

推荐 (维持)

感受初夏

2020 年 05 月 23 日

轻工制造行业 2020 年中期投资策略

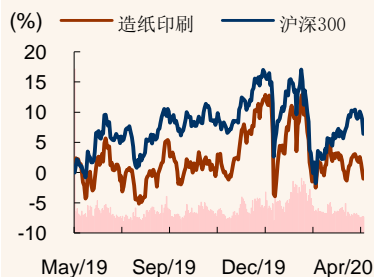
上证指数 2814

行业规模

	占比 %
股票家数 (只)	61 1.6
总市值 (亿元)	3349 0.6
流通市值 (亿元)	2646 0.6

行业指数

%	1m	6m	12m
绝对表现	-3.1	-4.0	-4.6
相对表现	-2.7	-3.4	-9.4



资料来源: 贝格数据、招商证券

相关报告

- 1、《业绩符合预期, 2Q 建议超配家居—轻工制造行业年报&一季报总结》2020-05-05
- 2、《招商证券·消费的方向—大消费组电话会议行业 4 月观点》2020-04-09
- 3、《轻工制造行业 2020 年一季报前瞻—造纸盈利预期向好, 疫情影响家居承压》2020-03-31

郑恺

021-68407559
zhengkai1@cmschina.com.cn
S1090514040003

李宏鹏

lihongpeng@cmschina.com.cn
S1090515090001

吴昊

0755-83074302
wuhao7@cmschina.com.cn
S1090517080007

2019 年年底, 我们撰写《冬至暖意, 我心向阳》, 提出 2020 年看好轻工行业复苏 4 大方向, 看好白卡纸, 家具行业精装修、娱乐转型轻工公司以及电子烟行业, 特指加热不燃烧等领域。回顾看, 大部分的行业转型复苏基本印证, 但疫情的突然爆发也打乱了行业复苏进程, 然后我们认为疫情出现只是延缓了趋势, 下半年我们感受初夏, 倾听轻工行业的上行脚步。

□ 2020 年上半年行业受疫情影响大, 表现逊于市场。轻工制造行业表现略逊于市场指数表现。2020 年初至 5 月 10 日, 沪深 300 指数下跌 3.2%, 轻工制造指数下跌 5.1%。分板块来看, 除文娱用品子板块上涨 3.4%外, 其它各板块均有所下跌, 其中造纸、包装印刷、家具子板块跌幅分别为 0.4%、7%、7.6%, 其中包装印刷和家具板块均跑输市场和轻工行业整体表现。

□ 感受初夏, 复苏的脚步。我们展望下半年, 定调复苏: 家居行业, 全年竣工预期依然乐观, 上半年延迟交付的工程订单在 Q2 陆续确认, 大宗业务预期放量的家居企业有望率先复苏; 另一方面, 据我们终端调研了解, 3 月下旬至今终端接单持续改善, 5.1 期间家居卖场人流明显好转, 预计零售渠道收入确认也将逐步回暖。疫情影响国际需求, 大宗产品价格或将一段时间低迷, 因此成本下行背景下, 需求稳定向好的行业有更大毛利率向上弹性, 我们看好生活用纸以及文具等细分品类板块。工业用纸和出口型轻工行业尚需等待外需回暖。

□ 超配家居板块, 继续推荐生活用纸等受益公司。在竣工回暖背景下, 家居企业受益于精装普及率升高, 行业竞争规则改善以及社会融资利率走低, 赛道迎来全面上升期, 推荐具备大宗业务弹性的志邦家居、帝欧家居、欧派家居、皮阿诺、惠达卫浴等公司。而木浆系纸企有望持续享受成本红利, 推荐渠道品类扩张顺利、需求稳定增长的中顺洁柔, 观察下半年工业用纸需求回暖情况, 适时配置太阳纸业、博汇纸业等公司。

□ 风险因素: 贸易摩擦不确定, 需求下行超预期。

重点公司主要财务指标

	股价	19EPS	20EPS	21EPS	20PE	21PE	PB	评级
太阳纸业	8.16	0.84	0.87	1.10	9.4	7.4	1.4	强烈推荐-A
中顺洁柔	18.74	0.46	0.61	0.74	30.9	25.2	5.8	强烈推荐-A
欧派家居	111.34	4.38	4.77	5.39	23.3	20.7	5.1	强烈推荐-A
索菲亚	20.61	1.18	1.34	1.53	15.4	13.5	3.8	强烈推荐-A
尚品宅配	60.68	2.66	2.89	3.18	21.0	19.1	3.6	强烈推荐-A
志邦家居	27.29	1.48	1.73	1.98	15.8	13.8	3.2	强烈推荐-A
裕同科技	22.84	1.19	1.33	1.55	17.2	14.7	3.1	强烈推荐-A
劲嘉股份	8.63	0.60	0.67	0.78	12.9	11.1	1.8	强烈推荐-A
晨光文具	49.95	1.15	1.34	1.60	37.2	31.2	11	强烈推荐-A

资料来源: 公司数据、招商证券

正文目录

一 2020 年中期回顾：波动中前行.....	6
1.1 分行业 2020 年上半年走势回溯	6
1.2 年报及一季报回顾：疫情冲击下的回撤	8
1.3 结论：一季度是全年低点，寻找景气	9
二 2020 年下半年定调复苏	11
2.1 造纸包装：集中度提升，去库存是当前要务	12
2.1.1 产能释放慢于预期，供应压缩依然明显	12
2.1.2 需求回落，库存压力凸显	13
2.2 家居行业：全面进入新赛道	14
2.2.1 精装业务爆发力，渗透率较低未来具备成长空间	15
2.2.2 与地产企业合作良性互动，利率下行减缓财务压力	16
2.2.3 下半年竣工仍在复苏窗口，零售端或将加速走高	19
三 2020 年中期投资策略：感受初夏	21
3.1 倒春寒后，感受初夏	21
3.2 把握需求端的脉搏	21
3.2.1 志邦家居：大宗业务厚积薄发，由厨带衣水到渠成	21
3.2.2 中顺洁柔：需求稳定叠加成本红利，业务矩阵次第花开	23
3.2.3 欧派家居：家居龙头依旧，竣工带来确定性增长	25
3.2.4 帝欧家居：瓷砖行业大成者，精装风口驱动增长	26
3.2.5 太阳纸业：行业需求弱势复苏，静待库存出清之日	29
3.2.6 博汇纸业：大集团、小公司	31
四 风险因素：贸易摩擦不确定，疫情二次爆发影响需求下行	33

图表目录

图 1：今年以来轻工制造行业整体跑输市场	6
图 2：除文娱用品外主要子板块均有所下跌	6

图 3: 造纸板块表现略好于市场.....	7
图 4: 部分造纸企业业绩支撑股价表现.....	7
图 5: 包装印刷板块表现跑输市场.....	7
图 6: 业绩支撑的包装印刷企业股价取得正收益.....	7
图 7: 家居板块表现逊于市场整体水平.....	8
图 8: 家居个股分化, 大宗放量预期企业表现亮眼.....	8
图 9: 文娱板块表现明显好于市场.....	8
图 10: 文娱用品板块个股表现分化.....	8
图 11: 一季度轻工行业收入整体下滑.....	9
图 12: 一季度轻工行业利润下滑.....	9
图 13: 一季度轻工行业毛利率环比下降.....	9
图 14: 轻工行业扣非 ROE 环比改善.....	9
图 15: 经济增速逐季放缓, 1Q20 受疫情影响较大.....	11
图 16: 社会消费品零售总额累计同比, 3-4 月快速恢复.....	11
图 17: 固定资产投资完成额, 3 月以后呈现深 V 反转.....	11
图 18: 出口金额, 3 月以后呈现深 V 反转.....	11
图 19: 造纸行业 3 月固定资产投资下降 21%.....	12
图 20: 4Q19 纸企资本开支规模增加, 1Q20 大幅回落.....	12
图 21: 19 年下半年造纸产量小幅增长后回落.....	12
图 22: 日均机制纸产量总体稳定.....	12
图 23: 未来文化纸产能几乎零增长.....	13
图 24: 新增产能主要在箱板纸行业, 年均增长 4%.....	13
图 25: 美国、欧盟、日韩出口占出口总额 40%以上.....	13
图 26: 2019 年中国对美出口额同比减少 13%.....	13
图 27: 1Q20 造纸行业产成品存货再次走高.....	14
图 28: 纸品价格 1Q20 出现下跌.....	14
图 29: 纸价下跌后造纸企业利润增速随之回落.....	14
图 30: 2018~2020 年初主要纸企股价出现调整.....	14
图 31: 近年国内新建住宅精装修渗透率较快提升.....	15
图 32: 我国精装交付比例仍明显低于发达国家水平.....	15
图 33: 国内精装家具市场长期规模预期翻番以上.....	15

图 34: 上市家居企业大宗业务营收占比持续提升	17
图 35: 多数企业销售收款/营业收入比例大于 1	18
图 36: 多数家居企业净利润现金含量仍大于 1	18
图 37: 国股银票转贴现利率呈下行趋势	19
图 38: 江山欧派、志邦家居的应收款周转并未明显恶化	19
图 39: 滞后两年销售与竣工比对, 近年来竣工明显滞后	19
图 40: 住宅竣工面积自 19 年下半年以来逐步回升	19
图 41: 4 月单月住宅竣工面积同比减少 7.2%	20
图 42: 4 月单月商品房住宅销售面积降幅收窄至 1.5%	20
图 43: 建材家居卖场 4 月单月销售降幅改善	20
图 44: 4 月单月限额以上家具类零售额降幅收窄至 5.4%	20
图 45: 志邦大宗业务毛利率持续改善	22
图 46: 志邦家居厨柜和衣柜增速情况	23
图 47: 志邦家居衣柜收入占比提升明显	23
图 48: 中顺洁柔各季度营收稳定增长	24
图 49: 中顺洁柔多渠道扩张	24
图 50: 国际浆价持续低位	24
图 51: 中顺洁柔毛利率再创新高	24
图 52: 欧派家居衣柜增速领先同行	25
图 53: 欧派家居经销渠道增速领先同行	25
图 54: 橱柜龙头终端实力遥遥领先	25
图 55: 衣柜单店提货位列前茅, 且稳步提升	25
图 56: 欧派家居工程业务营收贡献增加	26
图 57: 橱柜工程占大宗业务收入的 60% 以上	26
图 58: 全装修政策变化	27
图 59: 瓷砖行业加速产能淘汰	27
图 60: 帝欧家居和碧桂园创投合作示意图	28
图 61: 帝欧家居股权变化图	29
图 62: 木浆价格从 6000 元跌落到 4000 元	30
图 63: 纸价相对稳定的背景下, 太阳毛利空间变化巨大	30
图 64: 老挝基地历经 10 年培育, 近年来形成产能输出	30

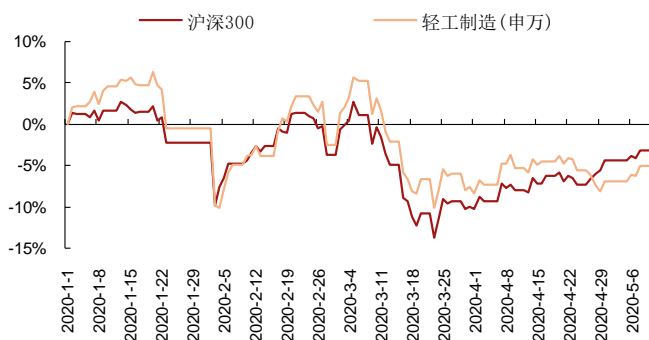
图 65: 老挝项目靠近出海口, 地理位置优越	31
图 66: 2020 年年底产能增量集中释放	31
图 67: 2019 年博汇白卡业务占比超过 80%	32
图 68: 公司在建工程陆续完工, 迎来产能释放	32
图 69: 白卡市场集中度相当高, C4=83%	32
图 70: 白卡纸价上行空间较大	32
图 71: 造纸印刷行业历史 PE Band	33
图 72: 造纸印刷行业历史 PB Band	33
表 1: 精装家具市场规模测算	16
表 2: 家居企业大宗业务毛利率基本处于合理水平	17
表 3: 房企的付款周期和条件, 以及家居企业盈利能力和现金流情况	18

一 2020 年中期回顾：波动中前行

2020年度投资策略我们提出走向春天，我们认为相较于2019年影响企业经营的诸如中美贸易摩擦、大宗商品价格波动等一些重大不确定性事项，2020年整体环境有逐渐明朗的趋势，加之国家推出降税减负，支持实体经济融资等一系列举措，以及行业加速汰换后，龙头公司市占率反而有了一定提升。因此，我们认为2020年应该是一个转折之年。但年初突如其来的新冠肺炎疫情，严重影响了一季度国内消费需求，以及企业经营节奏，导致一季度企业业绩普遍承压，部分公司股价波动幅度较大。

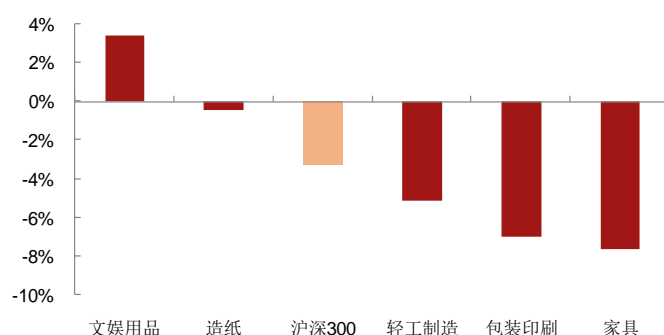
整体来看，今年轻工制造行业表现略逊于市场指数表现。2020年初至5月10日，沪深300指数下跌3.2%，轻工制造指数下跌5.1%。分板块来看，除文娱用品子板块上涨3.4%外，其它各板块均有所下跌，其中造纸、包装印刷、家具子板块跌幅分别为0.4%、7%、7.6%，其中包装印刷和家具板块均跑输市场和轻工行业整体表现。

