣柜平均终端售价 6000 元，行业增速 25%，2015 年我国定制衣柜市场容量达到 500 亿元以上。未来几年定制衣柜的行业性增长为 20%-25%，若达到 50% 左右的衣柜市场渗透率，2018 年定制衣柜市场容量近 1000 亿元。

全屋定制市场尚处于起步阶段。目前，其他定制的柜类产品渗透率不足 10%，2017 年市场容量为 100 亿元左右。未来，随着居民消费水平的提升，以及对定制家具的接受程度增加，全屋定制渗透率仍有较大的增长空间。

表 4：定制家具行业市场空间测算

时间	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
家具制造业主营业务收入（亿元）	7187	7873	8560	9373	10244	11177
同比		9.53%	8.73%	9.50%	9.30%	9.10%
木质家具主营业务收入（亿元）	4558	5013	5490	5984	6492	7012
同比		10%	9.50%	9.00%	8.50%	8.00%
木质家具占家具行业的比率	63.41%	63.68%	64.13%	63.84%	63.37%	62.74%
衣柜						
定制衣柜套数(万套)	650	813	1012	1254	1549	1905
同比		25.00%	24.50%	24.00%	23.50%	23.00%
每套售价（元）	6000	6000	6000	6000	6000	6000
定制衣柜市场空间（亿元）		488	607	753	929	1143
同比			24.50%	24.00%	23.50%	23.00%
定制衣柜渗透率	30%	35%	40%	45%	50%	55%
衣柜市场容量（亿元）		1393	1517	1672	1859	2079
同比			8.94%	10.22%	11.15%	11.82%
橱柜						
定制橱柜市场空间（亿元）	909	1000	1125	1271	1443	1645
同比		10%	12.50%	13%	13.50%	14%
定制橱柜渗透率	60%	61%	62%	63%	64%	65%
橱柜市场容量（亿元）	1515	1639	1815	2018	2254	2531
同比		8.20%	10.69%	11.21%	11.73%	12.25%
其他木质家具						
其他木质家具市场空间（亿元）		1981	2158	2293	2379	2402
同比			8.91%	6.29%	3.73%	0.99%
其他木质定制家具渗透率		5.00%	5.50%	6.00%	6.50%	7.00%
其他木质定制家具市场容量（亿元）		99	119	138	155	168
同比			19.81%	15.95%	12.37%	8.76%
定制家具市场容量（亿元）		1587	1851	2161	2527	2956
同比			16.64%	16.80%	16.91%	16.99%
占家具行业比率		20.15%	21.62%	23.06%	24.67%	26.45%

资料来源：Wind，中商产业研究院，中国建筑装饰网，新浪财经，泛家居网，长江证券研究所

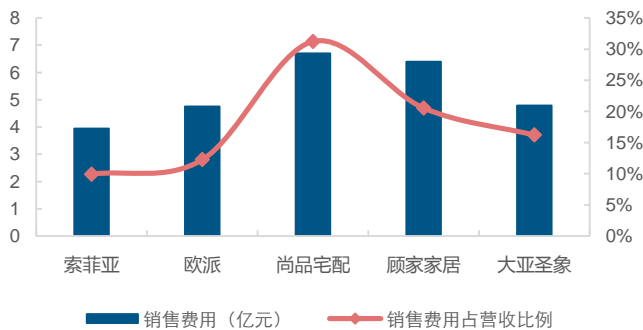
品牌红利是核心价值

当前，家具品牌的影响力要明显弱于渠道品牌，消费者的认知度不足。家具品牌大多还停留在产品品牌的阶段，未来需要向消费品牌升级，越来越多的企业开始重视建立品牌战略。那么，为什么家具品牌如此重要？简而言之，针对消费品的零售市场，当消费者对产品认知能力或辨别能力不足的时候，品牌往往是衡量产品优劣的通用标准，意味着品牌口碑越好，越利于产品销售。

第一步：加大广告投放，提升品牌知名度

通过上市公司的数据可见，类似于欧派、索菲亚等行业龙头，一年的宣传推广费用超过1亿元，主要投放在人流量较大的高铁站、机场、商圈等区域。目前，高铁站和机场的广告位基本被定制家具和家电品牌占据；此外，还聘请当红明星作为品牌代言。大量的广告投放旨在提升消费者对品牌的认知度，仅仅是品牌推广的第一步。

图 26：定制家居企业大量投入到品牌推广



资料来源：公司公告，长江证券研究所 注：数据取自 2017 年各公司中报数据

图 27：各大品牌纷纷请当红明星代言

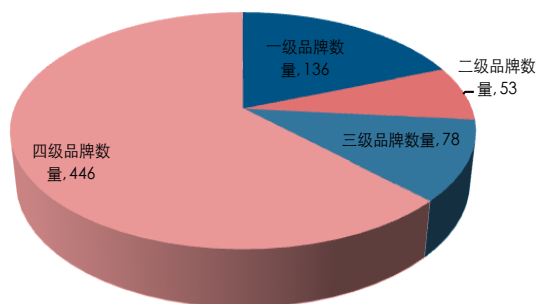


资料来源：公司官网，长江证券研究所

第二步：强化“产品+服务”，塑造高品质的品牌形象

品牌众多，用户体验参差不齐。随着衣柜行业高速发展，市场上出现了越来越多衣柜品牌，据统计数据显示，国内衣柜品牌数量达到 713 家，中国衣柜网根据品牌实力、渠道拓展完善程度、用户认知度、品牌活跃度、曝光度等多维度数据对诸多品牌进行分级，一级品牌占比不到 20%。衣柜品牌鱼龙混杂，质量也参差不齐，定制衣柜也是重灾区，根据中华衣柜网数据，部分地区定制衣柜投诉占到三成比例，从生产设计到运输安装均存在大量问题。

图 28：定制家具品牌众多，用户体验参差不齐



资料来源：中国衣柜网，长江证券研究所

图 29：定制家具生产各个环节的要点

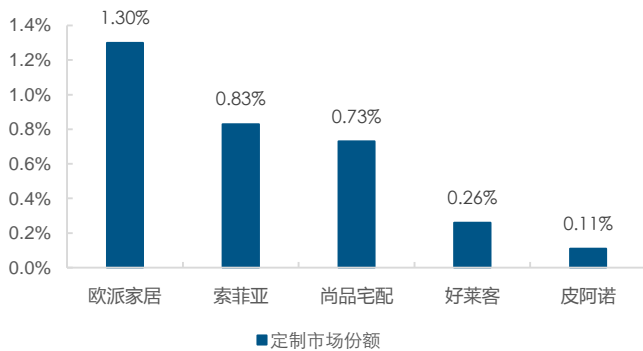


资料来源：德夫曼定制家具，长江证券研究所

良好的品牌口碑是客户体验长期积累的结果，对于定制家具企业而言，需要高品质产品和优秀的终端服务能力的支撑，壁垒较高，是企业的核心竞争力。当前，定制行业已诞生一批优质品牌，比如定制衣柜行业以索菲亚为首，欧派、尚品、好莱客紧随其后；定制橱柜行业以欧派为首，志邦、金牌、司米紧随其后。

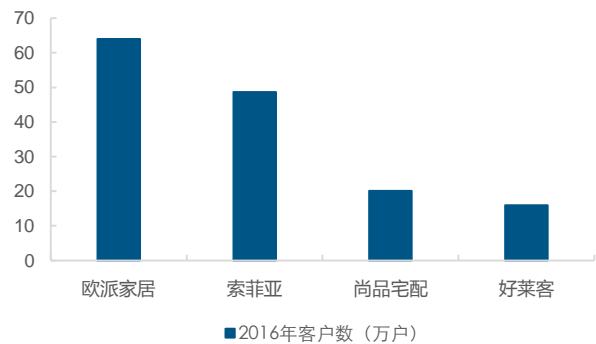
举例而言，我们渠道调研了解到，索菲亚衣柜门店一次进店下单率超 30%。定制类的品牌消费韧性已经逐渐形成，一旦领头羊形成较高的品牌壁垒，落后企业发展的难度就会越来越大。

图 30：欧派家居和索菲亚占据定制家居的第一梯队



资料来源：公司招股说明书，公司年报，长江证券研究所

图 31：国内定制行业已诞生一批品牌制造企业



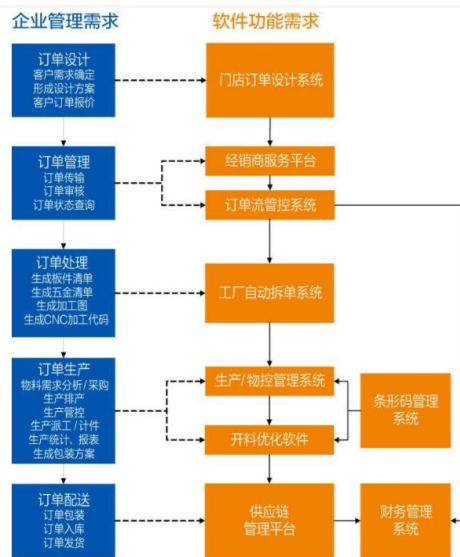
资料来源：公司招股说明书，公司年报，长江证券研究所

优势一之信息化：利于成本与效率管控，先发优势难以逾越

信息化可分三大环节：后端设备的柔性化生产、中端从设计图纸转化生产图纸的自动化程度、前端展示效果。三大环节通常会使用 2-3 套不同的软件系统进行对接，因而能否将三大环节的软件打通并无缝连接生产设备是信息化实力的表现。信息化水平的提升将带来三大优势：

- 1) 生产成本的下降。**板材利用率提升以及错误率的下降是降成本的关键，优秀企业能够凭借多年对定制工艺的理解，设置更为合理的拆单指令，并不断磨合从拆单到生产环节的合理性，通过提升板材利用率来降低生产成本。目前处于行业领先地位的是索菲亚和欧派家居。（注：尚品的信息化水平也很高，各项指标并未最低的原因是产品结构中非标柜类占比较高）
- 2) 提升人工产值，有助于打破产能瓶颈。**定制家居企业的产能瓶颈主要源于前端服务和中端审单、拆单环节对人工的高度依赖。终端设计软件升级以及引入庞大的设计方案库可降低对设计师的能力要求；通过信息化系统的不断升级优化，工厂后端的订单审核人员也可大幅缩减，甚至做到无人化。
- 3) 提升一次安装成功率，优化客户体验。**据统计，导致一次安装不成功的原因有三点：物流、设计师测量和生产错误，其中生产错误是能够有效控制的。目前安装成功率较为领先的是欧派家居和索菲亚。

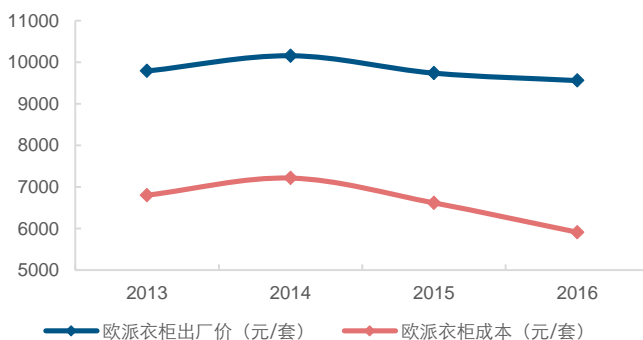
图 32：定制家具工艺流程图



资料来源：永拓智造 EPR 官网，长江证券研究所

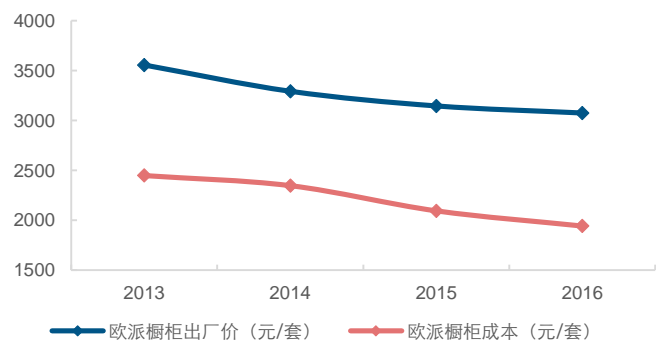
以索菲亚、欧派家居为代表的龙头企业，已具备较高的信息化水平，行业壁垒逐步提升。信息化系统的升级能够打破定制家具行业的规模瓶颈，其过程需要长期的磨练，当前行业龙头已具备显著的先发优势，基于产能充足的前提下，有效提升市场份额，将进一步增强行业的进入壁垒，最终或形成强者恒强的局面。

图 33：欧派家居衣柜生产成本逐年下降



资料来源：公司招股说明书，长江证券研究所

图 34：欧派家居橱柜生产成本逐年下降



资料来源：公司招股说明书，长江证券研究所

优势二之渠道：圈地时代渠道为王，经销商盈利强弱决定扩张潜力

圈地为王时代：对于尚处于渗透率提升、渠道下沉的品牌家居企业而言，渠道扩张一定是必然路径。而且家居作为低频耐用消费品，渠道一定程度上等同于品牌。从目前渠道规模来看，欧派、索菲亚、尚品宅配等已经完成了第一步的原始积累（抢占核心城市）。

定制家居发展至今，企业间营收规模的差异基本是经销商区域竞争力的体现。在尚未形成强大品牌红利的阶段，经销商实力成为决定营收规模扩张的核心因素。

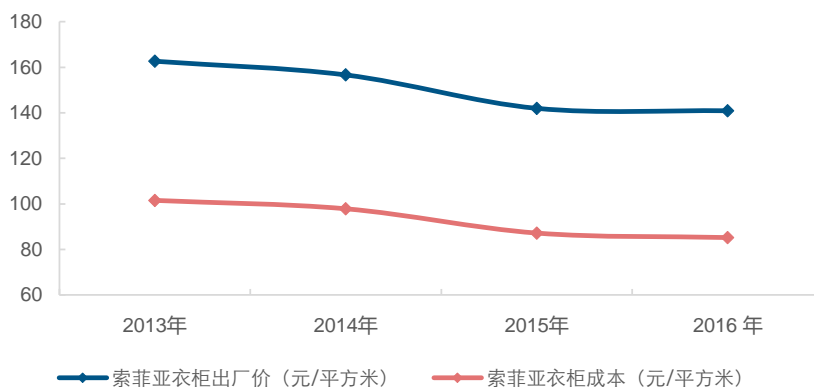
大幅让利经销商是行业龙头普遍采用的手段，定制衣柜通过让利降低终端价，产品高性价比+优质终端服务是核心；定制橱柜通过让利，经销商高毛利、高投入，更强的终端服务是核心。

最终，经销商良好的盈利能力才是定制企业渠道优势的综合体现。

定制家具的销售环节完全依赖于经销商体系，渠道能力至关重要。所谓的渠道优势，并不是单纯的店面数量的多少，而是经销商综合服务能力的对比。**我们认为，核心标准是经销商的盈利空间越大，越容易打造渠道优势。**

以索菲亚为例，过去几年，公司专注于信息化系统的优化和升级，生产工艺已达到行业最高水平，成本大幅下降。成本下降带来的新增利润公司选择让利给经销商，而并非提升自身的毛利率，因此可以看到，公司出厂价随生产成本逐年下降。经销商获得更多的利益支持，可强化渠道投入，例如店面选择、员工技能培训、区域广告投放等，长期持续的渠道投入才逐步建立索菲亚的渠道优势。**简而言之，渠道优势的建立是一个系统性工程，首先需要生产工艺的不断提升带来成本的下降，其次需要培育、扶植懂得如何销售定制家具的优秀经销商。优秀的经销商体系是难以被模仿的，具备较高的壁垒。**

图 35：索菲亚通过信息化水平提升降低的成本，让利给经销商，而并未提升自身的毛利率



资料来源：公司年报，长江证券研究所

表 5：上海地区定制 2*0.5*2.2M 不同品牌报价

品牌	价格计算模式	价格
索菲亚	投影面积计量（不包含五金）	4200元起
欧派	衣柜展开面积计算	6000元起
尚品宅配	根据不同设计方案收费	4000元起，5000元建单
好莱客	根据投影面积收费（不包含五金）	4000元起

