

行业周报 (第二十二周)

2019年06月02日

行业评级:

轻工制造 增持 (维持)

**陈羽锋** 执业证书编号: S0570513090004  
研究员 025-83387511  
chenyufeng@htsc.com

**倪娇娇** 执业证书编号: S0570517110005  
研究员 nijiaojiao@htsc.com

**周鑫**  
联系人 zhou.xin@htsc.com

本周观点

2019年5月29日美国商务部宣布对来自中国的床垫做出反倾销调查的肯定性初裁,最终裁定预计将于10月11日宣布。此次梦百合、喜临门反倾销初裁税率分别为38.56%、74.65%,梦百合、喜临门等床垫龙头2018年开始加速海外生产基地布局,有望减轻贸易摩擦、反倾销等外部不确定性对公司经营的影响。2019年以来国企改革政策频出,我们从三类资本运作模式出发对标的进行了梳理,建议关注晨鸣纸业、珠江钢琴等企业。

子行业观点

包装行业景气度延续,受益原材料价格中枢下移,我们预计估值及盈利仍有抬升空间。家居方面,从地产销售到竣工交付的时间推演,2019年将是地产竣工交付大年,结构性看房地产精装修交付比例稳步提升,工程渠道业务有望成为2019年最为受益的地产后周期板块。造纸方面,供需格局走弱,二季度行业淡季纸价及企业盈利仍然承压。

重点公司及动态

包装重点推荐合兴包装、劲嘉股份、裕同科技;家居重点推荐帝欧家居、欧派家居,可逢低吸纳顾家家居、尚品宅配、大亚圣象,建议关注江山欧派。消费轻工重点推荐文创龙头晨光文具以及生活用纸企业中顺洁柔。

风险提示:环保执行不及预期,地产销售低于预期,烟草行业政策风险。

一周涨幅前十公司

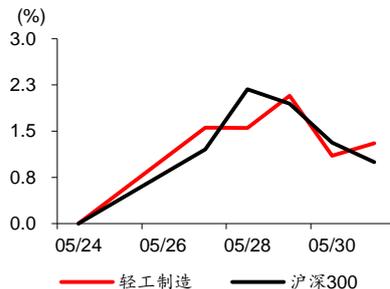
| 公司名称 | 公司代码      | 涨跌幅(%) |
|------|-----------|--------|
| 金时科技 | 002951.SZ | 20.11  |
| 项固集创 | 300749.SZ | 16.44  |
| ST冠福 | 002102.SZ | 13.27  |
| 中源家居 | 603709.SH | 12.02  |
| 仙鹤股份 | 603733.SH | 10.30  |
| 喜临门  | 603008.SH | 8.14   |
| 京华激光 | 603607.SH | 8.13   |
| 华立股份 | 603038.SH | 7.71   |
| 晨光文具 | 603899.SH | 7.51   |
| 美克家居 | 600337.SH | 7.30   |

一周跌幅前十公司

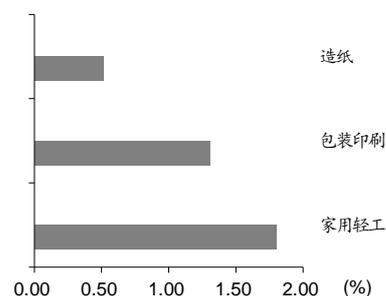
| 公司名称 | 公司代码      | 涨跌幅(%)  |
|------|-----------|---------|
| 新宏泽  | 002836.SZ | (16.14) |
| 聚力文化 | 002247.SZ | (10.75) |
| 海鸥住工 | 002084.SZ | (6.43)  |
| 奥瑞金  | 002701.SZ | (6.35)  |
| 集友股份 | 603429.SH | (5.31)  |
| 劲嘉股份 | 002191.SZ | (4.50)  |
| 帝欧家居 | 002798.SZ | (4.38)  |
| 梦百合  | 603313.SH | (3.56)  |
| 实丰文化 | 002862.SZ | (2.84)  |
| 菲林格尔 | 603226.SH | (2.41)  |

资料来源:华泰证券研究所

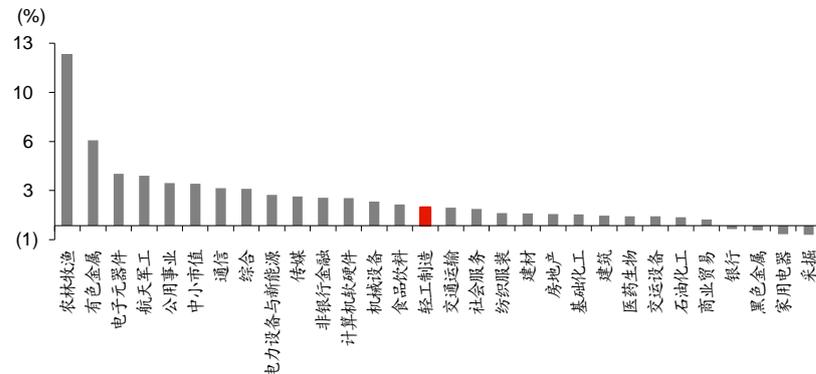
一周内行业走势图



一周行业内各子板块涨跌幅



一周内各行业涨跌幅



本周重点推荐公司

| 公司名称 | 公司代码      | 评级 | 05月31日  |               | EPS (元) |       |       |       | P/E (倍) |       |       |       |
|------|-----------|----|---------|---------------|---------|-------|-------|-------|---------|-------|-------|-------|
|      |           |    | 收盘价 (元) | 目标价区间 (元)     | 2018    | 2019E | 2020E | 2021E | 2018    | 2019E | 2020E | 2021E |
| 帝欧家居 | 002798.SZ | 买入 | 20.98   | 28.16~29.44   | 0.99    | 1.28  | 1.70  | 2.27  | 21.19   | 16.39 | 12.34 | 9.24  |
| 欧派家居 | 603833.SH | 增持 | 114.10  | 118.82~123.39 | 3.74    | 4.57  | 5.36  | 6.18  | 30.51   | 24.97 | 21.29 | 18.46 |
| 中顺洁柔 | 002511.SZ | 增持 | 10.48   | 11.60~12.00   | 0.31    | 0.40  | 0.49  | 0.63  | 33.81   | 26.20 | 21.39 | 16.63 |
| 合兴包装 | 002228.SZ | 买入 | 5.38    | 7.36~7.68     | 0.20    | 0.32  | 0.41  | 0.50  | 26.90   | 16.81 | 13.12 | 10.76 |
| 顾家家居 | 603816.SH | 买入 | 44.39   | 71.04~76.96   | 2.30    | 2.96  | 3.70  | 4.57  | 19.30   | 15.00 | 12.00 | 9.71  |