图 1：今年以来轻工制造行业整体跑输市场



资料来源：Wind、招商证券

图 2：除文娱用品外主要子板块均有所下跌



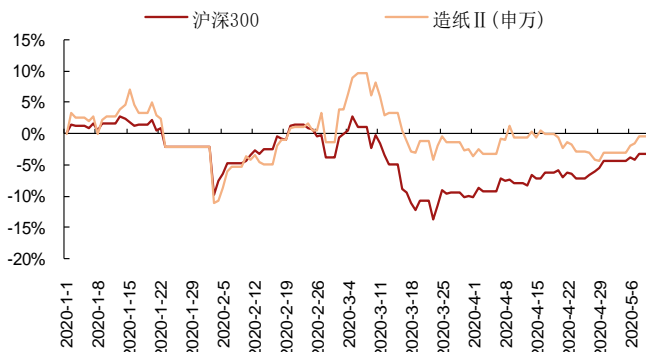
资料来源：Wind、招商证券

1.1 分行业 2020 年上半年走势回溯

造纸板块：整体表现略好于市场，前 2 个月造纸板块指数走势与大盘基本一致，但 3 月份以后整体走势略强于大盘，主要因造纸板块受益于低浆价效应一季度业绩预期整体仍然向好。截至 2020 年 5 月 10 日，造纸行业指数较年初下跌 0.4%，较沪深 300 指数 3.2% 的跌幅表现较好。

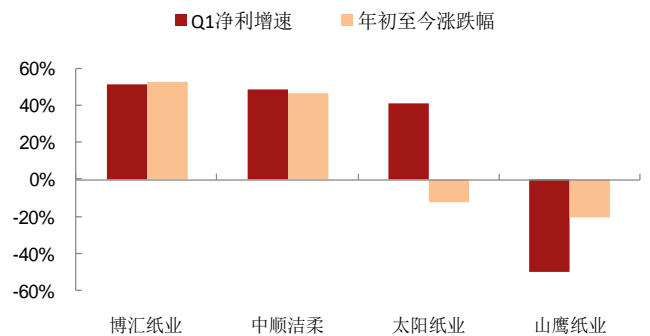
个股方面，市场表现出现了明显的分化，盈利能力较好的企业股价表现也取得了明显正回报。部分传统造纸龙头一季度订单在春节前提前锁定，生活用纸龙头一季度线上需求大幅增加一定程度上抵消线下渠道低迷的负面影响；同时，纸浆价格年初以来持续低位，有效降低了纸浆系企业生产成本。其中，受益于行业集中度提升的博汇纸业、产品持续扩张&成本红利显著的中顺洁柔，一季度业绩和股价表现较好。

图 3：造纸板块表现略好于市场



资料来源：Wind、招商证券

图 4：部分造纸企业业绩支撑股价表现



资料来源：Wind、招商证券

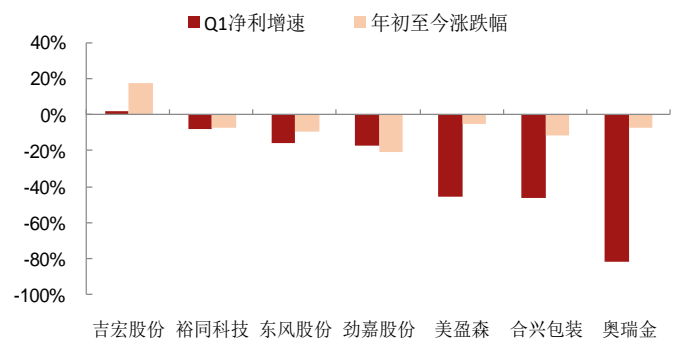
包装板块：年初以来市场表现跑输市场整体水平约 4%，年初至 5 月 10 日包装印刷指数下跌 7%。行情演绎先扬后抑，疫情爆发后包装相关需求有所下行，影响包装印刷企业一季度业绩，部分企业的大客户订单预期仍存在一定不确定性，板块股价表现弱于大盘。个股方面，布局国内精准营销和跨境电商的吉宏股份一季报仍实现正增长，股价涨幅居前，而传统纸包装龙头奥瑞金、合兴包装、裕同科技、劲嘉股份等均出现业绩和股价的双双下跌。

图 5：包装印刷板块表现跑输市场



资料来源：Wind、招商证券

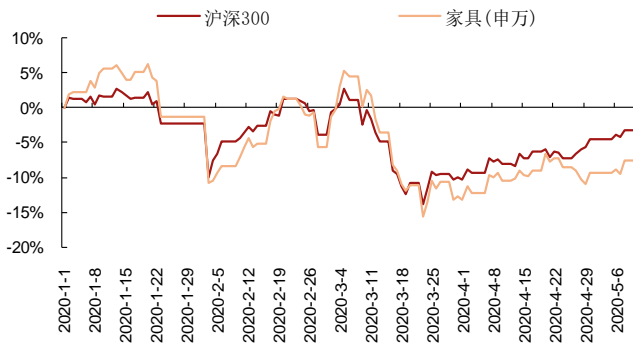
图 6：业绩支撑的包装印刷企业股价取得正收益



资料来源：Wind、招商证券

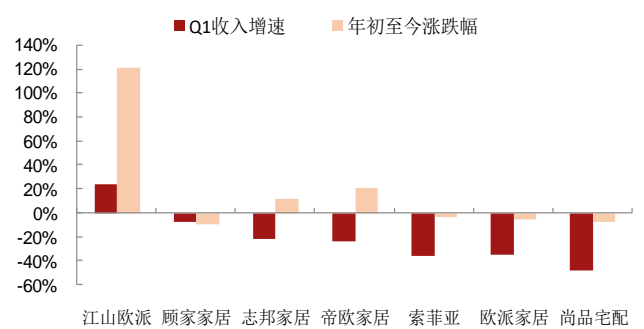
家具板块：一季度疫情影响国内家装消费需求，加上今年春节时间较早，内销型家居企业零售渠道经营均出现较大幅度下滑。相对则言，部分出口型企业由于 Q1 海外疫情尚未大规模爆发，出口业务仍然正常运行，此外，大宗业务放量的家居企业由于 Q1 确认了一部分大宗业务收入，使收入表现好于内销型零售家居企业。年初至 5 月 10 日家具指数下跌 7.6%，跑输市场 4.4%。但具备工程渠道支撑的江山欧派、帝欧家居分别实现了 121%、20% 的涨幅。

图 7：家居板块表现逊于市场整体水平



资料来源：Wind、招商证券

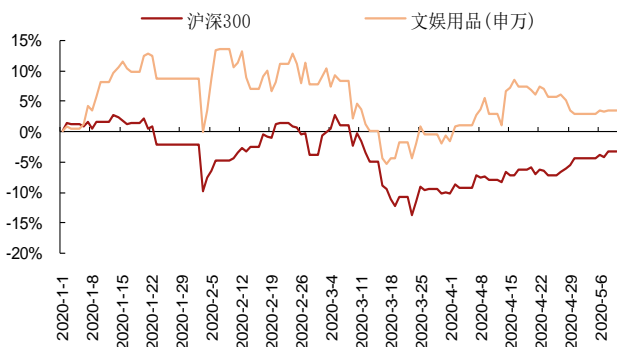
图 8：家居个股分化，大宗放量预期企业表现亮眼



资料来源：Wind、招商证券

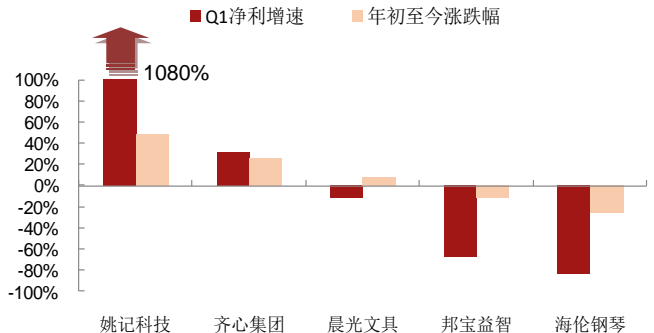
文娱用品：年初至5月10日文娱用品行业指数上涨3.4%，跑赢大盘6.6%。在板块表现整体相对强势的情况下，个股的分化尤为明显。盈利模式契合消费升级同时估值合理的公司，以及业务多元化转型初显成效的公司，仍然能够给投资者带来超额收益，其中姚记科技、齐心集团年初至今股价涨幅分别为49%、26%，晨光文具股价表现也取得了一定正收益。

图 9：文娱板块表现明显好于市场



资料来源：Wind、招商证券

图 10：文娱用品板块个股表现分化



资料来源：Wind、招商证券

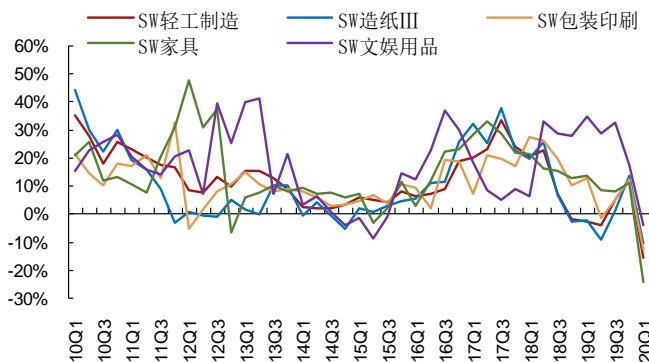
1.2 年报及一季报回顾：疫情冲击下的回撤

2019年，轻工行业整体营业收入同比增长2.4%，增速较18年下降8.6pct，行业整体净利同比增长8.3%，较18年46.6%的利润跌幅明显改善。其中，文娱用品板块增速领跑轻工制造行业，营业收入、归母净利润增速分别为27.5%和21.3%；家具板块利润明显改善，19年利润同比增长49.7%，收入增长10%；包装印刷板块营业收入、归母净利润分别同比增长6.1%和8.6%；造纸板块业绩表现有所回落，19年收入略增0.6%基本持平，利润同比减少29.3%。

2020年第一季度，轻工行业整体收入同比减少15.8%，增速环比降28.2pct、同比降12.8pct；归母净利润同比减少35.5%，增速同比降7.5pct。其中，文娱用品板块业绩表现持续较优，Q1营收同比减少4.4%，净利同比大幅增长92%，增速同比大幅提升50.4pct；造纸板块业绩表现次之，Q1营收同比减少10.5%，净利同比增长12.5%，增速同比提升60.6pct；包装印刷板块Q1营收、净利分别同比减少12.9%、33.2%；家

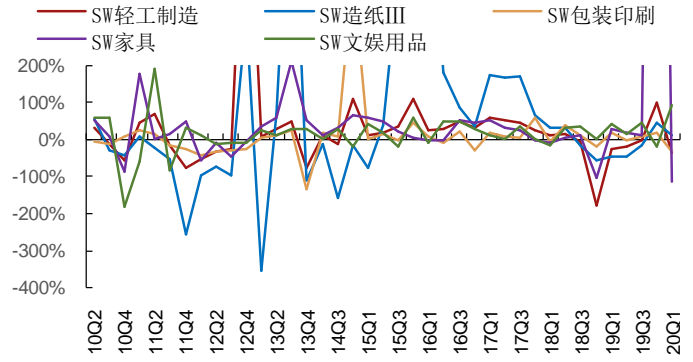
具板块 Q1 营收、净利分别同比减少 24.2%、115%。

图 11：一季度轻工行业收入整体下滑



资料来源：WIND，招商证券

图 12：一季度轻工行业利润下滑

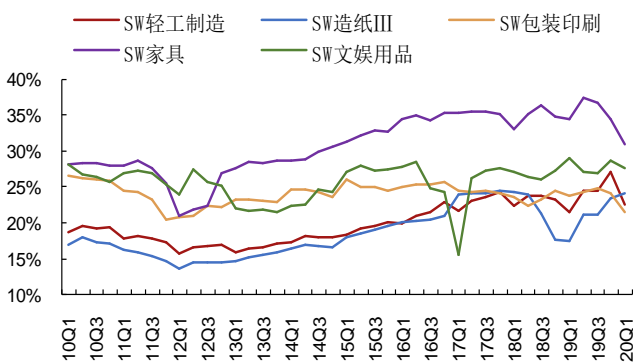


资料来源：WIND，招商证券

盈利能力上看，2019 年轻工制造行业整体小幅改善。19 年轻工制造行业整体毛利率同比提升 1.4pct 至 24.5%，具体到细分行业，造纸板块 19 全年毛利率同比略降 1pct 至 20.9%，包装印刷、家具、文娱用品板块毛利率分别较 18 年有所提升，分别升 0.5pct、0.6pct、1.2pct 至 24.1%、35.7%、27.9%。全行业扣非 ROE 较 18 年略升 0.7pct 至 4.8%，其中造纸板块 ROE 下滑 3.4pct 至 5.5%，包装印刷 ROE 稳定，家具和文娱用品板块扣非 ROE 分别提升 2.1pct、1.7pct，至 10%、9.6%。

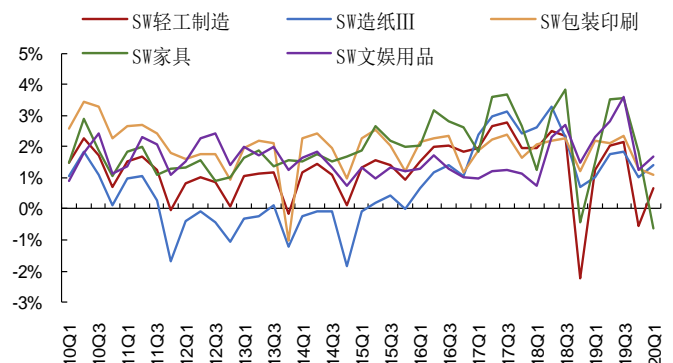
2020 年第一季度，轻工制造整体毛利率同比升 1pct 至 22.5%。分板块来看，2020 Q1 造纸行业毛利率同比大幅提升 6.7pct 至 24.1%；包装印刷、家具、文娱用品板块 Q1 毛利率分别 21.6%、31%、27.7%，同比分别下降 2.2pct、3.4pct、1.3pct。一季度全行业扣非 ROE 同比略降 0.6pct 至 0.7%，其中造纸板块同比升 0.4pct 至 1.4%，包装印刷、家具、文娱用品子板块扣非 ROE 同比分别降 1.1pct、2.1pct、0.7pct。

图 13：一季度轻工行业毛利率环比下降



资料来源：WIND，招商证券

图 14：轻工行业扣非 ROE 环比改善



资料来源：WIND，招商证券

1.3 结论：一季度是全年低点，寻找景气

从年报&一季报情况来看，轻工制造行业业绩整体符合我们预期。其中，造纸行业因 2019 年纸价下行企业盈利普遍回落，而 19Q1 以后受益于纸浆价格下行的成本红利显现，木