资料来源：渠道调研，长江证券研究所

如何衡量经销商的盈利情况？坪效数据优先，其次是单店销售额，再次是经销商店数量。定制橱柜行业，欧派作为行业老大，渠道优势明显，志邦橱柜和金牌橱柜的渠道实力较为接近，司米是索菲亚的橱柜品牌，虽然起步较晚，但发展迅速，有望追赶第一梯队企业。定制衣柜行业，龙头企业的渠道战略各有所长，索菲亚作为行业老大，占据领先优势，欧派家居、尚品宅配和好莱客同样具备较强的竞争力。

表 6：主要定制家具企业渠道数据对比

类别	公司	主营收入 (亿元)	经销商店 面数(家)	加价率	单店销售额 (万元)	单店面积 (平方米)	坪效 (元/平方米)
衣柜	索菲亚	36.28	1900	2.1	401	300	13366
	欧派衣柜	19.88	1394	2	285	300	9507
	尚品宅配 (加盟)	19.68	1081	2	364	300	12137
	尚品宅配 (直营)	18.20	76	1	2395	800	29934
	好莱客	13.08	1300	2	201	300	6706
橱柜	欧派橱柜	34.24	2088	2	328	300	10932
	志邦橱柜	10.21	1112	2	184	300	6121
	金牌 (加盟)	6.85	764	2	179	300	5981
	金牌 (直营)	2.59	42	1	462	300	15410
	我乐家居	5.93	731	2	162	300	5412
	司米橱柜	4.13	600	2.1	145	300	4818

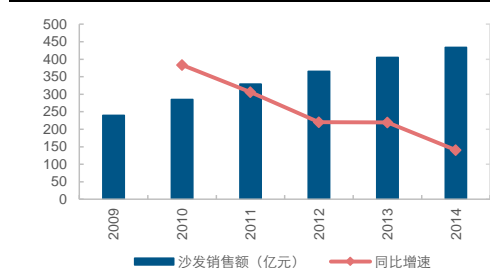
资料来源：公司招股说明书，渠道调研，长江证券研究所

成品家居：增长相对平稳，龙头之路渐明

软体家居行业：渠道持续扩张，品类相互渗透

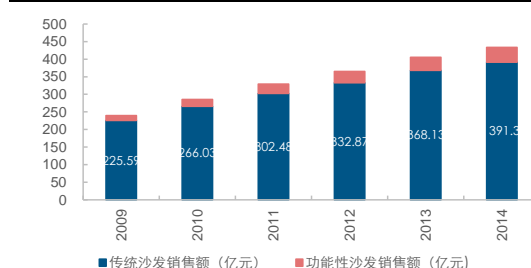
我国以传统沙发消费为主，功能性沙发仍属小众。2016 年，我国沙发行业规模为 518.6 亿元，行业增速达 10.2%。按照使用功能划分，沙发又可以分为传统沙发和功能性沙发，其中功能性沙发能够同时实现坐、卧和存储物品等功能。目前，我国仍以传统沙发为主，占比约为 90%，相比而言，功能沙发受限于昂贵的价格和面积较大，市占率仍然偏低，随着国内消费能力的提升，功能沙发的市场份额正逐年提升，已从 2009 年的 5.8% 提升至 2014 年的 9.8%。

图 36：我国沙发市场规模



资料来源：中国产业信息网,长江证券研究所

图 37：我国传统沙发占比超过 90%



资料来源：中国产业信息网,长江证券研究所

沙发行业集中度低。我国沙发制造行业主要有 OEM、ODM 和自主品牌三种模式，因进入门槛较低，且产品同质型较强，行业竞争较为充分。行业龙头的市占率仍有较大提升空间，根据 2016 年数据，顾家家居、敏华控股的市占率分别为 11.35%、13.12%。

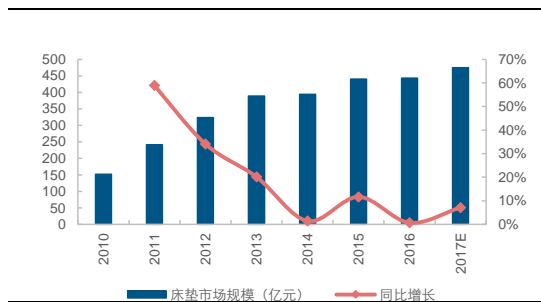
表 7：行业竞争格局

品牌	主打产品	门店数量	收入规模
顾家家居	皮沙发	超过3000家	47.95亿元（2016年）
敏华芝华仕	功能沙发	1630家	78.41亿元（2016）
左右家私	以传统沙发为主	2900家	超过20亿元
斯可馨	布艺沙发	约2000家	
华达利	以传统沙发为主	约160家	

资料来源：Wind，各公司官网，长江证券研究所

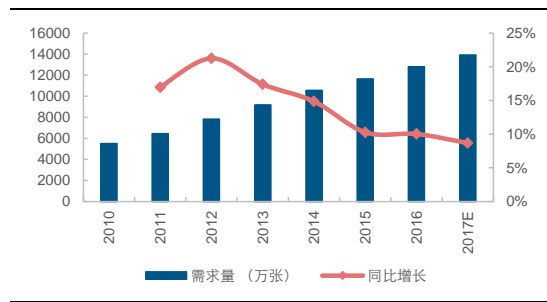
床垫行业竞争升级，龙头企业受益。床垫是为了保证消费者获得健康而又舒适睡眠的一种物品，根据床垫材质不同，可分为弹簧床垫、棕榈床垫、乳胶床垫等。根据中商产业研究院统计数据，2016 年我国床垫市场规模为 443 亿元，同比持平，而床垫产量增长了 11%，达 13.55 万个。主要因为床垫作为标品，随着市场竞争升级，厂商会通过降价等方式获得更高的市场份额，而掌握成本优势的龙头企业将因此受益。

图 38：我国床垫行业规模稳定



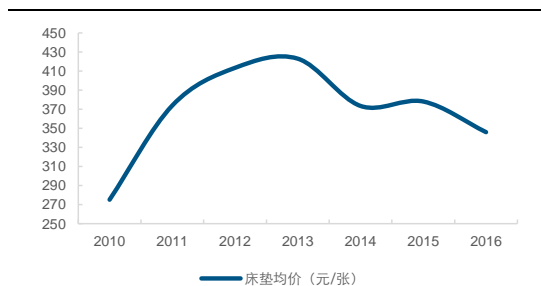
资料来源：中国产业信息网,长江证券研究所

图 39：我国床垫行业需求量快速增长



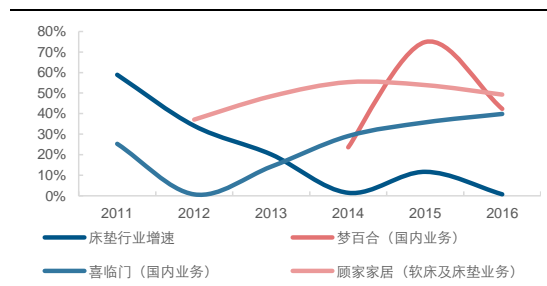
资料来源：中国产业信息网,长江证券研究所

图 40：我国床垫行业均价自 2013 年以来持续下滑



资料来源：中国产业信息网,长江证券研究所

图 41：床垫行业正处于整合期



资料来源：中国产业信息网, Wind, 长江证券研究所

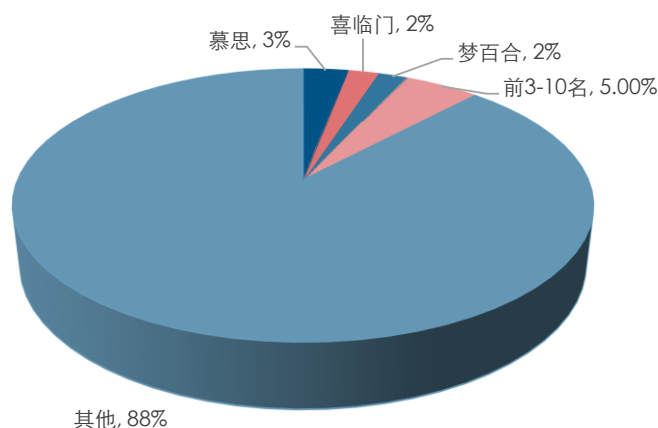
目前行业集中度依然偏低，业内缺乏绝对龙头。我国床垫企业有上千家左右，而其中年产能能力在 20 万张以上的专业床垫制造商仅为 20 家左右，呈现“大行业，小公司”的特点。我国床垫企业在品牌、技术、规模等方面存在着较大的差距，全国性床垫品牌较少。2014 年，我国床垫行业 CR10 仅为 12%，其中市场份额最高的慕思市场份额也仅为 3% 左右，市场竞争极为充分。

表 8：床垫行业主要品牌对比

公司	成立时间	收入规模/亿元 (2014年)	门店数量/家	渠道构成	产能 (万张)	所在地	公司背景
慕思	2004年	16.8	2100 (国外近20家)	零售、电商、酒店、出口	-	广东	内资
喜临门	1996年	12.8	967	零售、酒店、电商、出口	260	浙江	内资
梦百合	2003年	11.58	145 (国外1500家)	零售、电商、酒店、出口	150	江苏	内资
穗宝	1971年	5.88	1630	零售、电商、酒店、出口	70	广东	内资
舒达	2008年	5.8	424	零售、出口、酒店	-	广东	外资
雅兰	1997年	4.98	987	零售、电商、酒店、出口、工程	38	广东	内资
大自然	1990年	4	480	零售、酒店、工程、电商	30	贵州	内资

资料来源：中国产业信息网，长江证券研究所

图 42：我国床垫行业 CR10 为 12%



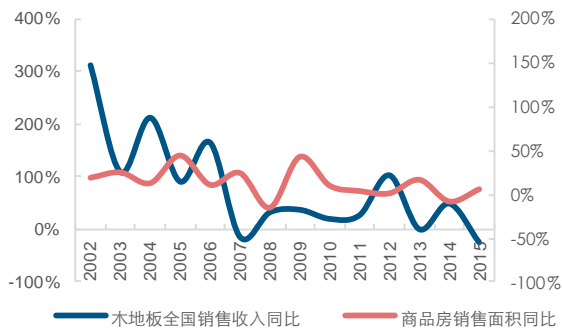
资料来源：中国产业信息网，长江证券研究所 注：数据来自 2014 年

纵观整个软体家居行业，在品牌渠道方面，国内如顾家、敏华、喜临门等领先企业已初步具备规模，顾家等领头羊未来几年仍会加速开店，以求进一步提升产品认知度和流量；在品类方面，因后端生产工艺、供应链等方面的协同性，沙发、床垫等可相互渗透延伸，以提高客单价，例如顾家、敏华近年床垫业务快速增长，喜临门近期拟收购米兰映像拓展沙发品类等。软体家居龙头积极贯彻渠道扩张和品类渗透，有望引领行业集中度提升。

地板行业：平稳增长，品牌龙头孕育

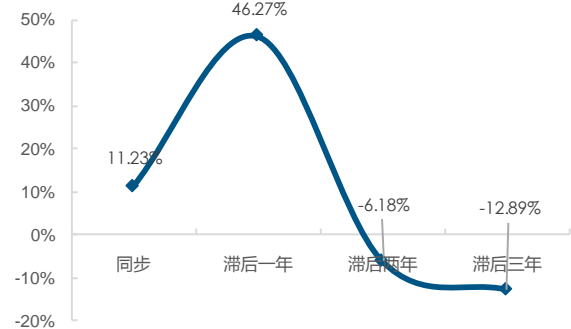
地产大年影响滞后，今明两年业绩无虑。木地板行业需求主要源于房地产交易和旧房翻新，各自占比约为 50%。其中，房地产交易以新房（期房）为主，从付款到交房大约需要 1-1.5 年左右，导致木地板销售相对于地产销售存在至少 1 年的滞后性。另一方面，由于每年旧房翻新的数量较为稳定，使得木地板行业增速的波动幅度低于地产销售的波动。2016 年商品房销售面积同比增长 22.5%，显著高于 2015 年 6.5% 的水平，据此推算，2017/2018 年木地板销量有望提速。

图 43: 木地板销售与商品房销售相关



资料来源: Wind, 长江证券研究所

图 44: 木地板销售与地产销售滞后一年的相关性最高

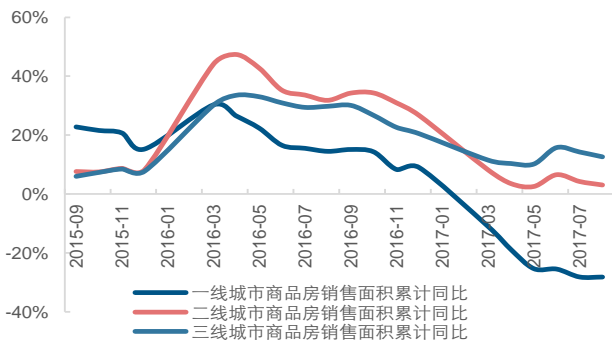


资料来源: Wind, 长江证券研究所 注: 图中数据是使用木地板销售增速与地产增速的相关系数

二、三线城市或将成为新的增长点。相较于一线城市，二、三线城市地产限购政策较为缓和，挤出效应使资金大概率流向二、三线等房价洼地地区，并且一线城市房价增速持续高于二、三线城市，房价差异仍在进一步拉大，最终或导致人口向二、三线城市迁移。从数据上来看，北京和上海外来人口呈现下滑趋势，2016 年回落至近四年最低；本地农民工和外出农民工变化趋势同样印证了上述观点。

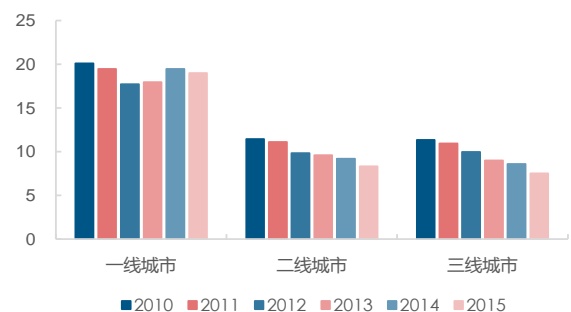
高性价比地板受益最大。我们认为，二、三线城市地产加速将推动地板产品结构的调整，实用性更强的中端品类或迎来加速增长。

图 45: 二、三线城市地产销售优于一线城市



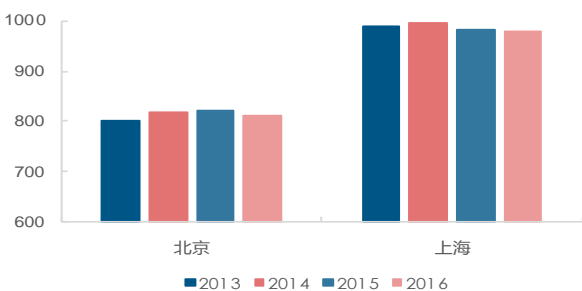
资料来源: Wind, 长江证券研究所

图 46: 二、三线城市房价收入占比持续下滑



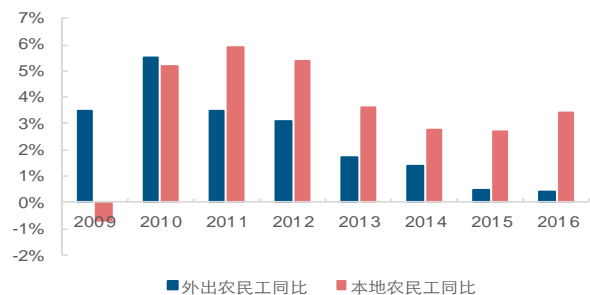
资料来源: Wind, 长江证券研究所, 注: 房价收入比为房价与城市居民家庭年收入之比

