



证券研究报告  
(优于大市, 维持)

# 《造纸轻工行业研究框架》

衣桢永 (造纸轻工行业首席分析师)

SAC号码: S0850517100004

2018年07月20日

**1. 定制家具：龙头穿越地产周期，集中度加速提升**

**2. 造纸板块：行业格局良好，周期仍未结束**

**2.1 箱板瓦楞纸：外废供给持续缩紧，高景气度仍将持续**

**2.2 文化纸：供需关系平衡，全年纸价高位维持**

**2.3 生活用纸：行业竞争格局向好，把握龙头成长机遇**

**3. 核心推荐标的**

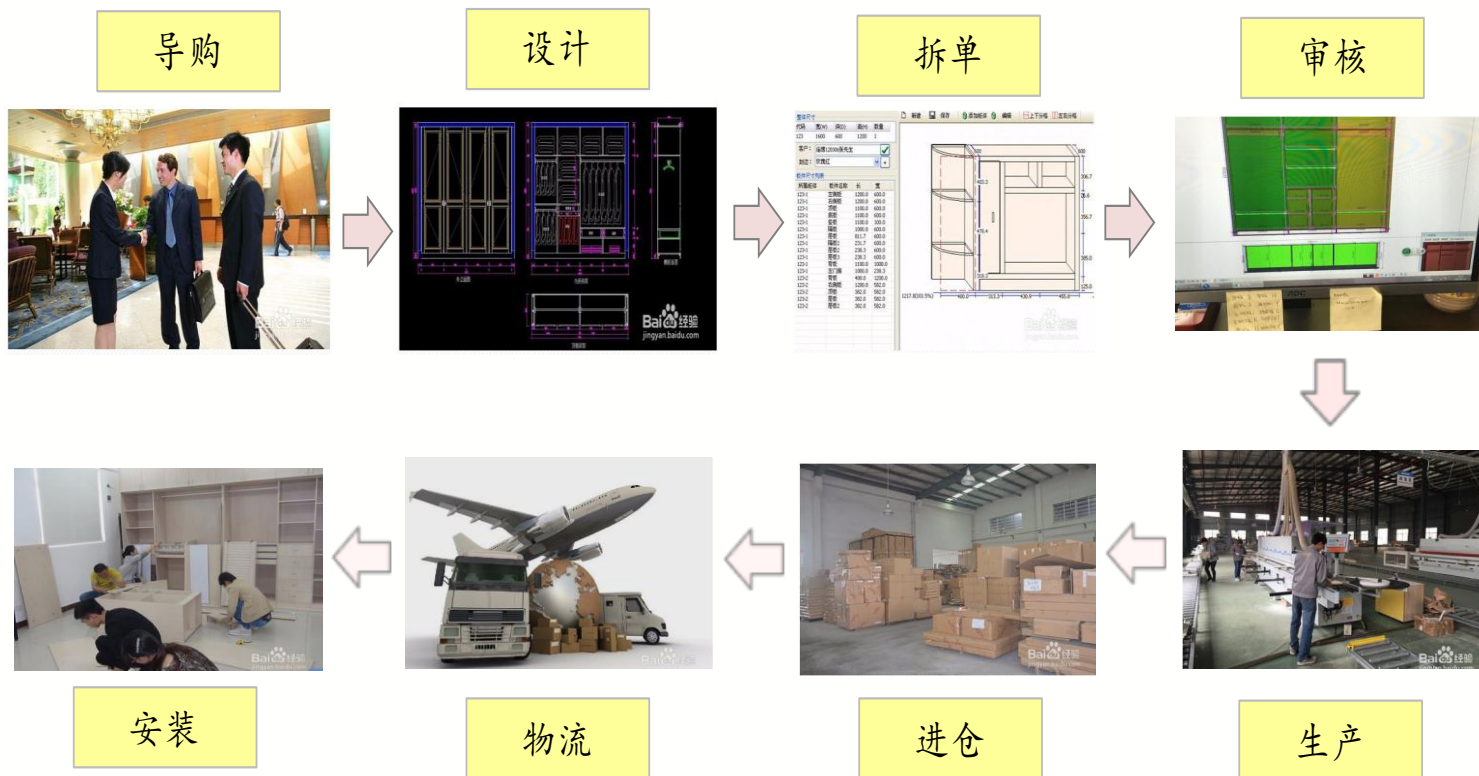
# 什么是定制家居

定制家具是把装饰装修行业手工打制家具的个性化解决方案和家具行业成品衣柜规模化、标准化生产的优势有效结合起来，通过运用信息技术和现代制造技术，集成创新的产品。

项目	手工家具		成品家具	定制家具
	现场手工制作	高档实木手工制作		
主要优势	1、尺寸贴切、空间利用率高； 2、个性化设计。	1、尺寸贴切、空间利用率高； 2、个性化设计； 3、材料高档、做工精美。	1、形式美观，多种材质可选； 2、标准化产品，即买即用； 3、价格稍低。	1、尺寸贴切、空间利用率高； 2、个性化设计； 3、工厂生产、安装便捷； 4、整体款式、风格统一； 5、款式新颖、潮流。
主要劣势	1、质量不稳定； 2、欠缺美观； 3、如需油漆，材料存在环保隐患； 4、没有成本优势。	1、价格较高； 2、工期长； 3、原材料短缺。	1、空间利用率低； 2、风格、尺寸等较难自由选择。	价格比成品家具高。

# 定制家具生产流程

- ▶售前：门店给客户实地导购，设计师上门量尺之后根据客户实际条件以及客户意见确定设计方案。
- ▶售中：订单从门店发送至工厂并经确认后，进行最优化生产（包括拆单、开料、封边、打孔等环节），经过一个多月的时间送达至客户家中并进行安装。
- ▶售后：通过电话客服、维修师傅等保障产品质量。



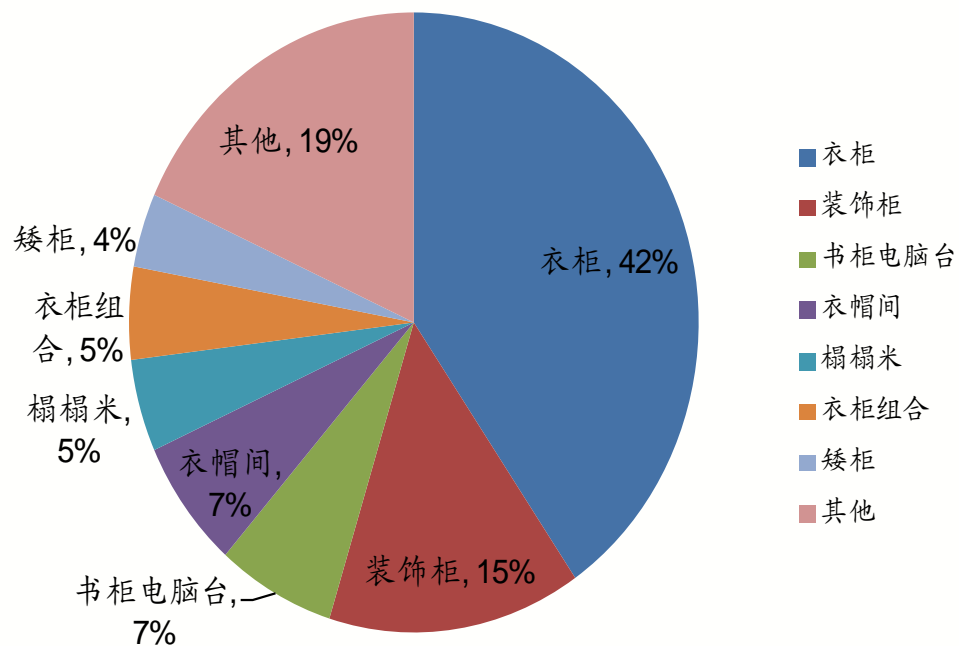
## 表、地产角度测算整体橱柜、整体衣柜市场

### 基本假设:

- 1) 2014-2016年精装房比例、渗透率根据相关数据推算而得,为估计值;单套房平均面积、翻新率和单套价格为假设值
- 2) 当年二手房翻新套数=前一年存量房套数×翻新率
- 3) 定制橱柜套数=合计套数×渗透率
- 4) 橱柜大宗业务套数=精装修房套数
- 5) 存量房套数根据中共中央党校国际战略研究所副所长、研究员周天勇在《城镇住宅供给已经严重过剩》中已知存量和城镇人口住房情况推算

	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
全国住宅销售面积 (亿平米)	11.2	13.8	13.8	13.1	13.8	14.5
YOY	6.7%	23.2%	0.00%	-5.1%	5.3%	5.1%
单套房平均面积 (平方米)	85	85	85	85	85	85
一手房销售套数 (万套)	1318	1624	1624	1541	1624	1706
精装修房比例	16%	18%	20%	23%	25%	28%
精装修房套数 (万套)	184.5	259.8	292.2	308.2	373.4	443.5
存量房套数 (万套)	32522.5	34146.0	35769.5	37310.7	38934.2	40640.1
翻新率	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%
二手房翻新套数 (万套)	312.0	325.2	341.5	357.7	373.1	389.3
合计 (万套)	1629.7	1948.8	1965.0	1898.9	1996.6	2095.2
整体橱柜						
渗透率	57%	59%	63%	67%	71%	73%
定制橱柜套数 (万套)	928.9	1149.8	1237.9	1272.2	1417.6	1529.5
大宗业务 (万套)	184.5	259.8	292.2	308.2	373.4	443.5
客单价 (万元/套)	0.9	0.9	0.9	0.9	0.9	0.9
橱柜市场容量 (亿元)	836.0	1034.8	1114.1	1145.0	1275.9	1376.6
同比增速	10.0%	23.8%	7.7%	2.8%	11.4%	7.9%
整体衣柜						
渗透率	36%	37%	42%	45%	48%	51%
定制衣柜套数 (万套)	586.7	721.0	825.3	854.5	958.4	1068.6
客单价 (万元/套)	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0
衣柜市场容量 (亿元)	586.7	721.0	825.3	854.5	958.4	1068.6
同比增速	15.8%	22.9%	14.5%	3.5%	12.2%	11.5%

图、16年索菲亚定制衣柜的产品结构



图、定制衣柜示意图



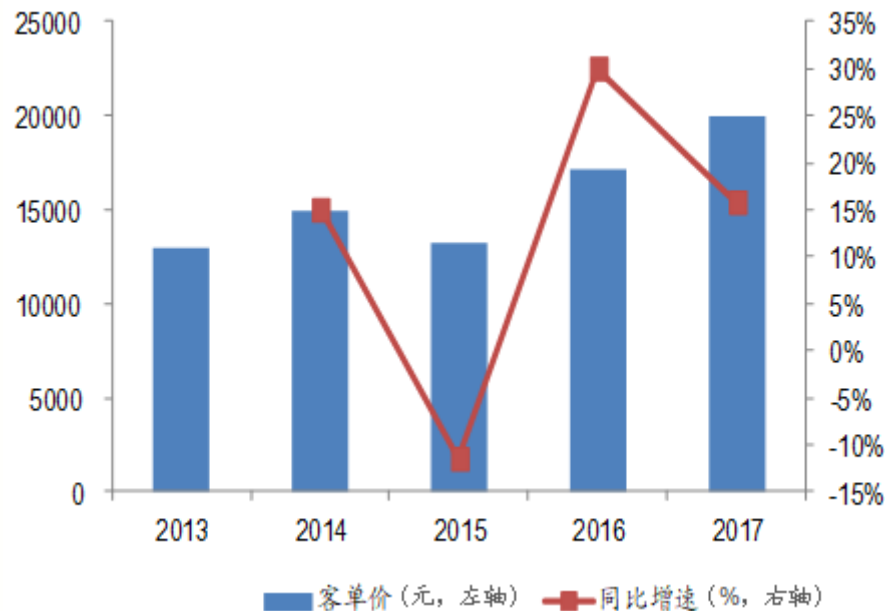
# 定制家居的成长逻辑

- 1) 渗透率提升：近年定制家居的性价比是关键
- 2) 集中度提升：定制家居具有明显规模效应，并且行业属性决定做大难
- 3) 客单价提升：全屋定制已成为趋势