浆系纸企盈利开始逐步回升，至 2020 一季度主要木浆系纸企盈利出现明显反弹。

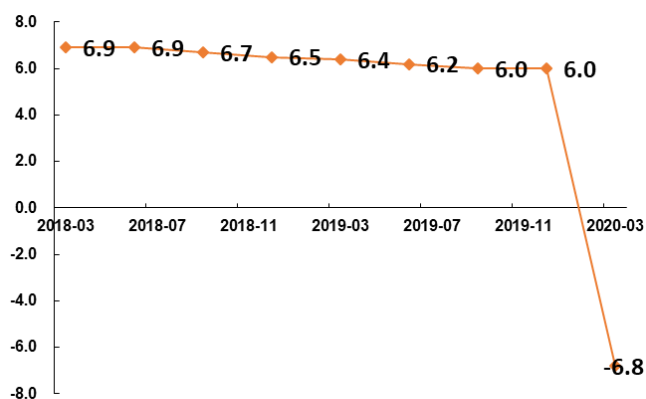
家居行业近年渠道分流趋势加剧，零售渠道创收未见明显突破，加之年初疫情影响一季度需求导致零售企业一季报承压；工程渠道随精装修趋势持续高增，竞争格局相对更好，工程赛道上的家居企业业绩表现相对较优。印刷包装和文娱企业业绩整体符合预期。

我们认为经历了上半年疫情冲击，二季度起轻工行业整体经营已逐步进入改善阶段，下半年回暖趋势将进一步明确，其中需求稳定增长、顺应行业发展趋势的细分子行业龙头有望率先复苏。

二 2020 年下半年定调复苏

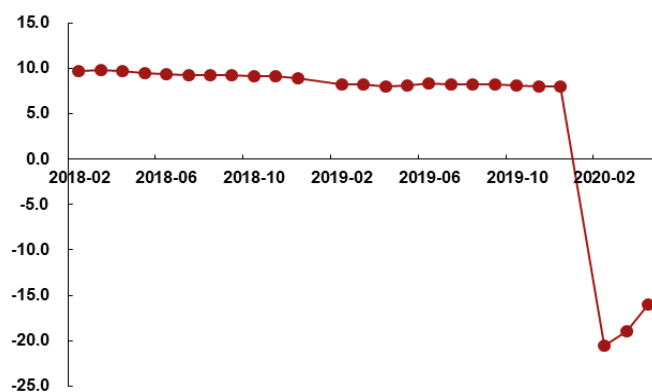
进入 2020 年，新冠疫情不期而遇，一季度经济受到较大影响，各行各业都面临 08 年金融危机以来最大的挑战。3 月之后，中国疫情得到有效的控制，但海外迅速蔓延，出口端又面临较大压力。从 3-4 月经济数据看，国内经济逐渐恢复。社会消费品零售总额，1~2 月增速同比下滑 21%，3 月下滑 16%，4 月下滑仅 8%，预计 5~6 月同比持平甚至转正。整体上看，我们认为下半年或有波折，但将延续复苏进程。

图 15：经济增速逐季放缓，1Q20 受疫情影响较大



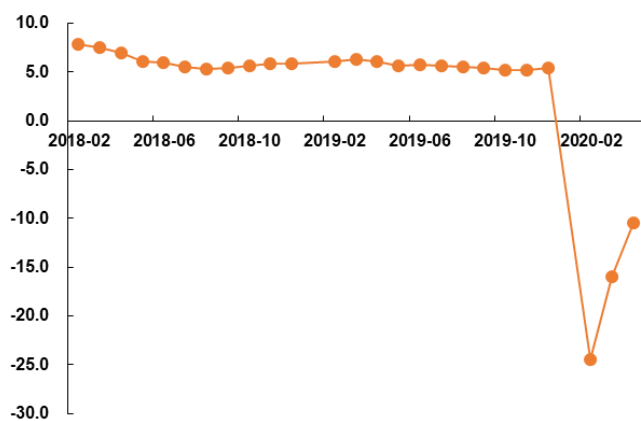
资料来源：Wind，招商证券

图 16：社会消费品零售总额累计同比，3-4 月快速恢复



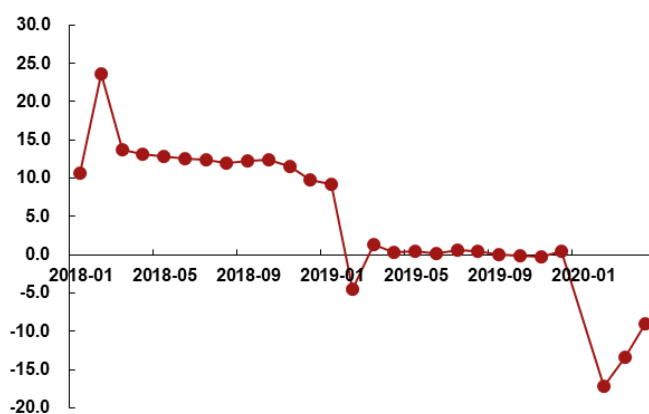
资料来源：Wind，招商证券

图 17：固定资产投资完成额，3 月以后呈现深 V 反转



资料来源：Wind，招商证券

图 18：出口金额，3 月以后呈现深 V 反转



资料来源：Wind，招商证券

展望下半年，我们坚定乐观，定调复苏：家居行业，全年竣工预期依然乐观，上半年延迟交付的工程订单在 Q2 陆续确认，大宗业务预期放量的家居企业有望率先复苏；另一方面，据我们终端调研了解，3 月下旬至今终端接单持续改善，5.1 期间家居卖场人流明显好转，预计零售渠道收入确认也将逐步回暖。推荐具备大宗业务弹性的志邦家居、帝欧家居、欧派家居。木浆系纸企有望持续享受成本红利，推荐渠道品类扩张顺利、需求稳定增长的中顺洁柔，观察下半年工业用纸需求回暖情况，适时配置太阳纸业、博汇纸业等公司。

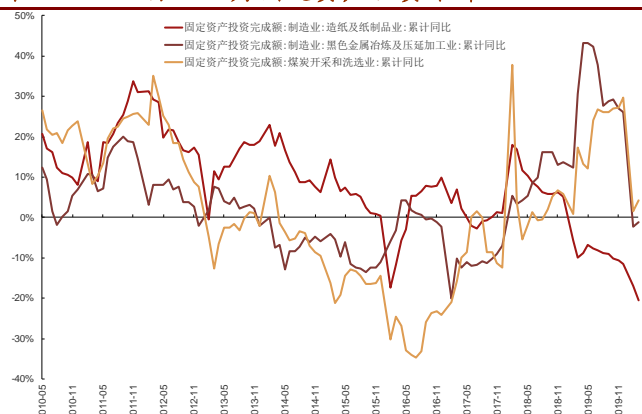
2.1 造纸包装：集中度提升，去库存是当前要务

2020 年初，受海内外疫情影响，纸品出口需求减弱，行业库存再次走高，纸价出现回落。未来造纸行业产能释放力度较弱，库存压力不容忽视。我们建议投资者重点关注文化纸和生活用纸为主的造纸企业投资机会。

2.1.1 产能释放慢于预期，供应压缩依然明显

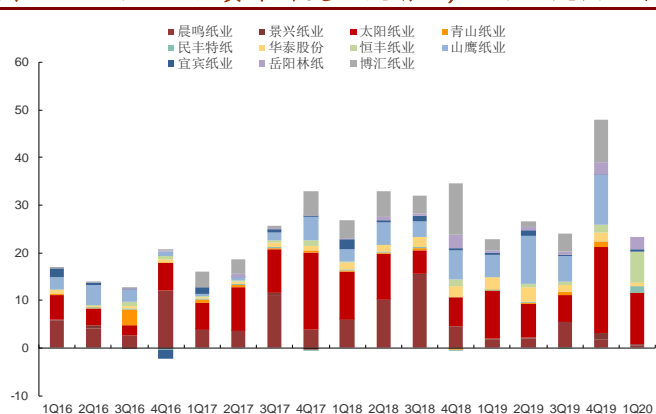
展望 2020 年下半年，我们认为行业整体供需格局依然稳健。受年初开工率不足和海外需求减弱影响，造纸行业供应尚未完全释放。截止 1Q20，行业整体固定资产投资下滑 21%。前期积极扩张的上市公司自 19 年前三季度开始削减资本开支。4Q19 行业资本开支投入大规模增加，而在 1Q20 又出现下滑现象。同时，造纸产量由 19 年下半年小幅增长后趋于回落，行业日均产量基本维持在 2013 年水平，整体产量始终保持平稳状态，未来两年的产能投放不会超出预期。

图 19：造纸行业 3 月固定资产投资下降 21%



资料来源：Wind、招商证券

图 20：4Q19 纸企资本开支规模增加，1Q20 大幅回落



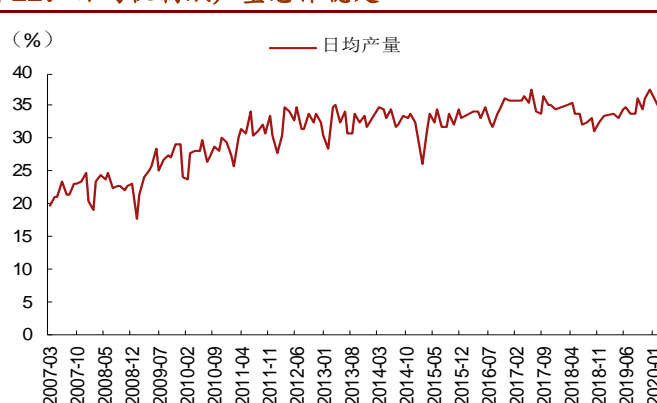
资料来源：Wind、招商证券

图 21：19 年下半年造纸产量小幅增长后回落



资料来源：卓创资讯、招商证券

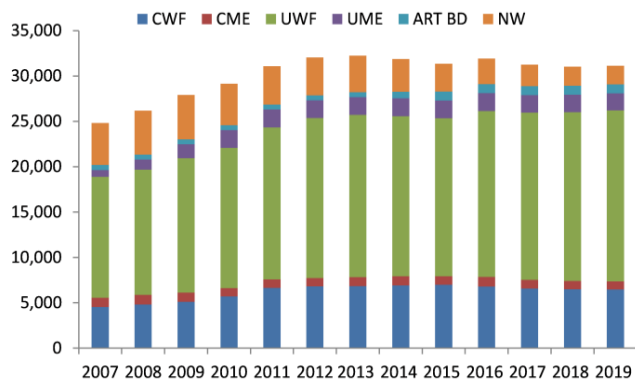
图 22：日均机制纸产量总体稳定



资料来源：卓创资讯、招商证券

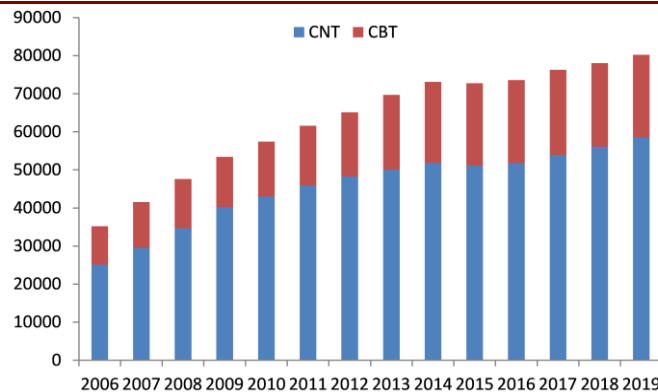
此外，新投产产能分化较为明显，文化纸行业新增产能数量并不多，而箱板包装是过去一年的新增主力。这也使得 2019 年库存高企，需求不旺的背景下，文化纸的价格走势好于包装纸品。

图 23: 未来文化纸产能几乎零增长



资料来源: Euromonitor、招商证券

图 24: 新增产能主要在箱板纸行业, 年均增长 4%



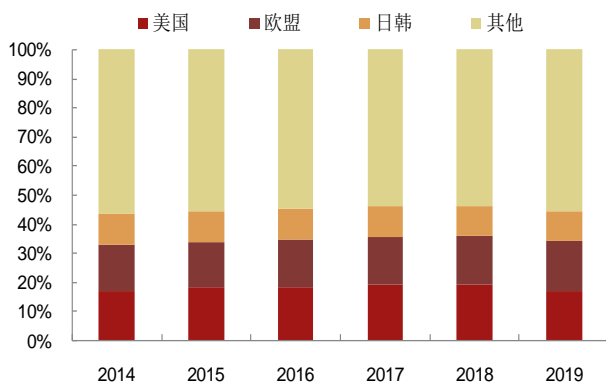
资料来源: Euromonitor、招商证券

2.2.2 需求回落, 库存压力凸显

疫情影响下出口下行, 冲击包装纸品需求。目前海外疫情比较严峻的区域主要包括以美国为主的“北美外贸市场”和以德国、意大利为主的“欧盟外贸市场”, 这两大市场也是中国外贸出口最主要的目标市场。2019 年我国对美国、欧盟市场的出口金额分别达 4187 亿美元、4287 亿美元, 近年来两地合计出口额占比例保持三分之一左右。全球疫情如果得不到有效控制, 或将导致国内包装纸间接出口需求回落。

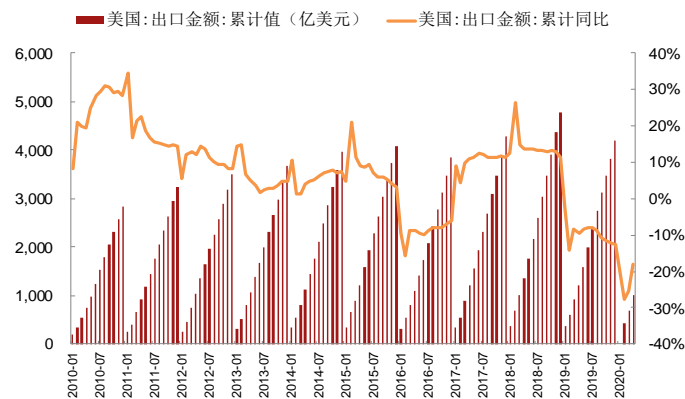
与此同时, 受 18 年以来持续性的中美贸易摩擦影响, 中国对美出口金额大幅下滑。2019 年全年对美出口额同比减少 13%, 截至 2020 年一季度, 对美出口额累计同比减少 25%。贸易摩擦给造纸出口带来进一步的压力。