图 47: 常住外来人口变化/万人



资料来源: 国家统计局, 长江证券研究所

图 48: 本地农民工和外出农民工变化趋势



资料来源: 国家统计局, 长江证券研究所

前瞻研究院《2016-2021 年中国木地板制造行业产销需求与投资预测分析报告》预测：到 2020 年大城市木地板平均普及率将达到 30%-35%左右，中小城市木地板平均普及率将超过 15%。预计 2016-2021 年，我国木地板行业总体呈增长趋势，预计到 2021 年，我国木地板行业销售收入将接近 1300 亿元，相较目前 779 亿元的市场规模，仍具备近 70%的成长空间。

木地板产品属于标准化的功能性单品，理论上讲品牌龙头的市场份额可以做到很高水平。目前国内第一品牌“圣象”市占率仅 10%出头，大亚圣象在通过股权激励理顺内部机制后，明年 To C 端渠道发力，To B 端精装房业务维持快速增长，有望引领行业集中度提升。随着菲林格尔今年上市，木地板板块未来有望吸引更多资金配置。

全屋软装：以软装设计主导权驱动全屋产品销售

以宜家为代表的一站式家居购物，是国内企业正在尝试的新模式，能够解决两大痛点：

1) 以设计驱动销售，为消费者提供的整套家居生活解决方案，对美感和品质提出更高的要求；2) 所见即所得，设计方案内的所有产品均由单一品牌提供，为产品质量与售后服务背书。

谁能成为中国的宜家？我们认为真正的全屋大家居需要具备三大要素：1) 独立渠道，在品牌家居卖场里很难卖全品类；2) 优秀软装设计能力，满足消费者外观上的个性化需求；3) 多品类家居供应链管理能力和“买手”能力。目前，美克家居和曲美家居的模式天然具备这个基因，相关业态如“美家”的设计工作室、曲美的“你+”生活馆、顾家未来计划发力的精品宜家店等；此外，尚品宅配在 Shopping Mall 里设有独立渠道，搭配其全屋定制的产品结构，未来亦有这个可能。

表 9：上市家居企业的全屋软装模式雏形

渠道&模式		简介
曲美家具	“你+”生活馆	1) 门店可提供成品、定制、软装的全套家居服务；2) 通过构建以设计师主导的服务体系，设计师的点对点服务可以提升用户体验；3) 结合OAO系统，提升门店订单转化率。
美克家居	设计工作室	1) 通过在样板房设计中引入公司产品，可以提升公司品牌认知度；2) 以设计服务对接目标客户群体，有利于增强客户粘性。
顾家家居	精品宜家店	基于公司软体家具的优势地位，逐步打造包含沙发/软床/床垫/成品/定制等在内的多维产品矩阵，以“精品宜家”独立门店为销售平台，逐步推进大家居战略

资料来源：各公司公告，长江证券研究所

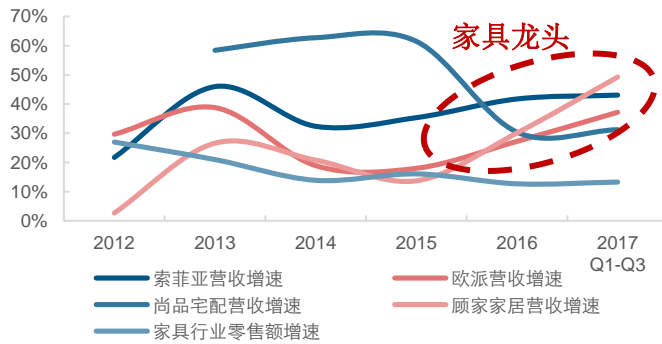
总体而言，真正的软装设计能力和超强的买手能力在国内家居业内依然是发展不足的，真正的全屋模式目前来看还需在中长期中逐步探索，新业态&模式对于投资的影响更多还是在估值端而非业绩端。

行业评级与投资建议

行业评级：继续看好家居行业投资机会。如前文所分析，考虑到明年地产结构性改善且当前家居板块估值消化调整较为充分，我们对明年家居行业估值持乐观判断。地产周期波动只是对家居行业整体带来一定程度的影响，而真正主导品牌家居领先企业中长期成长性的是持续的城镇化进程、工业信息化革命以及居家消费升级，而以上变量必然是持

续向上。品牌家居龙头渠道和品类扩张的空间还很大，在马太效应下引领行业集中度加速提升，有望持续享受估值溢价。

图 49：上市家居龙头增速显著快于行业，引领集中度提升



资料来源：国家统计局，Wind，长江证券研究所

图 50：家具行业估值降至低点



资料来源：Wind，长江证券研究所

投资建议：定制家居因整体成长性更优，料持续享受估值溢价，重点推荐一线龙头索菲亚、欧派家居和尚品宅配，同时看好志邦股份、金牌橱柜和好莱客等次级龙头。成品家居重点推荐软体家居龙头顾家家居，看好喜临门、梦百合等；地板行业推荐龙头大亚圣象。实木全屋从业绩和估值匹配度上，推荐美克家居和曲美家居。

表 10：A 股上市家居企业盈利预测及估值情况

公司名称	当前股价（元）	EPS			市盈率		
		16A	17E	18E	TTM	17E	18E
索菲亚	36.00	1.48	1.04	1.42	40	35	25
欧派家居	112.47	2.54	3.02	3.97	40	37	28
尚品宅配	155.06	3.15	3.45	4.96	50	45	31
志邦股份	48.37	1.48	1.5	2.05	36	32	24
金牌厨柜	118.98	1.92	2.47	3.43	54	48	35
好莱客	28.03	0.86	1.09	1.48	28	26	19
顾家家居	56.04	1.67	1.88	2.46	31	30	23
喜临门	17.26	0.61	0.72	0.97	26	24	18
大亚圣象	21.41	1.02	1.24	1.52	19	17	14
美克家居	5.71	0.51	0.22	0.28	28	26	21
曲美家居	14.07	0.38	0.51	0.66	30	28	21

资料来源：Wind，长江证券研究所

注：大亚圣象为长江证券研究所轻工组预测，其余为 Wind 一致预期

造纸：供需格局优化，龙头价值回归

景气度跟踪：延续高景气，废纸系价格波动上行

表 11：截至 12 月 9 日的价格跟踪情况

	价格（元/吨）	同比增长	Q4环比	Q3环比	Q2环比	Q1环比
瓦楞纸	3873	49.40%	4.36%	32.03%	-16.09%	22.99%
箱板纸	4750	48.42%	9.81%	17.59%	-8.73%	21.81%
白卡纸	6900	38.29%	6.47%	-5.11%	9.57%	20.54%
铜版纸	7475	27.84%	10.78%	-1.87%	6.34%	19.15%
双胶纸	7663	22.48%	13.69%	-0.86%	5.82%	12.99%
国废黄板纸	1900	55.26%	-12.74%	42.39%	-4.61%	15.90%
针叶浆	7200	27.16%	23.11%	20.73%	-3.90%	10.63%
阔叶浆	6100	38.24%	10.37%	10.62%	-0.65%	20.45%

资料来源：纸业联讯，长江证券研究所 注：价格数据为截至 12 月 9 日最新价格平均值，同比增长与环比变化

数据使用时期均价比较

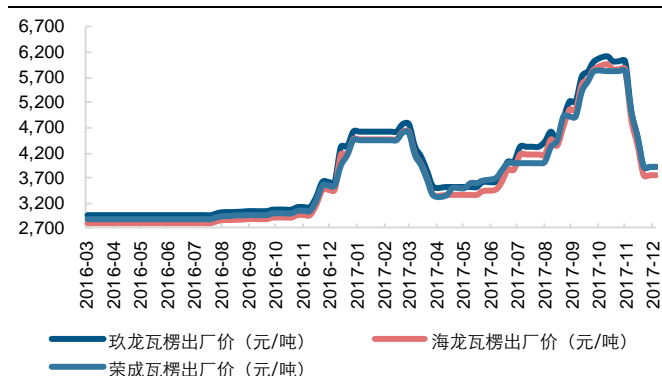
废纸系纸品：多因素共振，纸价大幅上涨，但波动较大

受到原材料（废纸）价格波动、环保限产、需求旺季等影响，箱板瓦楞纸价格在年内波动较大，不过整体中枢呈震荡上行趋势，截至 12 月 9 日，瓦楞纸均价 3873 元/吨，同比增长 49.40%；箱板纸均价 4750 元/吨，同比增长 48.42%。

今年以来，环保限产导致的供给收缩是提价和盈利修复的主逻辑。行业内超过 50% 的产能集中在中小企业手上，因而此轮环保限产对供给端的限制较为明显，推动纸价与企业盈利同步上行。此外，外废进口额度受限推动废纸价格上涨，亦是纸价能创历史新高的重要因素。国内箱板瓦楞纸企对外废依赖程度较高，外废/国废的使用量比例约为 40%/60%，今年 6 月份以来，进口废纸额度暂停审批导致国废需求提升，废纸价格大涨亦是纸价上涨的重要推手。

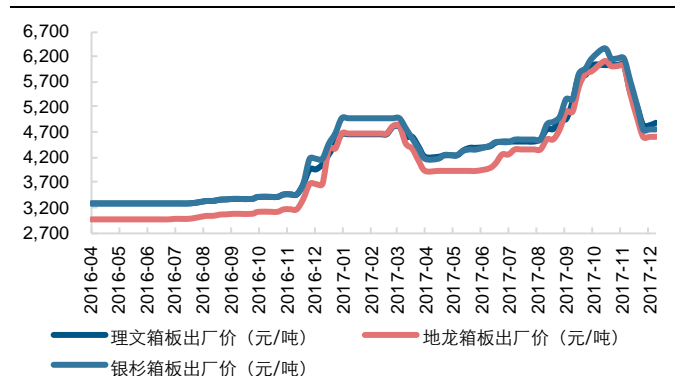
进入四季度，原材料（废纸）价格下跌、旺季需求前置等因素使得纸价在高位承压，纸企以降价去库存为主，截至 12 月初，卓创资讯的数据显示主流企业库存已回落至合理水平，价格基本企稳。

图 51：今年以来，瓦楞纸价格同比大幅上涨 49.40%，Q4 纸价高位承压



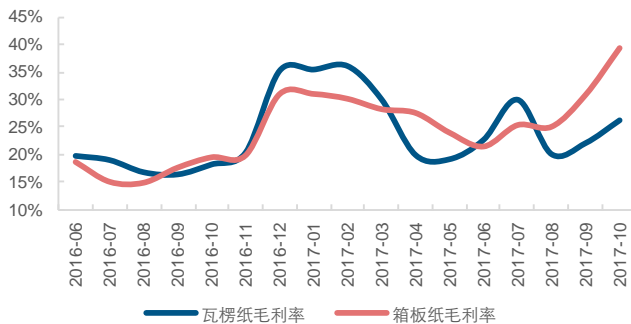
资料来源：纸业联讯，长江证券研究所

图 52：今年以来，箱板纸价格同比大幅上涨 48.42%，Q4 纸价高位承压



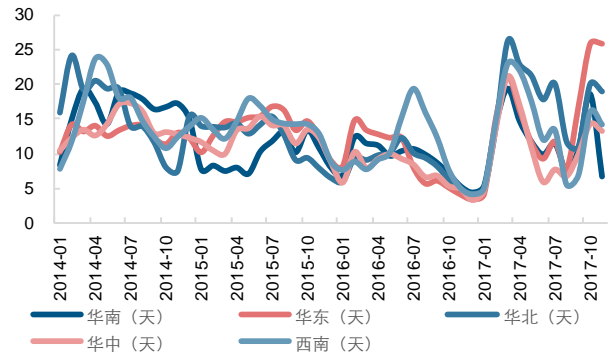
资料来源：纸业联讯，长江证券研究所

图 53: 今年以来, 箱板瓦楞纸企业盈利显著改善



资料来源: 卓创资讯, 长江证券研究所

图 54: 进入四季度, 箱板瓦楞纸企业库存有所回落



资料来源: 卓创资讯, 长江证券研究所

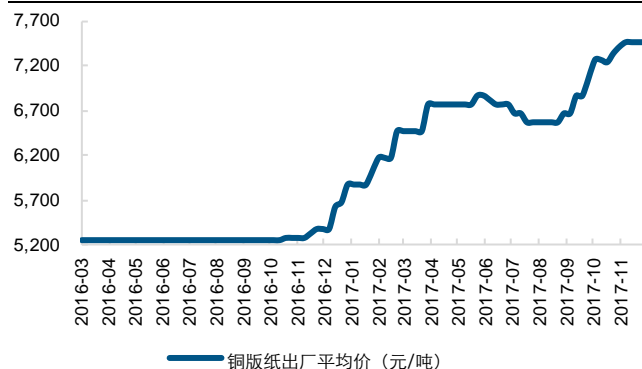
木浆系纸品: 行业垄断定价, 纸价稳步上行

受益于行业良好的供需结构, 以及寡头垄断的竞争格局, 年内木浆系纸品呈现平稳上升趋势, 截至 11 月 24 日, 白卡/铜版/双胶纸均价分别为 6900 元/吨、7475 元/吨和 7663 元/吨, 同比增长 38.29%/27.84%/22.48%。

今年以来, 行业垄断定价是提价和盈利修复的主逻辑。铜版/白卡纸已形成寡头垄断的格局, CR3/CR4 的市占率达到 85% 以上, 在整体供需结构达到弱平衡的前提下, 垄断定价的能力开始显现, 以当前吨纸净利润的水平推算, 行业 ROE 为 8%-12%, 我们认为仍低于行业合理水平, 垄断定价的能力仍然存在。此外, 原材料(木浆)价格上涨成为纸企提价的催化剂。由于行业高集中度, 木浆系纸品受环保限产的影响小, 此轮提价过程中供需结构的变化不大, 对价格边际影响较小, 因而原材料(木浆)价格上涨成为提价的主要催化剂。

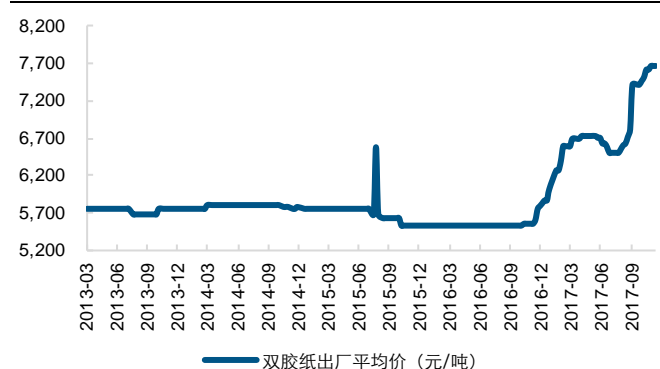
进入四季度, 在需求旺季和原材料涨价双重支撑下, 纸价继续上涨, 白卡/铜版/双胶纸均价分别环比增长 6.47%/10.78%/13.69%。