图、索菲亚过去几年生产成本和营收情况

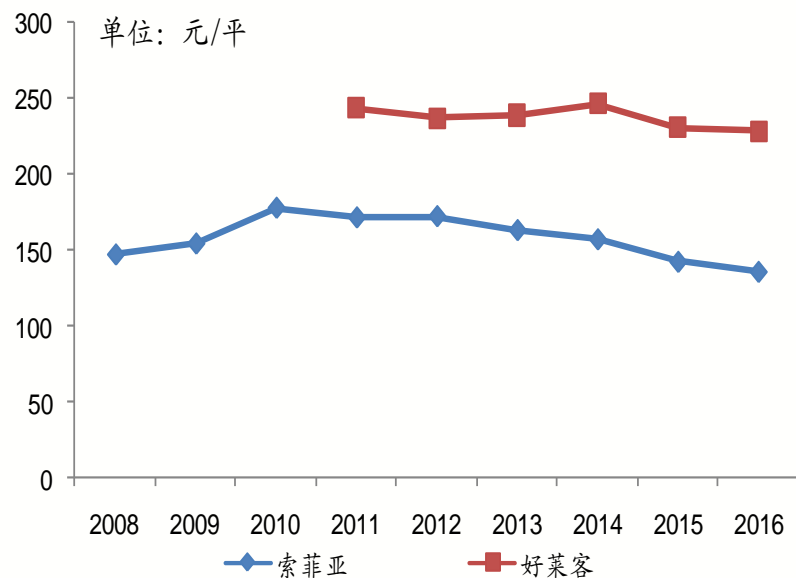


图、索菲亚过去几年的客单价

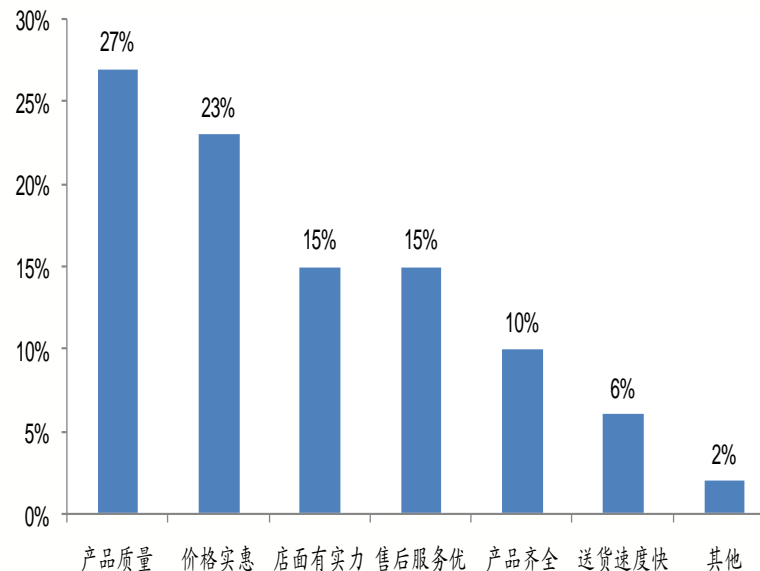


渗透率提升的主要驱动力来自于定制家居的性价比提升和消费升级

图、定制家具过去几年的价格



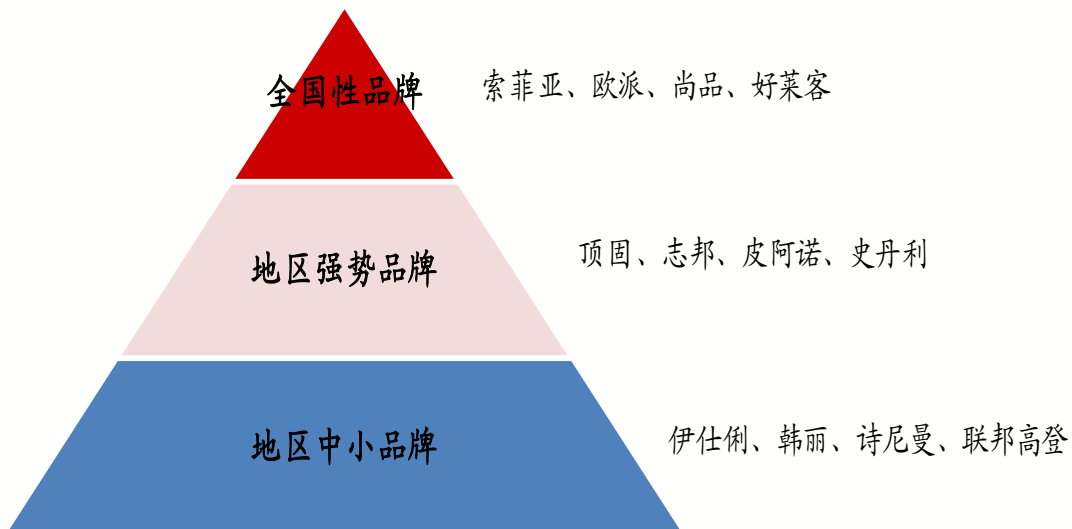
图、家居考虑因素



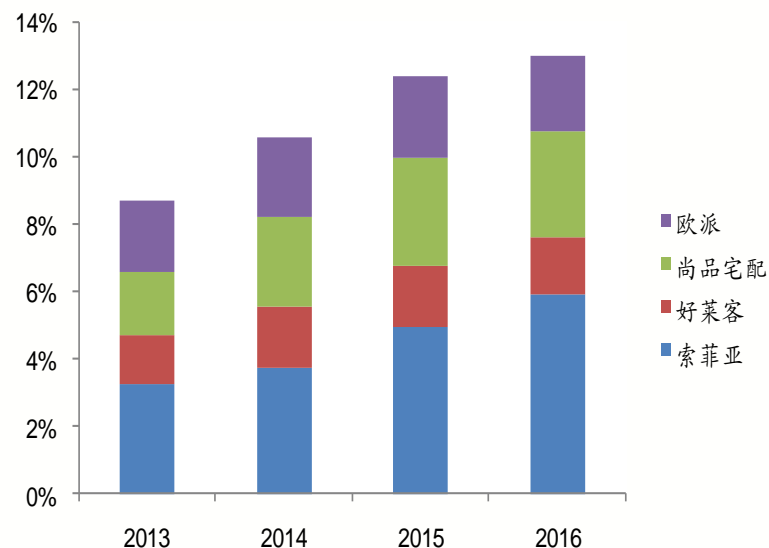


渗透率提升的主要驱动力来自于定制家居的性价比提升和消费升级

图、定制家具的参与者

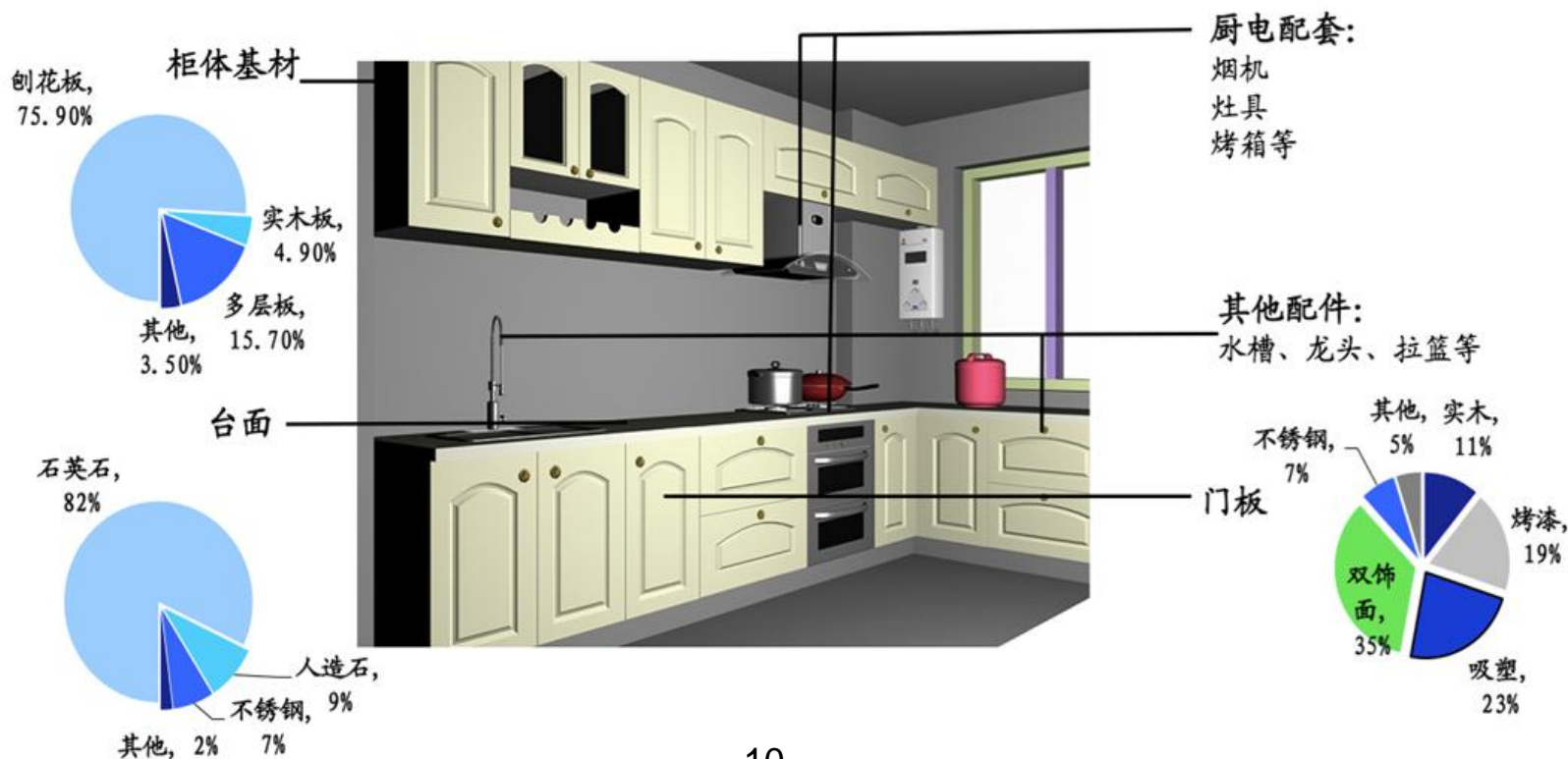


图、定制龙头的市占率情况



# 定制橱柜：一张图看懂定制橱柜

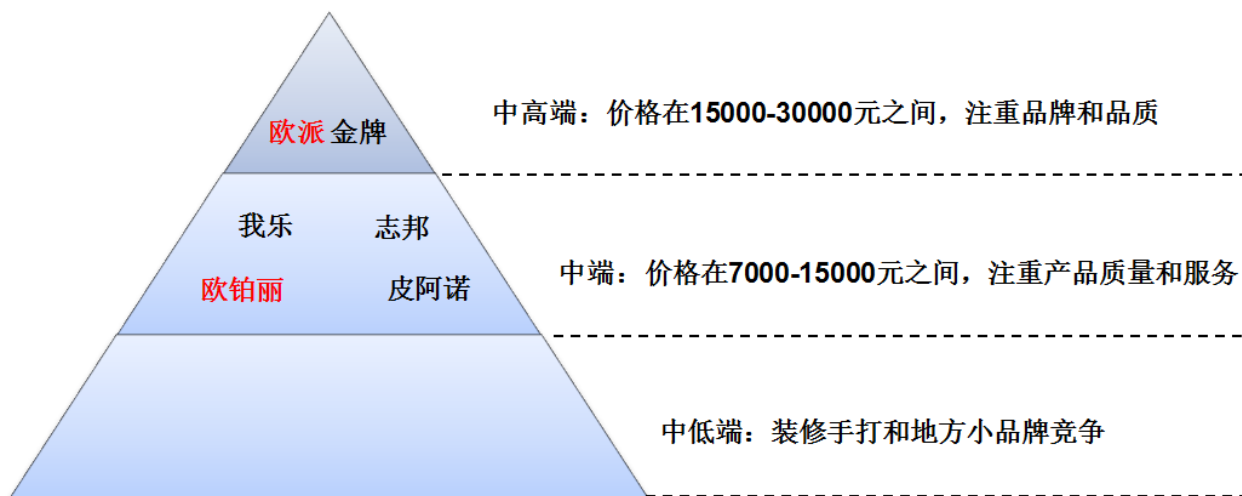
- 门板：决定整体风格和档次。
- 台面：规模化程度低以及运输半径导致OEM为主。
- 柜体：刨花板为主，大同小异。



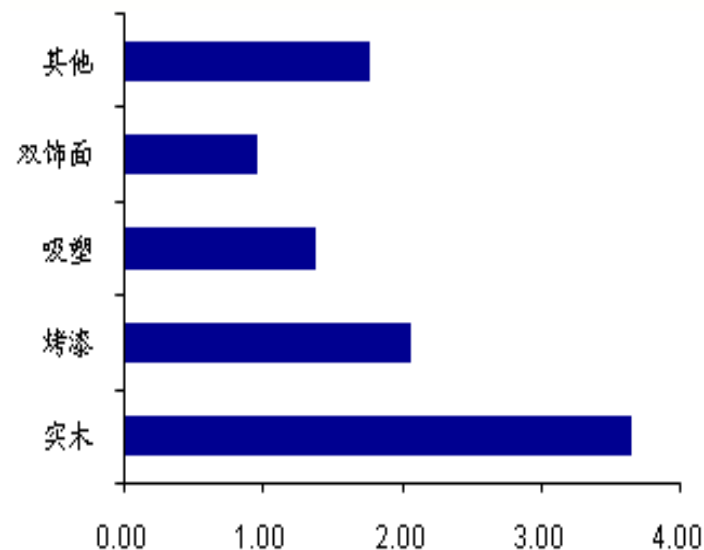
- ▶ 橱柜的规模效应更低：衣柜更多依靠生产的自动化，而橱柜在台面、门板生产中更多需要人工环节（甚至会有OEM外包），这导致橱柜的规模效应更低。
- ▶ 橱柜的价格带更宽：衣柜价格在0.4—0.6万元/个，橱柜价格在1.5—2万元/个，橱柜价格带更宽，并且品类也更多，导致竞争更加分层次。

从价格带来看，橱柜的主要龙头在价格带竞争方面更具层次

图、定制橱柜的品牌定位



图、金牌在不同产品的终端价（万元/套）

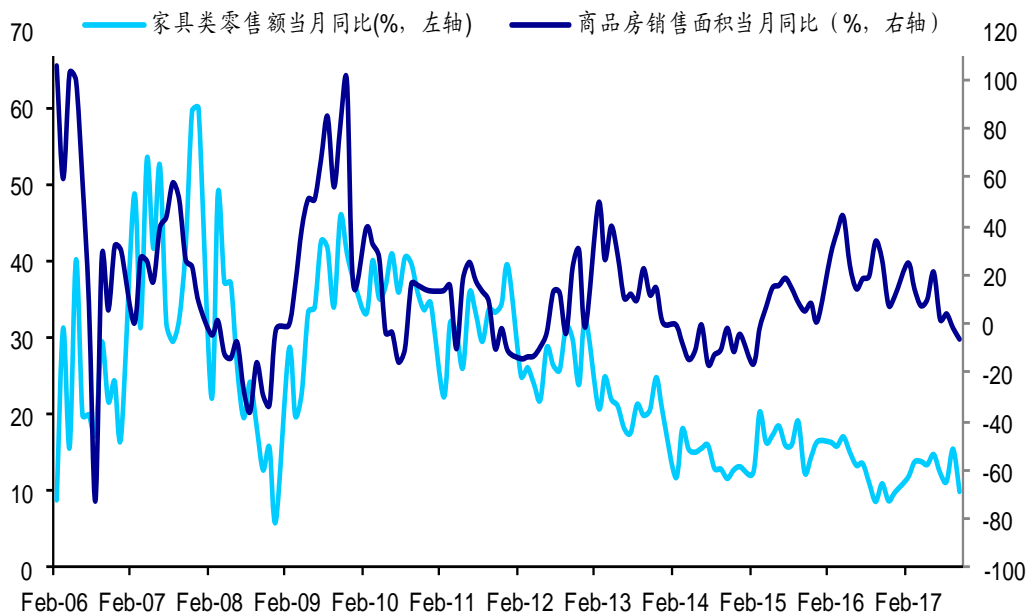


# 地产影响：行业龙头影响有限

▶**地产调控影响17下半年增速**：房地产与家具行业有较强相关性，家具行业通常有半年到一年的滞后期，受地产影响，17下半年上市公司收入增速有所放缓；

▶**预计对行业龙头影响有限**：龙头公司通过渠道下沉、提升客单价、主动营销等对抗地产周期，短期虽有所回落但依然保持30%以上增长。

图、房地产与家具行业有较强相关性



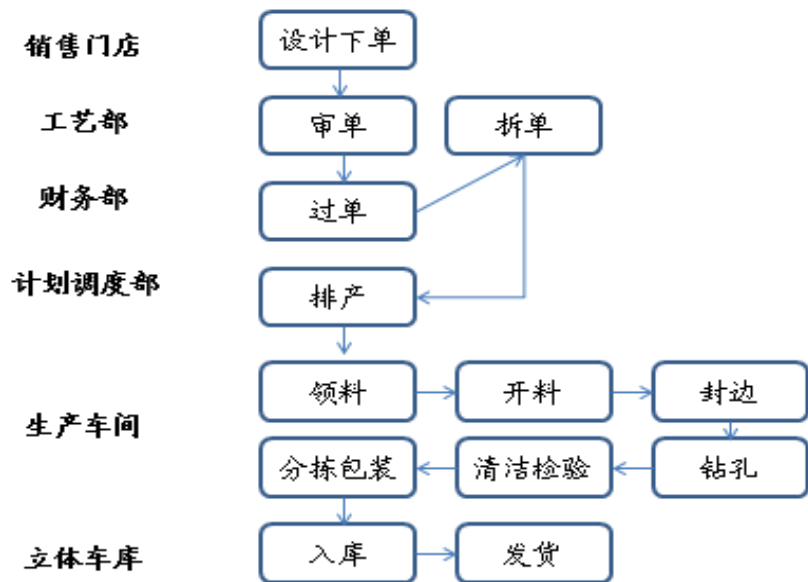
图、17下半年增速有所回落

	17H1	17Q3	17Q4	18Q1
索菲亚	49.00%	35.46%	22.57%	30.32%
好莱客	35.20%	25.61%	27.97%	30.89%
尚品宅配	27.65%	32.61%	34.32%	38.73%
欧派家居	34.69%	40.54%	33.50%	31.58%
金牌厨柜	37.10%	34.95%	22.15%	26.19%
志邦股份	39.74%	30.69%	41.51%	38.28%

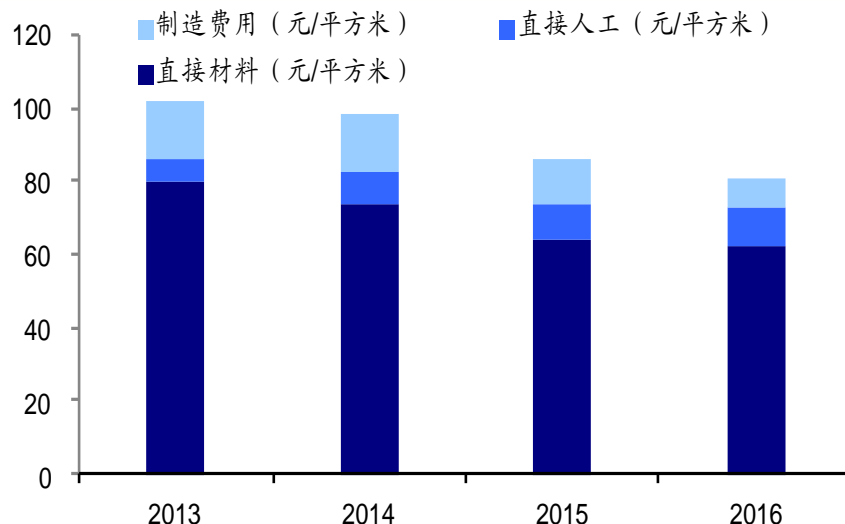
# 行业壁垒：信息化投入成行业壁垒

- 柔性生活生产+供应链管理：** 柔性化生产能力关乎产品成本，大型定制企业均投入信息化建设提升柔性化能力，此外厨柜中台面、五金、厨电品类众多考验企业供应链管理能能力。
- 获取优质经销商资源能力：** 优质大型经销商数量有限，龙头均有超大型经销商（收入规模10亿以上），经销商质量关系终端营销及品牌。
- 新品类拓展能力：** 单品类难以满足消费需求，多品类拓展满足行业未来趋势。