图 25: 美国、欧盟、日韩出口占出口总额 40%以上



资料来源: 卓创资讯、招商证券

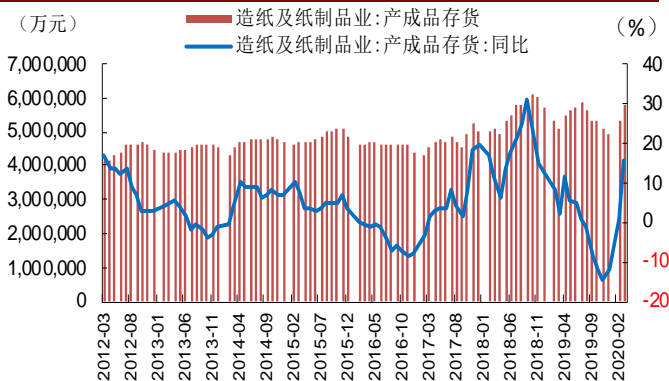
图 26: 2019 年中国对美出口额同比减少 13%



资料来源: 卓创资讯、招商证券

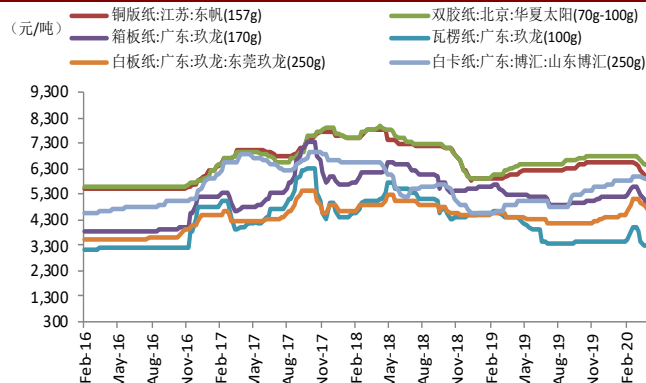
20 年年初库存压力再次凸显。2018-2019 年包装纸总体景气程度偏弱, 叠加行业库存压力, 18 年底纸价开始高位回调。2018 年三季度纸品库存因需求超预期回落大幅摸高, 经历了五个季度的去库存后, 19 年末库存水平基本回落至正常区间, 全年纸价总体平稳。今年年初, 受海内外疫情影响, 需求走弱, 包装纸库存再次上行, 纸价下跌。截止 2020 年 5 月初, 箱板纸、瓦楞纸、白板纸分别较 19 年高点下跌幅度达 16%、30%、14%。

图 27: 1Q20 造纸行业产成品存货再次走高



资料来源：Wind、招商证券

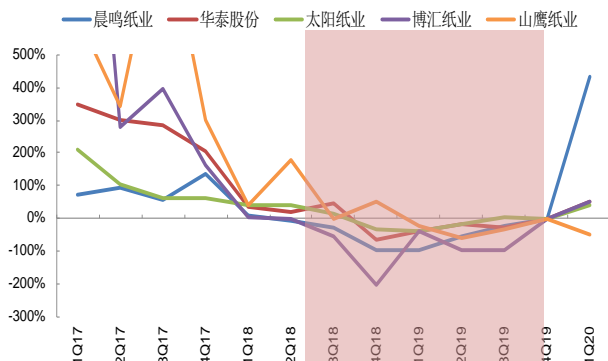
图 28: 纸品价格 1Q20 出现下跌



资料来源：Wind、招商证券

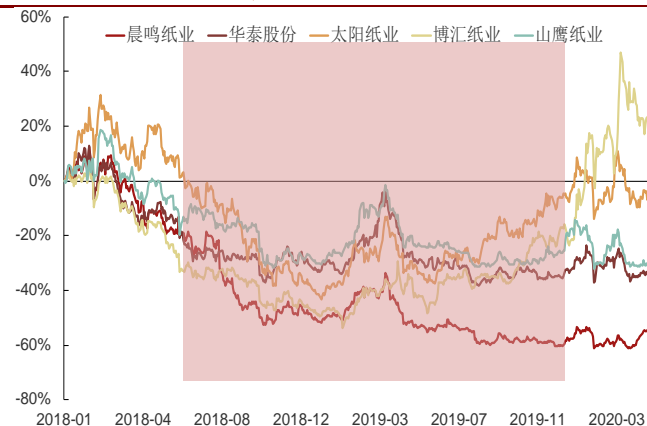
疫情下开工率不足，纸企龙头 1Q 盈利维持高位。19 年主要上市公司单季度利润增速明显放缓。1Q20 受疫情影响，部分小厂开工率不足，纸价在短时间内有小幅上行，同时上游纸浆价格下滑，因此造纸行业龙头盈利情况略有好转。部分主要纸企股价出现一定幅度的回撤，至 2020 年 4 月末，5 家主要上市纸企总市值较 2018 年年初下降 29%，其中晨鸣纸业、华泰纸业、太阳纸业、山鹰纸业总市值同比下降分别为 -56%、-32%、-11%、-32%。

图 29: 纸价下跌后造纸企业利润增速随之回落



资料来源：Wind、招商证券

图 30: 2018-2020 年初主要纸企股价出现调整



资料来源：Wind、招商证券

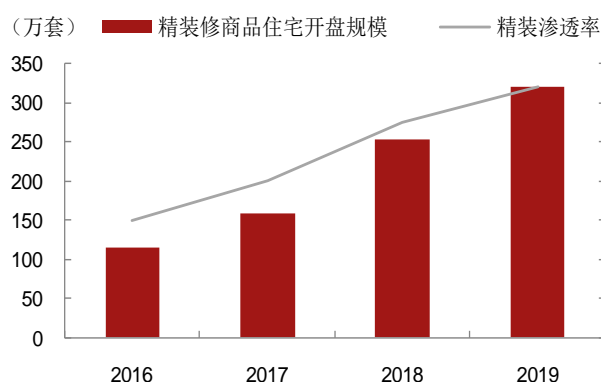
2.2 家居行业：全面进入新赛道

我们认为家居企业在精装行业未来两三年的成长性仍较乐观，考虑到 To B 业务需要对地产商的交房周期、拿地时间以及项目特色等进行专业开发，往往需要 1~2 年的项目储备时间，我们看好在精装赛道上前两年已提前布局的家居企业，顺势而为厚积薄发。

2.2.1 精装业务爆发力，渗透率较低未来具备成长空间

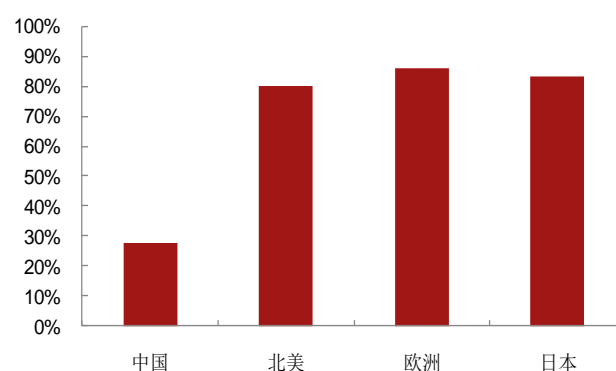
国内精装交付渗透率快速提升，仍有较大提升空间。在中央与地方政府鼓励住宅产业化与全装修政策的推动下，2016 年起，国内房地产行业也迎来了政策推动的住宅全装修、成品交付时代。2017 年住建部印发的《建筑业发展十三五规划》明确提出，至 2020 年我国新开工全装修成品住宅目标比例达到 30%。从目前情况来看，据奥维云网地产大数据监测显示，2018 年全国精装修商品住宅开盘数量为 253 万套，市场渗透率达 27.5%；2019 年全国住宅精装修市场规模约 320 万套，市场渗透率达 32%，且预计 2020 年全国精装修商品住宅开盘规模将达 365 万套。另一方面，虽然近年我国精装交付比例较快提升，但与欧美等发达国家 80% 以上的精装修渗透率相比，我国精装比例仍明显偏低，未来仍有较大提升空间。

图 31：近年国内新建住宅精装修渗透率较快提升



资料来源：奥维云网、招商证券

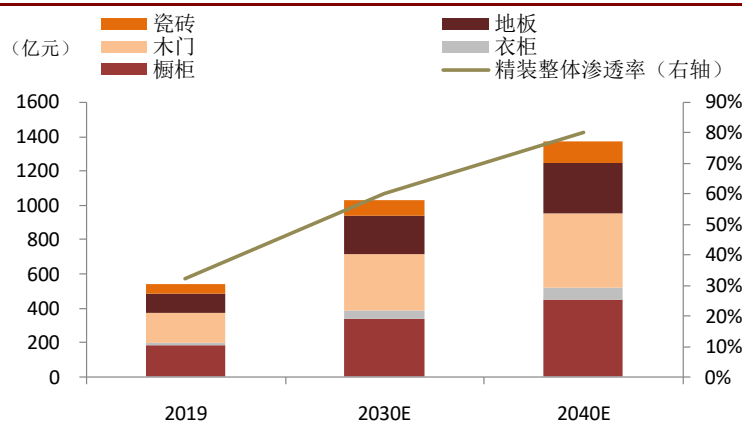
图 32：我国精装交付比例仍明显低于发达国家水平



资料来源：奥维云网、招商证券

精装渗透率提升有望带动精装家具市场规模扩容。我们以全国住宅销售套数为基数，假设 2030 年和 2040 年住宅销售套数稳定在 1400 万套的水平，2020 年~2030 年精装修比例年均提升 2.5pct，2030 年~2040 年精装修比例年均提升 2 pct，参考主要家具品类的精装配套率和工程单价（假设长期房价稳定的背景下，精装产品供货价稳定），测算得到精装修渗透率达到 80% 时，国内橱柜、衣柜、木门、地板、瓷砖的长期精装市场规模分别约为 448 亿元、67 亿元、437 亿元、294 亿元、126 亿元，市场规模预期增至 2019 年的 2.5 倍，仍有较大提升空间。

图 33：国内精装家具市场长期规模预期翻番以上



资料来源：Wind、奥维云网、公司资料、招商证券

表 1：精装家具市场规模测算

	2015	2016	2017	2018	2019	2020E	2021E	2030E	2040E
住宅销售套数（万套）	1058	1282	1336	1383	1403	1403	1403	1400	1400
同比		21.2%	4.2%	3.5%	1.5%	0.0%	0.0%		
精装修套数（万套）	127	192	267	380	449	491	533	840	1120
精装整体渗透率	12.0%	15.0%	20%	28%	32%	35%	38%	60%	80%
橱柜									
精装配套率	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%
精装橱柜户数（万套）	127	192	267	380	449	491	533	840	1120
精装橱柜单价（万元/套）	0.40	0.40	0.40	0.40	0.40	0.40	0.40	0.40	0.40
精装橱柜市场规模（亿元）	51	77	107	152	180	196	213	336	448
同比		52%	39%	42%	18%	9%	9%		
衣柜									
精装配套率	2%	3%	5%	6%	7%	8%	9%	15%	15%
精装衣柜户数（万套）	3	6	13	23	31	39	48	126	168
户均衣柜数	2	2	2	2	2	2	2	2	2
精装衣柜单价（万元/套）	0.20	0.20	0.20	0.20	0.20	0.20	0.20	0.20	0.20
精装衣柜市场规模（亿元）	1	2	5	9	13	16	19	50	67
同比		127%	132%	71%	38%	25%	22%		
木门									
精装配套率	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%
精装木门户数（万套）	127	192	267	380	449	491	533	840	1120
户均木门数	2	3	3	3	3	3	3	3	3
精装木门单价（万元/趟）	0.13	0.13	0.13	0.13	0.13	0.13	0.13	0.13	0.13
精装木门市场规模（亿元）	33	75	104	148	175	192	208	328	437
同比		127%	39%	42%	18%	9%	9%		
地板									
精装配套率	50%	50%	50%	50%	50%	50%	50%	50%	50%
精装地板户数（万套）	63	96	134	190	225	246	267	420	560
户均实用面积（平米）	75	75	75	75	75	75	75	75	75
精装地板单价（元/平米）	70	70	70	70	70	70	70	70	70
精装地板市场规模（亿元）	33	50	70	100	118	129	140	221	294
同比		52%	39%	42%	18%	9%	9%		
瓷砖									
精装配套率	50%	50%	50%	50%	50%	50%	50%	50%	50%
精装瓷砖户数（万套）	63	96	134	190	225	246	267	420	560
户均实用面积（平米）	75	75	75	75	75	75	75	75	75
精装瓷砖单价（元/平米）	30	30	30	30	30	30	30	30	30
精装瓷砖市场规模（亿元）	14	22	30	43	51	55	60	95	126
同比		52%	39%	42%	18%	9%	9%		

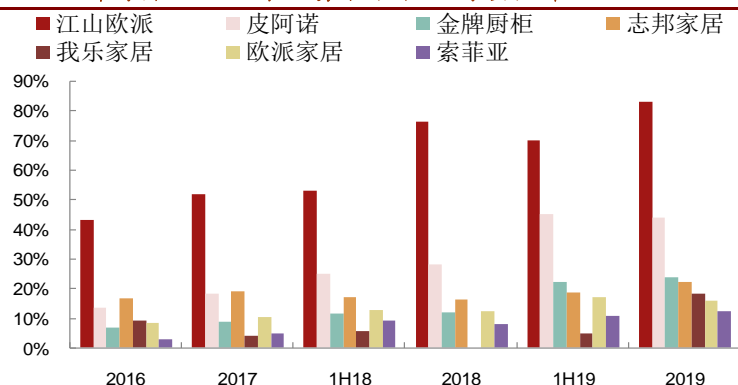
资料来源：Wind、奥维云网、公司资料、招商证券

2.2.2 与地产企业合作良性互动，利率下行减缓财务压力

家居企业纷纷发力大宗业务，工程渠道收入占比持续提升。在国内精装房政策大势所趋，以及家居企业零售终端销售尚未明显改善的背景下，近年来定制企业均加大力度拓展工程业务，工程业务营收占比明显提升。截至 2019 年末，主要上市定制企业工程渠道占

整体营收比例均达 10% 以上，剔除工程渠道占比高的江山欧派，其他 6 家定制企业工程渠道营收平均占比为 23%，较 2018 年提升 8pct。具体来看，以精装房配套率较高的厨柜为例，2019 年皮阿诺、金牌厨柜、志邦家居、欧派家居的大宗收入占总收入的比重分别为 44%、24%、22%、16%，占比均较 18 年明显提升。