资料来源:华泰证券研究所

## 本周观点

### 美国对中国床垫征收新反倾销税，梦百合初裁税率最低

2018年9月 Corsicana Mattress Company 等几家美国床垫生产商对中国进口床垫提出反倾销申请，2019年5月29日美国商务部宣布已确定对来自中国的床垫做出反倾销调查的肯定性初裁，后续美国商务部将指示美国海关和边境保护局（CBP）根据裁定的初步反倾销税率要求中国床垫进口商提供现金保证金。根据美国商务部公布的时间计划，此次反倾销将于2019年10月11日左右宣布最终裁定，若做出肯定性终裁，美国国际贸易委员会（ITC）将安排在2019年11月24日左右做出最终伤害确定。

图表1：反倾销调查进程计划

| EVENT                          | AD INVESTIGATIONS  |
|--------------------------------|--------------------|
| Petitions Filed                | September 18, 2018 |
| DOC Initiation Date            | October 9, 2018    |
| ITC Preliminary Determinations | November 8, 2018   |
| DOC Preliminary Determinations | May 28, 2019       |
| DOC Final Determinations       | October 10, 2019   |
| ITC Final Determinations**†    | November 24, 2019  |
| Issuance of Order***†          | December 1, 2019   |

NOTE: Commerce preliminary and final determination deadlines are governed by statute. For AD investigations, the deadlines are set forth in sections 733(b) and 735(a)(1) of the Tariff Act of 1930, as amended. These deadlines may be extended under certain circumstances.

\*\*This will take place only in the event of affirmative final determinations from Commerce.

\*\*\*This will take place only in the event of affirmative final determinations from Commerce and the ITC.

†Where the deadline falls on a weekend/holiday, the appropriate date is the next business day.

资料来源：美国商务部，华泰证券研究所

根据美国商务部信息，接受反倾销强制调查的梦百合（恒康家居）、厦门 Zinus 初步反倾销税率分别为 38.56%、84.64%；喜临门等其他已被裁定有倾销行为的床垫出口商初步反倾销税率为 74.56%；此外，反倾销调查中不配合调查或未经调查的中国床垫出口商初步反倾销税为 1731.75%。

图表2：初步裁决反倾销税率

#### PRELIMINARY DUMPING RATES:

| COUNTRY | EXPORTER/PRODUCER        | DUMPING RATES |
|---------|--------------------------|---------------|
| China   | Healthcare Co., Ltd.     | 38.56%        |
|         | Zinus (Xiame)n Inc.      | 84.64%        |
|         | Separate Rate Companies* | 74.65%        |
|         | China-Wide Entity**      | 1,731.75%     |

\* See attachment.

\*\* These alleged margins were derived from information including average unit values from import statistics and an invoice demonstrating pricing of \$18 per mattress for the sale of Chinese-origin adult-sized mattresses in the United States.

资料来源：美国商务部，华泰证券研究所

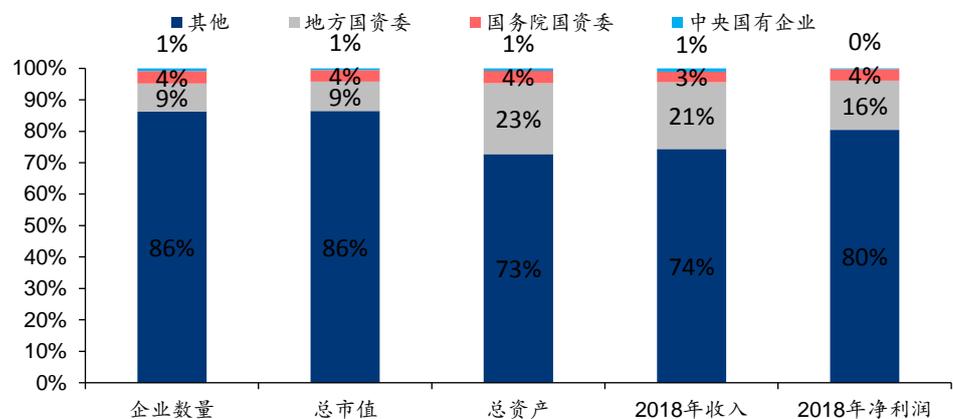
梦百合初裁税率低，全球产能布局减弱反倾销税对利润的影响。2018年梦百合出口北美地区收入达15亿元，占其外销收入的60%、总营收的49%，北美地区为公司重要销售市场。从裁定结果看，梦百合初裁税率最低，相比其他床垫出口企业具备一定优势；同时，公司加快塞尔维亚生产基地（三期）项目、美国生产基地项目建设，据公司公告，上述产能达产后有望覆盖公司对美50%销售额，提升公司海外工厂供货美国比重，降低贸易摩擦、反倾销等外部不确定性对公司营收及利润的影响。

喜临门反倾销初裁税率为 74.56%，接近梦百合初裁税率一倍。2018 年公司外销收入为 10.6 亿元，占营收比重约 25%，2018 年公司已启动泰国生产基地项目，承接国际订单，海外产能投产后有助于减轻反倾销税对公司业绩影响。梦百合、喜临门等企业研发设计、供应能力较强，反倾销初裁税率远低于其他中小出口型企业，长期来看，梦百合、喜临门在外销出口领域的优势有望得到进一步巩固。

### 国企改革再提速，三大维度寻找轻工行业投资机会

A 股轻工制造（申万分类）上市公司 124 家，其中实际控制人为国有企业的上市公司共 16 家（地方国资委控股 11 家，国务院国资委控股 5 家，央企控股 1 家）。分行业看，16 家国企控股企业中造纸企业占到 8 家，其次为家用轻工 6 家，包装板块国企控股企业仅 3 家。从体量上来看，截至 2019 年 5 月 31 日，轻工行业国企控股上市公司市值占行业比重均为 14%，2018 年末总资产占比达 27%；从经营层面看，2018 年末上市国企总收入占行业比重达 26%，利润占比仅为 20%，反映出国企整体运营效率偏低。