图、柔性化生产流程



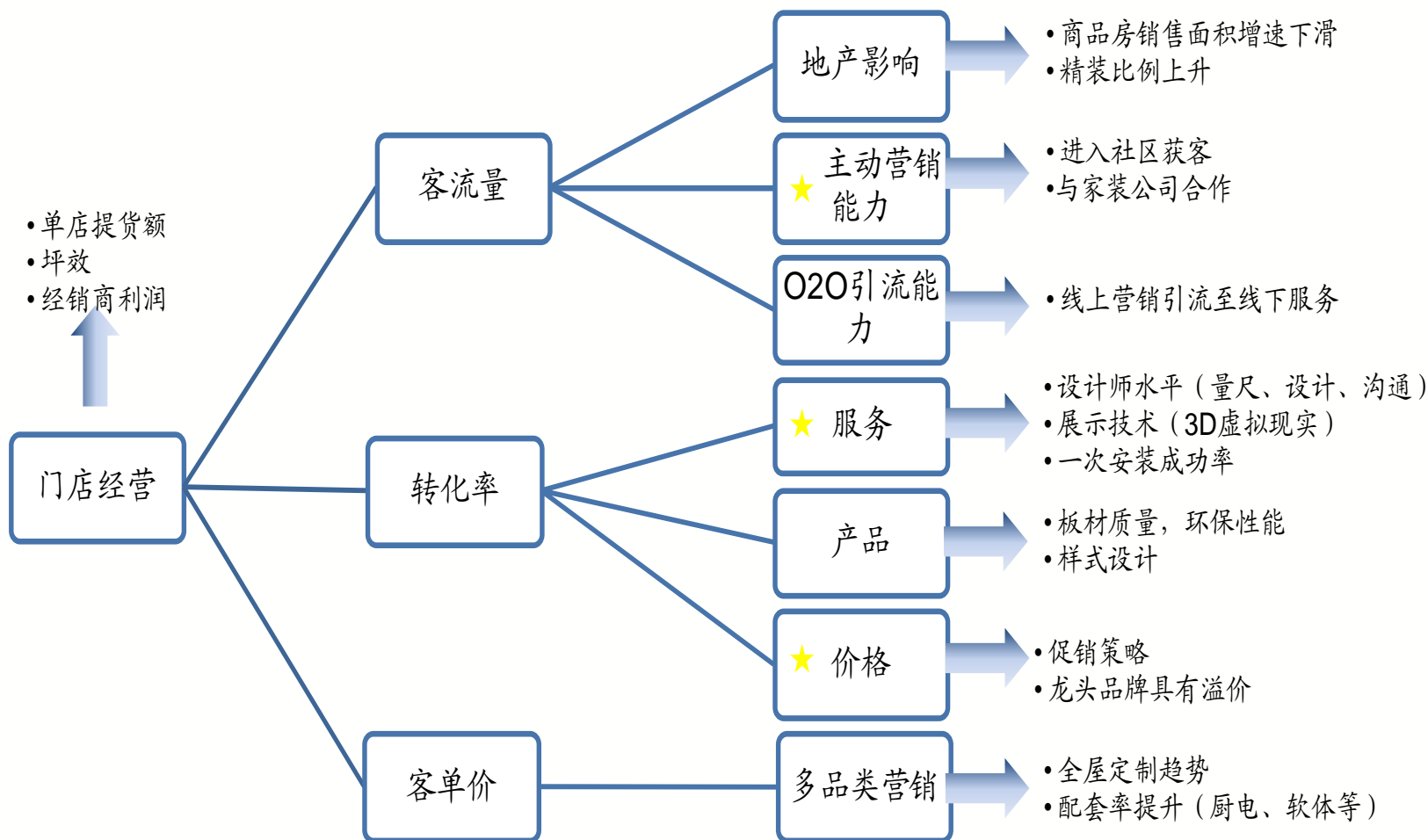
图、索菲亚通过柔性化生产能力出众，单位产品成本逐年下降



资料来源：索菲亚历年年报，尚品宅配招股书，海通证券研究所

# 竞争要素：营销能力、服务体验、价格对比是关键

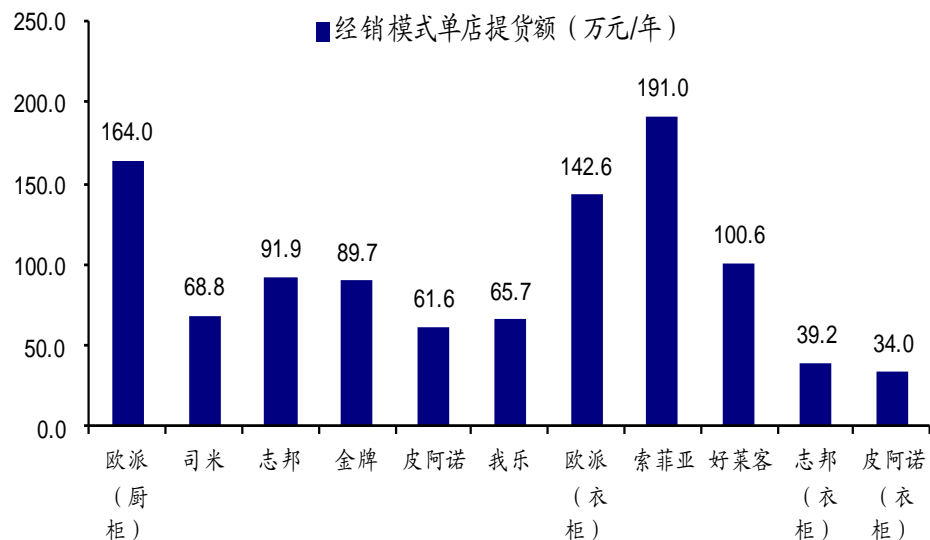
除地产对行业的整体影响之外，我们认为终端产品的竞争主要体现在营销能力、服务体验、价格对比几个关键因素。



# 行业加速洗牌，龙头集中度提升

- ▶ **不会演变成价格战：**龙头均推出促销套餐让利消费者，定制行业整体呈现降价趋势，但核心竞争依然在于产品、服务等因素，不会演变为纯粹价格战。
- ▶ **龙头优势明显，集中度持续提升：**此次龙头爆款引流能够提高整体定制家具渗透率并加速行业洗牌，龙头索菲亚、欧派竞争优势明显，中小产能出局，龙头集中度提升趋势明显。

图、16年经销商单店提货额索菲亚、欧派优势明显



图、行业龙头纷纷推出促销爆款套餐

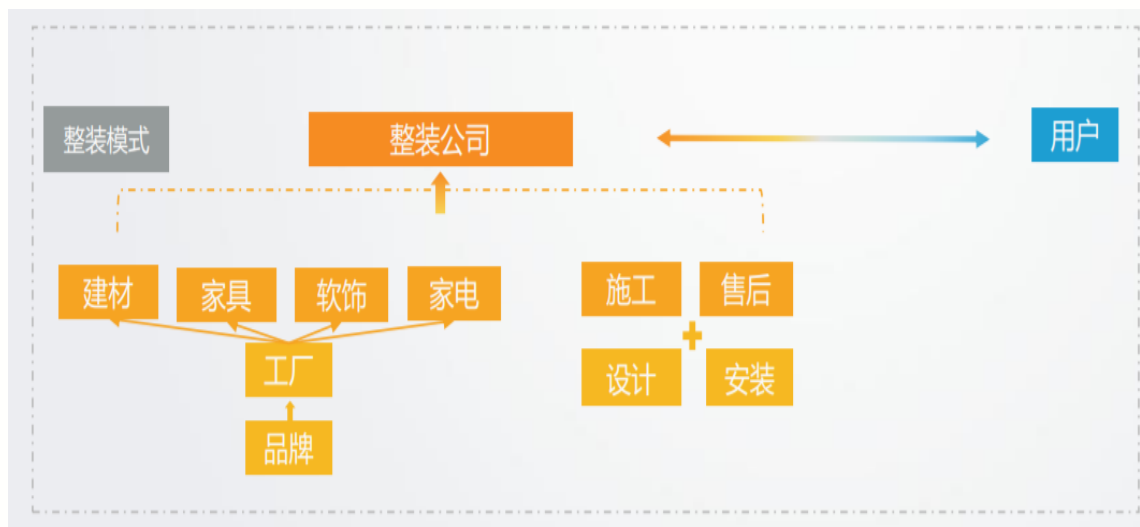
索菲亚	推出“799元/m <sup>2</sup> ”促销套餐、18年初1111/1599全屋定制套餐；
欧派家居	18年推出“全屋19800”套餐22平；
尚品宅配	18年初瑞粗518套餐全屋套餐
好莱客	18年初推出16800、19800等全屋定制套餐



# 行业趋势：整装大家居，多品类发展势在必行

▶全屋整装包含软装、硬装、定制家具、电器、配饰在内的全套服务。全屋整装的最大特点是装修模块化，将家装中的吊顶和墙面、家具和饰品“化整为零”，根据用户的需求，快速的拟定一套环保、健康、舒适、实用的家装解决方案。

图、整装模式示意图



1. 定制家具：龙头穿越地产周期，集中度加速提升

2. 造纸板块：行业格局良好，周期仍未结束

2.1 箱板瓦楞纸：外废供给持续缩紧，高景气度仍将持续

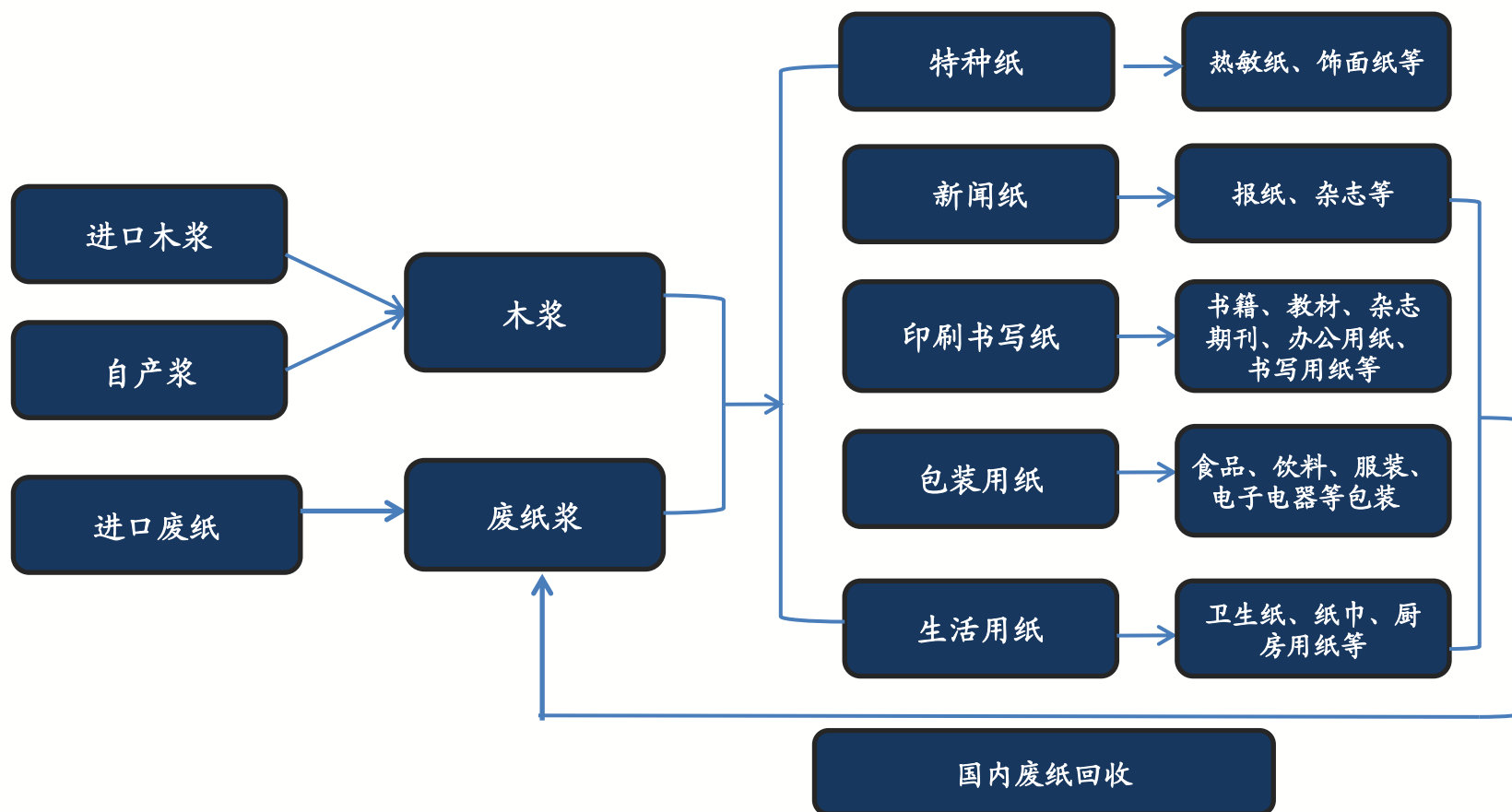
2.2 文化纸：供需关系平衡，全年纸价高位维持

2.3 生活用纸：行业竞争格局向好，把握龙头成长机遇

3. 核心推荐标的

造纸工业属于基础原料工业，主要分为纸浆和造纸两个环节，下游为印刷业、包装业务及生活消费等。

图、造纸产业链



# 造纸行业概况——分类及用途

► 纸及纸板纸品分为四大类：文化印刷用纸、包装用纸、生活用纸和特种纸。这四大类别又细分为新闻纸、未涂布印刷书写纸、涂布印刷书写纸、箱板纸、瓦楞原纸等类别。

大类	细分类别	主要用途	原材料
文化印刷纸	新闻纸	印制报刊、书籍等	废纸
	未涂布印刷书写纸	书籍、账簿和记录本等	高档产品以木浆为原材料
	涂布印刷书写纸	印刷画册、封面、明信片和彩色商标等	木浆
包装用纸	白板纸	单面彩色印刷后制成纸盒，用作包装	废纸
	白卡纸	高档食品、电子包装，烟盒等	木浆
	箱板纸	制成瓦楞纸箱，用作日用百货外包装	废纸
	瓦楞原纸	制作瓦楞纸板的纸芯	
生活用纸	餐巾纸	个人居家、外出时所需的各类卫生擦拭	木浆
	厨房用纸		
	厕所用纸		
特种纸	静电复印	工业等特殊用途用纸，如热敏纸、饰面纸	-
	工业用纸		

铜版纸



新闻纸



双胶纸



瓦楞纸箱



# 造纸行业概况——生产量及消费量



▶2017年全国纸及纸板生产企业约2800家，全国纸及纸板生产量11130万吨，较上年增长2.53%，消费量10897万吨，较上年增长4.59%，人均年消费量为78千克。