图 55: 今年以来, 铜版纸均价同比上涨 27.84%



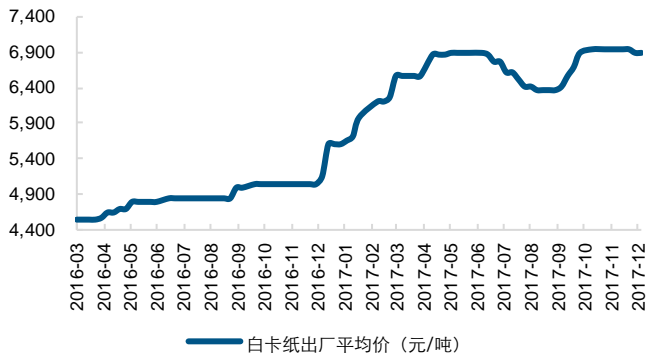
资料来源: 纸业联讯, 长江证券研究所

图 56: 今年以来, 双胶纸均价同比上涨 22.48%



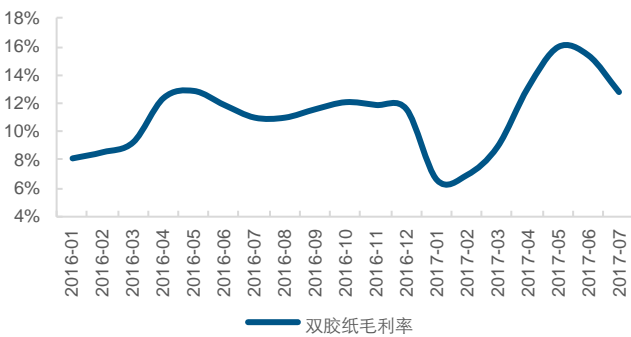
资料来源: 纸业联讯, 长江证券研究所

图 57：今年以来，白卡纸均价同比上涨 38.29%



资料来源：卓创资讯，长江证券研究所

图 59：今年以来，双胶纸企业盈利显著回升



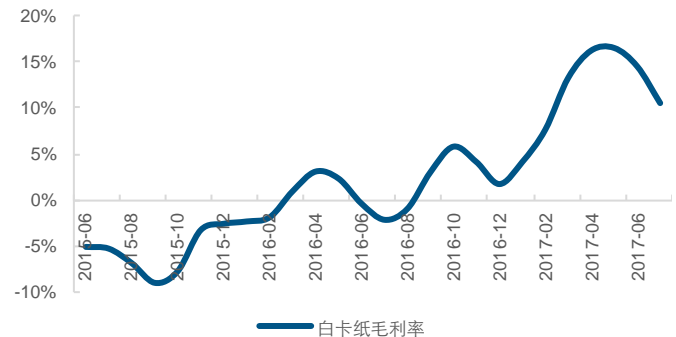
资料来源：卓创资讯，长江证券研究所

图 58：今年以来，铜版纸企业盈利显著上升



资料来源：卓创资讯，长江证券研究所

图 60：今年以来，白卡纸企业盈利显著上升



资料来源：卓创资讯，长江证券研究所

原材料：供给短缺，推动价格大幅上涨

废纸：外废进口额度受限推动国废价格大幅上涨。国内纸企对外废依赖度较高，按照年均消费量测算，国废/美废占比为 60%/40%。今年 6 月份以来，暂停外废进口额度审批，导致国废短期需求提升，年内国废黄板纸均价同比大幅上涨 55.26%。进入四季度，因下游需求趋弱，截至 12 月 9 日，废纸均价 1900 元/吨，单 Q4 环比下跌 12.74%。

木浆：全球供给收缩叠加港口浆供给不足，外盘浆与内盘浆齐涨。截至 12 月 9 日，针叶/阔叶浆均价为 7200 元/吨和 6100 元/吨，分别同比上涨 27.16%/38.24%，其中，单 Q4 针叶/阔叶浆环增 23.11%/10.37%。当前时点，存在两个较高的价差，一个是内盘与外盘浆价差处于高位；另一个是进口针叶/阔叶浆价差处于高位。

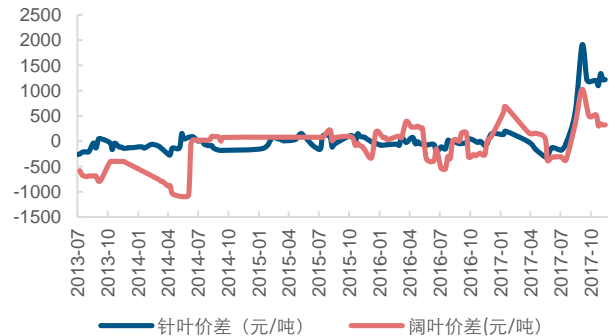
木浆属于全球贸易的资源型商品，我国对外依存度高，进口木浆占比达 60%，并且外盘和内盘浆价的相关度较高。从全球供需结构来看，今年木浆或新增产能 312 万吨，与下游需求增长较为匹配。然而部分木浆主产区由于受到大火、停机、罢工等因素扰动，实际供给出现不足，导致外盘浆均价持续走高。从内盘浆均价的角度来看，除了受外盘浆涨价的影响外，还因港口现货浆不足，投机炒作使得内盘浆价快速上涨。

图 61：外废进口额度受限推动国废价格大幅上涨



资料来源：纸业联讯，长江证券研究所

图 62：目前针叶浆与阔叶浆的内外盘价差仍处高位



资料来源：纸业联讯，长江证券研究所

图 63：今年以来，多因素共振导致全球供给收缩，外盘阔叶浆价格大涨



资料来源：纸业联讯，长江证券研究所

图 64：今年以来，多因素共振导致全球供给收缩，外盘针叶浆价格大涨



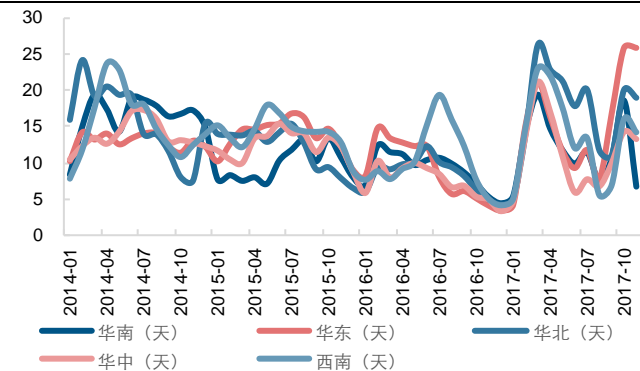
资料来源：纸业联讯，长江证券研究所

纸价展望：木浆系稳定性强，废纸系弹性大

废纸系：短期看纸价反弹，中期看行业整合

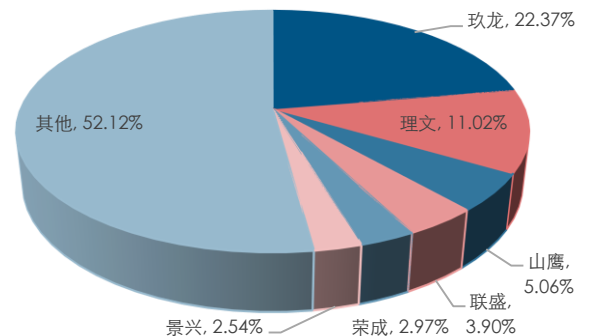
短期：低库存叠加需求旺季，纸价将企稳回升。当前时点，箱板瓦楞龙头联合限产去库存效果良好，企业库存已降至 20 天以内的合理水平。12 月中下旬即将进入圣诞和元旦备货期，需求小旺季有望推动纸价企稳回升，吨纸盈利亦将随之改善。从增速上看，相比于三季度纸价爆发性增长，行业盈利仍处于高位，后续若废纸价格相对平稳，预计纸价将呈窄幅上行走势。

图 65：当前时点，箱板瓦楞纸企业库存回落至 20 天以内的合理水平



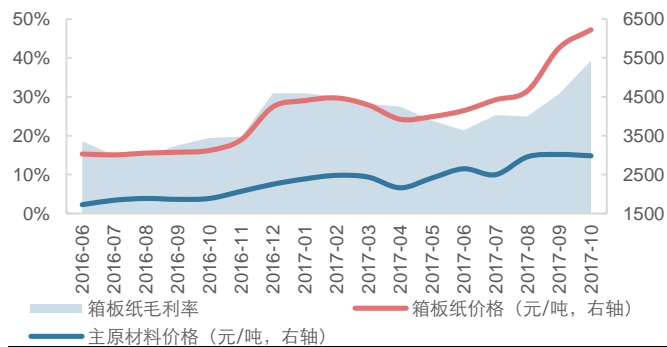
资料来源：卓创资讯，长江证券研究所

图 66：箱板瓦楞纸行业集中度较低



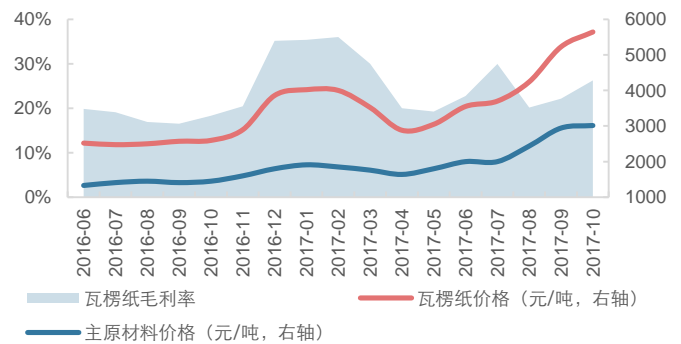
资料来源：卓创资讯，长江证券研究所

图 67：今年以来，箱板纸毛利率有所改善



资料来源：卓创资讯，长江证券研究所

图 68：瓦楞纸毛利率维持在较高水平



资料来源：卓创资讯，长江证券研究所

中期：行业整合加速，马太效应凸显。箱板瓦楞行业超过 50% 的产能掌握在中小纸企手上，行业整合空间大。2018 年环保税有望落地以及环保高压的常态化，将成为加速淘汰中小企业的有效手段，龙头企业由于已达到较高的环保标准，现进入收获期，充分享受行业集中度提升的红利。与此同时，进口废纸新政或将出台，从征求意见稿上看，30 万吨以下纸企和废纸贸易类公司无法获取废纸进口额度，若征求意见稿最终被通过，国废价格中枢有望上行，进一步拉大内外废价差，小企业原材料成本提升，而龙头纸企外废进口额度充足，具有显著的成本优势，中小企业的运营难度将加大。

图 69：今年以来，外废进口额度受限，内外废价差扩大



资料来源：纸业联讯，长江证券研究所

木浆系：盈利或将高位稳定，龙头中长期价值凸显

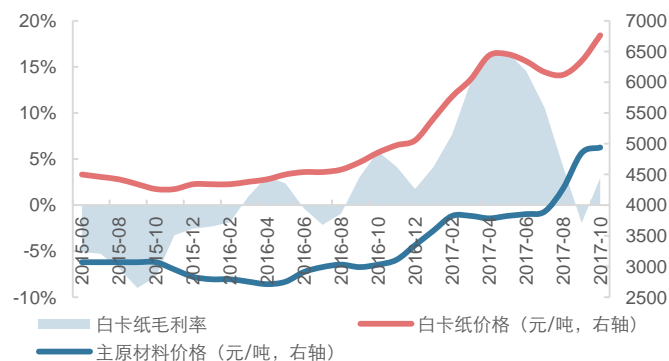
短期，原料价格高位叠加寡头垄断支撑纸价与盈利的稳定。

9 月份以来，木浆系各纸品提价主要是原材料涨价驱动，纸企税前利润仍维持在 500-600 元/吨的区间。考虑到 12 月至春节前因节日（圣诞、元旦、春节）备货需求，需求旺季将延续，以行业当前 8%-12% 的 ROE 来看，盈利仍有改善空间。此外，从原材料端看，考虑到 APP（印尼）、Fibria（巴西）、Metsa（芬兰）等浆企的新增产能将于年底逐渐达产，当前木浆供给紧张的局面有望缓解，短期浆价存在小幅下行可能，木浆系纸企可通过停机限产维持价格稳定，进而进一步提升盈利。

中期，各纸品盈利有望高位维稳。

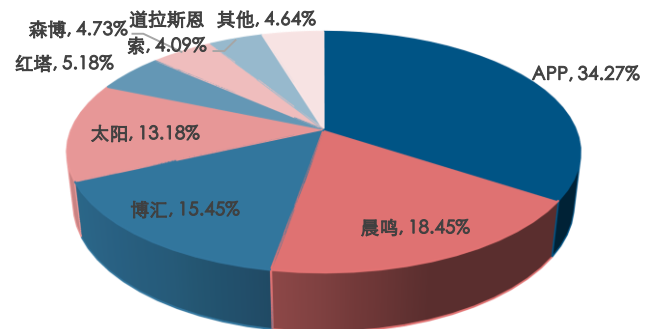
1) 白卡纸：供需持续优化，行业盈利或将维持较高水平。需求端，受益于消费升级和下游稳步发展，预计行业可维持 3%-5% 的内生增长，与此同时，因富阳白板纸产能（2014 年富阳白板纸产能占全国 50%，达 600 万吨）将于 2017-2020 年完全迁出，白卡纸对白板纸的替代需求或带来较大需求空间；供给端，2018 年中华纸业 60 万吨老旧产能将逐步退出，博汇 75 万吨新产能或将于 2018 年底建成，行业总产能维持平稳。未来三年内，供给稳定而需求小幅增长，供需格局进一步改善叠加垄断定价，预计盈利仍将窄幅上行。

图 70：今年以来，白卡纸毛利率稳步提升



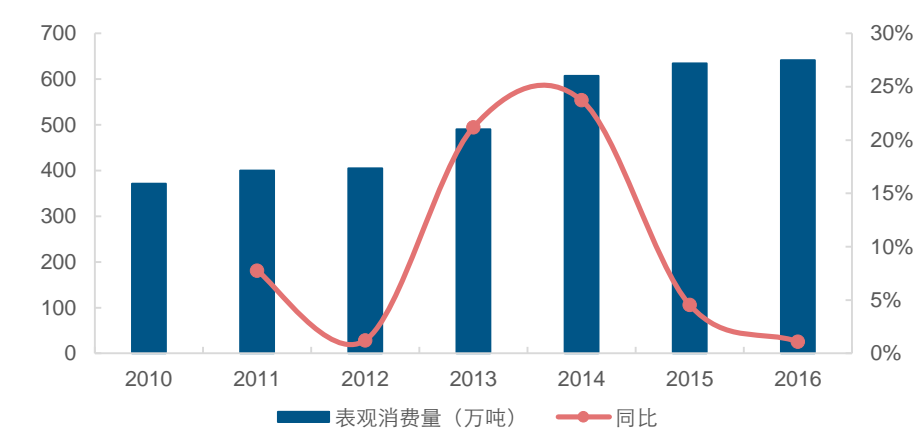
资料来源：卓创资讯，长江证券研究所

图 71：白卡纸行业已形成寡头垄断，CR4 市占率 81%，CR7 为 95%



资料来源：卓创资讯，长江证券研究所

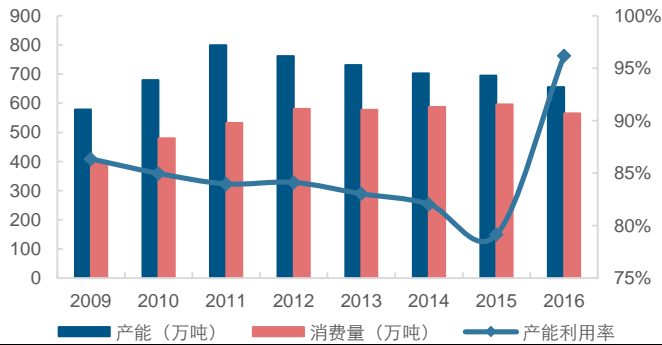
图 72：白卡纸需求维持正增长



资料来源：卓创资讯，长江证券研究所 注：表观消费量=生产量+进口量-出口量

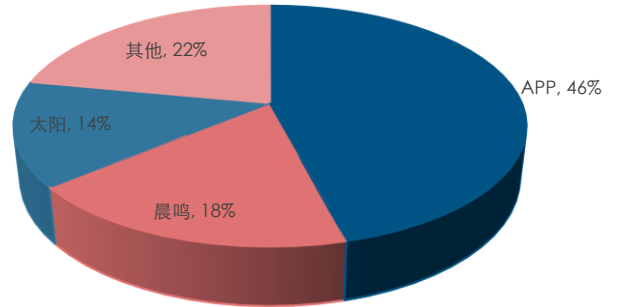
2) 铜版纸：已形成稳定且良好的供需格局，垄断定价助力盈利维持高位。供给端，前期铜版纸行业落后产能退出较为充分，且新产能投入壁垒高（未来两年内新少量新增产能），行业总产能维持稳定。需求端，儿童读物增加带来需求端企稳，目前行业的产能利用率处于高位。铜版纸行业供需两端均较为稳定，在寡头垄断的格局下（CR3 为 78%），行业盈利有望逐步回升至合理水平。