图表3：轻工行业企业数量、总市值、总资产及收入、利润按实际控制人属性划分情况



资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表4：轻工行业主要上市国企情况（截至 2019 年 5 月 31 日）

| 证券代码      | 证券简称  | 细分行业 | 实际控制人        | 总市值<br>(亿元) | 总资产     | 2018 年 (亿元) |         |         |
|-----------|-------|------|--------------|-------------|---------|-------------|---------|---------|
|           |       |      |              |             |         | 营业收入        | 归母净利润   | ROE (%) |
| 000026.SZ | 飞亚达 A | 家用轻工 | 国务院国资委       | 32.69       | 36.00   | 34.00       | 1.84    | 7.30%   |
| 000815.SZ | 美利云   | 造纸   | 国务院国资委       | 78.56       | 31.01   | 10.49       | 0.44    | 2.20%   |
| 600135.SH | 乐凯胶片  | 家用轻工 | 国务院国资委       | 29.73       | 23.57   | 18.63       | 0.15    | 0.87%   |
| 600433.SH | 冠豪高新  | 造纸   | 国务院国资委       | 48.82       | 39.71   | 25.50       | 1.09    | 4.23%   |
| 600963.SH | 岳阳林纸  | 造纸   | 国务院国资委       | 72.26       | 148.65  | 70.13       | 3.66    | 4.57%   |
| 000488.SZ | 晨鸣纸业  | 造纸   | 寿光市国资委       | 129.98      | 1053.19 | 288.76      | 25.10   | 9.50%   |
| 000663.SZ | 永安林业  | 家用轻工 | 永安市国资委       | 22.29       | 27.89   | 7.55        | (13.30) | -88.93% |
| 002243.SZ | 通产丽星  | 包装印刷 | 深圳市国资委       | 59.41       | 19.87   | 13.69       | 0.82    | 5.39%   |
| 002678.SZ | 珠江钢琴  | 家用轻工 | 广州市国资委       | 105.81      | 43.76   | 19.75       | 1.76    | 5.43%   |
| 002721.SZ | 金一文化  | 家用轻工 | 北京市海淀区国资委    | 46.58       | 140.15  | 149.44      | (0.55)  | -1.18%  |
| 002799.SZ | 环球印务  | 包装印刷 | 陕西省国资委       | 21.42       | 9.89    | 5.55        | 0.28    | 5.29%   |
| 600103.SH | 青山纸业  | 造纸   | 福建省国资委       | 53.92       | 51.07   | 28.61       | 1.55    | 4.58%   |
| 600235.SH | 民丰特纸  | 造纸   | 嘉兴市国资委       | 20.80       | 21.81   | 15.18       | 0.10    | 0.78%   |
| 600356.SH | 恒丰纸业  | 造纸   | 牡丹江市国资委      | 22.11       | 27.32   | 16.11       | 0.67    | 3.19%   |
| 600612.SH | 老凤祥   | 家用轻工 | 上海市黄浦区国资委    | 178.28      | 154.86  | 437.84      | 12.05   | 20.42%  |
| 600793.SH | 宜宾纸业  | 造纸   | 宜宾市国资委       | 22.21       | 36.46   | 12.93       | 1.74    | 74.90%  |
| 601968.SH | 宝钢包装  | 包装印刷 | 中国宝武钢铁集团有限公司 | 41.33       | 55.93   | 49.77       | 0.42    | 2.07%   |

资料来源：Wind，华泰证券研究所

### 三大维度寻找国企改革投资机会

从中央和地方发布的国企改革指导文件，以及资本市场上现已发生的国改案例来看，我们认为国企改革主要的资本运作模式大致可以分为三类：1) 通过长效激励机制提高运营效率。2) 集团优质资产注入和整体上市；3) 引入战略投资者或外延式并购重组。

#### 维度一：长效激励预期

轻工行业作为国资经营效率偏低的竞争性行业，大部分国企盈利能力低于民营企业。随着国企改革的推进，我们认为一些企业质地较好、盈利和成长性双佳的企业有望通过改革薪酬体系、实施股权激励或者员工持股，建立长效激励机制，增强公司发展动力。建议关注**晨鸣纸业、珠江钢琴**。

**晨鸣纸业**：公司是我国造纸行业龙头企业，实际控制人为寿光市国资委。截至2018年末公司拥有自制木浆产能328万吨，机制纸产能577万吨；2018年公司营收/归母净利润分别达到288.8/25.1亿元，2015~2018年复合增长率分别为12.7%/5.3%。

**珠江钢琴**：珠江钢琴是行业目前钢琴行业中少有的国有控股企业之一，截至2019年一季度末，珠江钢琴控股股东广州市国资委持股比例达74.9%。公司质地优良，2016-2018年收入复合增长率为8.0%，归母净利润复合增长率为6.0%。珠江钢琴曾在2014年计划实施股票期权激励计划，但因国内外宏观经济环境等因素影响、企业业绩增长不及预期，最终于2016年3月终止了该计划。2017年12月公司控股子公司艾莱森完成了增资扩股引入战略投资者及核心骨干持股工作，将为公司未来建立长效薪酬机制形成良好借鉴作用。

#### 维度二：资产注入预期

无论是中央，还是地方，国企改革的一大目标都是提高资产证券化水平，这给拥有大量优质未上市资产的国企带来发展契机，资本市场或将迎来集团优质资产注入上市平台和集团借助旗下上市平台实现整体上市的热潮。集团优质资产注入和整体上市，一方面能够强化上市平台竞争实力，充分发挥上市平台的融资价值，另一方面也能够有效提升国企的资产证券化率，提高国资利用效率。

按照市场已发生的资产注入和整体上市的案例来看，拥有以下特征的集团和上市公司更容易采用该模式：1) 大集团+小平台：集团拥有众多未上市优质资产，上市公司相较而言业绩比较薄弱、市值小；2) 控股集团或者国资委旗下唯一上市平台；3) 同业竞争：集团或者国资委旗下有同类资产；4) 上市平台经营业绩差，存在退市风险；5) 其他，譬如集团对外注资承诺等。根据上述标准，我们建议关注**民丰特纸和乐凯胶片**。

**民丰特纸**：公司主要从事特种纸生产，截至2019年一季度末，公司第一大股东嘉兴民丰集团有限公司持股比例达34.87%，民丰集团第一大股东为嘉兴市实业资产投资集团有限公司（嘉兴市国资委100%控股）。民丰集团大股东嘉兴集团以金融投资为主业，工业和服务业为辅业，旗下资产优质，存在资产整合空间。