图 34：上市家居企业大宗业务营收占比持续提升



资料来源：公司资料、招商证券

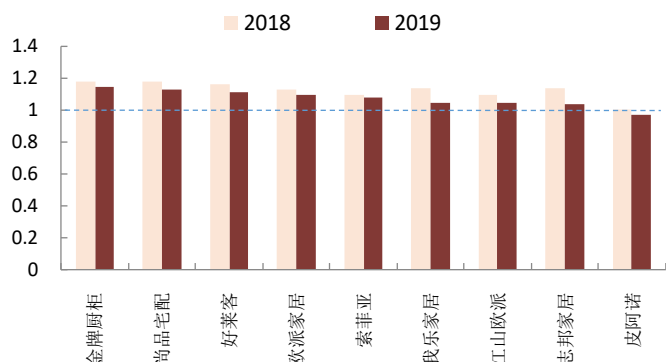
工程渠道逐步进入良性合作通道，体现为毛利率较高、现金流好于预期。过往市场担忧家居企业随着工程业务的占比提升，企业端盈利水平和现金流会受到负面影响，尤其是毛利率水平（供货价更低）和坏账风险（账期更长）。但我们认为并非如此：一方面，从企业经营数据上看，工程渠道整体毛利率水平并未明显偏低，现金流波动也主要体现为季度间波动，长周期下工程渠道扩张并没有导致企业现金流的明显恶化。另一方面，据我们渠道调研和企业走访情况反馈，工程业务的实际盈利情况并没有市场此前预期的那样糟糕，19 年以来房企越来越看重供应商的品牌价值和实际交付能力，若家居企业能提供较好的服务和产品，房企是愿意及时回款并且保证其不错的盈利能力。

表 2：家居企业大宗业务毛利率基本处于合理水平

大宗业务毛利率	2017	2018	1H19	2019
欧派家居	48.0%	49.5%	41.3%	34.6%
志邦股份	23.1%	30.2%		42.0%
皮阿诺	30%+	30%+	32%	30%+
江山欧派	32.1%	31.9%	32.9%	34%
金牌厨柜	12%	11%	11%	
我乐家居		25.4%		25.4%

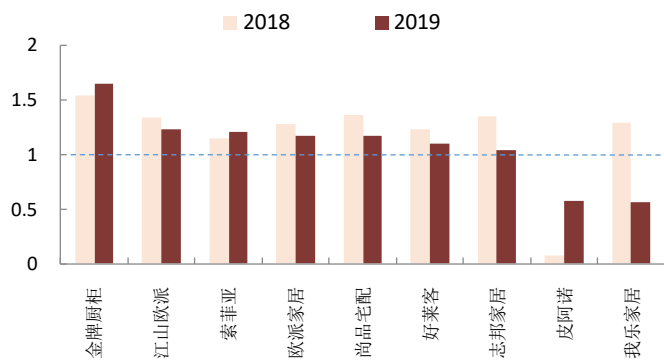
资料来源：公司数据、招商证券

图 35：多数企业销售收款/营业收入比例大于 1



资料来源：WIND，招商证券

图 36：多数家居企业净利润现金含量仍大于 1



资料来源：WIND，招商证券

表 3：房企的付款周期和条件，以及家居企业盈利能力和现金流情况

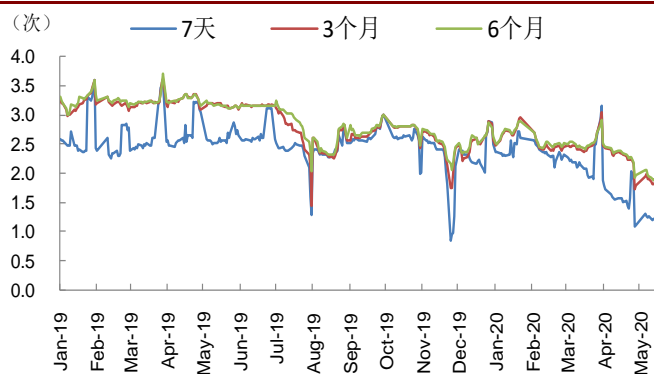
	房企A	房企B	房企C	房企D	房企E
付款周期	基本都是1年账期，商票为主	一般为6个月账期	一般为6个月账期，根据供应商资质也有12月的账期	6个月账期	工程经销商完成交付，公司承担6个月，经销商承担6个月
付款条件	只要质量不出问题，一般到期都是可以回款	已经不以价格导向，若是高端楼盘更愿意找品牌方来合作，看重质量和交付能力		主要找品牌商做中高端楼盘，检验达标就付款。	房企更看重服务质量和交付能力
盈利能力	一般8-10%净利率是有保证的	对于供应商的盈利能力是有保证的	若是长期合作伙伴，会保证不错的现金流	有保证	10-12%有保证，有的甚至达到15%
现金流	橱柜企业也可以选择一半现金和一半账期，降低现金流风险	付款一半现金，另一半可用保理和国内信用证	一般6个月内付现金，但根据客户的销售情况和楼盘进度	一般不会拖欠	工程代理的方式会转嫁一部分现金流风险，6个月账期对企业影响没那么小

资料来源：渠道调研、招商证券

宏观环境改善，票据利率水平降低，垫资费用压力边际走低。从宏观环境来看，一方面，今年票据利率逐步呈下降趋势，对于从事大宗业务的家居企业来说，将有助于降低其工程业务应收账款的贴现费用，减少企业由大宗业务带来的垫资压力，从而节约财务费用。另一方面，在当前货币政策趋于宽松的背景下，交易对手的违约风险也有所降低，将更加有利于家居企业大力拓展大宗业务，去匹配相应合理的账期。

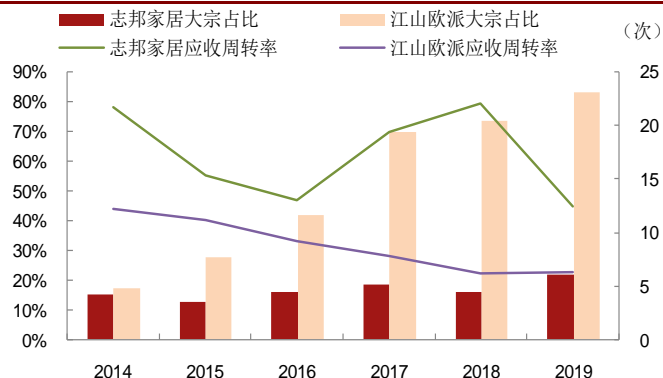
以近年工程业务快速扩张的江山欧派为例，其大宗业务占营收比例从 2014 年 14% 提升至 2019 年 83%，同期应收账款周转率从 12.2 次降为 6.4 次；从志邦家居来看，其大宗业务占营收比例从 2014 年 15% 提升至 2019 年 21.6%，同期应收账款周转率从 21.7 次降为 12.4 次。整体来看，虽然二者的大宗业务规模快速扩张，但应收款的回款期限并未明显恶化，而在收益和风险相匹配的前提下，大宗业务放量也带动公司规模实现较好发展。

图 37: 国股银票转贴现利率呈下行趋势



资料来源: Wind、招商证券

图 38: 江山欧派、志邦家居的应收款周转并未明显恶化



资料来源: 公司资料、招商证券

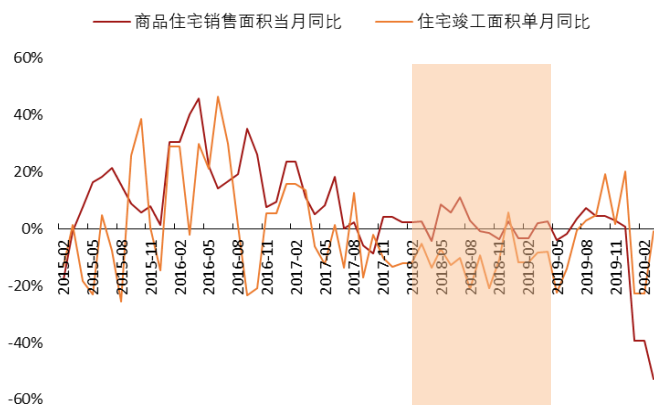
2.2.3 下半年竣工仍在复苏窗口，零售端或将加速走高

我们认为 2020 年家居行业将迎来需求大年，最主要的驱动因素来自始于 2016 年地产销售浪潮，当时单月地产销售增速甚至可以达到 40% 以上高增长，但让投资者困惑的是，以往滞后 2 年销售和竣工数据基本可以重合，即销售后 2 年交房，但近几年持续竣工低于预期。

有研究者认为过去几年土地价格大幅上涨，在追求规模，扩张加速的背景下，房地产开发企业挪用房屋销售款去进行土地购置，扩充自身土地储备规模，导致后续兴建房屋开工资金不足而放慢交付进度相关；同时，进入 2018 年，加大去杠杆力度的政策引导下，部分地产企业缺乏资金导致房屋兴建停摆也有关系。基于上述各种原因，导致房屋竣工交付滞后时间有所加长。

竣工方面，2020 新冠肺炎疫情意外爆发，一季度经济建设有所放缓，房地产竣工数据也出现较大幅度下滑。但从近 2 个月数据来看，2020 年 1-4 月住宅竣工面积累计同比减少 14.5%，降幅环比 3 月收窄 1.7pct；4 月单月住宅竣工面积同比减少 7.2%，3 月单月同比增长 1.2%。我们认为外部环境因素导致的房屋竣工交付滞后时间有所加长，只是节奏的变化，而没有总量的变化，随着地产销售的滞后效应逐步体现，下半年竣工数据仍有望向好。

图 39: 滞后两年销售与竣工比对，近年来竣工明显滞后 图 40: 住宅竣工面积自 19 年下半年以来逐步回升

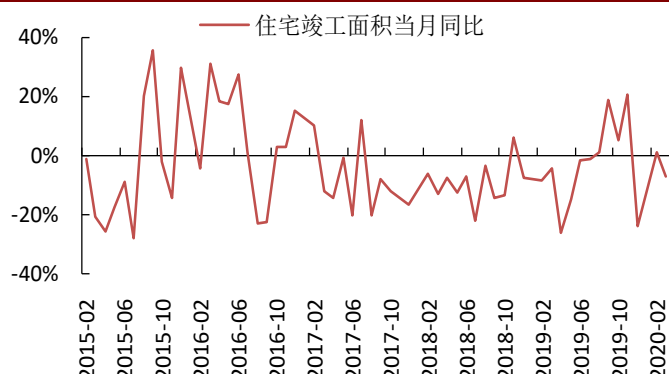


资料来源: Wind、招商证券



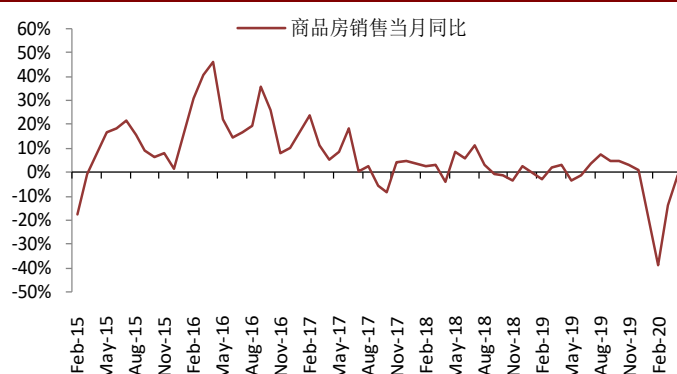
资料来源: Wind、招商证券

图 41：4 月单月住宅竣工面积同比减少 7.2%



资料来源：WInd、招商证券

图 42：4 月单月商品房住宅销售面积降幅收窄至 1.5%

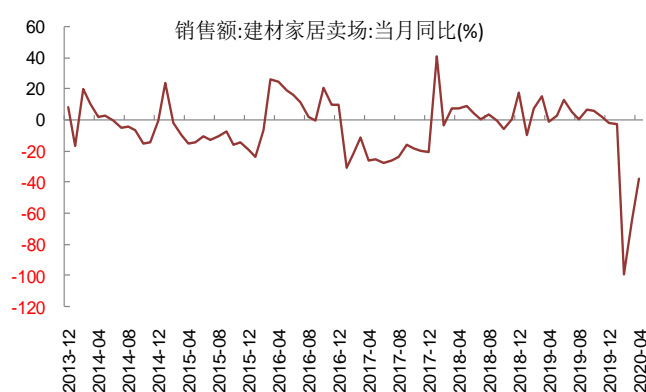


资料来源：WInd、招商证券

家具零售 Q2 起渐有改善，预计下半年将加速回暖。零售方面，全国建材家居卖场 1-4 月累计销售额 1460.46 亿元，同比减少 48.8%，4 月单月销售额 525.86 亿元，同比减少 37.7%，4 月降幅较 3 月 63.8% 的水平明显收窄。从全国限额以上企业零售额数据来看，1-4 月家具类累计零售额同比减少 35.6%，较 3 月份 40.2% 的降幅亦有所改善；4 月单月全国家具零售额同比减少 5.4%，降幅较 3 月显著收窄 17.3pct。

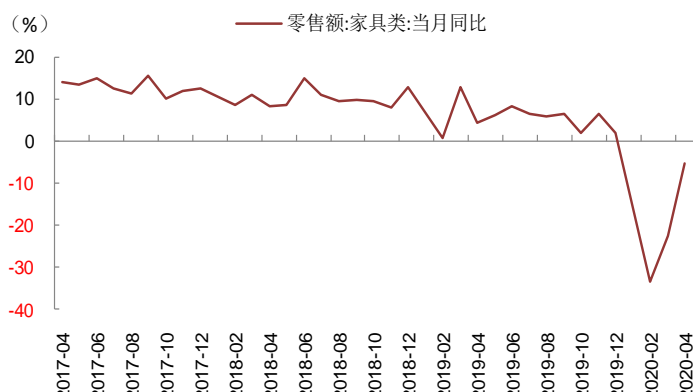
此外，据我们 3 月下旬以来对上市家居企业的渠道调研反馈，3 月下旬零售端订单估计约为去年同期的 5-7 成，4 月份进一步恢复至约去年同期的 8-9 成。我们认为下半年随着零售端基数的下降、前期压抑的家装需求开始释放，以及竣工效应的逐步体现，预计以上市家居公司为代表的龙头企业零售端订单有望率先行业加速回暖。

图 43：建材家居卖场 4 月单月销售降幅改善



资料来源：WInd、招商证券

图 44：4 单月限额以上家具类零售额降幅收窄至 5.4%



资料来源：WInd、招商证券

三 2020 年中期投资策略：感受初夏

我们展望下半年，建议投资者配置需求确定性回暖的子行业，感受轻工行业复苏的脚步。

超配家居行业，全年竣工预期依然乐观，上半年延迟交付的工程订单在 Q2 陆续确认，大宗业务预期放量的家居企业有望率先复苏；另一方面，据我们终端调研了解，3 月下旬至今终端接单持续改善，5.1 期间家居卖场人流明显好转，预计零售渠道收入确认也将逐步回暖。

此外，建议重点关注需求不受影响，享受成本红利的子行业，如生活用纸等。疫情影响国际需求，大宗产品价格或将一段时间低迷，因此成本下行背景下，需求稳定向好的行业有更大毛利率向上弹性，我们看好生活用纸以及文具等细分品类板块。工业用纸和出口型轻工行业尚需等待外需回暖。