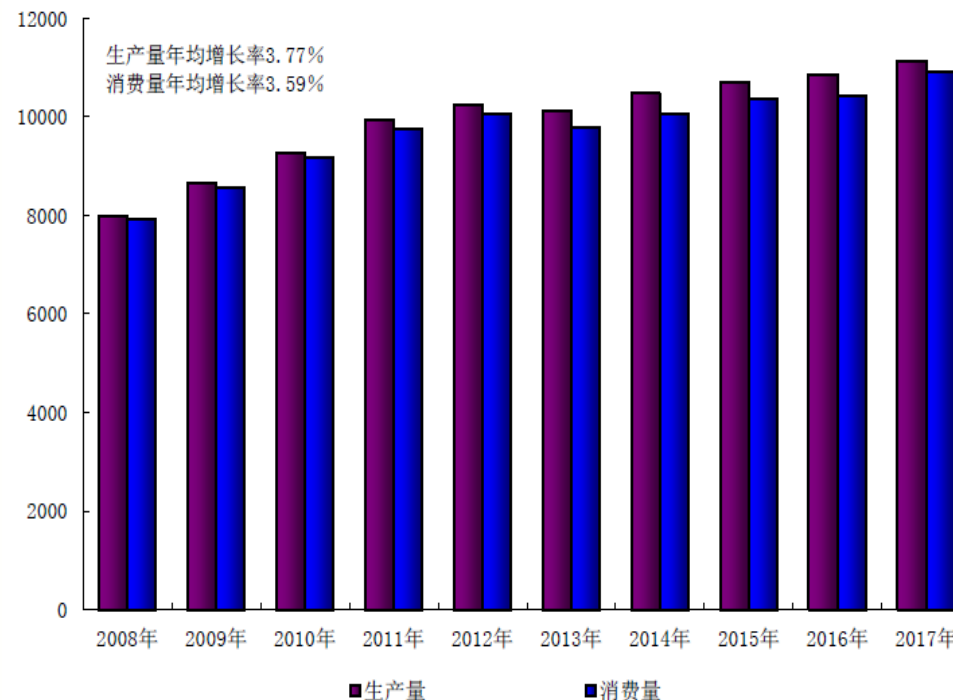
图、各品类生产量及消费量

单位：万吨

品 种	生产量			消费量		
	2016年	2017年	同比 (%)	2016年	2017年	同比 (%)
总量	10855	11130	2.53	10419	10897	4.59
1. 新闻纸	260	235	-9.62	265	267	0.75
2. 未涂布印刷书写纸	1770	1790	1.13	1689	1744	3.26
3. 涂布印刷纸	755	765	1.32	609	634	4.11
其中：铜版纸	665	675	1.50	565	585	3.54
4. 生活用纸	920	960	4.35	854	890	4.22
5. 包装用纸	675	695	2.96	689	707	2.61
6. 白纸板	1405	1430	1.78	1265	1299	2.69
其中：涂布白纸板	1345	1370	1.86	1205	1238	2.74
7. 箱纸板	2305	2385	3.47	2364	2510	6.18
8. 瓦楞原纸	2270	2335	2.86	2271	2396	5.50
9. 特种纸及纸板	280	305	8.93	225	249	10.67
10. 其他纸及纸板	215	230	6.98	188	201	6.91

图、08年至17年纸及纸板生产和消费情况

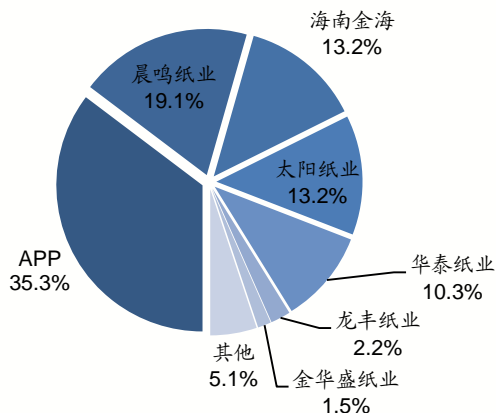
单位：万吨



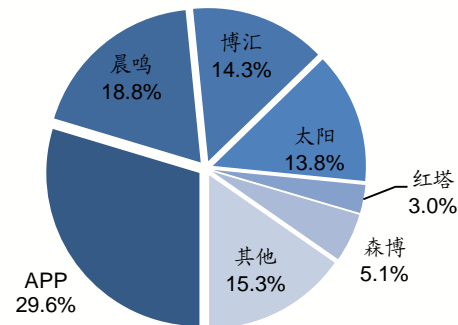
# 造纸行业概况——纸种集中度比较

▶ 纸品品类中，铜版纸与白卡纸集中度较高，分别达到80.9%与76.6%，双胶纸与箱板瓦楞纸相对集中度较低。

图、铜版纸CR4达到81%

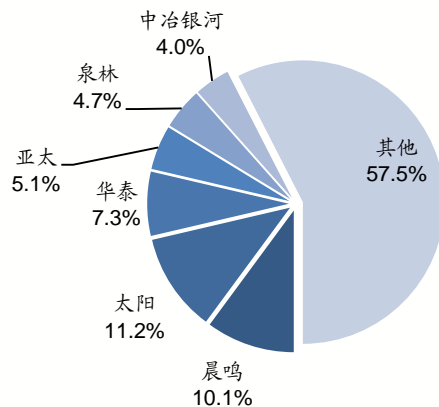


图、白卡纸CR4达到77%

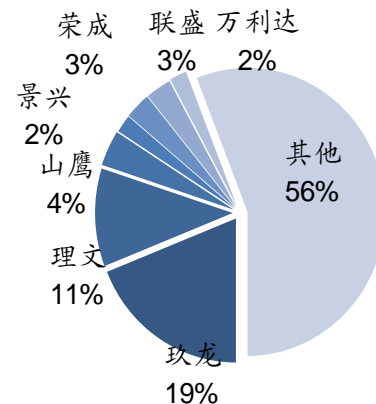


	CR4	龙头企业
铜版纸	80.9%	晨鸣、金海、太阳、华泰
双胶纸	33.7%	太阳、晨鸣、华泰、亚太森博
白卡纸	76.6%	金光集团、晨鸣、博汇、万国太阳
箱板瓦楞纸	40.4%	玖龙、理文、山鹰、荣成

图、双胶纸CR4达到34%



图、箱板瓦楞纸CR4达到40%



**1. 定制家具：龙头穿越地产周期，集中度加速提升**

**2. 造纸板块：行业格局良好，周期仍未结束**

**2.1 箱板瓦楞纸：外废供给持续缩紧，高景气度仍将持续**

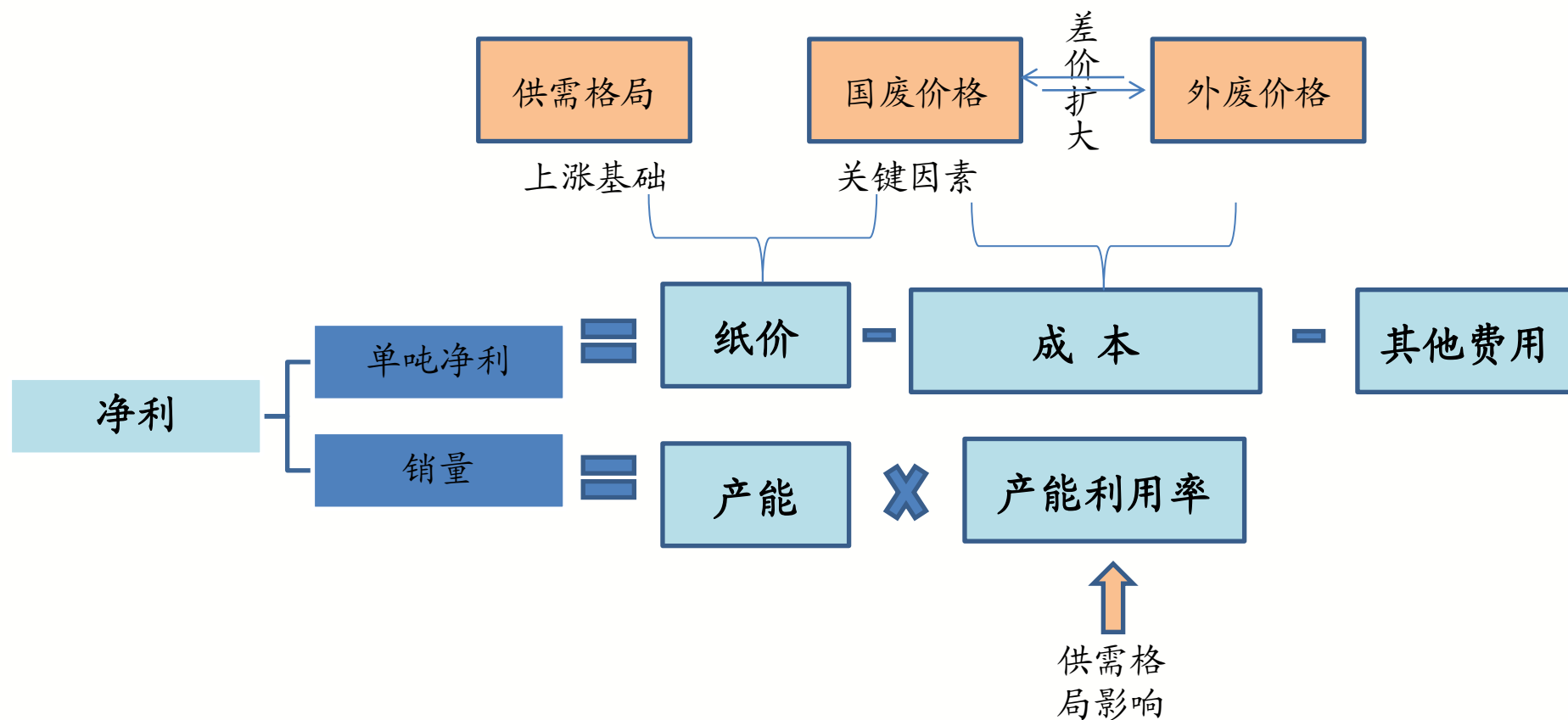
**2.2 文化纸：供需关系平衡，全年纸价高位维持**

**2.3 生活用纸：行业竞争格局向好，把握龙头成长机遇**

**3. 核心推荐标的**

# 废纸系：外废供给持续缩紧，高景气度仍将持续

- ▶ 箱板瓦楞纸在此轮造纸周期中价格波动最为剧烈。
- ▶ 未来行业的供需结构依然合理，我们认为18年行业仍将维持高景气度。



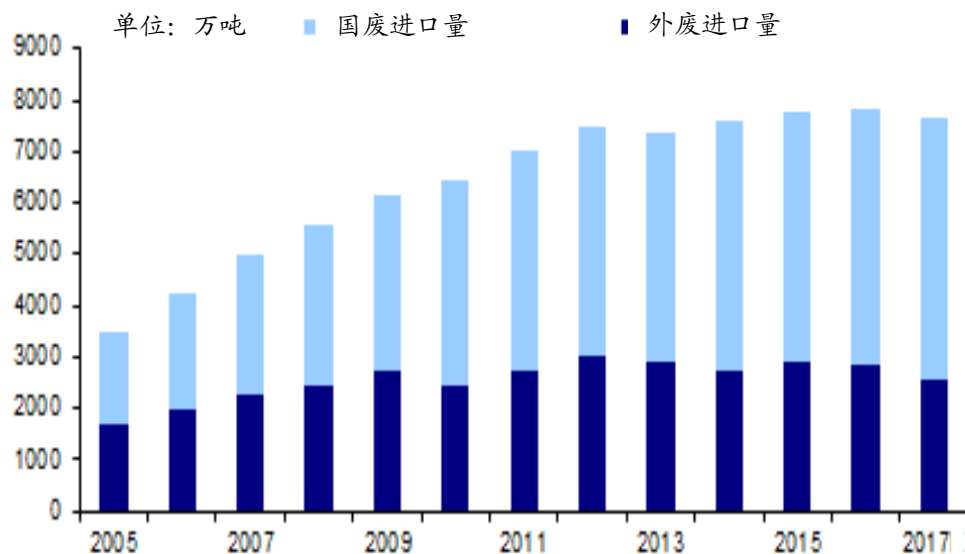


# 18年外废供应紧张成为主旋律

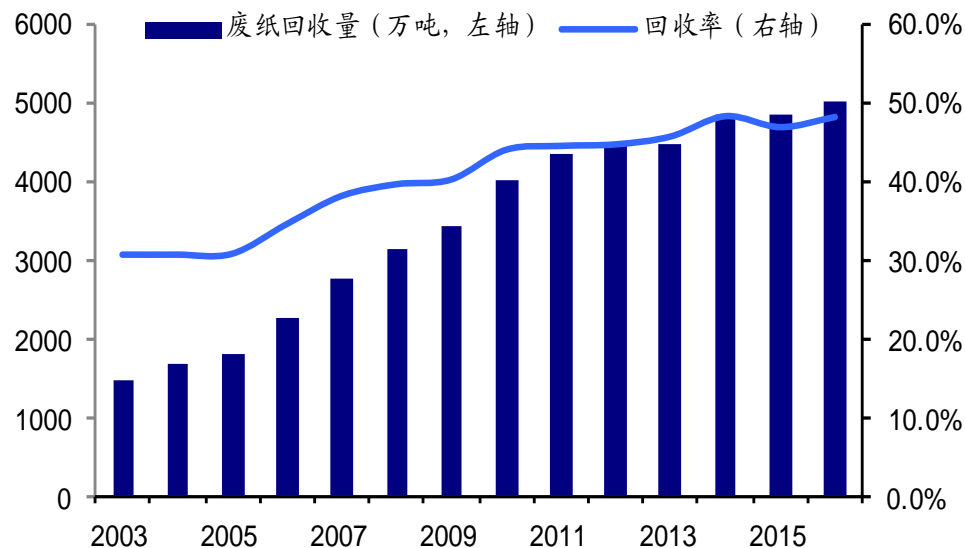
▶ **1/3废纸供应量需进口，审批额度政策收紧：**17年废纸总供应约7500万吨，其中外废进口2572万吨，较16年2854万吨减少282万吨，外废进口需要环保部审批额度；

▶ **国废回收率仍低，且短期快速提升难度高：**17年国废回收约5000万吨，回收率约50%，和国际发达国家相比仍然偏低，由于国内废纸普遍相对落后，因此短时间无法大幅提升国废的供给量。

图、国内木浆进口依存度较高（万吨）



图、国内废纸回收率仍低



**18年进口废纸政策更加严格：**考虑到外废配额的下降以及国废供应短时间无法大幅增加，我们判断18年国内废纸缺口预计至少在300万吨以上，国废价格有望提升。

表、外废进口政策18年更加严格

	时间	政策内容及影响	影响额度	占比
外废进口政策	2017.04	《关于禁止洋垃圾入境推进固体废物进口管理制度改革实施方案》，混杂废纸禁止进口	2017进口混废约491万吨（2017年核定总额2810万吨）	17.5%
	2018.01	环保部公布进口废纸中一般夹杂物控制标准的变化，新标准对具体夹杂物的定义更为细致，且含量限制由1.5%修改至0.5%	0.5%含杂率要求较严，预计约有一半进口外废未达标准，具体影响看政策执行	-

表、预测2018年废纸缺口至少在300万吨以上（万吨）

外废进口减少 国废回收率提升	废纸缺口敏感性测算					
	5%	10%	15%	20%	25%	30%
0%	26.6	155.2	283.8	412.4	541	669.6
0.5%	-27.6	101.0	229.6	358.2	486.8	615.4
1.0%	-81.8	46.8	175.4	304.0	432.6	561.2
1.5%	-136.0	-7.4	121.2	249.8	378.4	507.0
2.0%	-190.2	-61.6	67.0	195.6	324.2	452.8