**乐凯胶片**：截至2019年一季度末，乐凯胶片第一大股东乐凯集团持股比例达到34.11%。乐凯集团是航天科技集团（国务院国资委全资子公司）的全资子公司，近年来主要发展印刷影像材料、高性能膜薄膜材料和图像信息材料三大主业，是我国影像信息记录产业中规模大、技术力量强、产品品种多、市场覆盖面广、跨地区的现代化企业，是我国特种（军工）感光材料研制、开发和生产制造基地。乐凯集团旗下拥有乐凯胶片、乐凯新材、乐凯华光和乐凯医疗等优质资产。

#### 维度三：引进战略投资或外延式并购预期

一般来说，拥有以下特征的企业更容易引入战略投资者和并购：1) 多元化发展：上市公司多元化发展趋势明确，有意拓展新业务和新产业；2) 绝对控股：控股股东持股比例偏高，存在较大的“让股”空间；3) 行业龙头：行业集中度偏度，行业龙头通过并购重组整合市场资源，壮大自身。根据上述标准，我们建议关注**青山纸业和珠江钢琴**。

**青山纸业：**公司是集制浆、造纸、发电供热、碱回收、医药、光电子、原料林基地开发于一体的国有大型上市企业，2016年公司通过非公开发行股票引入战略投资者，推动产业升级和技术改造。此次非公开发行主要面向福建省轻纺(控股)有限责任公司、福建省能源集团有限责任公司、中信建投基金管理有限公司、方怀月、沈利红、崔中兴和刘首轼，发行募集资金总额21亿元。非公开发行募集资金到位后，公司营运资金更加充足，整体资金实力得到提升，为公司后续发展提供有效的保障。

**珠江钢琴：**截至2019年一季度末，珠江钢琴控股股东广州市国资委持股比例达74.9%，存在较大“让股”空间。同时，公司业务发展逐步多元化，目前已由钢琴主业延伸至音乐艺术培训等教育文化产业。

## 两大案例看轻工行业国企改革

### 岳阳林纸：被纳入国改“双百”企业，混改有望加速

**大型文化纸企业，背靠中国纸业、诚通集团。**岳阳林纸是国内大型文化纸企业，成立于2000年9月，公司于2004年5月在上交所上市，2011年中国纸业购入泰格林纸55.92%股份，间接控股岳阳林纸。中国纸业是集营林、制浆、造纸等业务于一体的全产业链国有大型造纸企业，旗下目前控股粤华包B(200986.SZ)、冠豪高新(600433.SH)、岳阳林纸(600963.SH)、美利云(000815.SZ)四家上市公司，在国内拥有十多个生产基地和遍布全国的市场销售网络。中国纸业母公司中国诚通集团有限公司是国务院国资委首批中央企业建设规范董事会企业、服务中央企业布局结构调整和战略重组的重要资产经营平台，2009年被国务院国资委确定为唯一一家以“林浆纸生产、开发及利用”为主业的中央企业。

图表5：岳阳林纸前五大股东持股情况（截至2019年一季度末）

| 股东名称            | 股东性质    | 期末持股数量（百万股） | 持股比例   |
|-----------------|---------|-------------|--------|
| 泰格林纸集团股份有限公司    | 国有法人    | 389.56      | 27.87% |
| 中国纸业投资有限公司      | 国有法人    | 200.00      | 14.31% |
| 刘建国             | 境内自然人   | 90.00       | 6.44%  |
| 山东省国有资产投资控股有限公司 | 国有法人    | 25.00       | 1.79%  |
| 湖北新海天投资有限公司     | 境内非国有法人 | 25.00       | 1.79%  |
| 合计              | -       | 729.56      | 52.20% |

资料来源：公司公告，华泰证券研究所

**与泰格林纸进行资产置换，定增用于外延并购、成功转型双主业发展模式。**在2016年以前，岳阳林纸净利率、ROE等盈利表现明显逊色于同属中诚集团旗下的造纸上市企业冠豪高新。公司于2015年底进行资产置换，置出亏损最大的骏泰浆纸（2015年亏损2.8亿元），置入岳阳安泰、岳阳恒泰及宏泰建筑三家公司。此外，公司于2017年通过非公开发行股票募集资金22.9亿元，其中9.34亿元用于收购凯胜园林100%股权，成功转型“造纸+生态园林”双主业发展模式。

图表6：岳阳林纸资产置换公司经营情况

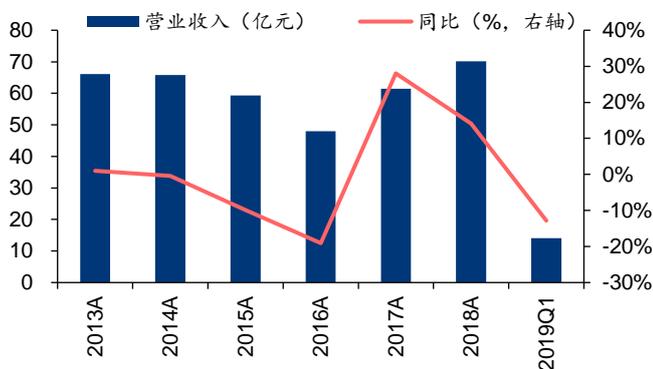
| 子公司  | 营业收入（百万元） |       |       |       |       | 归母净利润（百万元） |       |       |       |       |
|------|-----------|-------|-------|-------|-------|------------|-------|-------|-------|-------|
|      | 2014A     | 2015A | 2016A | 2017A | 2018A | 2014A      | 2015A | 2016A | 2017A | 2018A |
| 骏泰浆纸 | 1792      | 878   |       |       |       | -272       | -279  |       |       |       |
| 岳阳安泰 |           | 113   | 127   |       |       |            | 4.3   | 5.6   |       |       |
| 岳阳恒泰 |           | 83    | 34    | 57    |       |            | 11    | 0.3   | 0.7   |       |
| 宏泰建筑 |           | 97    | 94    | 91    | 127   |            | 2.3   | 1.3   | 1.9   | 2.8   |