3.1 倒春寒后，感受初夏

2019 年年底，我们撰写《冬至暖意，我心向阳》，提出 2020 年看好轻工行业复苏 4 大方向，看好白卡纸，家具行业精装修、娱乐转型轻工公司以及电子烟行业，特指加热不燃烧等领域。回顾看，大部分的行业转型复苏基本印证，但疫情的突然爆发也打乱了行业复苏进程，然后我们认为疫情出现只是延缓了趋势，下半年我们感受初夏，倾听轻工行业的上行脚步。

3.2 把握需求端的脉搏

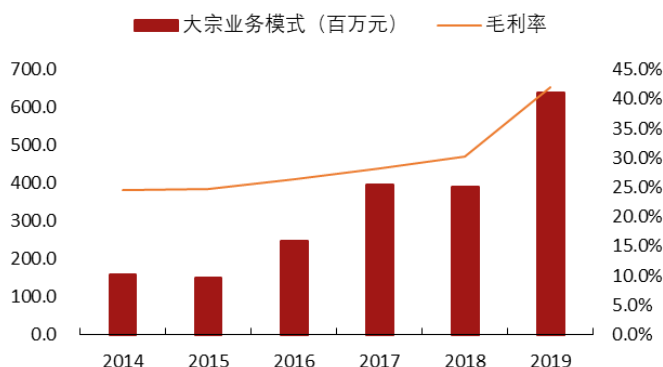
进入 2020 年下半年，我们建议投资者关注确定性增长的子版块，把握这些领域的增长机会。

3.2.1 志邦家居：大宗业务厚积薄发，由厨带衣水到渠成

大宗业务具备先发优势，盈利质量高于行业。志邦开展大宗业务时间较早（公司自 2010 年全面布局大宗业务，形成成熟的业务模式和丰富的实战经验），过去单一大客户占总收入比例较高，市场担忧账期风险。近些年，公司积极主动拓展大客户，整体思路已经转化为**优质客户+控制风险**；已与绿地、中南、龙湖等头部地产商建立了深度合作关系（百强占比超过 30%），客户结构改变对公司经营质量提升比较大。同时，公司鼓励各区域经销商在所在地开展大宗业务。

2019 年，志邦大宗业务收入 6.4 亿元，较去年同期增长 63.7%，增速加快（下半年增速好于上半年），明显好于行业平均水平（30%）。盈利能力方面，由于公司十分重视大宗业务的发展，对于地产项目和客户实行双向甄选，较好的控制利润水平和账期管理，使得 2019 大宗业务毛利率达到 42%，同比提升 11pct，处于行业领先水平。

图 45：志邦大宗业务毛利率持续改善



资料来源：Wind、招商证券

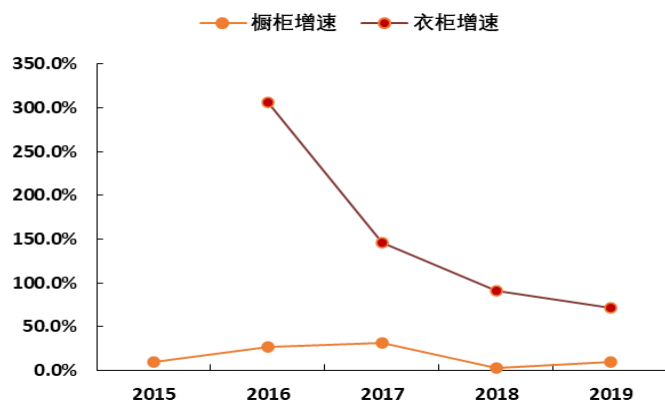
从产品属性上看，厨柜引流衣柜水到渠成，衣柜业务持续高增。定制家居行业往往指的是定制厨柜+定制衣柜，以这两个产品展开，拓展更多空间利用的可能性。一般来讲，做厨柜的难度比衣柜要大，对企业要求的能力更高。衣柜只需要木板+五金，而厨柜需要金（电器五金）、木（木头）、水（水槽水盆）、火（灶具）、土（台面）。

厨柜和衣柜是完全不同的两个行业，可以互相渗透，但正向和反向会呈现不同结果。某种程度上讲，厨柜代表了厨房空间，但衣柜尚且不能代表卧室空间。另外，从行业竞争上看，厨房的竞争仅在定制领域；而卧室的竞争除了定制的竞争还有成品与定制的竞争，更为激烈。所以，衣柜切入到厨柜相对较难，而厨柜到衣柜相对容易。厨柜企业增长潜力更为确定和突出。

从品牌力上看，厨柜企业更早开始教育市场，消费者对品牌的认知也较早。据统计，目前定制厨柜市场渗透率大概为 60%、衣柜 40%、全屋定制 20%。跟踪我们最近调研情况，消费者对衣柜的选择更看重试样和功能，而对品牌和价格敏感度不是太高。衣柜品牌化之路还需要时间和沉淀。

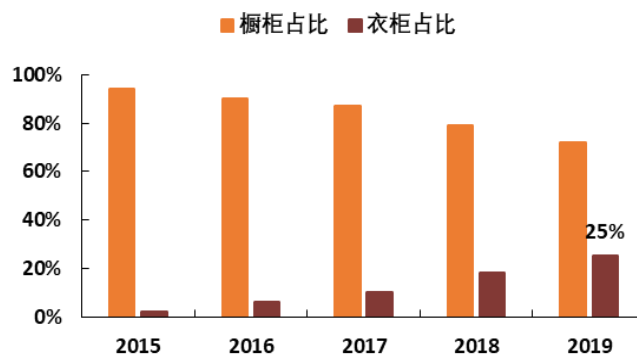
就志邦家居而言，主业深耕多年，近几年开始发力衣柜业务，效果显著，衣柜增长明显好于厨柜主业和竞争对手情况。2015-2019 的复合增利率达 139%。2019 年度，定制衣柜业务实现业务收入 7.3 亿元，占当期主营业务收入比重为 24.8%，毛利率达 31.6%。未来伴随定制衣柜行业的发展，成为公司形成新的增长点，预计未来 2 年依然保持 40-50% 以上的增长。

图 46: 志邦家居厨柜和衣柜增速情况



资料来源: Wind, 招商证券

图 47: 志邦家居衣柜收入占比提升明显



资料来源: Wind, 招商证券

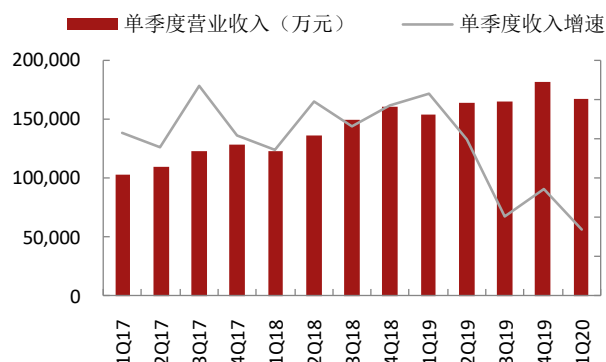
预计公司零售端下半年全面向好，维持“强烈推荐-A”评级。2019 年公司经销渠道实现 15% 增长，厨柜增长稳定、衣柜持续高增、木门稳步推进，2020 年 1 季度在疫情影响下公司启动对加盟商“减”和“免”帮扶举措，积极拓展线上直播新零售渠道取得亮眼表现，随着竣工数据全面回暖，预计 2020 零售业务先抑后扬，下半年将全面向好。今明两年来看，我们认为公司增长仍较为确定，大宗业务持续放量，衣柜业务维持高增长，零售厨柜预计今年先抑后扬。此外，股权激励的推出，实现公司管理层的利益绑定，也保证两年复合增长至少维持 2 位数以上。预计公司 2020~2021 年归母净利分别为 3.86 亿元、4.43 亿元，同比增长 17%、15%，增长路径明确，维持“强烈推荐-A”评级。

风险提示：疫情影响超预期，行业竞争加剧，大宗和衣柜业务增长不达预期

3.2.2 中顺洁柔：需求稳定叠加成本红利，业务矩阵次第花开

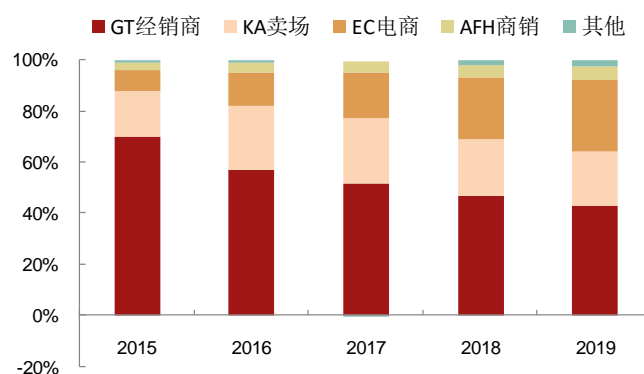
多元渠道建设、品类拓展稳步推进。近年来公司销售团队持续加强渠道建设，其中预计 2019 年电商渠道增速达 40%，电商渠道收入占比升至 28%，GT/KA/AFH 收入占比分别约 43%/22%/5%。产能建设稳步推进，19 年湖北中顺高档生活用纸项目首期 10 万吨投产，投资建设 30 万吨竹浆纸一体化项目完善产业链布局。Q1 受疫情影响，公司收入增长 8.46% 增速有所放缓，但仍处于行业较好水平（维达国际 Q1 收入 -16%）。此外，子公司云浮中顺已于 3 月初开始生产医用口罩生产，预计 Q2 将逐步形成销售和盈利贡献。

图 48：中顺洁柔各季度营收稳定增长



资料来源：Wind、招商证券

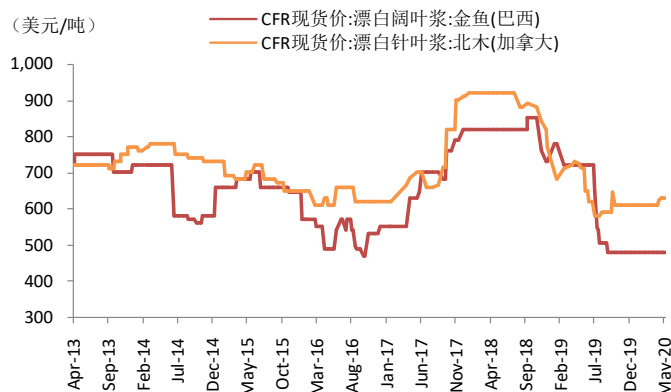
图 49：中顺洁柔多渠道扩张



资料来源：Wind、招商证券

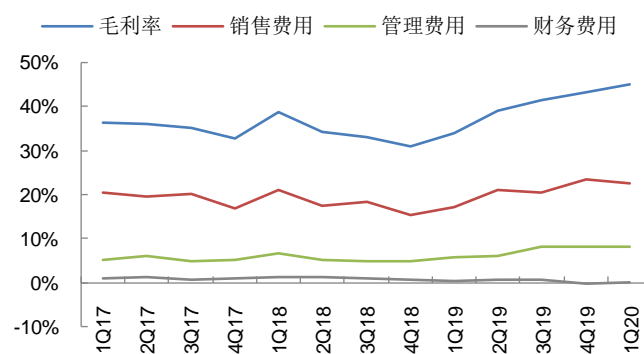
成本红利延续、产品结构优化，盈利能力持续高位。2019 年公司综合毛利率升 5.6pct 至 39.6%，Q1 大幅提升 11pct 至 45.1%。主要因 19 年浆价下跌降低原料成本，同时由于公司目前原料储备恢复至 6 个月左右的正常水平，预计全年毛利率将维持较好水平。此外，公司持续优化产品结构，新棉初白、Face、Lotion 和自然木等高毛利产品收入占比升至约 70%，助升整体盈利。积极开发高端新品投入市场，2019 年 6 月公司个护产品品牌“朵蕾蜜”推出上市，三季度推进四川竹浆纸一体化项目，提升纸浆自给率，助力新品“太阳”主攻中低端市场，进一步丰富产品矩阵。19 年净利率 9.1%，同比提升 1.9pct。

图 50：国际浆价持续低位



资料来源：Wind、招商证券

图 51：中顺洁柔毛利率再创新高



资料来源：Wind、招商证券

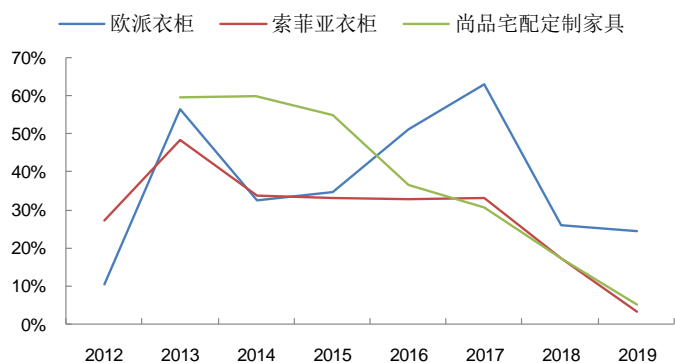
渠道产品扩张打开成长空间，维持“强烈推荐-A”评级。作为国内生活用纸一线品牌，公司具备业内领先的渠道和品类开发能力，多元化业务矩阵逐步成型，19 年推出个护产品、湿巾等高毛利新品，开发母婴、新零售渠道，未来有望形成新增长点。产品结构优化、成本红利持续提振盈利。员工持股实现利益一致化，深度绑定核心团队，激发团队积极性。预计 2020~2022 年净利分别为 7.9 亿元、9.7 亿元、11.3 亿元，同比分别增长 31%、23%、17%，维持“强烈推荐-A”评级。

风险提示：浆价大幅上涨，经济恶化导致生活用纸需求大幅下滑

3.2.3 欧派家居：家居龙头依旧，竣工带来确定性增长

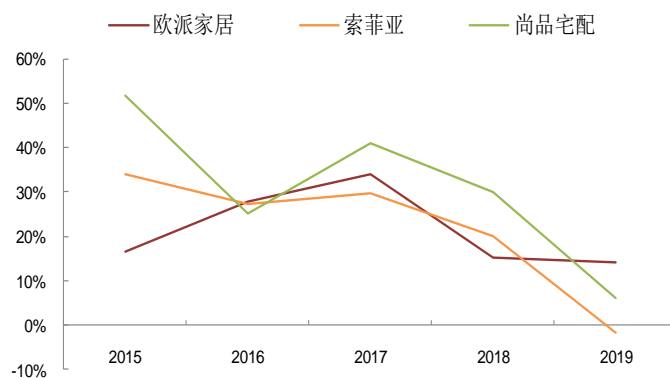
橱衣核心产品优势稳固，经销渠道增长领先行业。分产品看，2019 年公司橱衣卫木收入分别增长 7%/25%/38%/26%，衣柜业务在基数已然较大的基础上 19 年仍实现了 20% 以上的较好增长；分渠道看，2019 年公司直营/经销/大宗收入分别同比增长 15%/14%/53%，经销渠道增长情况在业内亦处于较好水平。门店拓展方面，截至 2020 年一季度末，公司门店总数 7087 家，橱衣卫木门店分别 2330 家/2144 家/577 家/1058 家，欧铂丽门店 978 家。2019 年欧派整装大家居接单业绩近 7 亿元，橱柜整装接单超 6 亿元，同比大增 106%。