# 原材料：废纸——龙头公司拥有外废进口资格



▶目前18年环保部已审批15批次废纸额度，玖龙、理文、山鹰占主要批复额度，若18年按季度批复测算，预计大厂全年批复额度占到17年总额度在80%左右；

▶根据前八批的审批情况，龙头大厂获得外废主要份额，这意味着大厂拥有更明显的成本优势。

图、18年前15批外废额度审批情况汇总（万吨）

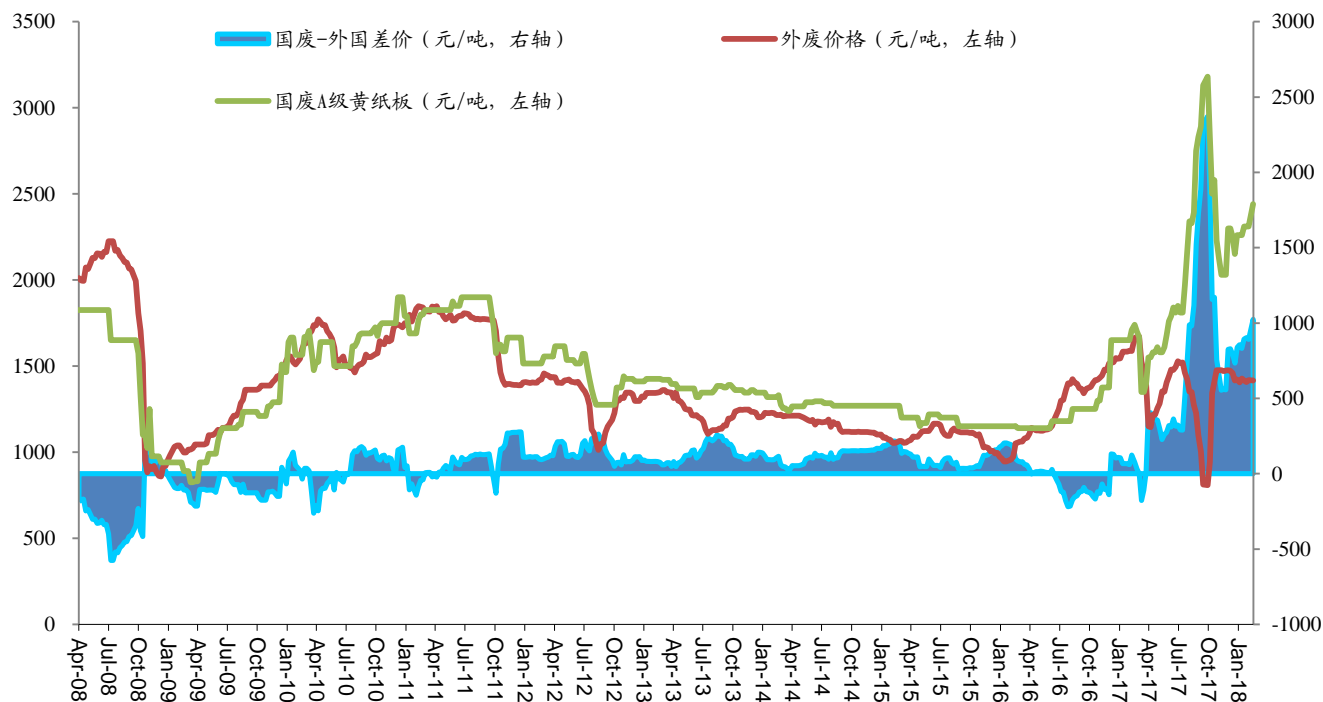
单位（万吨）	企业	第十五批	前五批合计	18年占比	17年获批总额	18年前十五批占17全年获批比例
1	玖龙纸业	96.73	458.3	36.10%	841	54.5%
2	理文造纸	43.78	199.1	15.68%	398	50.0%
3	山鹰纸业	18.78	139.8	11.01%	256	54.6%
4	华泰纸业		90.0	7.09%	93	97%
5	东莞建辉		39.3	3.10%	100	39%
6	宁波中华		14.3	1.12%	36	40%
7	东莞金州		21.8	1.49%	55	40%
8	广州造纸		75.0	5.91%	62	121%
9	福建省联盛纸业		31.6	2.50%		
10	联盛纸业（龙海）		35.7	2.83%		
11	德彦纸业（厦门）		0.1	0.01%		
12	世纪阳光		20.8	1.65%	51	41%
13	其他	18.05	136.0	10.78%		
	共计	177.34	1261.8	100.00%	2810.8	45%

# 原材料：废纸——内外废价差逐步扩大

►外废：由于美国和欧洲一般用木浆生产箱板瓦楞纸，中国是外废的主要进口国，废纸新政锁紧意味着中国对外废需求降低，我们判断在国外废纸供应不变的情况下，可以判断外废低位徘徊将是常态。

►国废：更多需求转向国废，并且国废供给量短期无法大幅提升，导致国废价格的后续上涨。

图、内外废价差扩大



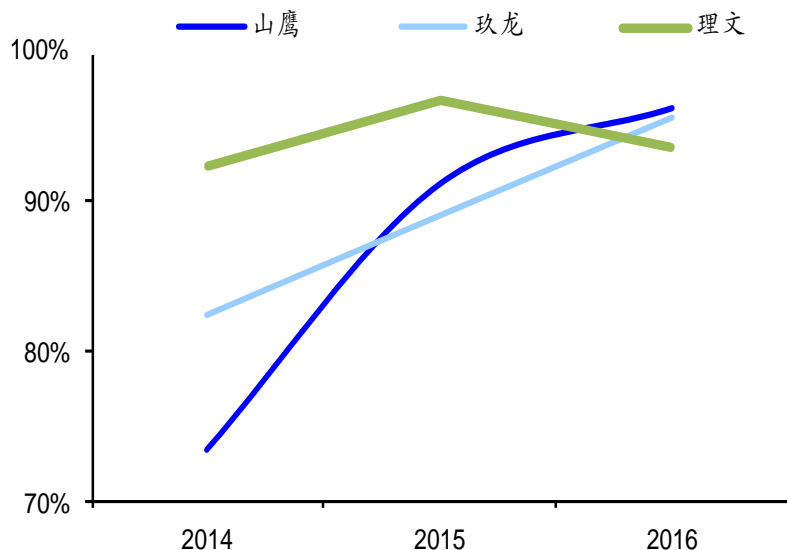
# 行业格局：龙头份额逐渐集中，产能利用率提升



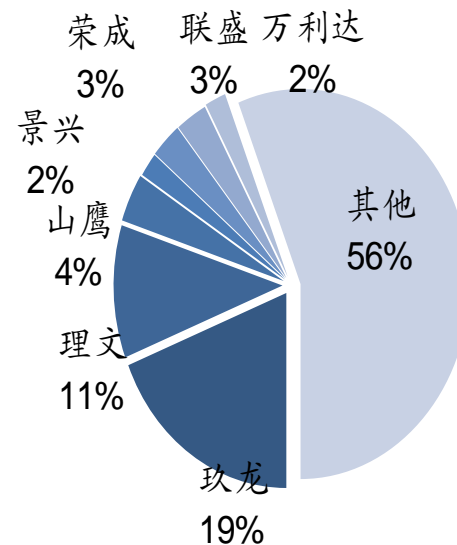
►行业供需逐渐向好：随着15-16年环保去产能的影响，对应的是箱板瓦楞纸行业产能的逐渐退出以及行业产能利用率的向上提升，造纸龙头的产能利用率基本在90%以上。

►竞争格局逐渐集中：随着小产能的逐渐退出箱板瓦楞纸行业CR3占比达到34%，叠加上下游产业集中度较为分散，龙头的话语权以及对于市场引导能力逐渐增强。

图、大纸厂产能利用率逐步提升



图、箱板瓦楞纸行业产能分布



# 供给端：18新增产能投放或不达预期

▶ **环评政策导致新产能不及预期：**由于目前环评审批等政策严格，许多产能的投放计划或面临取消或推延；

▶ **废纸短缺影响中小产能生产：**受外废进口政策影响，我们判断国内废纸缺口将进一步扩大，众多中小产能将因原材料短缺而被迫减产，行业产能将进一步缩减。

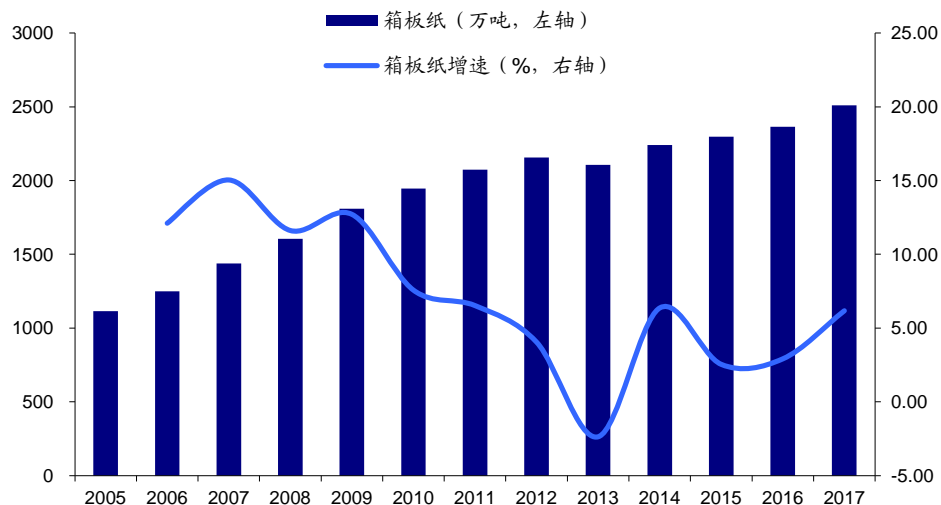
表、18年新增产能统计

厂家	项目内容	产能（万吨）	地点	最新动态
玖龙纸业	箱板纸	200	沈阳、泉州、重庆、河北等	计划2018年投产
山东太阳纸业	箱板纸	70	山东	2018年下半年投产，纸机为福伊特提供
山西一帆纸业有限责任公司	瓦楞纸	60	山西	一期15万吨瓦楞纸预计2018年10月投产
吉林白山琦祥纸业	箱板纸	50	吉林	计划2018年投产
湖北金凤凰纸业	箱板纸和瓦楞纸	30	湖北	金凤凰纸业2018年1月已投产
其他纸厂	瓦楞纸	130	河南、湖北、山西和广东	计划2018年投产
<b>总计</b>		<b>540</b>		

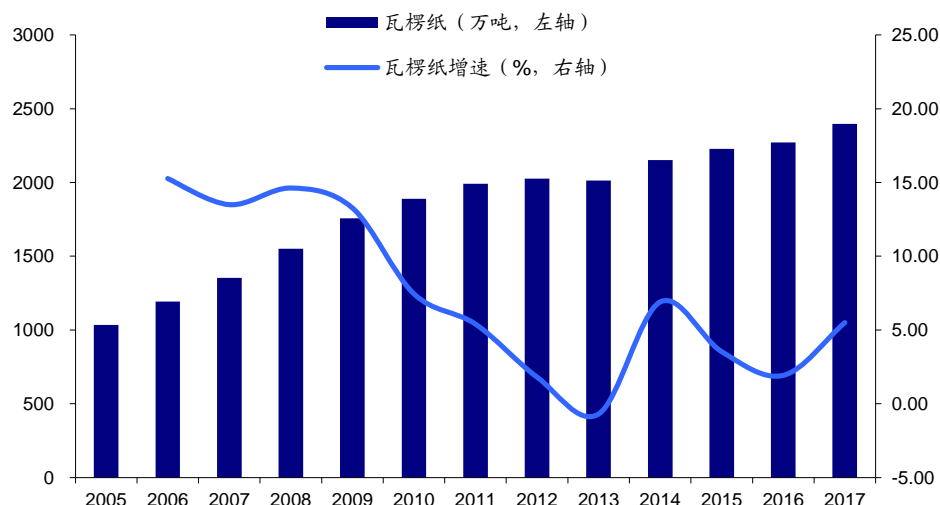
# 需求端：平稳增长，快速带来主要增量

➤ 需求端的增量需求主要来自于快递拉动，我们认为需求端箱板瓦楞纸17年能够维持5%的增速，预计新增需求200-300万吨。

图、箱板纸消费量变化



图、瓦楞纸消费量变化



	1月	2月	3月	4月	5月	6月	7月	8月	9月	10月	11月	12月
需求状况	旺季	春节旺季	淡季	淡季	淡季	软饮料需求拉动转暖	转暖	转暖	转暖	十一旺季	双十一旺季	元旦、双十二旺季

1. 定制家具：龙头穿越地产周期，集中度加速提升

2. 造纸板块：行业格局良好，周期仍未结束

2.1 箱板瓦楞纸：外废供给持续缩紧，高景气度仍将持续

2.2 文化纸：供需关系平衡，全年纸价高位维持

2.3 生活用纸：行业竞争格局向好，把握龙头成长机遇

3. 核心推荐标的

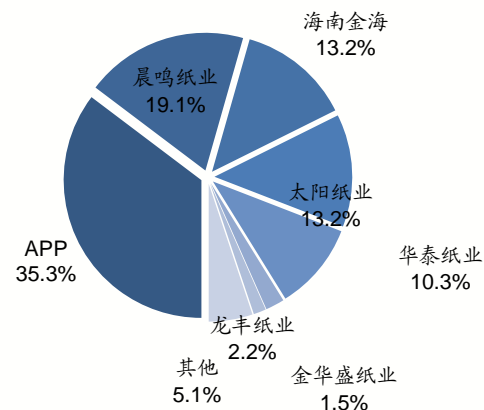


# 木浆系纸种：文化纸及白卡供需格局良好

►行业集中度较高，为纸价高位维持带来有利条件，文化纸竞争格局优于白卡纸。

►行业新增产能较少，需求保持平稳，产能利用率较高，供需格局良好。

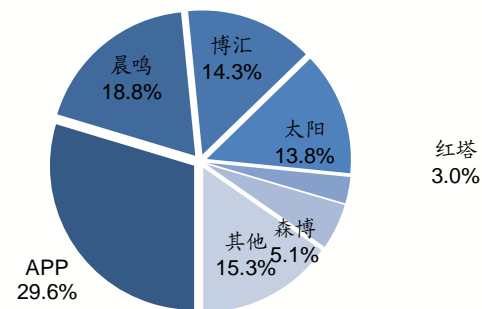
图、铜版纸CR4超80%



图、文化纸及白卡纸行业格局

文化纸	铜版纸	双胶纸	白卡纸
新增产能	无	晨鸣新增100万吨，太阳20万吨	江苏博汇75万吨白卡纸项目，预计19年投产
退出产能	无	小厂受环保及原材料影响退出	APP宁波中华70万吨产能预计搬迁退出
行业总产能	660万吨	1045万吨	2016年1100万吨
需求增速	需求总量保持平稳	低速增长	5%左右
大厂产能利用率	80%以上	80%以上	90%以上
CR4	超80%	32%	约80%