图 73：铜版纸供需格局良好，产能利用率大幅提升



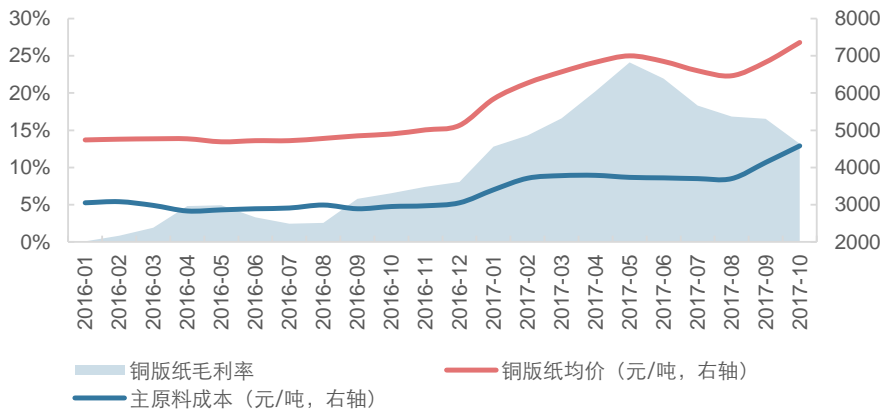
资料来源：中国造纸协会，长江证券研究所

图 74：铜版纸行业已形成寡头垄断，CR3 为 78%



资料来源：卓创资讯，长江证券研究所

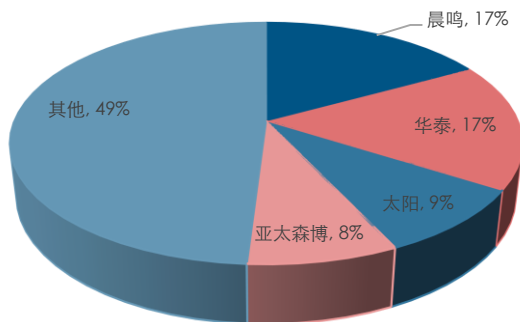
图 75：铜版纸毛利率维持在高位水平



资料来源：卓创资讯，长江证券研究所

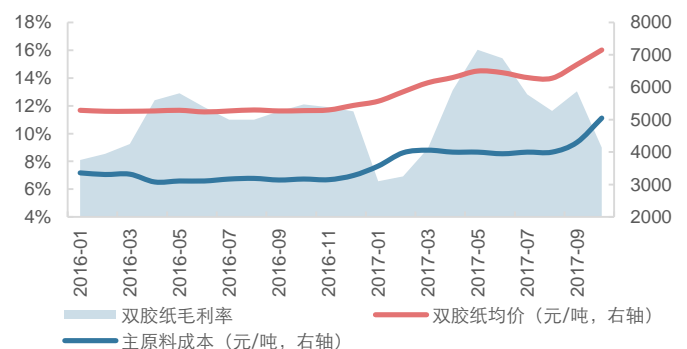
3) 双胶纸：环保趋严加速小产能出清，看好行业集中度提升。需求端，受益于教材教辅刚需特性，以及人均阅读量提升，下游需求稳定增长；供给端，未来 2 年内，仅晨鸣和太阳有少量新增产能投放，合计 70 万吨（占行业总产能的 7%），若考虑到行业内大量中小企业在环保高压下将逐步退出，供需格局有望维持平衡。此外，该纸品龙头晨鸣、太阳具备较强的竞争力，以当前的集中度来看（CR4 为 51%），整合空间大。

图 76：双胶纸 CR4 为 51%



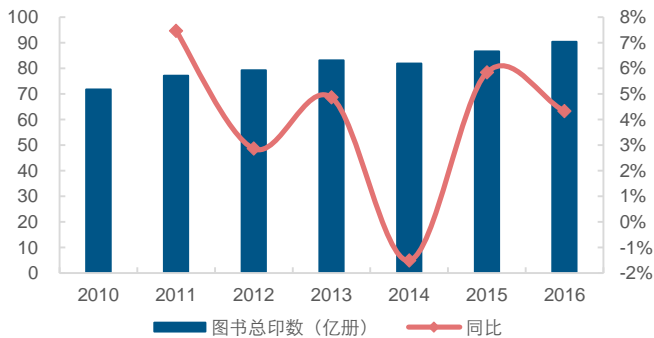
资料来源：卓创资讯，长江证券研究所

图 77：今年以来，双胶纸毛利率稳步提升



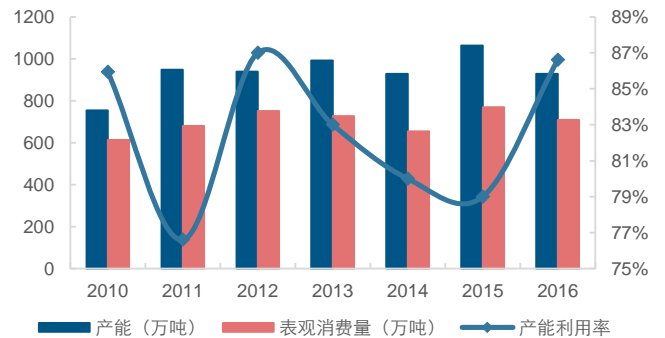
资料来源：卓创资讯，长江证券研究所

图 78：下游需求（图书）稳步提升



资料来源：国家统计局，长江证券研究所

图 79：双胶纸供需格局趋势向好



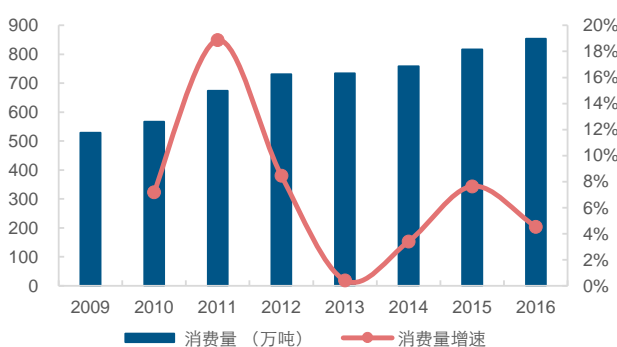
资料来源：卓创资讯，长江证券研究所

生活用纸：行业稳增长，龙头市占率仍有提升空间

消费升级叠加人口红利，行业维持稳定增长。随着城镇化和居民可支配收入提升，生活用纸作为高频、低价的刚性消费品，迎来量价齐升的机会：1）考虑到第三次婴儿潮（1983-1990 年）逐渐进入生育年龄，同时，国家于 2015 年首次提出实施全面二孩政策，以应对人口老龄化，预计未来新增人口有望高速增长，进而拉动生活用纸消费；2）消费升级趋势下，低端卷纸占比下降，功能属性与用户体验更佳的非卷纸（如手帕纸、厨房用纸等）比重提升。2016 年，生活用纸消费量增速在 5% 左右，在上述两点的推动下，行业有望维持稳定增长。

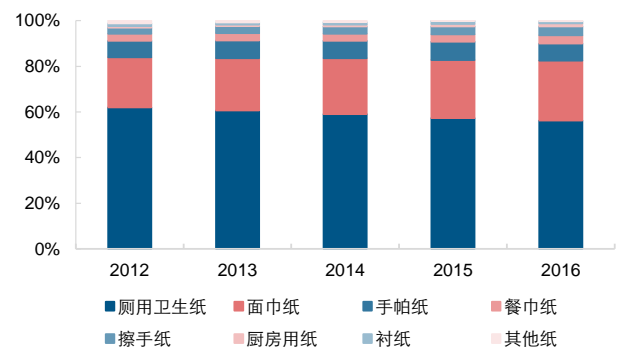
市场仍有整合空间，品牌与渠道兼备企业的价值凸显。生活用纸属消费品，具有一定的品牌红利，并且由于高频消费，购买场景多样化，渠道抢占能力亦是核心优势。目前，行业 CR4 仅为 38%，长期看好兼具品牌与渠道的龙头企业市场份额的提升与品牌溢价能力。

图 80：国内生活用纸消费量年均复合增速为 7.08%



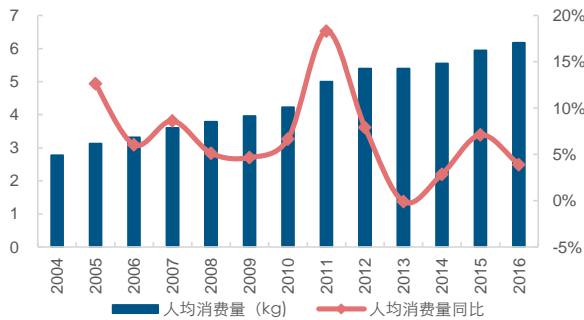
资料来源：中国造纸协会，长江证券研究所

图 81：我国生活用纸正处于消费升级的阶段



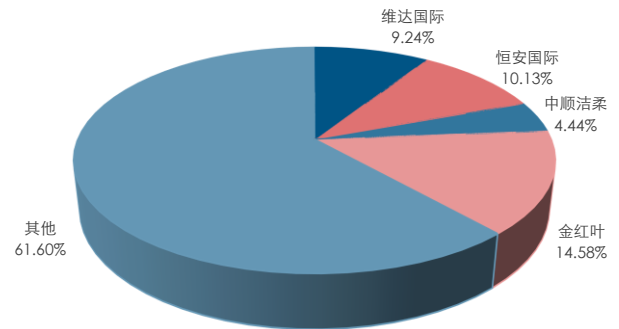
资料来源：中国造纸协会，长江证券研究所

图 82: 我国人均生活用纸消费量稳步提升



资料来源: 中国造纸协会, 长江证券研究所

图 83: 我国生活用纸 CR4 为 38%



资料来源: 中国造纸协会, 各公司公告, 长江证券研究所

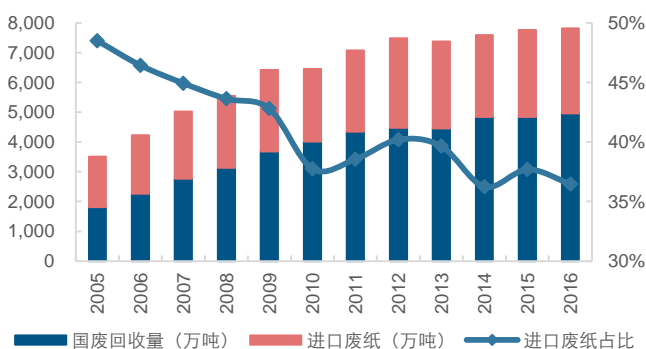
原料价格展望: 供需主导, 不同原材料涨跌分化

废纸: 进口政策趋严, 价格中枢上行

短期: 库存低位伴随需求小旺季, 废纸价格或触底回升。目前纸企原材料库存已降至合理区间, 伴随纸厂原材料消耗与需求旺季来临, 纸企的原材料补库需求提升, 废纸价格已处于历史低位, 预计短期内或将企稳回升。

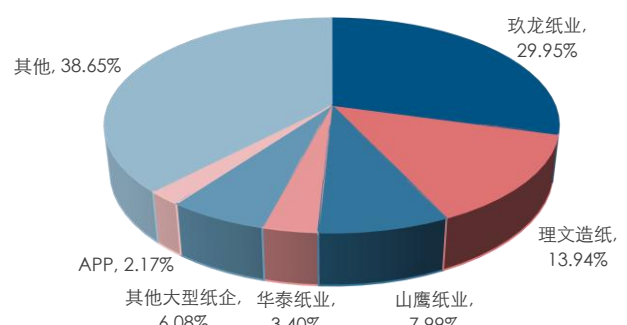
中期: 外废进口政策趋严, 废纸价格中枢上移。我国接近 40% 的废纸依赖进口, 2016 年进口废纸达 2850 万吨, 因此外废进口政策将极大程度影响国内废纸价格。目前来看, 外废进口额度缩减乃大势所趋, 最新的征求意见稿中规定, 包括废纸贸易商, 产能 30 万吨以下的纸企将被取消外废额度, 一旦意见稿落实, 对于国废需求将大幅提升, 然而国废在高利用率的背景下 (其中江浙沪地区废纸回收率达 90%), 较难提供更大的供给弹性, 最终将导致国废供应持续紧张, 废纸价格中枢中长期趋势性上移。

图 84: 我国进口废纸占比约 36%



资料来源: 海关总署, 中国造纸协会, 长江证券研究所

图 85: 2016 年规模以上纸企进口废纸占总进口额度的 63.52%



资料来源: 固管中心, 长江证券研究所

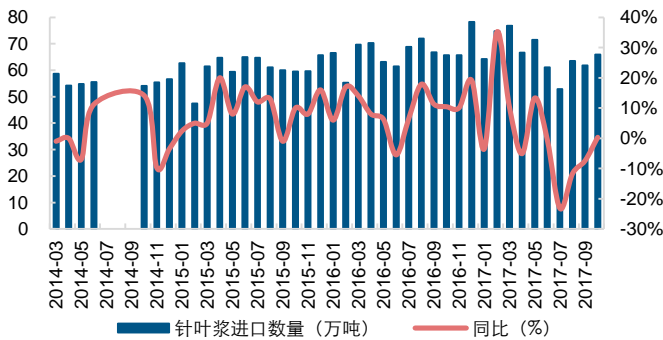
木浆: 高位浆缺乏基本面支撑, 未来存在下行风险

后续进口浆陆续到港, 内盘浆价或将小幅回调。前期, 因国内纸企木浆备库不足, 进入消费旺季后, 对木浆需求旺盛导致现货浆供给阶段性不足 (尤其是针叶浆), 推动内盘浆价上行, 与外盘浆的价差处于历史高位 (针叶浆价差约 1100 元/吨, 而阔叶浆价差约 170 元/吨)。三季度外盘浆价格优势明显使得国内企业的订货量显著增加, 我们预计随着新一轮木浆在四季度陆续到港, 内盘浆价或将小幅回调, 向外盘浆价收敛。此外, 国

内进口针叶/阔叶浆价差也处于历史高位（约为 1100 元/吨），由于两者之间存在替代效应，从历史数据分析来看，价格收敛会在 3 个月以内出现，预计针叶浆价回调的概率更大。

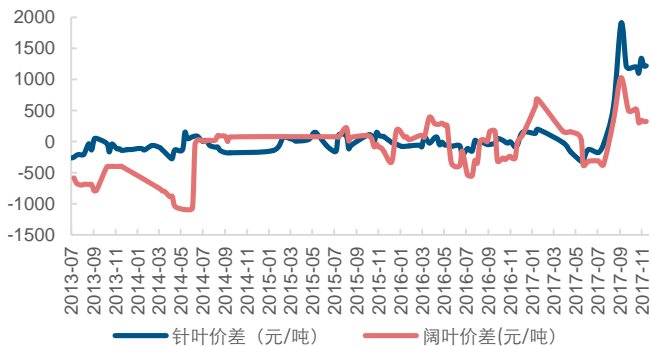
中长期来看，全球木浆供给过剩格局不改，外盘浆价或将回落。中长期来看，全球木浆仍处于供给过剩：据不完全统计，2018 年将有超 300 万吨新增产能投产，高于 200 万吨的年需求增量，当前的高位浆价将缺乏基本面支撑，浆价存下行压力，其历史的价格中枢在 4500-5500 元/吨区间。我国木浆对外依赖度高达 65%，内外盘价格高度关联，若外盘浆价下跌，内盘浆大概率随之回调。