图 52：欧派家居衣柜增速领先同行



资料来源：公司资料、招商证券

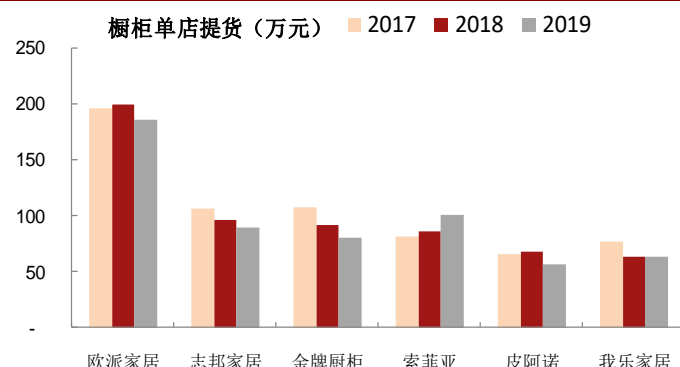
图 53：欧派家居经销渠道增速领先同行



资料来源：公司资料、招商证券

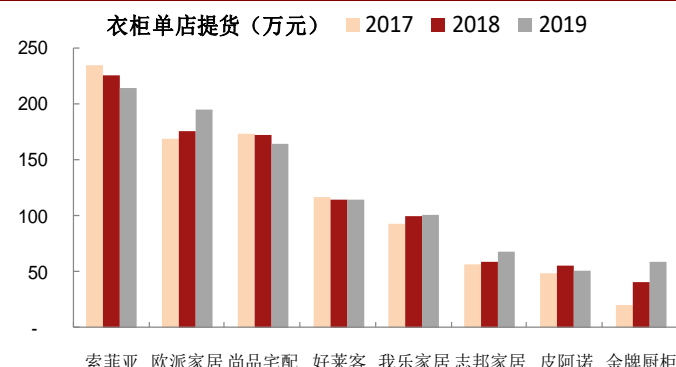
经销渠道实力来自于强大终端代理体系。在全国精装修趋势对橱柜零售行业影响持续加大的背景下，欧派家居作为橱柜行业绝对龙头，2019 年公司橱柜零售平均单店提货额依然高达 185 万元，持续大幅领先于同行橱柜企业。同时，公司衣柜业务发展迅速，虽然近两年全屋定制行业竞争环境快速恶化，但 2019 年公司衣柜零售平均单店提货额仍大幅提升 11% 至 194 万元，是唯数不多衣柜单店提货额仍持续提升的企业之一，也彰显了公司强大的终端代理商实力。

图 54：橱柜龙头终端实力遥遥领先



资料来源：公司资料、招商证券

图 55：衣柜单店提货位列前茅，且稳步提升

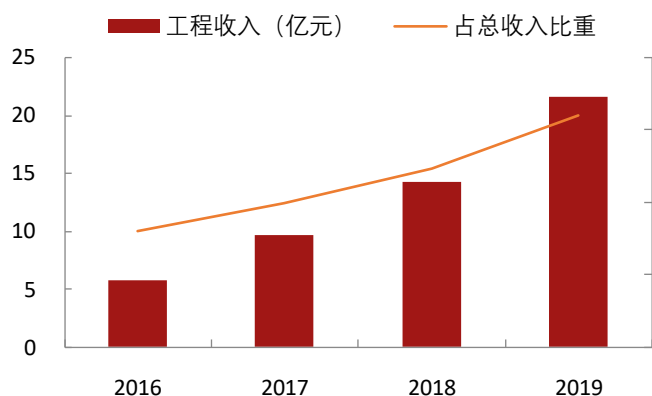


资料来源：公司资料、招商证券

橱柜优势卡位，大宗业务已形成重要增长驱动。由于工程订单具有业务量大、生产相对标准化、帐期普遍较长、利润率较低等特点，地产商对配套供应商的交付、产能、服务、价值、品牌等综合因素要求较高，且具备较强议价能力。而相对中小企业而言，龙头企

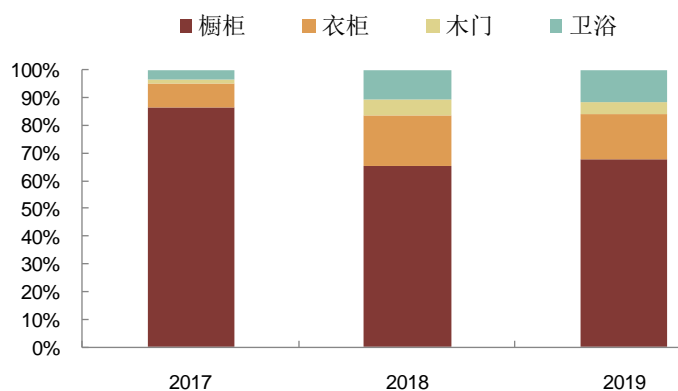
业在制造、产能、供应链管理、品牌、现金流等方面均传统优势显著，且随着大宗渠道的重要性日趋重要，近年家居龙头均加快发展工程业务，交付和服务能力进一步强化，逐步在大宗市场打造新的增长点。2019年，欧派家居工程业务规模达21.6亿元，占总收入比重为16%，收入占比较18年底提升4pct。同时，近年公司凭借橱柜在工程渠道的优势逐步导入衣柜、木门、卫浴等多个品类，共同推动大宗业务快速发展。

图 56：欧派家居工程业务营收贡献增加



资料来源：公司资料、招商证券

图 57：橱柜工程占大宗业务收入的 60% 以上



资料来源：公司资料、招商证券

期待行业回暖龙头先行，维持“强烈推荐-A”评级。今年开局虽然受疫情影响家居行业经营承压，但我们认为随着竣工数据逐步向上同时向下传导，龙头企业增长确定将更加受益。持续看好欧派家居的强大终端渠道体系，品类、渠道布局领先，随着大家居战略的逐步成熟，多元增长驱动已然明晰。公司加快推进信息化建设，运营效率仍有望进一步提升。预计2020~2022年净利润分别为20.1亿元、22.6亿元、25.4亿元，同比分别增长9%、13%、12%，维持“强烈推荐-A”评级。

风险提示：行业竞争加剧风险、整装业务扩张低于预期

3.2.4 帝欧家居：瓷砖行业大成者，精装风口驱动增长

受益于精装房渗透率快速提升，瓷砖和卫浴行业将迎来高速增长。2017年住建部印发的《建筑业发展十三五规划》明确提出，至2020年我国新开工全装修成品住宅目标比例达到30%。据奥维云网地产大数据预测，2019年全国住宅精装修市场规模将超过300万套，市场渗透率达32%。然而，与欧美等发达国家80%以上的精装修渗透率相比，我国精装比例仍明显偏低，增长潜力巨大。

图 58：全装修政策变化

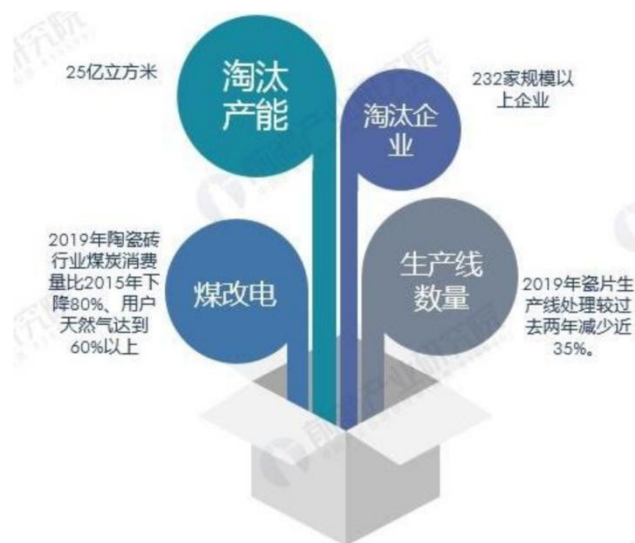


资料来源：《中国精装房行业发展回顾报告》、招商证券

瓷砖行业规模大，集中度低。瓷砖行业呈现“大行业、小公司”的格局，消费升级趋势下，我们认为瓷砖行业集中度提升是大势所趋。

2019 年全国规模以上建筑卫生陶瓷企业比 2018 年减少 122 家，同比下降 7.4%，全年主营业务收入 3877.62 亿元，同比增长 2.8%。行业内部分渠道建设落后、缺少自主品牌且技术研发薄弱企业逐步退出市场，中高端品牌市占率逐步提升。近三年，建陶行业淘汰产能约 25 亿平方米，232 家规模以上企业淘汰出局；行业洗牌加速，产业集中度进一步提升，低端中小企业生存日趋艰难。预计在消费升级浪潮下，中高端市场容量有望持续扩张，市场份额将加速向行业内的一线品牌集中。

图 59：瓷砖行业加速产能淘汰



资料来源：中建陶、前瞻产业研究院、招商证券

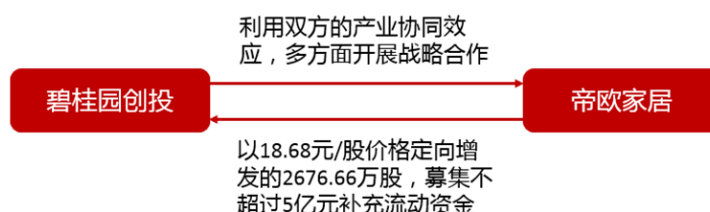
帝欧家居的欧神诺品牌定位中高端，品牌建设优势突出。公司的品牌战略定位于打造一个中高端建筑陶瓷国际品牌，倡导“天下无砖”的品牌理念，并注重品牌的长期发展与培育，通过口碑效应使品牌认知度和美誉度不断提升，2018 年荣获了“中国优秀民族品牌”、“2018 陶瓷行业最具成长力品牌”、“2018 年度中国建筑卫生陶瓷十大品牌”等多项荣誉和称号。

规模效应显现，成本优势明显。卫生陶瓷行业在达到一定生产规模后可以实现统一采购、大规模生产、统一配送，降低采购、运输成本以及生产中的无效耗费。此外随着欧神诺生产、销售的规模不断扩张，制造成本、销售费用和管理费用中固定费用增长较慢，企业的规模效应逐渐显现，形成对企业业绩持续增长的重要保障。

欧神诺凭借着强大的核心竞争力和准确的战略定位，加大了对自身品牌的建设和推广力度，品牌影响力在国内市场逐渐扩大。欧神诺以突出的品牌影响力、强大的供应链管理能力和、逐渐凸显的规模优势、强大的研发能力、丰富的客户资源，构建了工装领域的核心竞争力。

2019.4 公司与碧桂园创投签署战略合作协议，通过非公开发行将其引入为战略投资者。公司计划以 18.68 元/股的价格向碧桂园创投非公开发行不超过 2676.66 万股公司股份，募集不超过 5.00 亿元资金。碧桂园创投将持有公司 6.50% 股权，成为公司重要股东以及关联方。

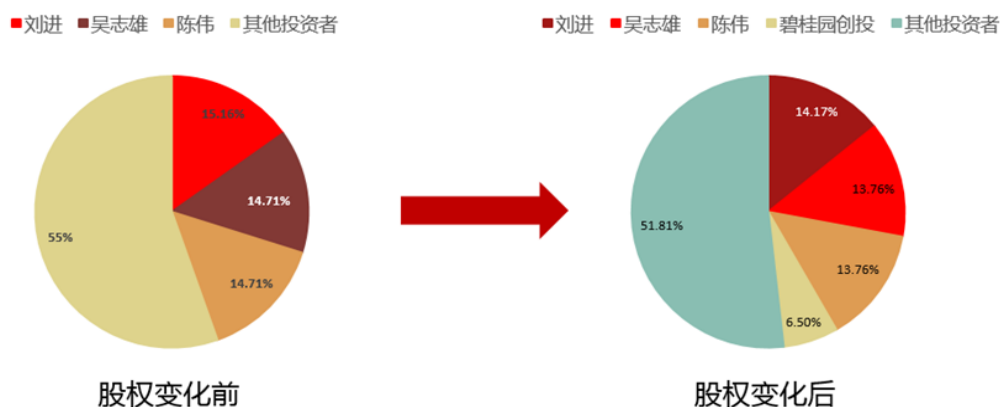
图 60：帝欧家居和碧桂园创投合作示意图



资料来源：公司公告，招商证券

碧桂园是公司的第一大客户，2018/2019 年度销售合同 20.4/13.3 亿，占公司总收入分别为 47%/24%。碧桂园在房地产开发领域拥有领先的市场、渠道、品牌等战略性资源，和公司的主营业务有较高的协同效应，能够帮助公司开拓市场，提升未来收入。此外，公司和碧桂园创投计划在新产品开发、应用场景、定制家居设计以及定制卫浴产品、高端陶瓷墙地砖产品供货方面开展合作，共同谋求双方协调互补的长期共同战略利益，预计能够为帝欧未来业绩带来确定的增长。

图 61：帝欧家居股权变化图



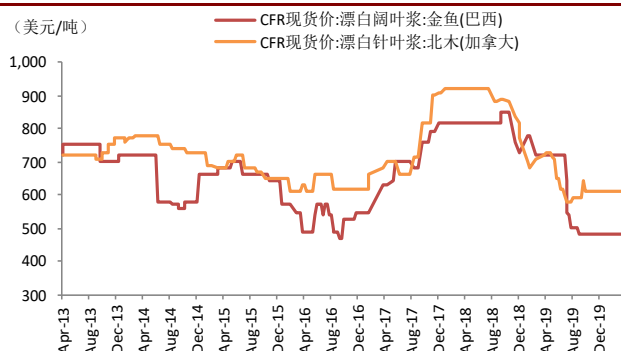
资料来源：公司公告，招商证券

在精装修的大背景下，瓷砖和洁具行业将会有广阔的市场空间。引入战略投资者有利于公司绑定优质客户资源，更有利于快速拓展工程端业务，把握行业整合红利。另外，工程业务回款周期一般较长，募集资金用于补充流动资金，能够有效帮助公司缓解现金压力，提高抗风险能力。预计 2020~2022 年归母净利分别同比增长 23%、25%、23%，维持“强烈推荐-A”投资评级。