图、白卡纸CR4达78%

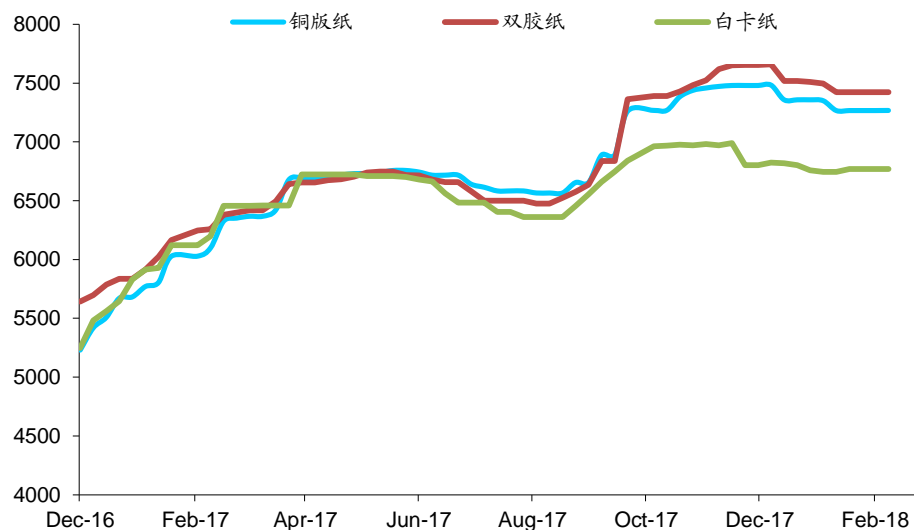


# 木浆系纸种：Keypoint从纸价向原材料转移

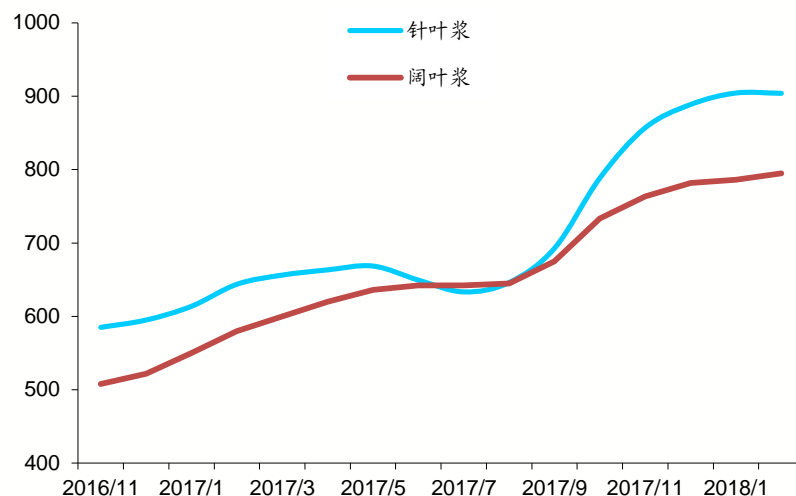
▶木浆系纸种包括主要以木浆为原材料的铜版纸、双胶纸、白卡纸等。

▶木浆系纸种17年涨价的核心逻辑在于供需结构向好的背景下，原材料木浆价格提升带来的造纸涨价行情。

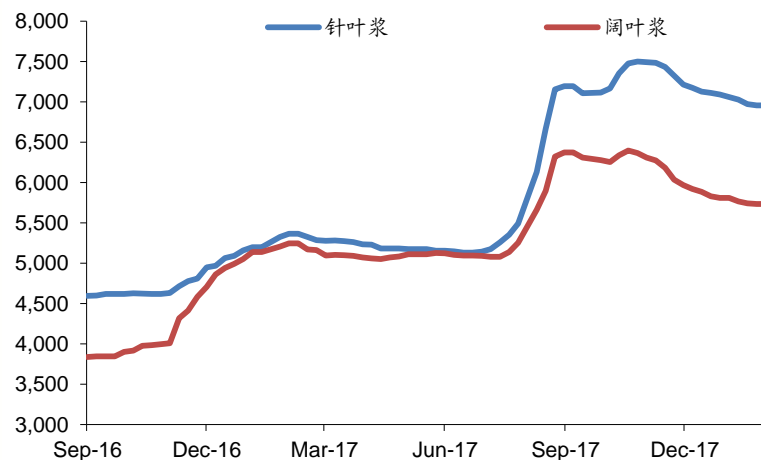
### 图、木浆系纸种价格走势（元/吨）



### 图、木浆期货报盘价格（美元/吨）



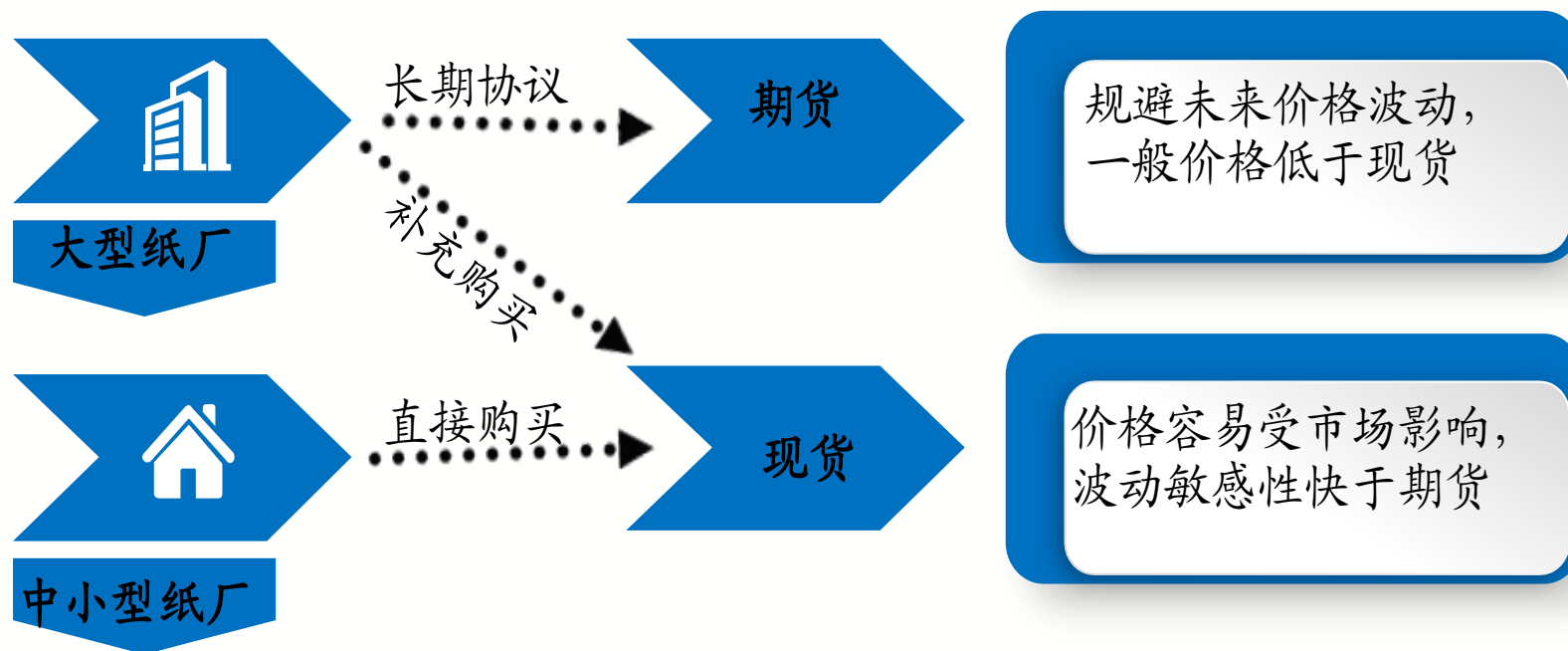
### 图、木浆现货价格走势（元/吨）



# 原材料：木浆——国内纸厂是全球价格接受者

➤ **国际浆厂对国内采取一致价格策略：**目前国际商品浆市场较为成熟，国际大型浆厂常常对中国采取一致的价格策略，在上涨阶段默契提价，在下跌时采取检修等行为控量保价。

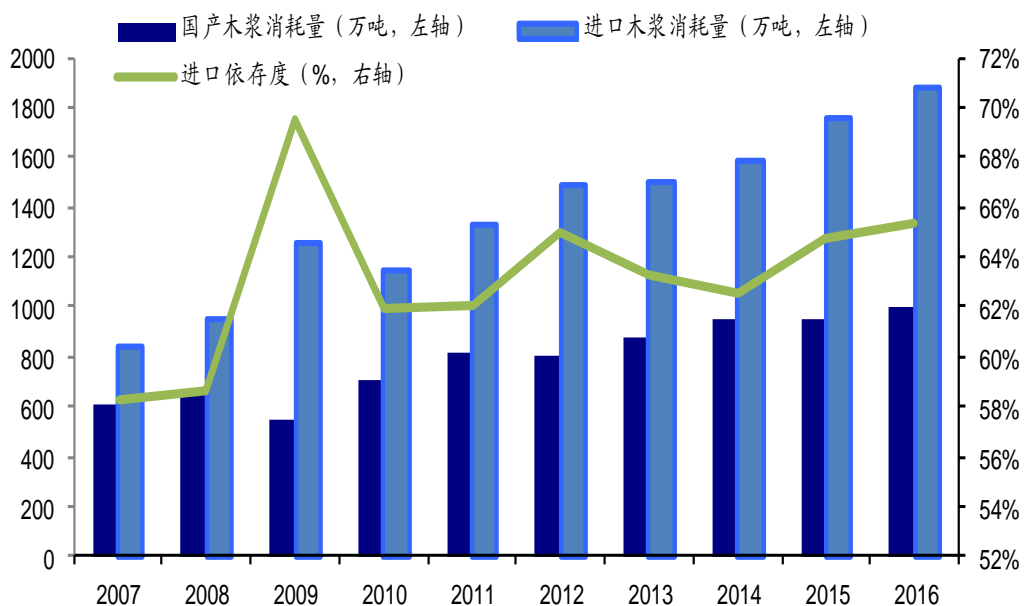
➤ **国内纸厂采购模式：**大型纸厂主要通过签订长期协议，直接从供应商购买期货，配合现货购买，中小型纸厂往往主要通过国内贸易商购买现货。



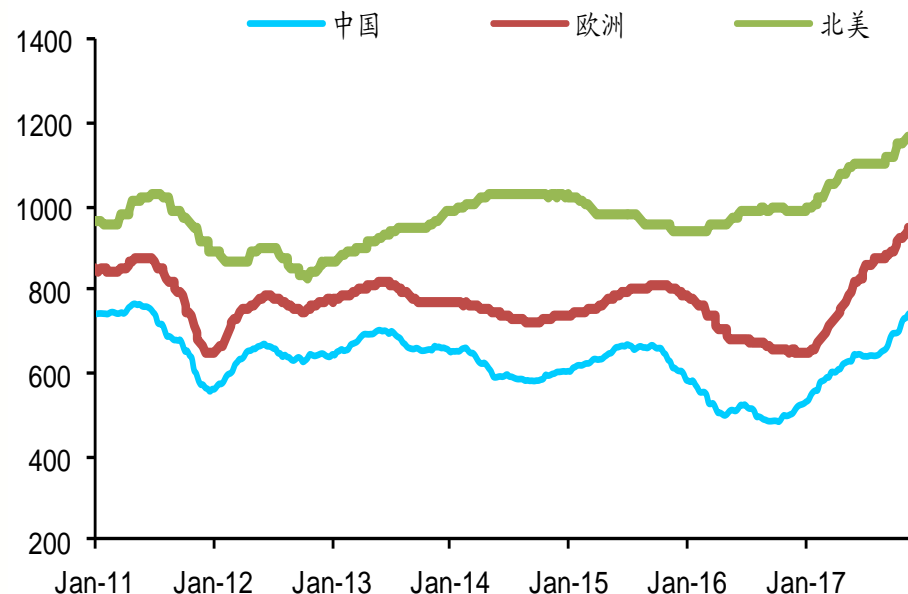
# 原材料：木浆——高度依赖进口

国内木浆进口依存度较高：木浆方面，由于国内森林资源匮乏，人工林场产量有限，所以我国对外依存度很高，17年进口木浆2112万吨，占到国内木浆总量3152万吨的2/3。

图、国内木浆进口依存度较高



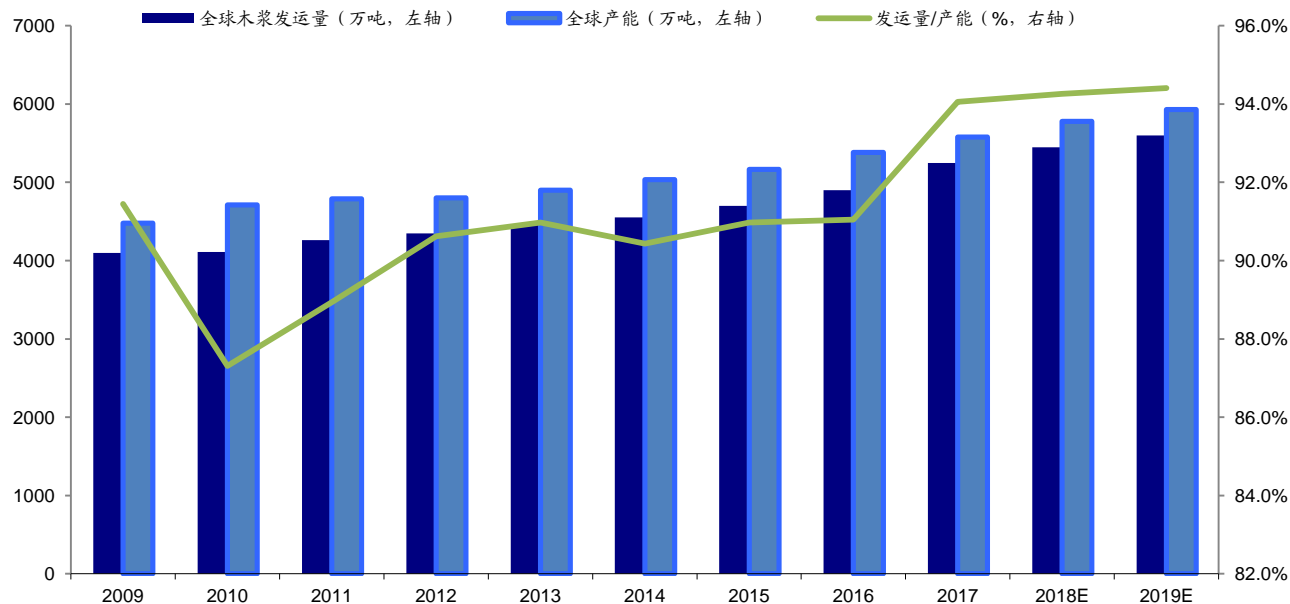
图、国际BHKP（漂白硫酸盐阔叶木浆）价格走势（美元/吨）



# 供需趋紧+渠道加库存是浆价走高关键因素

- ▶ **供需趋势是本轮浆价大涨的基本因素：**17年全球木浆发运量/全球产能在94%，属于供需偏紧的状态，这主要由于全球木浆投资意愿不足以及部分浆厂关停所致。
- ▶ **渠道加库存助推浆价大涨：**木浆上涨导致行业各渠道补库存需求强烈。
- ▶ **事件性催化起到推波助澜的作用：**17年初CMPC最大的Guaiba浆厂出现回收锅炉问题、三季度巴西供应商集中检修等事件导致短期木浆供应紧缺。