图 86：二季度针叶浆进口量下降明显，三季度有所回升



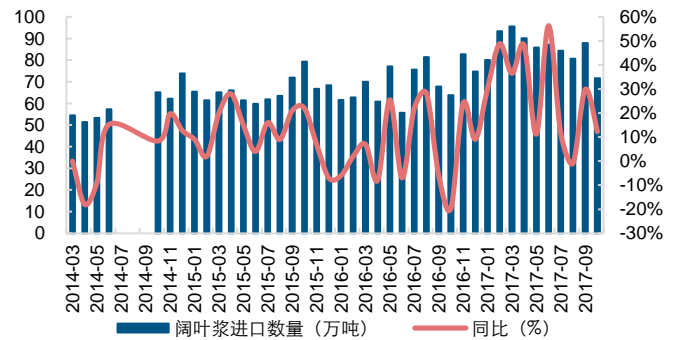
资料来源：Wind，长江证券研究所

图 88：当前，内外盘木浆价差处于历史高位



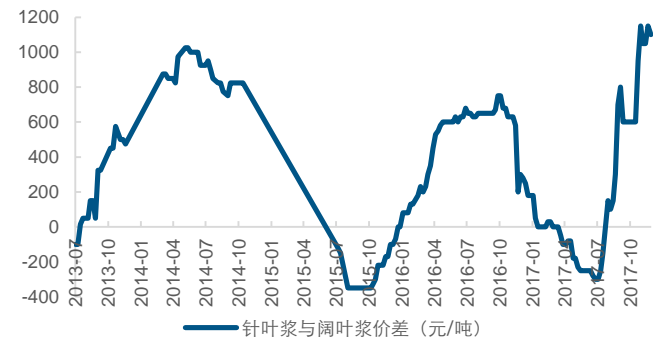
资料来源：纸业联讯，中国浆纸，长江证券研究所

图 87：阔叶浆 10 月进口量环比下降



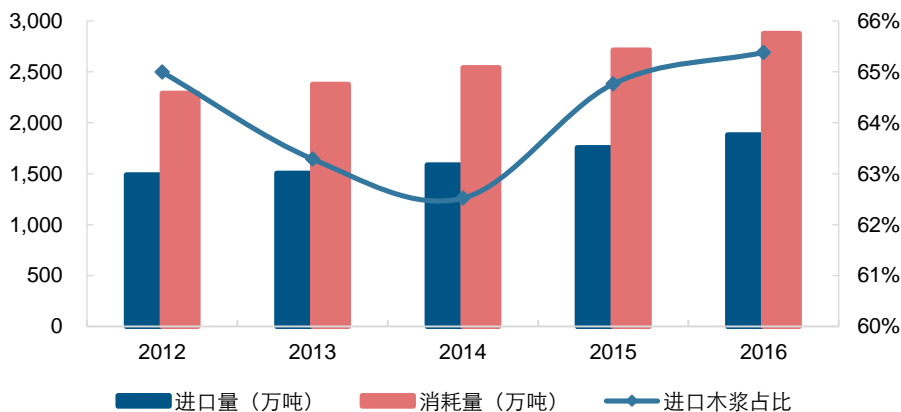
资料来源：Wind，长江证券研究所

图 89：当前，国内针叶/阔叶浆价差处于历史高位



资料来源：纸业联讯，长江证券研究所

图 90：我国木浆进口依赖度为 65%



资料来源：中国造纸协会，长江证券研究所

表 12：全球 2017 下半年-2018 年新增木浆产能统计

国家	公司名称	产能数量	投产时间	备注
巴西	Fibria	195	2017.8.25	至2020年能达到195万吨产能
芬兰	Mesta Fibre, Anekoski	77	2017年9月投产	总产能130万吨，停产53万吨
白俄罗斯	Sverlogosky P&B, Sverlogosky	40	2017年11月已试车	
瑞典	SCA, Ostrand	47	预计2018年二季度	
老挝	太阳纸业	30	预计2018年二季度	

资料来源：中国造纸协会，中国纸业网，长江证券研究所

行业评级及投资建议

行业评级：持续看好造纸行业投资机会。

短期造纸板块行情以周期行情为纲（看“价格”逻辑）。中线而言，供给侧改革、环保去产能下供需格局改善可继，我们认为明年纸品价格及板块盈利将整体维持较高水平，纸业龙头“价值”回归，建议战略布局造纸板块后续业绩行情。

投资建议：

木浆系（白卡+文化纸）纸企：短期来看，原料价格下跌且纸价维稳或小幅下降，盈利进一步修复。随着盈利持续修复的逻辑兑现，且中长期趋稳的态势逐步被印证，PE 估值变得有效，纸企迎来估值修复的机会。首推太阳纸业（对应今年 PE12X，预计明年业绩增 25%+），同时推荐晨鸣纸业（对应今年 PE9X，若分红率不变则预计股息率 4.8%，预计明年业绩增 18%+）、博汇纸业（对应今年 PE9X，预计明年业绩增 15%+）；

废纸系（箱板瓦楞纸）纸企：经过近期的股价回调，山鹰纸业对应 2017 年业绩的估值仅为 10X，业绩稳健，估值亦具有较强吸引力。与此同时，进口废纸额度在 2018 年将继续收紧（30 万吨产能以下的纸企拿不到外废进口额度、取消外废贸易商等），且环保限产力度不改，或将加速中小企业的退出，集中度提升的逻辑正逐渐被印证，行业龙头成长空间可观。推荐：山鹰纸业。

生活用纸标的：消费品逻辑，已形成一批知名度较高的消费品牌，长期看好兼具品牌与渠道的行业龙头。推荐中顺洁柔：1、四季度两度提价，全年业绩或超市场预期；2、基

于良好的品牌形象、不断提升的渠道掌控力，针对空白地区的渠道渗透战略仍将延续，销量有望维持高增长；3、生活用纸市场集中度较低，在前三大企业增长放缓的情况下，洁柔获得绝佳的发展机遇。

表 13：A 股上市造纸企业盈利预测及估值情况

公司名称	当前股价（元）	EPS				市盈率	
		16A	17E	18E	TTM	17E	18E
太阳纸业	8.84	0.42	0.76	0.92	13	12	10
晨鸣纸业	16.61	0.99	1.85	2.17	10	9	8
博汇纸业	5.54	0.15	0.62	0.70	11	9	8
山鹰纸业	4.39	0.09	0.42	0.48	13	10	9
景兴纸业	5.92	0.29	0.44	0.58	10	13	10
中顺洁柔	14.99	0.54	0.47	0.62	35	32	24

资料来源：Wind，长江证券研究所

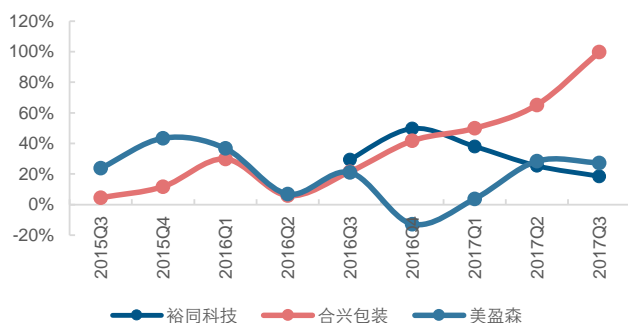
包装印刷：行业整合加速，大包装龙头迎发展机遇

景气度跟踪：成本承压，龙头业绩优于行业水平

纸包装行业：成本承压叠加环保限产，行业步入整合期。前三季度，纸包装行业龙头实现了较快增长，以上市公司为例，营收增速正处于提速阶段（裕同科技因大客户订单延后，收入增速有所放缓）。毛利率方面，由于原材料（原纸）价格大涨，今年纸包装企业盈利普遍承压，从合兴包装的中报数据来看，纸箱毛利率同比下降 1.3pct。

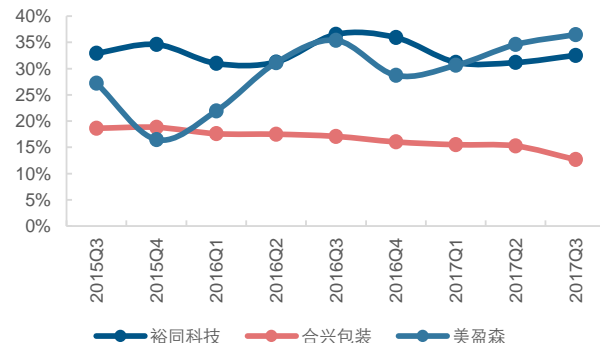
此外，两大因素正推动行业加速整合：1、稳定的包装交付能力。由于上游包装原纸受环保限产的影响较大，今年原纸短缺的问题频频发生，加大了纸包装企业对供应链的管理能力；2、资金周转能力。原材料（原纸）价格大涨以及备货期的延长加大对资金的需求，中小企业因资金周转的问题，供货能力有所缩减。综合上述两点因素，我们推测纸包装行业正步入整合期，具备较强综合供应能力的行业龙头将受益。

图 91：纸包装行业龙头营业收入维持较高增长



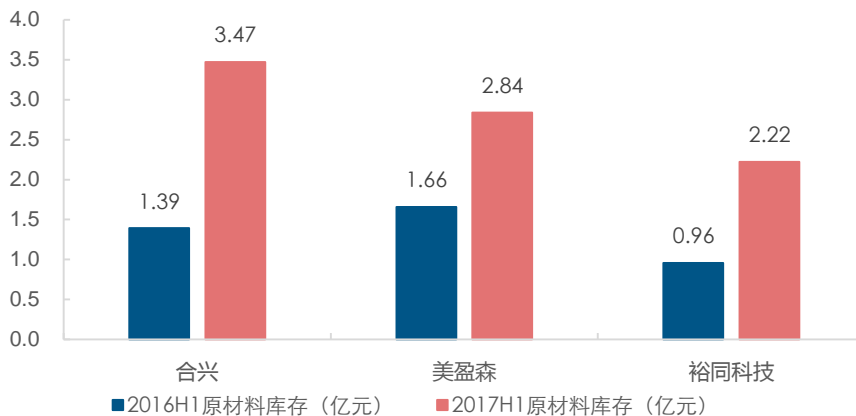
资料来源：Wind，长江证券研究所

图 92：单三季度，纸包装行业龙头毛利率维持稳定



资料来源：Wind，长江证券研究所

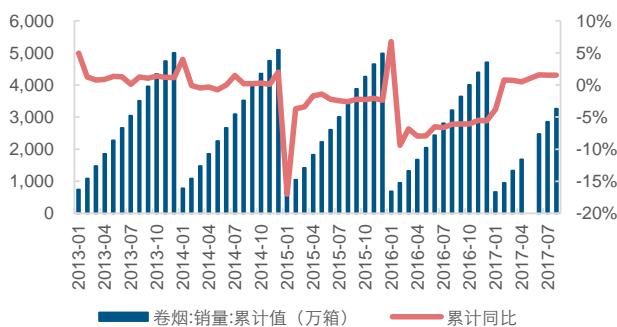
图 93: 2017 年包装龙头均大幅增加原材料库存



资料来源: 各公司公告, 长江证券研究所

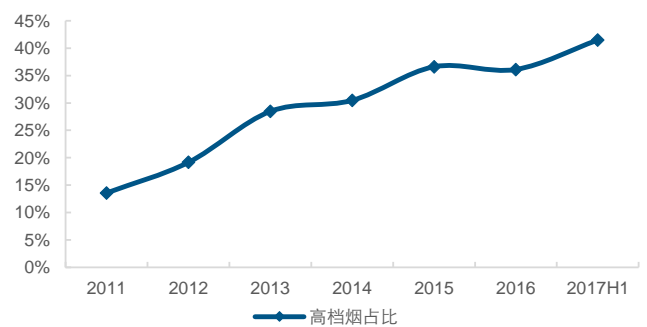
烟标行业: 卷烟销量回暖叠加库存回归合理, 烟标行业复苏。烟标行业作为特殊的纸包装细分领域, 因相对封闭的供需体系, 与传统纸包装行业存在差异。2017 年上半年, 受益于卷烟销量回暖, 以及烟草工商业库存回落至合理水平, 烟标需求触底反弹。2017 年为“提税顺价”以来首年实现正增长, 其中, 2017 年 8 月卷烟销量累计同比增长 1.53% 至 3262.83 万箱; 烟草工商业库存从 2016 年 1 月的 683.2 万箱下降至 2017 年 8 月的 454.62 万箱, 为近两年的最低点, 受此推动, 卷烟产量亦触底回升, 2017 年 9 月, 卷烟当月产量同增 10.37% 至 2319.8 亿支, 创 2015 年以来最大涨幅。

图 94: 2017H1 卷烟需求回暖



资料来源: 烟草在线, 长江证券研究所

图 95: 2017H1 高档烟占比提升



资料来源: 新宏泽官网, 烟草在线, 长江证券研究所

表 14: 高、中、低档烟品划分

品种划分	价格区间 (不含税调拨价)	代表品牌
一类烟	>200元/条	软中华、软玉溪、硬盒中华、硬芙蓉王、黄鹤楼等
二类烟	130-200元/条	新版利群、红七匹狼、双喜1906等
三类烟	60-120元/条	双喜软硬经典、黄金叶帝豪、娇子(时代阳光)等
四类烟	30-70元/条	软白沙、黄红梅、豪情七匹狼、一品黄山等
五类烟	<30元/条	红恒大、红金龙(硬喜)、红旗渠(软红)等

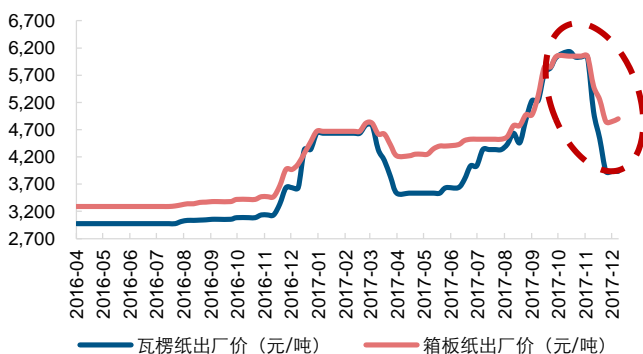
资料来源: 国家烟草总局, 中国烟草, 长江证券研究所

行业展望：市场迎来整合，龙头内外兼修破局在即

纸包装行业：盈利有望回升，龙头整合加速

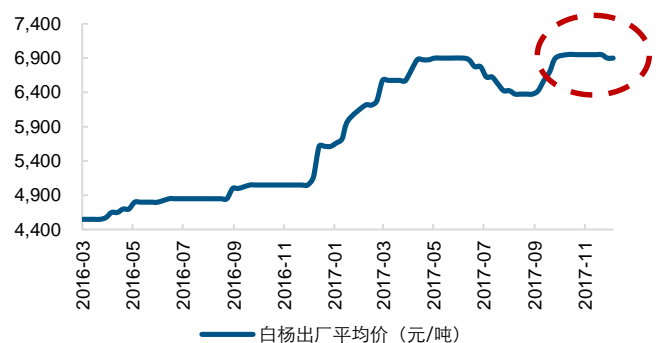
短期：年底有望提价，纸价明年趋稳，行业盈利进入修复期。1、提价方面：年底是确定明年包装定价的时点，龙头企业向下游转嫁成本的能力较强，提价有望落地。包装正逐步演变为消费品的核心竞争力之一，下游客户对包装供应商的交付能力、配套研发等方面的能力更为看重，因而愿意给予包装供应商一个合理的利润空间；此外，包装成本在众多消费品成本结构中的占比极低，下游客户对包装价格的敏感程度并不高。2、关于明年纸价的判断：前面的造纸板块对价格趋势做了详细判断，在此不再赘述，大致结论是预计包装纸价格趋稳，若年底的提价能够落实，明年纸包装企业的盈利回升可期。