资料来源：Wind，华泰证券研究所

**员工持股激发经营内生活力。公司积极推进并深化混合所有制改革，建立员工持股的长效机制，2017年借助非公开发行股票推行骨干员工持股计划，员工持股计划1期定向资产管理计划认购非公开发行A股562万股。参加此次员工持股计划的人员涵盖公司董事（不含独立董事）、监事和高级管理人员共12人，其他核心业务骨干211人。员工持股计划的实施有助于建立和完善公司与员工的利益共享机制，优化和丰富公司股东结构，提升公司治理水平。**

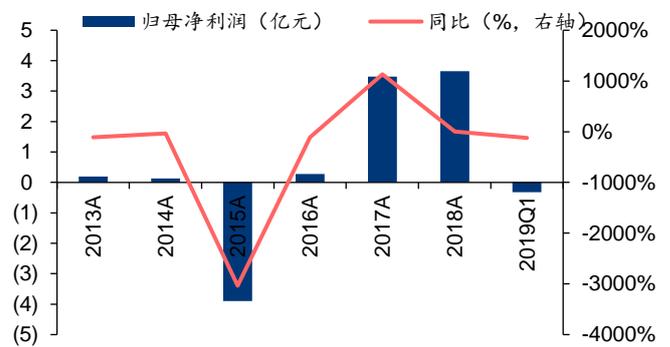
**2018年被纳入国改“双百”企业，混改有望进一步加速。2016年以来公司经营显著改善，2017/2018年营收增速达到28%/14%，归母净利润增速由负转正。据公司公告，公司被国务院国资委纳入“双百企业”名单，将在2018-2020年实施国企改革“双百行动”。我们认为“双百行动”的实施有望成为公司进一步深化体制机制改革的契机，有利于企业进一步完善了法人治理结构、提高运营效率。**

图表7：岳阳林纸 2013年以来营收及同比情况



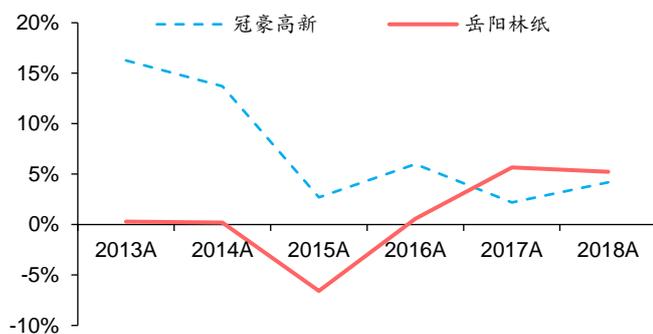
资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表8：岳阳林纸 2013年以来归母净利润及同比情况



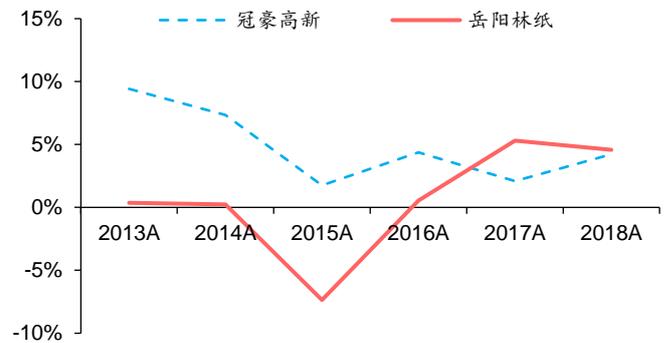
资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表9：岳阳林纸、冠豪高新销售净利率对比



资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表10：岳阳林纸、冠豪高新 ROE 对比

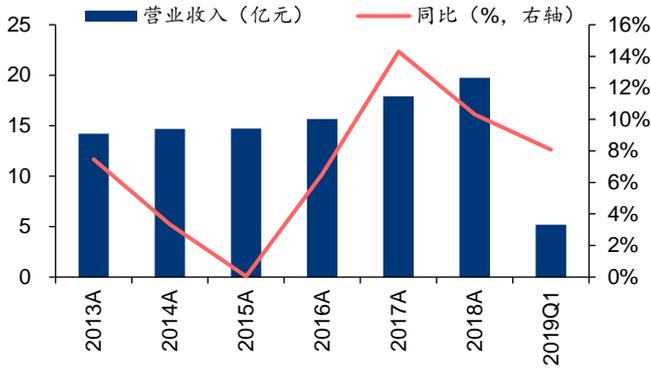


资料来源：Wind，华泰证券研究所

**珠江钢琴：资产质地优良，依托国资平台实现多元化发展**

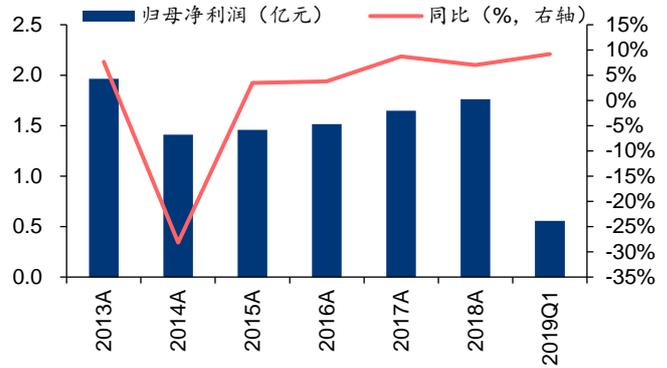
公司质地优良，控股股东为广州市国资委。珠江钢琴成立于1956年，是一家集钢琴、数码娱乐、音乐教育、文化传媒协同发展的综合乐器文化企业。公司质地优良，2018年营收同比增长10%至。珠江钢琴是行业目前钢琴行业中少有的国有控股企业之一，截至2019年一季度末，珠江钢琴控股股东广州市国资委持股比例达74.9%，在国企改革推进下，公司或有望通过与优秀民营企业、国际领先的外资企业合作，实现强强联合。

图表11：珠江钢琴2013年以来营收及同比情况



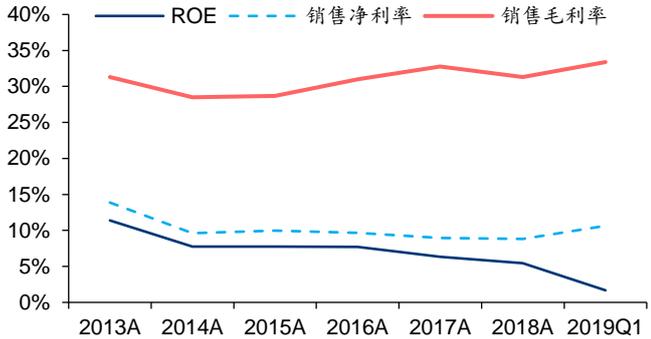
资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表12：珠江钢琴2013年以来归母净利润及同比情况