图、全球木浆发运量逐步回暖

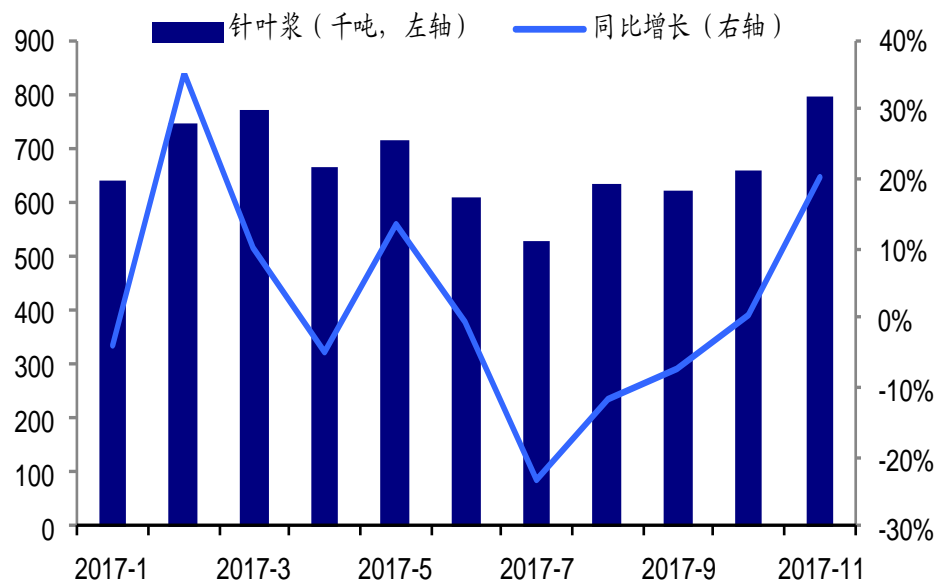


# 木浆到港量已恢复正常，上涨动力减弱

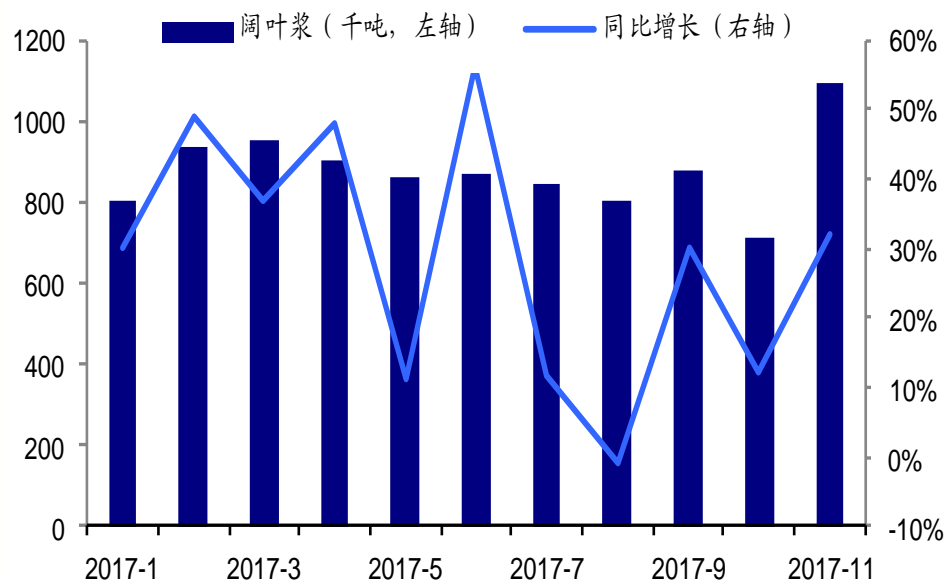
►17年国内到港木浆量在7、8月份处于年内低点，成为推动此轮价格上涨的重要因素。

►随着木浆价格攀升市场交易活跃，11-12月港口到货较为集中，我们预计库存已恢复至正常水平，短期木浆因为加库存因素上涨动力减弱。

图、国内针叶浆17年月度实际到港量



图、国内阔叶浆17年月度实际到港量



# 浆价判断：向下空间有限，18年仍高位维持

图、全球2018年全球木浆新增产能（万吨）

►产能投放不改浆价向上趋势：17年新增木浆产能较多，但浆价17年下半年却迅速走高，我们认为这与新增产能部分自供，与浆厂&纸厂利益再平衡有关。

►18年木浆价格整体维持高位震荡态势：18年后新增产能较少，我们认为未来供需结构仍然偏紧，目前高浆价下，浆厂、纸厂与贸易商三方共赢，我们判断平衡关系难以短期打破。

地区	浆厂	针叶浆	阔叶浆	备注
芬兰	Mesta Fibre-Aanekoski	40		17年9月投产130万吨，产能爬坡预计部分产能18年投产
瑞典	SCA-Ostrand	47		爱生雅集团瑞典新增47万吨产能
巴西	CMPC-Guaiba		75	去年受锅炉爆炸影响产能逐步恢复，小乌浆厂净新增75万吨
巴西	Fibria-Tre Lagoas		120	鹦鹉新增产线140万吨，部分产线淘汰去除，净增加120万吨
巴西	APP-OKI		60	APP预计新增60万吨产能
	其他供应商		30	包括Klabin-Puma Sunazo等供应商预计新增共阔叶30万吨；
亚太	部分产能转产溶解浆		-50	APRIL集团Rizhao、Kerinci计划转产溶解浆40万吨，叠加其他亚太供应商共减少50万吨；
	合计	87	155	
	非计划性停产	-100		17年非计划性停产130-140万吨，预计18年为100万吨
	实际新增产能	142		

**1. 定制家具：龙头穿越地产周期，集中度加速提升**

**2. 造纸板块：行业格局良好，周期仍未结束**

**2.1 箱板瓦楞纸：外废供给持续缩紧，高景气度仍将持续**

**2.2 文化纸：供需关系平衡，全年纸价高位维持**

**2.3 生活用纸：行业竞争格局向好，把握龙头成长机遇**

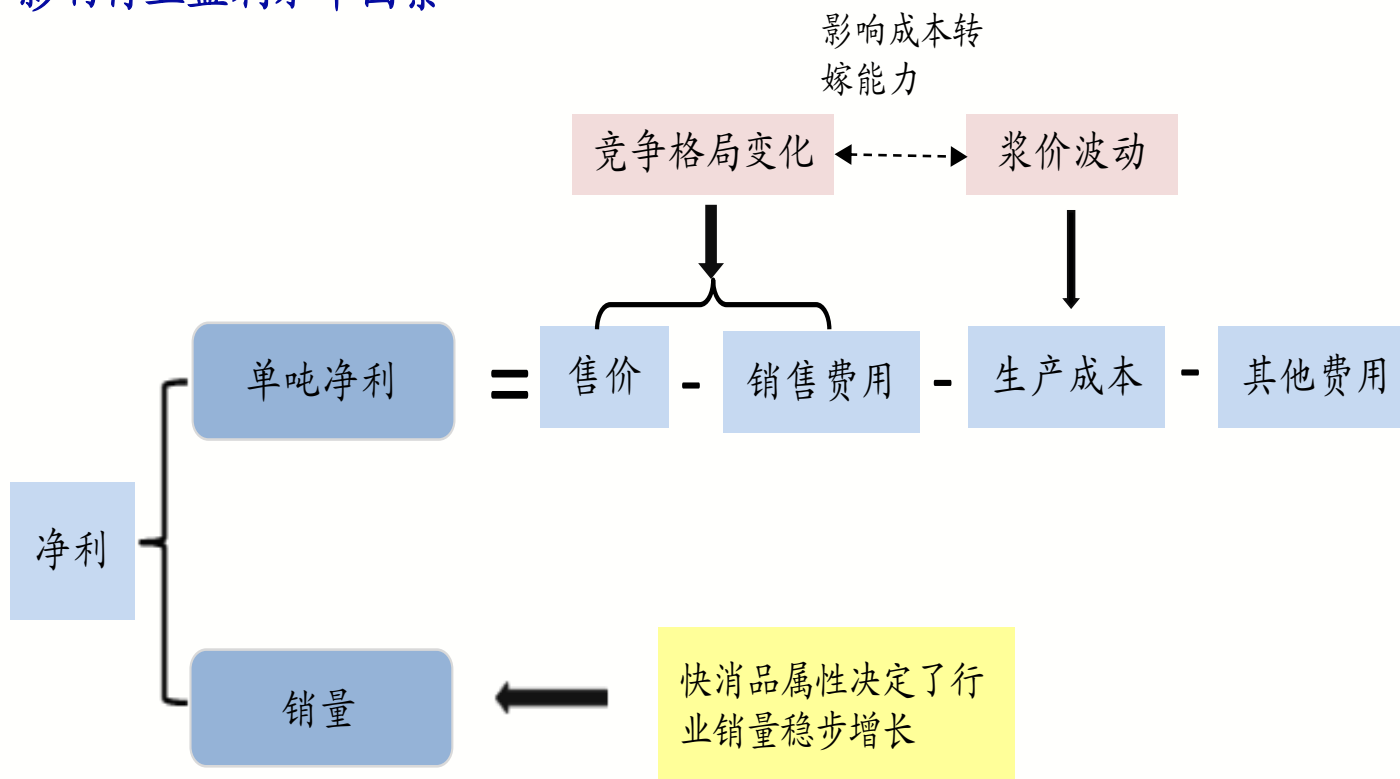
**3. 核心推荐标的**



# 供给波动是行业周期的主要因素

►供给波动是行业周期的主要因素：通过分析生活用纸行业的发展历史，我们发现，生活用纸行业作为快消品需求增长比较稳定，供给波动是导致行业盈利周期的主要因素。

图、影响行业盈利水平因素



- 我国生活用纸行业呈现多层次竞争格局，根据规模和品牌知名度可分为三个梯队：
- 第一梯队：包括中顺洁柔、维达国际、恒安国际、金红叶，产能均在50万吨以上
  - 第二梯队：包括山东东顺、上海东冠、金佰利等年生产量在10-50万吨的企业
  - 第三梯队：多处于经济欠发达地区，部分使用再生纸浆、草浆等原料生产低档产品

表、国内生活用纸行业主要企业（2017年）

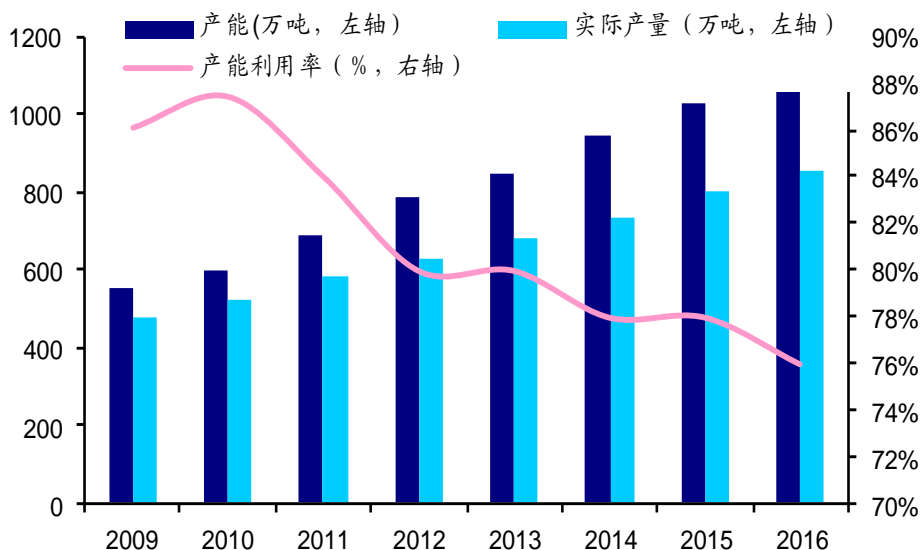
序号	公司名称	品牌	生产能力（万吨/年）
1	金红叶纸业	唯洁雅，清风，真真	170
2	恒安纸业	心相印，柔影	124
3	维达纸业	维达Vinda，花之韵	110
4	中顺洁柔	洁柔，C&S，太阳	62
5	山东东顺	顺清柔，哈里贝贝	41
6	永丰余（昆山）	五月花	20
7	上海东冠	洁云，丝柔	14

# 行业供需基本情况

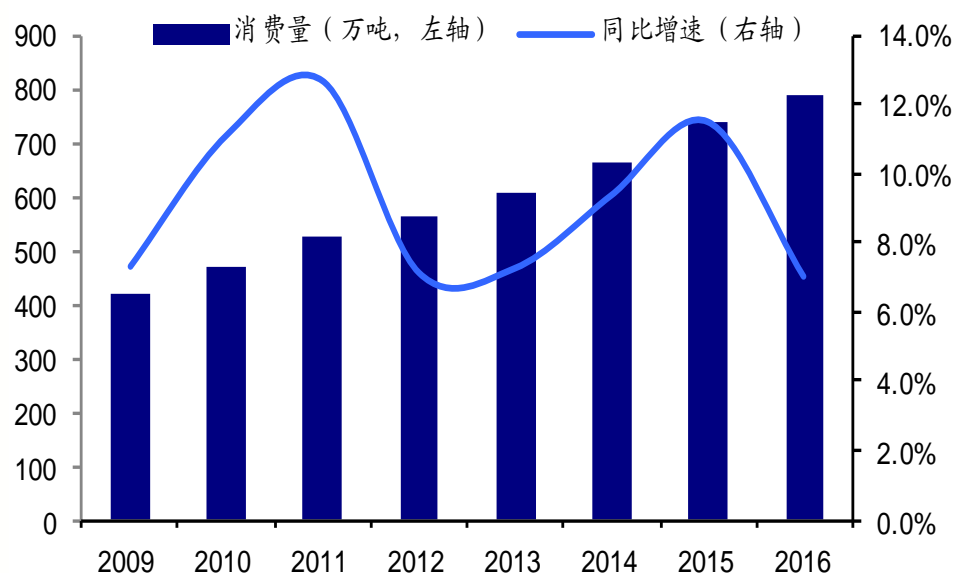
►中国是全球消费量增速最高的市场：2011-2016年，全球生活用纸消费量的每年增长率均未超过4%。中国生活用纸消费量的每年增长率均未低于6.6%。

►新增产量较多，产能利用率持续下滑：2016年生活用纸全行业产能为1125万吨，实际产量为855万吨，产能利用率76%。

### 图、生活用纸行业产能与实际产量



### 图、行业需求消费量稳定增长

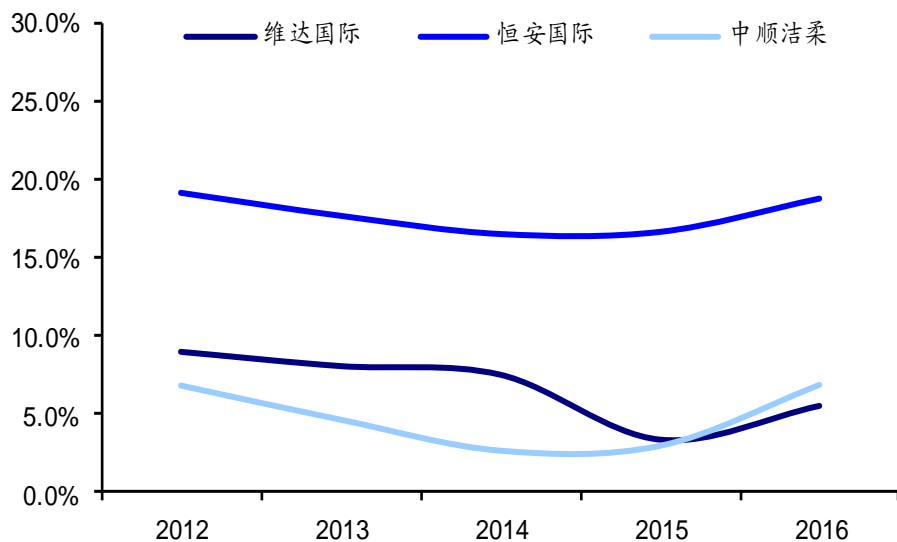


# 12-15年行业供需失衡

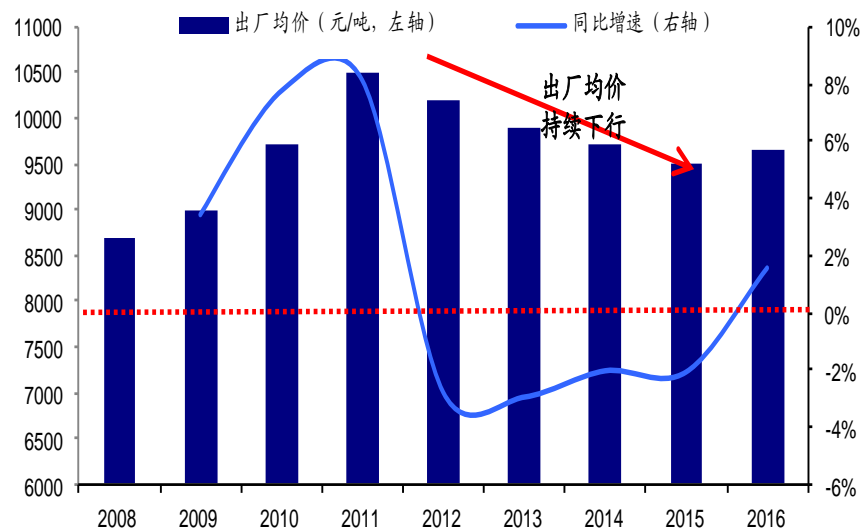
➤ **库存高企致使价格战：** 12-15年生活用纸行业整体出厂均价下跌，渠道库存积压较多，行业竞争者纷纷采用降价促销方式去库存，企业利润率均呈现下滑趋势。