图 96：箱板瓦楞纸价格出现下滑



资料来源：纸业联讯，长江证券研究所

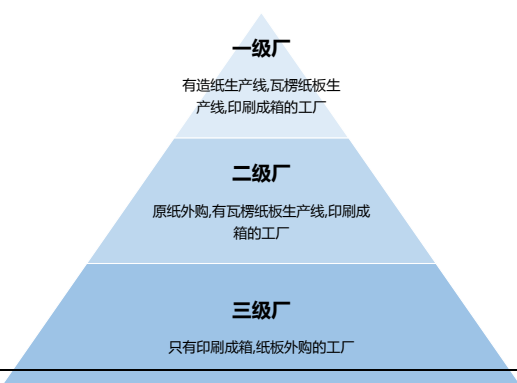
图 97：白卡纸价格增长停滞



资料来源：纸业联讯，长江证券研究所

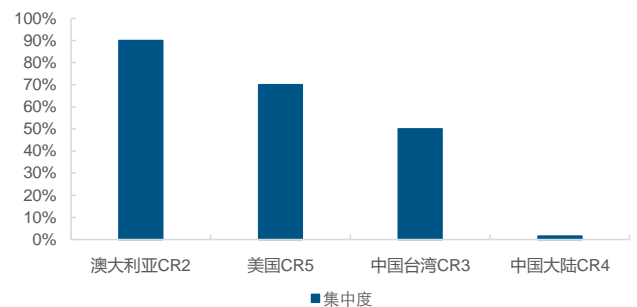
中长期：行业集中度加速提升，龙头价值凸显。国内纸包装行业集中度较低，前四家的市占率仅为 1.5%，远低于美国（70%）、澳大利亚（90%）、中国台湾（50%）。行业中存在大量的三级包装厂（无原材料生产能力，仅提供包装服务的中小型企业），对上下游的议价能力偏弱，以低价获取客源。未来随着下游行业集中度快速提升，龙头企业将拥有大量订单，对配套包装工厂的要求也愈发严格，尤其是对于稳定供货和整体解决方案的考核。区域性小厂经营波动频繁、产品迭代能力偏弱的弊端逐渐暴露。相反，对于包装龙头而言，有望凭借：1）产能快速布局 and 稳定供货能力；2）新颖和智能化的包装设计；3）整体的包装解决方案，获得更多客户资源，行业有望进入快速整合期。

图 98：纸包装行业集中度低，存在大量的三级包装厂



资料来源：中国产业信息网，长江证券研究所

图 99：国内纸包装集中度有待提升

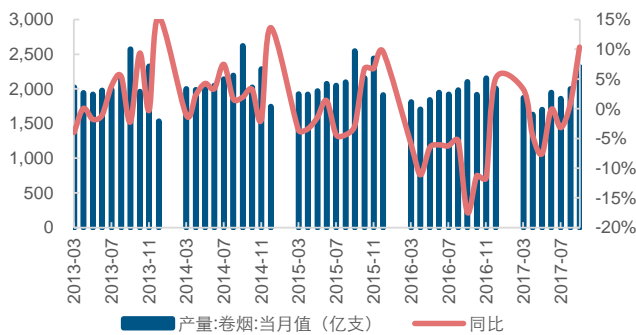


资料来源：中国包装网，长江证券研究所

烟标行业：行业回暖，民营龙头有望加速破局

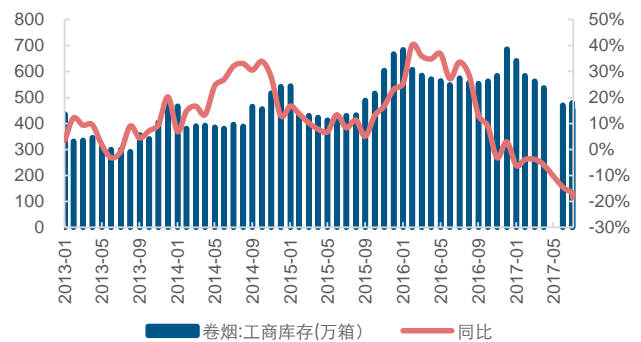
短期：利空出尽，行业需求复苏。随着卷烟库存回归合理以及需求回暖，卷烟的产量将在未来一段时间进入上升通道，进而提振对烟标的需求；同时，因本轮卷烟复苏主要由高档烟拉动，预计高档烟标提供商（如劲嘉股份、东风股份）将率先受益。

图 100：2017 年 9 月，卷烟产量增长 10.37%



资料来源：烟草在线，长江证券研究所

图 101：2016 年以来，烟草库存量持续下行



资料来源：烟草在线，长江证券研究所

中长期：“三产”混改为烟标龙头带来整合市场的机遇。“三产”公司是指国企所开办的非主营业务公司，在烟标行业中，“三产”类公司占比约为 30%-40%，对于民营烟标龙头而言是一块很大的市场。多年来，“三产”公司由于低效的生产经营效率，已成为烟厂的负担。2002 年，国资委等多部门下发政策，鼓励国有企业进行主辅分离，并加速“三产”剥离进度。目前来看，“三产”的剥离可能以混改作为过渡形式，主要以引入民营产业资本为主，对资金实力、研发实力和运营经验等方面的要求较高，与烟标龙头合作的概率更大。从大环境上看这也契合了混改盘活存量资产的趋势。

表 15：国企“主辅分离”政策持续推进

时间	“主辅分离、辅业改制”相关政策
2002 年	中央开始在国有大型企业中推行“主辅分离、辅业改制”改革政策
2005 年 10 月	国资委等三部门联合发布《关于进一步规范国有大中型企业主辅分离辅业改制的通知》，对有关问题做了进一步规定
2007 年 12 月	国家烟草专卖局要求省级以下烟草公司原则上不得进行新的多元化项目投资
2008 年 4 月	国家烟草专卖局发文要求全面剥离与主业相关度低的企业
2008 年 10 月	国资委出台《关于规范国有企业职工持股、投资的意见》，继续强调国有大中型企业主辅分离、辅业改制，并规定不符规定的国有企业股权退出时间期限为 1 年
2011 年底	国家烟草专卖局内部文件要求 2012 年 6 月 30 号之前职工持股从三产企业中退出
2014 年 7 月	国务院印发《关于加快发展生产性服务业促进产业结构调整升级的指导意见》，引导企业进一步打破“大而全”、“小而全”的格局，分离和外包非核心业务
2016 年 7 月	国务院发布关于推动中央企业结构调整与重组的指导意见，鼓励退出一批不具有发展优势的非主营业务。

资料来源：国家烟草专卖局，《十三五规划》，长江证券研究所

行业评级及投资建议

行业评级：我们持续看好包装行业投资机会。

短期看，包装纸价边际回落，同时由于 2017 年内的成本上涨+环保限产，大量小型包企退出市场，龙头包企订单增多同时具备价格传导能力，明年收入有望扩张同时盈利料改善。中长期看，包装消费升级大势所趋，优秀的包装龙头将成为下游客户的深度代运营商，商业模式变革带来估值提升的可能。

投资建议：重点推荐业绩估值匹配性良好的纸包装龙头裕同科技、劲嘉股份等，积极关注东风股份、合兴包装和美盈森。

裕同科技：业绩拐点将现，看好后续估值修复及切换。公司核心客户的旗舰产品在今年下半年进度放缓，对营收端影响较大。但目前旗舰产品逐渐起量，终端旺销，明年有望拉动收入高增（尤其是明年春节较晚/上半年淡季将不淡，弹性将显现）。盈利端，毛利率受益于结构优化（高毛利率的核心产品增速回升）以及国内产品提价，同时后续汇兑损失等不利因素料改善，业绩弹性可期。公司作为纸包大市场龙头 2018 年 PE 不足 20X（预期 2018 年收入/净利同增 30%+），估值具有较强吸引力，继续看好后续业绩估值双升机会。

劲嘉股份：行业持续回暖，烟标龙头业绩更佳。公司拥有从原纸-烟标的全产业链运营能力，募投建设的精品礼盒新产能迎合烟标高端化的大趋势。未来公司更有机会参与烟草行业去“三产”的改革，料开启广阔的整合空间，弹性提份额。同时公司正积极向酒包、消费电子包装等领域延伸，或打造新的增长点。预计 2017-19 年基本 EPS 为 0.41/0.55/0.67 元，以 2016 年为基期 3 年 CAGR 为 20.30%，经历近期定增完成的回调后，对应 PE 仅为 22/16/13X。后续公司估值在行业回暖及结构性高增、三产改革推进、大包装发力等多因素共振下有较大提升空间。

表 16：A 股上市包装企业盈利预测及估值情况

公司名称	当前股价（元）	EPS				市盈率	
		16A	17E	18E	TTM	17E	18E
裕同科技	60.08	2.43	2.55	3.32	26	24	18
劲嘉股份	9.01	0.44	0.41	0.55	24	22	16
东风股份	9.99	0.51	0.60	0.72	18	17	14
合兴包装	4.45	0.10	0.13	0.18	38	35	25
美盈森	7.65	0.15	0.21	0.28	45	37	28

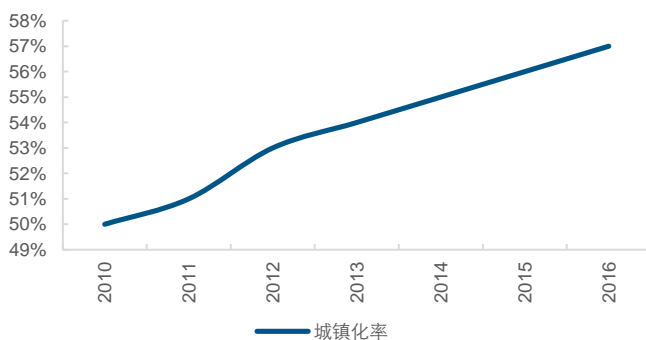
资料来源：Wind，长江证券研究所 注：劲嘉股份为长江证券研究所轻工组预测，其余为 Wind 一致预期

文娱用品：新模式下的成长机遇

景气度跟踪：内销平稳，出口改善

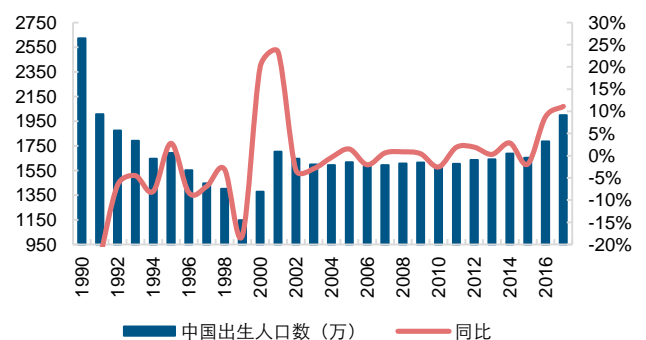
受益于消费升级和二孩政策，文娱内需增长可期。1-10 月文娱制造业营收同比增长 10.2%，显著高于去年同期 4% 的增速，并且今年以来，行业营收呈现加速增长的态势。文娱主要包括文具、体育、娱乐用品等细分领域，作为可选消费，能够一定程度反映国民生活品质所处的阶段。近两年，在二孩政策放开所带来的人口红利，以及消费升级趋势的推动下，文娱产业步入良好的发展期，其中体育、娱乐产业方兴未艾，文具办公用品行业市场容量稳定，但消费结构在升级。

图 102：中国城镇化率稳步提升



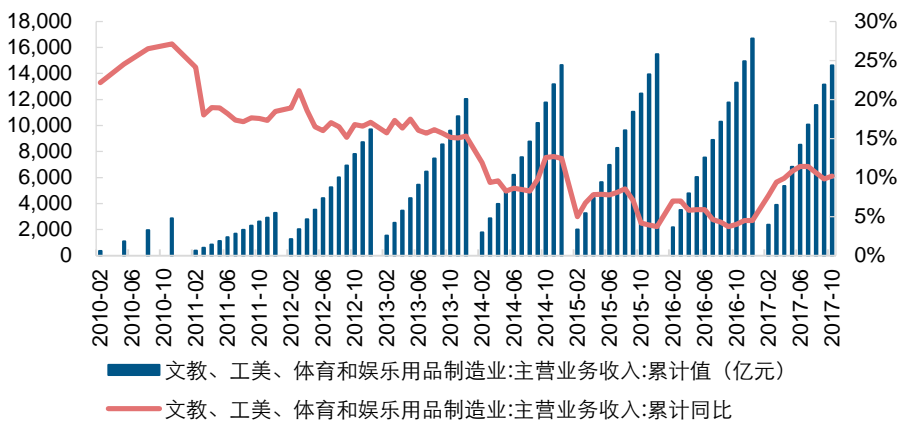
资料来源：国家统计局，长江证券研究所

图 103：国内新增人口加速增长



资料来源：世界人口网，长江证券研究所

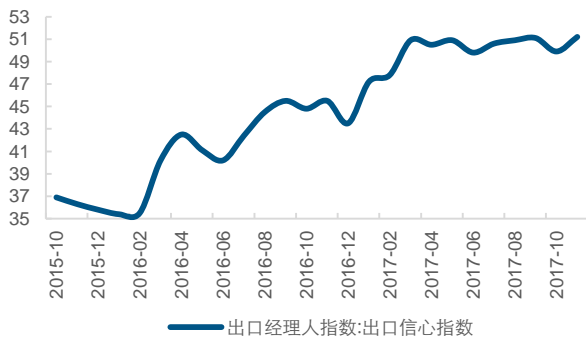
图 104：1-10 月文娱制造业营收同比增长 10.2%，显著高于去年同期 4% 的增速



资料来源：国家统计局，长江证券研究所

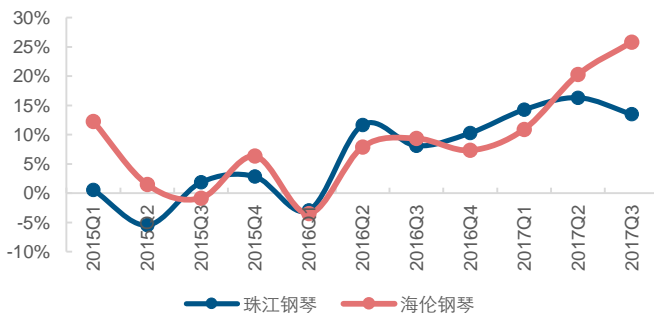
出口改善，拉动文娱行业景气回升。受益于海外经济复苏，玩具、钢琴等高出口占比的文娱用品均有不错表现。其中，**玩具领域**：1-11 月我国玩具总出口额约为 222.09 亿美元，同比增长 36.40%，增速较去年同期大幅提升 23 个百分点。**钢琴领域**：从已公布的中报业绩看，珠江钢琴/海伦钢琴海外业务同比增长 58.2%/3.65%，截至三季度，两家公司营收同比增长 14.62%/19.49%，呈现提速增长的态势，且维持较为稳定的毛利率水平。