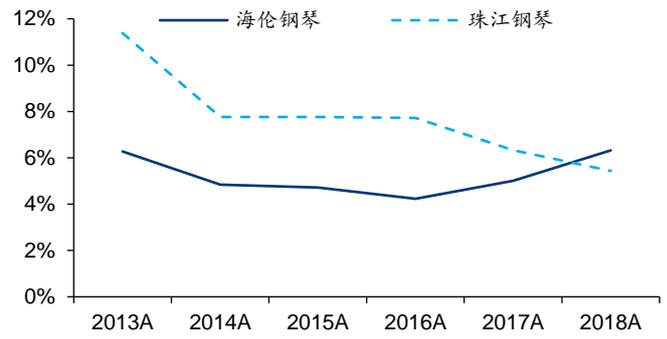
资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表13：珠江钢琴2013年以来主要盈利能力指标



资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表14：珠江钢琴 vs 海伦钢琴 ROE 对比情况



资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表15：珠江钢琴前五大股东持股情况（截至2019年一季度末）

| 股东名称                  | 股东性质    | 期末持股数量 (百万股) | 持股比例  |
|-----------------------|---------|--------------|-------|
| 广州市人民政府国有资产监督管理委员会    | 国有法人    | 1017.24      | 74.9% |
| 广州新华城市发展产业投资企业 (有限合伙) | 境内非国有法人 | 63.41        | 4.7%  |
| 广州国寿城市发展产业投资企业 (有限合伙) | 境内非国有法人 | 52.11        | 3.8%  |
| 中央汇金资产管理有限责任公司        | 国有法人    | 12.33        | 0.9%  |
| 张理楚                   | 境内自然人   | 6.31         | 0.5%  |
| 合计                    | -       | 1151.41      | 84.8% |

资料来源：公司公告，华泰证券研究所

**依托国资委平台，促进全面发展。**2014年9月，公司与广州多屏文化产业投资有限公司共同发起设立珠广传媒，以影视制作发行为切入点，向媒体运营、音乐体育赛事运营、艺人经纪和衍生品业务延伸，打造影视传媒产业链闭环，探索重组广州市旗下其他文化类优质经营资产。2014年12月，全资子公司文化教育投资公司使用自有资金出资1560万元与广证创投共同投资成立并购基金管理公司，并与广证创投、并购基金管理公司共同发起设立文化教育产业并购基金，专注于投资文化艺术教育产业链的艺术教育培训机构、互联网教育机构及其他文化教育机构等，推动公司文化艺术教育板块发展。公司依托广州国资委，以钢琴业务为支点，逐步拓展教育培训、音乐文化、类金融服务等相关业务，将公司打造成为综合音乐文化企业，促进企业效益持续提升。

**控股子公司艾莱森完成增资扩股，引入战投及实施员工持股。**艾莱森作为公司控股子公司主要开展数码钢琴业务，2017年末艾莱森完成增资扩股，其投资方包括：1) 原始股东刘春清 50 万股；2) 管理层及核心员工持股平台广州艾莱森一号及二号 355 万股；3) 战略投资者，包括桐乡市牧野辉煌艺术策划（20 万股、48 万元）、广东辛笛音乐教育咨询（10 万股、24 万元）等 36 家。此次增资扩股引入优质战略投资者，有助于挖掘艾莱森在数码钢琴业务板块的优势，提升控股子公司业绩表现。

**图表16：珠江钢琴国企改革相关事件**

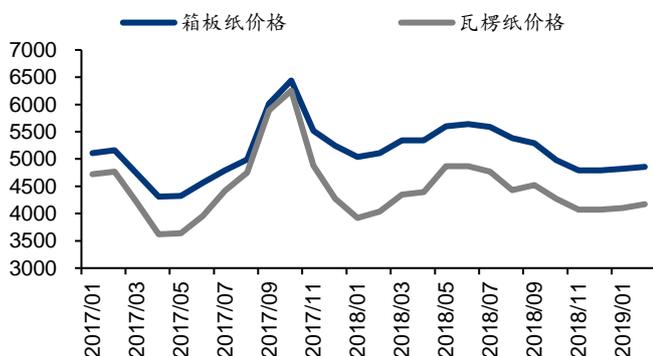
| 时间       | 事件  |
|----------|---|
| 2014年6月  | 计划实施股票期权激励计划，但因国内外宏观经济环境等因素影响、企业业绩增长不及预期，最终于2016年3月终止了该计划。  |
| 2017年6月  | 集团公司控股子公司广州珠江艾莱森数码乐器股份有限公司被列入第一批混合所有制员工持股试点企业。《通知》要求员工持股试点企业严格按照有关法律法规和既定方案，规范推进员工持股试点各项工作，切实维护各方合伙权益，确保试点工作取得成效。   |
| 2017年9月  | 为加快实施发展战略，提高公司法人治理水平，增强公司长期可持续发展能力，控股子公司艾莱森拟申请在全国中小企业股份转让系统挂牌。  |
| 2018年4月  | 控股子公司艾莱森登陆全国中小企业股份转让系统。   |
| 2018年12月 | 公司与广州国资发展控股有限公司签署了《广州珠江钢琴集团股份有限公司与广州国资发展控股有限公司之战略合作协议》，合作双方本着诚实守信、平等自愿的原则，利用各方资源优势，通过在人才、技术、供应链、销售渠道等多个方面进行产业协同，共同推动乐器销售、文化教育等产业的发展，共创规模经济效益，促进双方进一步做强做优做大。 |