➤ **行业产能利用率下降：** 由于此阶段产能扩张远大于需求增长，产能利用率从2009年的86%下降至2015年的78%。

图、 2012-2015大型生活用纸企业净利率下滑



图、 2012-2015生活用纸出厂价持续下行



# 17年实际产能投放明显低于预期

▶据生活用纸专业协会统计，2017年原计划新增产能投放307万吨，但实际投产产量及进度明显低于预期。

- A. 企业会根据市场情况调节实际产能投放，此外面临土地、环评等多方面监管因素。
- B. 原材料涨价叠加环保因素，大量中小产能淘汰。

表、2017年国内新增产能情况

公司名称	项目地点	规模(万吨/年)	纸机					投产时间
			型式	型号	数量(台)	宽幅(mm)	车速(m/min)	
恒安	重庆	12	新月型	18英尺钢制烘缸	2	5600	2000	分别于2017年3月、5月
	新疆昌吉	5	新月型		2	2800	1600	2017年底
维达	浙江龙游	6	新月型	保密	2	保密	保密	2017年9月
理文集团	江西九江	12	新月型		2	5600	2000	分别于2017年5月、6月
	广东东莞	12	新月型		2	5600	2000	分别于2017年11月、12月
其他		38						
合计		85						

# 未来行业供需持续改善



►我们根据《2016年生活用纸行业的概况和展望》进行统计，预计市场18年及以后投放产能共120.7万吨，相较于16、17年的计划产能投放的131、307万吨速度明显放缓。

►此外木浆价格高企对中小纸厂挤出效应明显，17年行业共淘汰中小产能130-140万吨。

表、2018年国内新增产能情况

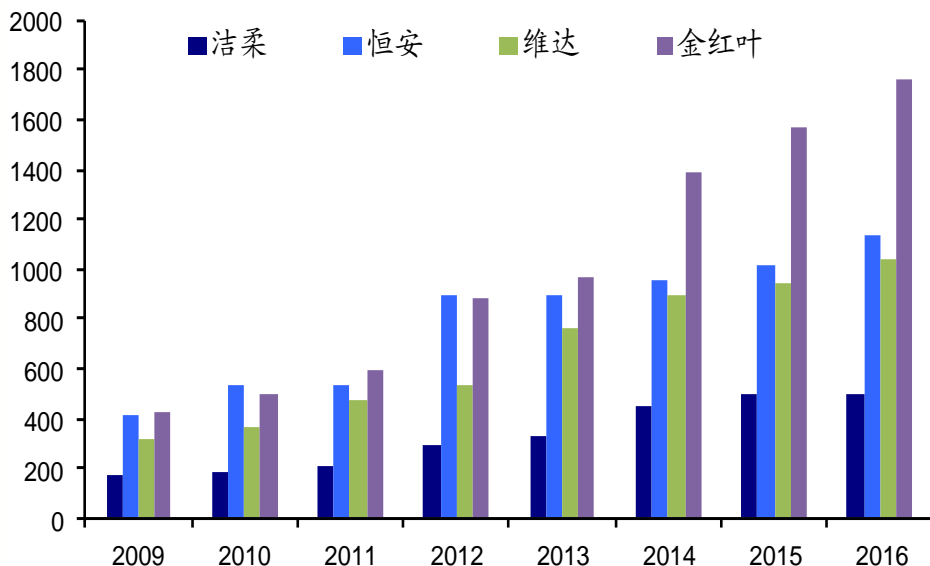
公司名称	项目地点	规模（万吨/年）	纸机					投产时间
			型式	型号	数量（台）	幅宽（mm）	车速（m/min）	
恒安纸业	山东潍坊	12	新月型	DCT200	2	5600	2000	2018年
中顺洁柔	河南唐山	7.5						2018年及以后
	湖北孝感	10（项目规划20万吨）						2018年及以后
金红叶	四川遂宁	6	新月型		1	5630	2000	2018年及以后
江西盛泰	江西九江	24	新月型		4	5600	2200	2018年及以后
南宁佳达	广西南宁	15	真空圆网型		10	2860	1000	2018年及以后
泉林纸业	吉林德惠	10	真空圆网型	HY-1500	10	2850	900	2018年及以后
其他		36.2			18			
合计		120.7			45			

# 龙头集中度持续提升

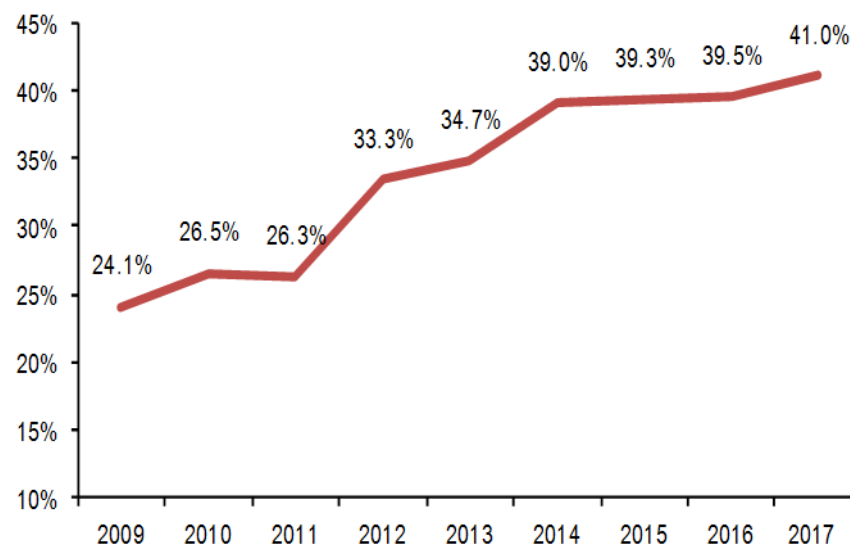
▶ **产能向龙头企业集中：**由于生活用纸受运输半径影响，渠道扩张需配备相应产能，第一梯队企业均积极布局全国性产能。

▶ **原材料涨价及环保因素去除中小产能：**2017年原材料价格上涨以及环保原因，大量中小产能去化，大厂订单供不应求，产能利用率明显提高，集中度持续提升。

图、龙头产能扩张迅速（千吨）



图、四大企业产能占比逐年提升



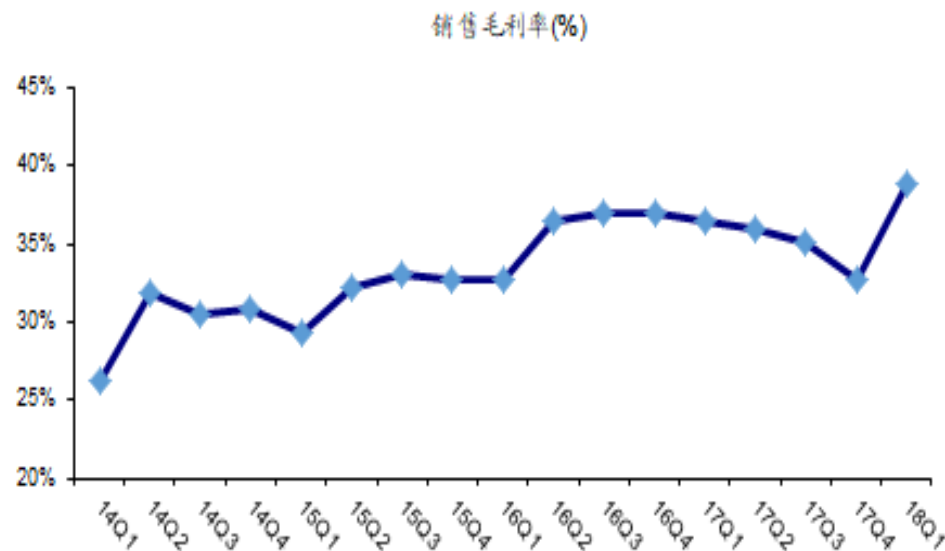
# 面临原材料涨价，行业提价缓解成本压力

- 17年8月起木浆价格急速上涨将大幅影响生产成本，主要体现在17年4季度至18年1季度。
- 以中顺洁柔为例，17年末至18年初产品整体提价10-15%，考虑到木浆成本占比约60%以及浆价涨幅，该提价有望大部分覆盖17年浆价上涨成本。

图、同行提价情况

公司	提价情况
洁柔	17年10月减少促销费用3%，17年年末及18年初两次共提价14%左右；
维达	18年Q1开始酝酿提价，Q2逐步落实，提价幅度约10-15%；
金红叶	18年Q1开始酝酿提价，Q2逐步落实，预计提价幅度在10-15%与同业水平相差不大；
恒安	18年Q1开始减少促销费用，提价时间较晚，5月份宣布上调生活用纸出厂价；

图、18年Q1毛利率创新高





1. 定制家具：龙头穿越地产周期，集中度加速提升
2. 造纸板块：行业格局良好，周期仍未结束
  - 2.1 箱板瓦楞纸：外废供给持续缩紧，高景气度仍将持续
  - 2.2 文化纸：供需关系平衡，全年纸价高位维持
  - 2.3 生活用纸：行业竞争格局向好，把握龙头成长机遇
3. 核心推荐标的

# 中顺洁柔：行业竞争格局改善，渠道红利持续释放



- ▶公司是A股上市的纯生活用纸企业，处于生活用纸行业第一梯队，17年收入规模46.4亿，净利润3.5亿元。
- ▶**行业竞争格局向好**：近年来生活用纸需求稳定增长以及新增产能规模减少，行业供需持续改善，今年原材料价格上涨以及环保原因，大量中小产能去化，我们判断企业处于良好发展时期。
- ▶**多渠道改革确保增长动力**：15年起公司对销售体系进行革新，渠道进行优化，产能进行有效扩张，我们认为公司仍处于快速增长期。
- ▶**同业提价逐步落实，销量明显恢复**：17年下半年浆价上涨行业面临成本压力，公司提价保障盈利能力。
- ▶**盈利预测与评级**：我们预计2018-2019年净利润4.5亿、5.8亿元，同比增速30.0%、27.8%，目前股价对应PE分别27倍、21倍。
- ▶**风险提示**：原材料价格波动，行业竞争风险。

# 欧派家居：定制家具王者，多品类全面发力



公司在定制家具行业绝对龙头，规模来看厨柜第一、衣柜第二，并保持持续高速增长，综合竞争实力强劲，看好公司长期发展空间。

- **渠道管控能力强，狼性文化打造强大经销队伍：**公司重视经销商利益共享，在营销、人才、经营给予大力支持，同时经销商不断汰换，持续优化经销商团队。
- **多品类打开成长天花板：**厨柜方面公司绝对行业龙头，在衣柜、木门、卫浴全面开花，尤其衣柜方面17年实现63%增速，规模向行业第一迅速靠近；
- **整装推进迅速，布局流量入口：**公司大家居战略持续，对整装业务持续推进，成为未来两年欧派的关键增长点。
- **盈利预测：**预计18-19年公司净利润为17.1亿、22.5亿元，同比增长31.6%、31.5%，目前股价对应18-19年PE为30倍、23倍。
- **风险提示：**原材料价格波动风险，行业竞争风险；

# 索菲亚：定制白马，短期增速放缓不改长期逻辑



- **行业集中度加速提升：**定制家具价格过去几年一直在下降，而且通过价格的下降推动定制家居行业龙头的集中度提升。
- **竞争优势行业领先：**（1）柔性化生产能力：过去几年索菲亚通过规模化和柔性化生产不断实现成本下降；（2）优质经销商资源：拥有上亿级别的稀缺优质经销商资源；（3）产品品牌构建护城河：公司产品质量得到消费者认可，美誉度高，较于同业竞争优势凸显。
- **18年渠道扩张再加速：**17年衣柜门店2200家，18年计划衣柜新增门店400家；司米橱柜目前720家，18年计划新增300家；木门计划新增100家门店。
- **盈利预测：**预计18-19年公司净利润为12.1、16.0亿元，同比增长33.2%、32.6%，目前股价对应18-19年PE为22、17倍。
- **风险提示：**原材料价格波动，品类扩张不及预期；

- ▶ 公司是文化纸造纸企业龙头，产品结构最为合理，受益于造纸行业的高景气，业绩表现靓丽。
- ▶ 行业供需关系平衡，高景气度仍将持续：公司主要产品涉及非涂布文化纸、铜版纸与箱板纸，三类纸种价格目前均处于高位，尤其文化纸市场供需格局良好，盈利确定性较强，原材料价格对纸价构成支撑。
- ▶ 自产浆比例提升盈利能力：公司18年新增两条半化学浆产线替代废纸浆，并在老挝建30万吨溶解浆项目，自产浆比例的提高将带来盈利能力的提升。
- ▶ 产能释放带来高增长：公司20万吨特种纸项目、30万吨老挝化学浆项目以及80万吨高档板纸项目预计会在18年一、二、三季度分别投产，新产能的集中释放会为公司发展提供长期持续动力。
- ▶ 盈利预测与评级：我们预计2018-2019年净利润分别26.4亿、32.3亿，同比增长30.3%、22.5%，目前股价对应18-19年PE为9倍、7倍。
- ▶ 风险提示：原材料成本波动风险；纸价、溶解浆价格下跌风险。

## 山鹰纸业：外包装纸领军企业，受益行业景气盈利高增长



- ▶公司是A股市场最大箱板瓦楞纸企业，收购联盛纸业后产能共计459万吨，充分享受本轮造纸行业复苏带来的高盈利红利。
- ▶进口废纸政策趋严利好龙头企业：公司作为箱板瓦楞纸国内龙头企业，17年拥有256万吨外废进口额度，18年前八批得到63.5万吨废纸配额，公司将显著受益外废的低价成本。
- ▶积极推进产业链整合：公司纵向17年完成对北欧纸业收购拓展包装产业链，横向收购福建联盛提升市场份额，规模效应逐步显现。
- ▶新增项目带来公司成长性：湖北荆州生产基地127万吨项目将在19年落地，完善全国产能布局，继续巩固包装纸龙头地位。
- ▶盈利预测与评级：我们预计2018-2019年净利润25.8亿、30.6亿元，同比增长28.2%、18.4%，目前股价对应18-19年PE为7倍、6倍。
- ▶风险提示：原材料及纸价价格波动风险。

# 风险提示

- ▶地产销售增速下滑风险;
- ▶原材料价格波动风险;
- ▶行业竞争激烈程度加大风险。

## 分析师声明

衣桢永  
本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

## 造纸轻工研究团队：

首席分析师：衣桢永

SAC执业证书编号：S0850517100004

Tel:(021)23152218

Email:zyy12003@htsec.com

分析师：赵洋

SAC执业证书编号：S0850517100001

Tel:(021)23154126

Email:zy10340@htsec.com

分析师：曾知

SAC执业证书编号：S0850514050001

Tel:(021)23219810

Email:zz9612@htsec.com



## 投资评级说明

	类别	评级	说明
<b>1. 投资评级的比较和评级标准:</b> 以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准, 报告发布日后 6 个月内的公司股价 (或行业指数) 的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅; <b>2. 市场基准指数的比较标准:</b> A 股市场以海通综指为基准; 香港市场以恒生指数为基准; 美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	股票投资评级	优于大市	预期个股相对基准指数涨幅在 10%以上;
		中性	预期个股相对基准指数涨幅介于-10%与 10%之间;
		弱于大市	预期个股相对基准指数涨幅低于-10%及以下;
		无评级	对于个股未来 6 个月市场表现与基准指数相比无明确观点。
	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平 10%以上;
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与 10%之间;
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平-10%以下。

## 法律声明

本报告仅供海通证券股份有限公司 (以下简称“本公司”) 的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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。在任何情况下, 本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

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、价值及投资收入可能会波动。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。

市场有风险, 投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考, 不构成投资建议, 也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下, 海通证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易, 还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送, 未经海通证券研究所书面授权, 本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品, 或再次分发给任何其他人, 或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容, 务必联络海通证券研究所并获得许可, 并需注明出处为海通证券研究所, 且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可, 海通证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。