图 105：我国外贸指数持续向上



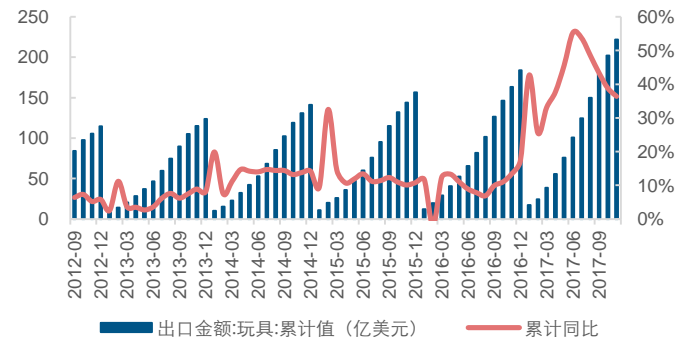
资料来源：海关总署，长江证券研究所

图 107：钢琴行业龙头营收增速呈现提速增长态势



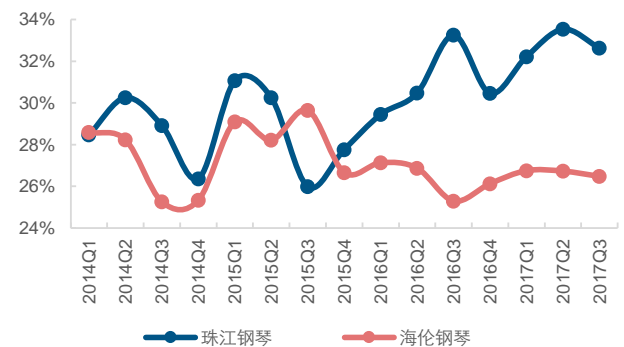
资料来源：Wind，长江证券研究所

图 106：我国玩具出口额同比提速增长



资料来源：海关总署，长江证券研究所

图 108：钢琴行业龙头毛利率持续提升



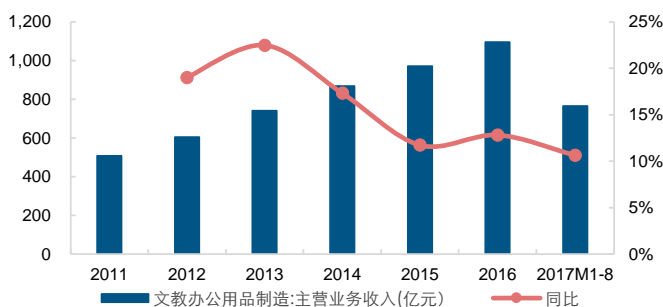
资料来源：Wind，长江证券研究所

行业展望：关注文具行业发展机遇

文具：大行业，小公司

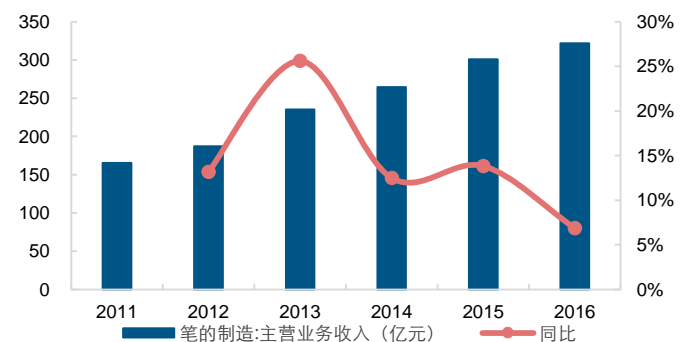
文具行业主要包含学生文具和办公文具。1-10月我国限额以上文化办公用品零售额约为2856.10亿元，同比增长9.5%，较去年同期增速小幅下降0.5个百分点；1-8月文教办公用品制造业主营业务收入为766.1亿元，同比增速为11%，其中，文具和笔业务为文具市场主要组成部分，累计占比超过80%。

图 109：文教办公用品制造业主营业务收入情况



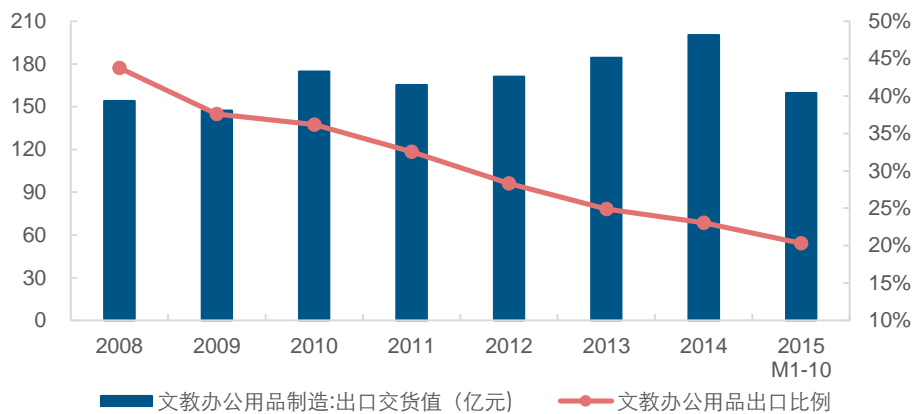
资料来源：国家统计局，长江证券研究所

图 110：笔制造行业主营业务收入情况



资料来源：中国文教体育用品协会，长江证券研究所

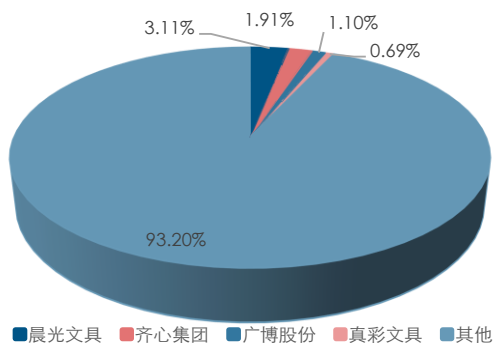
图 111：近年来，我国文具出口占比不断降低



资料来源：国家统计局，长江证券研究所

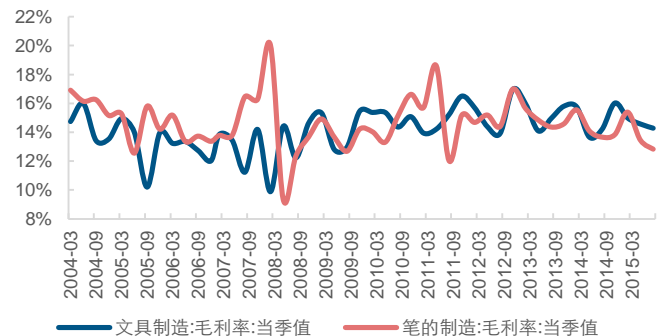
国内文具行业亟待整合，行业龙头的潜在空间巨大。国内文具行业分散且充分竞争，行业内约 8000 家企业，90% 的文具生产企业年销售额低于 1000 万元，行业毛利率长期保持在 14% 左右的较低水平，CR4 仅为 6.7%，相比于北美文具市场 CR2 为 67% 的集中度，国内市场整合空间较大。

图 112：我国文具行业极为分散，CR4 仅为 6.7%



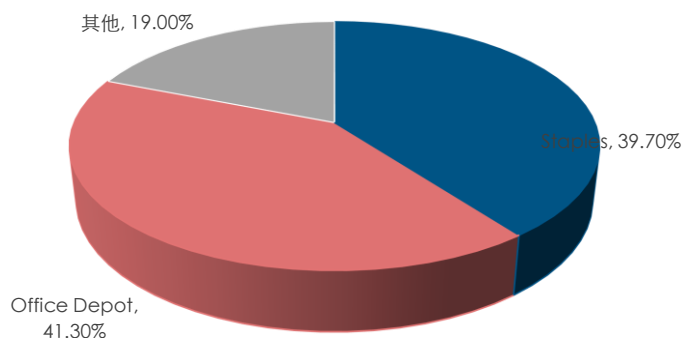
资料来源：wind, 长江证券研究所

图 113：文具行业充分竞争，毛利率一直处于较低水平



资料来源：国家统计局, 长江证券研究所

图 114：北美办公用品市场 CR2 为 81%



资料来源：IBISWorld, 长江证券研究所

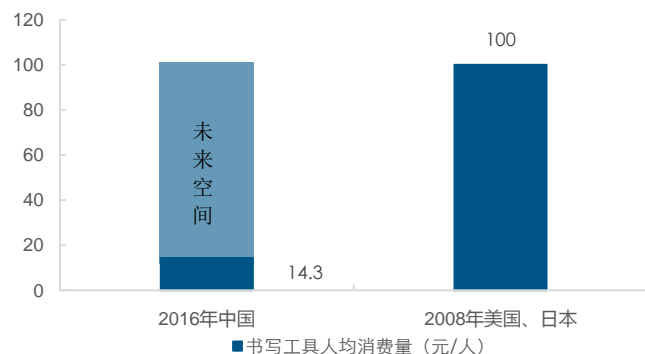
表 17：不同国家及地区，文具市场对比

	成熟市场	发展中市场
地区	美国、西欧、日本等	中国、印度、东南亚等
消费观念	品牌消费观念深入人心	品牌消费观念正在形成
市场集中度	高	低
竞争格局	竞争格局基本稳定	绝大部分企业处于低层次竞争
	细分及整体领域均有主导品牌	细分领域产生品牌效应较好的企业
	渠道扁平化趋势明显	经销商分销作用强
发展方向	加大海外OEM及海外拓展	品牌制造商提升市场份额和品牌影响

资料来源：晨光文具招股说明书，长江证券研究所

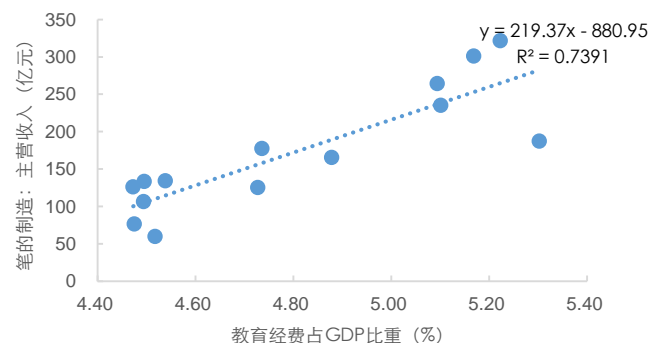
书写工具人均消费提升空间大。我国书写工具人均消费水平较低，2016 年人均消费为 14.3 元，而美国和日本 2008 年人均消费就已达到 100 元。经验表明，教育经费占 GDP 比重每增加 0.1%，制笔行业营收将增加约 22 亿元，书写工具行业规模或将增加 44 亿元。伴随我国对教育投入力度的加强，书写工具后续市场增长空间巨大。

图 115：我国书写工具人均消费增长空间巨大



资料来源：晨光文具招股说明书,长江证券研究所

图 116：教育经费继续高投入，行业规模可增

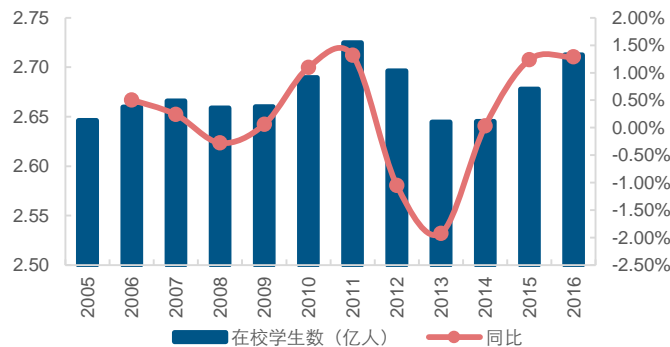


资料来源：国家统计局,长江证券研究所

政策驱动，竞争格局变化带来新的发展机遇

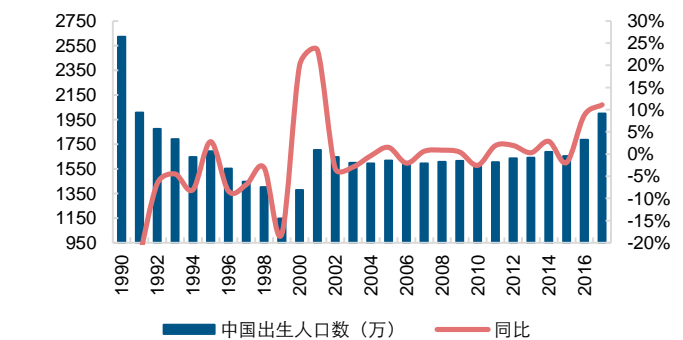
学生文具市场仍处于扩容阶段。我国有约 2.7 亿在校学生，且二孩政策放开后，出生率增长显著，预计 2018 年学生群体将出现较大增幅，进而推动文具消费量的提升。此外，考虑到文具产品升级以及消费升级的趋势，客单价仍有较大提升空间。

图 117: 我国在校学生人数



资料来源: 国家统计局, 长江证券研究所

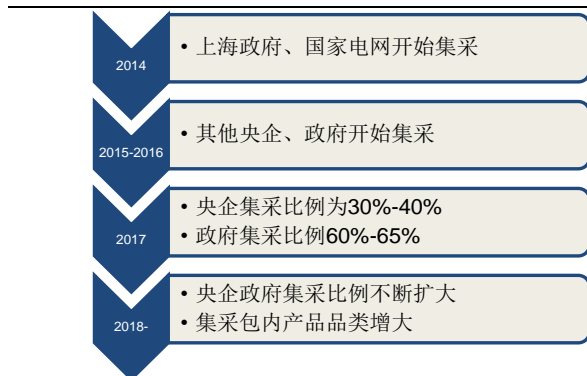
图 118: 二孩政策放开后, 预计 2018 年学生数将大幅增加



资料来源: 世界人口网, 长江证券研究所

办公用品集采市场门槛提高, 行业集中度或快速整合。目前我国央企集采比例为 30%~40%, 政府集采比例为 60%-65%, 未来集采比例提升是大势所趋。大企业、政府等集采利润率低, 品牌、渠道和服务将成为核心优势, 而外资企业由于文化差异, 其在国内经营不理想。通过并购或抢占外资份额, 国内有实力的办公集采供应商有望迎来快速增长的机会。

图 119: 我国办公用品集采发展历程



资料来源: 长江证券研究所 注: 使用晨光等渠道调研数据

图 120: 外资办公用品集采供应商或将退出国内市场



资料来源: 中国十大品牌网, 长江证券研究所

行业评级及投资建议

行业评级: 我们持续看好文娱细分领域龙头的投资机会。

文娱行业料保持稳健良好的运行态势。二孩政策带来的新一轮人口红利将推动对文娱类产品的消费量, 并且在消费升级的大趋势下, 文娱作为可选消费, 人均消费额亦有望显著改善。发展趋势上看, 文娱细分领域龙头占据品牌和渠道优势, 通过对新商业模式的探索 (文创用品新零售、办公用品集采、娱乐创新、文体教育培训等) 或将开启广阔成长空间, 重点推荐文具领域龙头晨光文具。

投资建议: 当前时点, 重点推荐文具领域龙头, 并向办公用品一体化采购以及文创用品新零售模式延伸的晨光文具。

晨光文具: 主业文具贡献较高安全垫, 向办公用品集采以及文创用品新零售延伸, 开启成长空间。公司以“一体两翼”战略推动公司发展, 以书写工具、学生用品、儿童美术、办公产品为存量, 以科力普、晨光科技、晨光生活馆、杂物社为增量, 拟打造文具品牌

群。主业方面，门店升级带动文具业务稳定增长。新业务方面，科力普并购欧迪，跻身办公用品集采一流供应商，增长势头强劲；探索晨光生活馆、九木杂物社等新零售模式，搭配其文创新品，引领文具产品向文创生活方式的转变，看好公司业绩持续驶入快通道。

投资评级说明

行业评级	报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：
看好	相对表现优于市场
中性	相对表现与市场持平
看淡	相对表现弱于市场
公司评级	报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：
买入	相对大盘涨幅大于 10%
增持	相对大盘涨幅在 5%~10%之间
中性	相对大盘涨幅在-5%~5%之间
减持	相对大盘涨幅小于-5%
无投资评级	由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

联系我们

上海

浦东新区世纪大道 1198 号世纪汇广场一座 29 层（200122）

武汉

武汉市新华路特 8 号长江证券大厦 11 楼（430015）

北京

西城区金融街 33 号通泰大厦 15 层（100032）

深圳

深圳市福田区福华一路 6 号免税商务大厦 18 楼（518000）

重要声明

长江证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号：10060000。

本报告的作者是基于独立、客观、公正和审慎的原则制作本研究报告。本报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含信息和建议不发生任何变更。本公司已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不包含作者对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

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。

本公司及作者在自身所知范围内，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。

本报告版权仅仅为本公司所有，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长江证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。刊载或者转发本证券研究报告或者摘要的，应当注明本报告的发布人和发布日期，提示使用证券研究报告的风险。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。