资料来源：公司公告，华泰证券研究所

### 包装：纸价中枢下行，行业景气有望延续

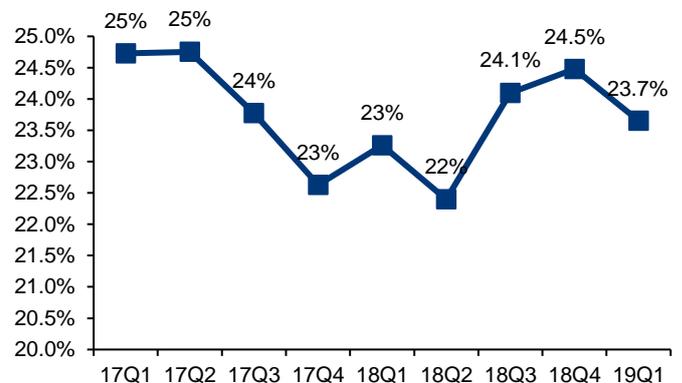
供给侧改革及环保趋严倒逼中小产能退出，订单逐步向头部企业集中，为龙头企业业务量提供支撑。盈利方面，2018年下半年包装纸价格出现回调，据 Wind 数据，2019Q1 箱板纸/瓦楞纸季度均价同比变动-7%/+1%，环比 18Q4 下滑约 1%/1%。受益于原材料价格下降，包装板块整体毛利率自 2018Q3 开始触底回升，2018Q3/Q4 包装板块单季度毛利率逐季提升，分别为 24.1%/24.5%，2018 年毛利率同比下滑 0.7pct 至 25.83%，2019Q1 毛利率略降，但仍维持在 23.7% 相对高位。展望后续，我们认为随着包装纸产能集中释放，预计 2019 年箱板瓦楞纸价格中枢有望下移，包装企业成本端压力将有所减轻，盈利能力有望修复，根据敏感性分析，原材料成本占比较高的合兴包装盈利弹性更为显著。重点推荐纸包装龙头合兴包装、彩盒包装龙头裕同科技。

**图表17：2018年下半年以来包装纸价格中枢下行**



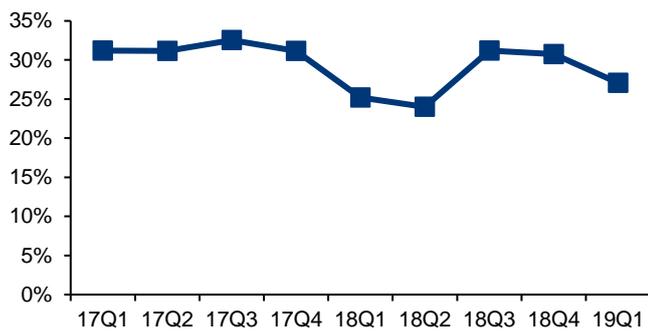
资料来源：Wind，华泰证券研究所

**图表18：包装板块2017年以来单季度毛利率走势图**



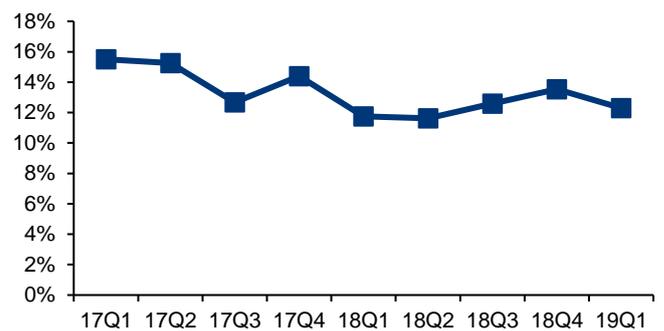
资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表19: 裕同科技 2017年以来单季度毛利率走势图



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表20: 合兴包装 2017年以来单季度毛利率走势图



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

**合兴包装:** 2018年公司实现营业收入121.66亿元,同比增长39.08%;实现归母净利润2.33亿元,同比增长64.49%;2019Q1实现营收28.76亿元,同比增长8.24%;实现归母净利润0.68亿元,同比增长17.47%。2018年上半年公司完成对合众创亚(亚洲)100%股份收购,收购后公司在长三角、西部地区、京津冀地区供应能力得到增强,辽沈、呼和浩特等区域产能空白得到弥补;此外,合众创亚合并有助于丰富公司客户结构,提升公司在包装领域的综合实力。公司供应链云平台经过2年的运营已逐渐成熟,截至2018年末公司供应链运营业务合作客户数量达到1300余家,交易额超28亿元,后续随着公司进一步深化与包装上下游产业链合作,供应链服务业务有望维持较高增速。公司在主业稳健增长、PSCP平台逐步放量下,营收有望稳步增长、营运效率有望提升。

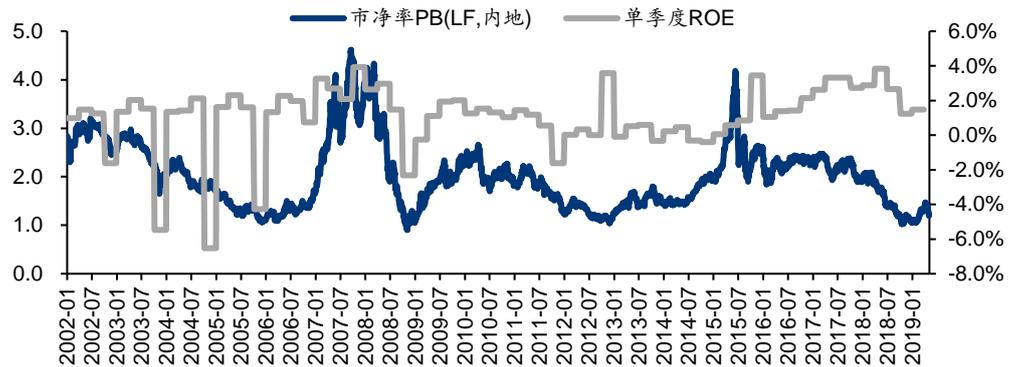
**裕同科技:** 2018年公司实现营收85.78亿元,同比增长23.5%;实现归母净利润9.46亿元,同比增长1.5%;2019Q1实现营收17.85亿元,同比增长10.54%,实现归母净利润1.54亿元,同比增长10.69%,实现扣非后归母净利润1.04亿元,同比增长31.51%。受益于2018年以来原材料价格下行,毛利率持续修复,2019Q1毛利率27.09%,同比提升1.9pct。公司不断开发新市场、新客户,持续加强业务多元化布局,消费电子方面,深入拓展小米、哈曼、谷歌、亚马逊、戴森等优质大客户,同时积极拓展智能家居包装业务;酒包方面,拥有茅台、五粮液、泸州老窖等一批龙头白酒客户;烟标方面,收购武汉艾特,进一步增强在烟标领域供应实力,切入高端精品烟盒市场;此外,公司还积极布局化妆品包装、环保包装等领域,有望贡献收入增量。公司作为彩盒包装龙头,随着新客户持续放量、新市场拓展顺利,长期成长值得期待。