3.2.5 太阳纸业：行业需求弱势复苏，静待库存出清之日

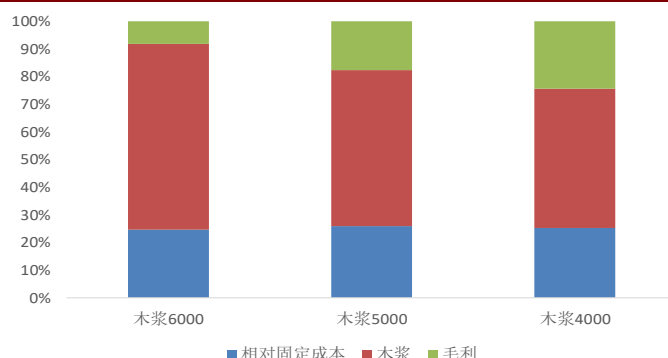
太阳纸业是国内成本领先的林浆纸一体化造纸企业，在上游纸价回落和 20 年疫情影响下凸显出龙头优势。19 年以来，木浆价格从 18 年 6000 元高点大幅下降至 4000 元，成本端红利显著。而文化纸价格在 19 年基本稳定在 6500 元左右水平，近期回落至 6000 元以下。随着学生复课的逐步开展和明年春季教学材料的陆续招标，叠加明年党建周年的历史机遇，预计文化纸需求会出现上升，纸价将会有一定上涨空间。截止今年 4 月底，公司文化纸库存从 19 年的 5 天左右上升为 10 天左右，但与行业同期 10-20 天库存周期相比仍具优势。目前行业处于去库存阶段，预计今年 7 月库存会出现下降。由于公司具有成本优势和行业定价话语权，且部分小企业开工率不足，公司在文化纸板块的利润有望扩大。

图 62: 木浆价格从 6000 元跌落到 4000 元



资料来源: 卓创资讯、招商证券

图 63: 纸价相对稳定的背景下, 太阳毛利空间变化巨大



资料来源: 公司公告、招商证券

公司在海内外进行布局, 推进林浆纸一体化战略。19 年老挝 40 万吨再生纤维浆板生产线投产运行, 同时 80 万吨高档包装纸板项目启动实施, 预计今年 12 月投产; 兖州 45 万吨特色文化用纸项目预计今年 11 月投产; 年初广西北海 350 万吨制浆造纸产能项目取得环评, 预计一期项目将于 21 年底至 22 年初投产。疫情下公司产能项目按计划推进, 山东、老挝、广西三大生产基地相关项目实现全面投产后, 公司总产能预计突破 1000 万吨, 将不断巩固公司的核心竞争力。

图 64: 老挝基地历经 10 年培育, 近年来形成产能输出



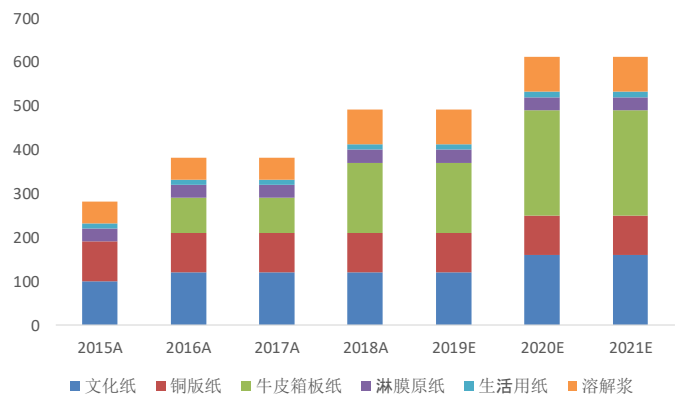
资料来源: 公司资料、招商证券

图 65: 老挝项目靠近出海口, 地理位置优越



资料来源: 卓创资讯、招商证券

图 66: 2020 年年底产能增量集中释放



资料来源: 公司公告、招商证券

近年来, 公司大力推行“四三三”发展战略, 形成造纸产品占 40%、生物质新材料(溶解浆、绒毛浆、木糖等)占 30%、快速消费品(生活用纸、纸尿裤、卫生巾等)占 30%的“四三三”利润格局, 在造纸周期的波动中获得更多的成长空间和盈利稳定性。

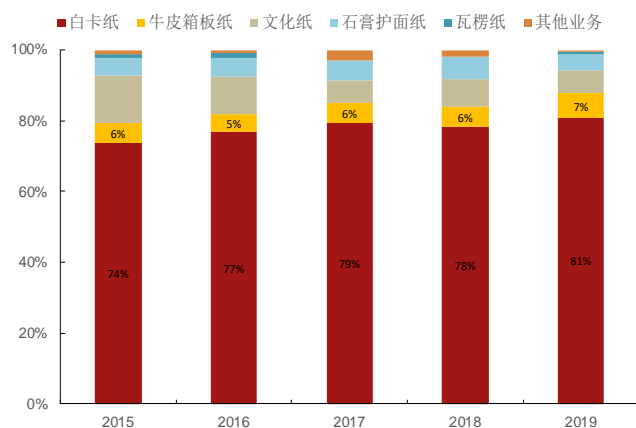
3.2.6 博汇纸业: 大集团、小公司

博汇纸业成立于 1994 年, 是国内白卡造纸龙头。公司拥有山东淄博和江苏大丰两大生产基地, 目前总产能为 460 万吨, 其中白卡 215 万吨, 木浆 80 万吨, 箱板纸 65 万吨, 瓦楞纸 50 万吨, 双胶纸 35 万吨, 石膏护面纸 15 万吨。近年来公司白卡业务占比不断提高, 2019 年白卡占主营业务比例突破 80%, 牛皮箱板纸、文化纸、石膏护面纸分别占主营收入的 7%、6%、5%。

25 年深耕白卡市场, 公司在行业中建立了规模优势。白卡市场产能集中度高, 目前行业 C4=83%。2019 年行业总产能为 1092 万吨, 其中 APP 产能 350 万吨, 占比 32%, 博汇纸业产能 215 万吨, 占比 20%, 超过晨鸣纸业位居行业第二。近年来, 公司产能持续扩张, 19 年 100 万吨箱板瓦楞纸和 75 万吨白卡纸项目投产, 预计 20 年底至 21 年初将投产 45 万吨高档信息纸项目。

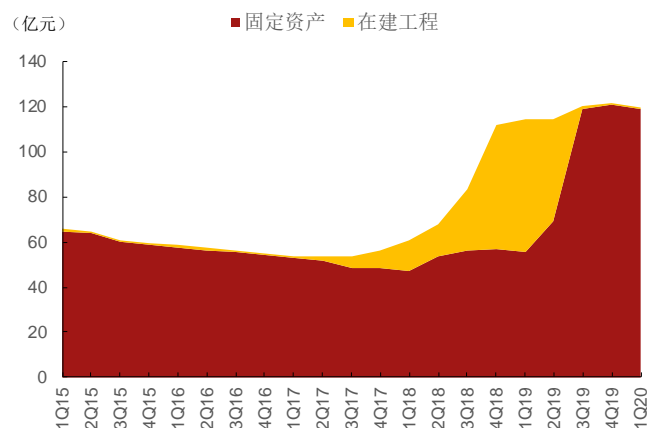
APP 于 2019 年 4 月起开启收购博汇纸业进程。截至 19 年年末, APP 间接持有博汇纸业 48.8% 的股权, 成为公司实际控制人。整合后两家公司白卡产能之和约为 565 万吨, 占据白卡市场半壁江山。APP 收购博汇有利于加快白卡行业集中度提升, 缓解行业产能过剩现象, 同时有利于公司借助 APP 全产业链优势, 降低成本, 在全国范围内实现产业协同, 进一步巩固行业龙头地位。

图 67：2019 年博汇白卡业务占比超过 80%



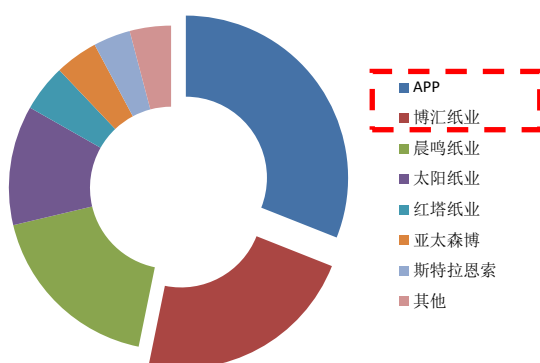
资料来源：Wind、招商证券

图 68：公司在建工程陆续完工，迎来产能释放



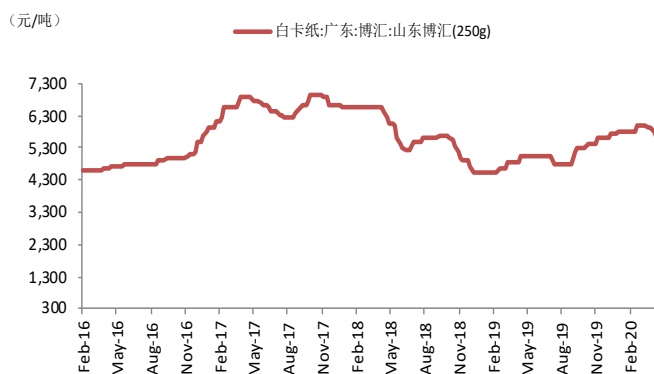
资料来源：Wind、招商证券

图 69：白卡市场集中度相当高，C4=83%



资料来源：卓创资讯、招商证券

图 70：白卡纸价上行空间较大



资料来源：卓创资讯、招商证券

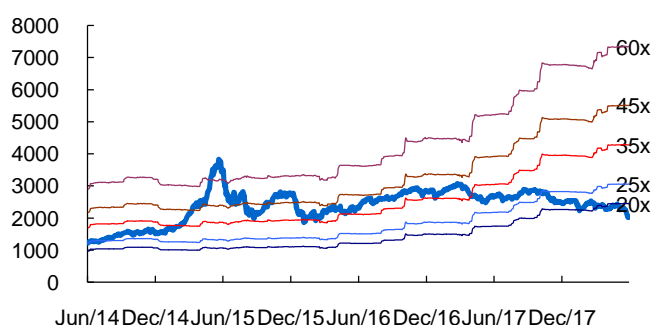
受行业价格战影响，18-19 年白卡纸价大幅下降，18 年最高点达 6650，而 19 年最低点仅为 4550。随着价格战暂缓，19 年下半年白卡纸价出现回暖。20 年初疫情影响下，白卡纸价再次回落。APP 收购博汇引发行业变革，预计将减弱白卡纸价波动性，同时提升公司在行业定价中的话语权。此外，行业上游木浆价格下降，有望进一步提升公司盈利空间。

四 风险因素：贸易摩擦不确定，疫情二次爆发影响需求下行

我们认为行业风险因素主要在于贸易摩擦不确定性、以及疫情二次爆发影响需求下行这 2 个方面。

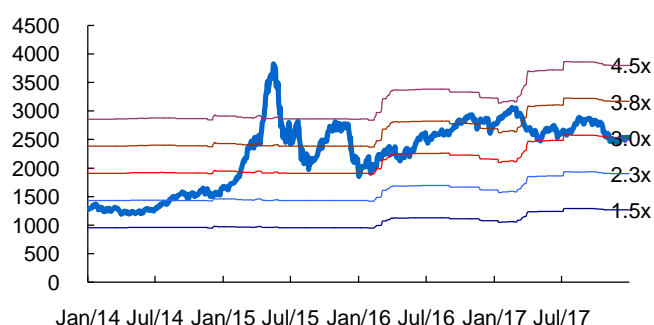
- 1) 贸易摩擦不确定性：2018 年以来受中美贸易摩擦影响，轻工行业出口型企业的外销订单存在一定不确定性，同时企业加速产能向海外转移，积极应对贸易摩擦可能带来的负面影响。2019 年下半年虽然中美贸易环境有所缓和，但近期受美国限制“华为”事件影响，对于其他行业的潜在影响仍存在较大不确定性。如果贸易限制产品范围扩大到轻工制造行业，可能对相关出口型企业业绩产生负面影响。
- 2) 疫情二次爆发影响需求下行：2020 年初突如其来新冠肺炎疫情，使一季度国内经济大幅放缓，大量行业企业经营停摆。二季度以来虽然国内疫情已逐步得到有效控制，但目前海外疫情的可控性尚不明朗。如果下半年国内疫情发生大范围的二次爆发，或将对轻工行业相关企业的需求再次带来重大冲击，导致内销业绩再次出现下滑。

图 71：造纸印刷行业历史 PE Band



资料来源：贝格数据、招商证券

图 72：造纸印刷行业历史 PB Band



资料来源：贝格数据、招商证券

参考报告：

- 1、《业绩符合预期，2Q 建议超配家居—轻工制造行业年报&一季报总结》2020-05-05
- 2、《招商证券·消费的方向—大消费组电话会议行业 4 月观点》2020-04-09
- 3、《轻工制造行业 2020 年一季报前瞻—造纸盈利预期向好，疫情影响家居承压》2020-03-31

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

郑 恺，同济大学计算机科学与技术（本科）和复旦大学经济学（硕士），10 年证券从业经验，现为招商证券造纸轻工首席行业分析师。2017 年新财富、金牛奖、水晶球轻工造纸行业分别获得第 4、第 2、第 3 名；金融界“慧眼”评选轻工制造行业白金分析师；2018 最佳行业分析师金牛奖。

李宏鹏，经济学硕士，招商证券造纸轻工行业分析师，2017 年新财富、金牛奖、水晶球轻工造纸行业分别获得第 4、第 2、第 3 名。

吴昊，新加坡南洋理工大学金融学硕士，美国爱荷华大学金融学、经济学双学士。2015-2019 年，任招商证券家电行业分析师，多次获新财富/金牛奖/水晶球/IAMAC 等奖项。2019 年起任招商证券造纸轻工行业分析师。

投资评级定义

公司短期评级

以报告日起 6 个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

- 强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数 20%以上
- 审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数 5-20%之间
- 中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间
- 回避：公司股价表现弱于基准指数 5%以上

公司长期评级

- A：公司长期竞争力高于行业平均水平
- B：公司长期竞争力与行业平均水平一致
- C：公司长期竞争力低于行业平均水平

行业投资评级

以报告日起 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

- 推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数
- 中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数
- 回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。