**劲嘉股份:** 2018年实现营收33.74亿元,同比增长14.56%;实现归母净利润7.25亿元,同比增长26.27%;2019Q1实现营收10.10亿元,同比增长24.08%;实现归母净利润2.59亿元,同比增长21.81%。随着2019年卷烟产销逐步回暖,烟标主业有望维持稳步增长;彩盒方面,拓展多款新型烟草精品彩盒包装、引入“劲酒”、“五粮液”等酒包新客户,18年彩盒营收同比增长67.1%至4.5亿元,占营收比重同比提升4.1pct至13.2%。此外,公司积极布局新型烟草产业,目前已与云南、上海、河南等中烟公司开展合作,并形成了一定专利技术积累,截至2018年10月公司已获得低温不燃烧领域有效专利总数40项;合资子公司因味科技计划于2019年推出蒸汽电子烟及加热不燃烧烟具,未来将在符合法律法规前提下强化国内外市场开发,培育公司利润新增长点。

### 造纸: 关注盈利持续改善的生活用纸企业中顺洁柔

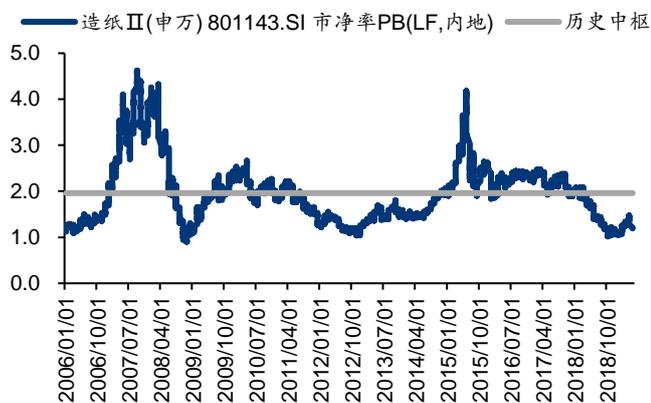
**二季度淡季盈利存压,盈利中枢下移压制板块估值。**2018年下半年造纸行业景气下行,板块盈利有所回落,2018年/2019Q1(年化)造纸板块ROE分别为10.5%/5.9%,但仍处于历史较好水平,2018年ROE高于2002年以来75%分位,2019Q1ROE(年化)略低于50%分位。短期看,尽管19Q1的ROE接近行业历史中枢水平,但二季度为造纸行业淡季、纸价与盈利短期仍然承压;中期看,年内包装纸新增产能较多,山鹰纸业、玖龙纸业等纸业下半年均有新增产能计划投产,若产能如期释放,行业供需格局仍将承压,预计全年板块盈利中枢下移,进而压制板块估值。配置角度建议关注资产负债表强劲的龙头纸业太阳纸业、山鹰纸业。

图表21: 2002年以来造纸板块 PB (lf) -ROE 走势图



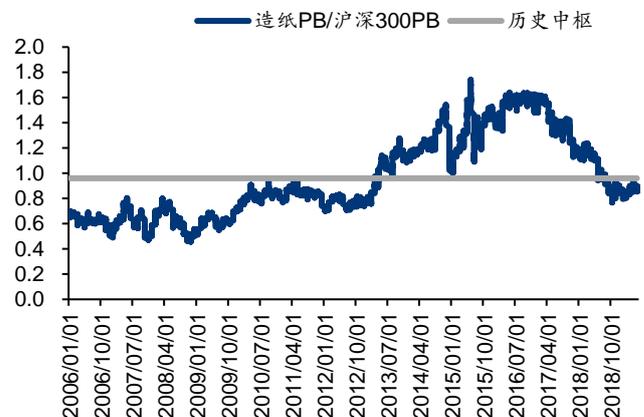
资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表22: 造纸板块 PB (lf) 及历史中枢



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表23: 造纸板块 PB (lf) / 沪深 300 PB (lf) 比值及历史中枢



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

生活用纸方面, 建议关注产品结构不断优化、渠道建设持续发力的生活用纸企业中顺洁柔。中顺洁柔 19Q1 实现营收 15.41 亿元, 同比增长 25.8%, 增长一方面来自公司电商与商销渠道的高速增长, 另一方面受益于产品结构升级带来的产品均价提升; 实现归母净利润 1.23 亿元, 同比增长 25.2%, 扣非后归母净利润 1.22 亿元, 同比增长 33.1%。盈利方面, 2019Q1 毛利率 34.0%, 相比 18Q4 提升 3pct; 净利率 8.0%, 较 18Q4 提升 2.1pct, 盈利季度环比改善。生活用纸下游需求平稳, 主要原材料的木浆价格自 2018 年下半年开始有所松动, 我们预计随着前期高价纸浆库存消化, 盈利弹性有望在 2019Q1 之后逐渐显现。此外, 公司公布 2018 年股票期权及限制性股票激励计划, 拟向 4772 名中层管理人员和核心技术人员授予 4481.6 万份股票期权和限制性股票, 有助于激发员工积极性。业绩考核以 2017 年为基数, 2019~2021 年营收分别不低于 65.7/77.5/90.0 亿元。

**行业数据跟踪**

**地产周度数据观察：**2019年5月19日至5月26日，全国30大中城市当周商品房成交面积为358.89万平方米，环比下跌12%。

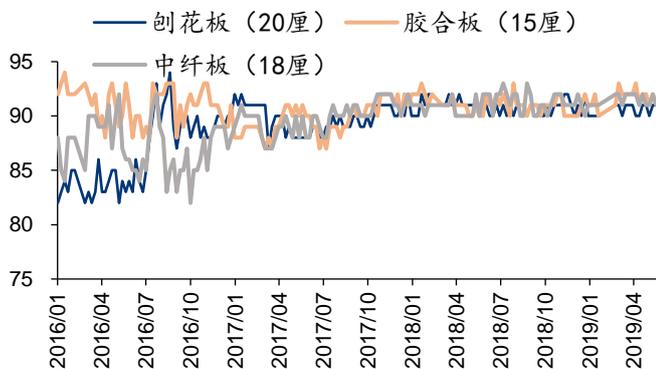
**图表24： 30大中城市商品房周度成交面积（单位：万平方米）**



资料来源：Wind，华泰证券研究所

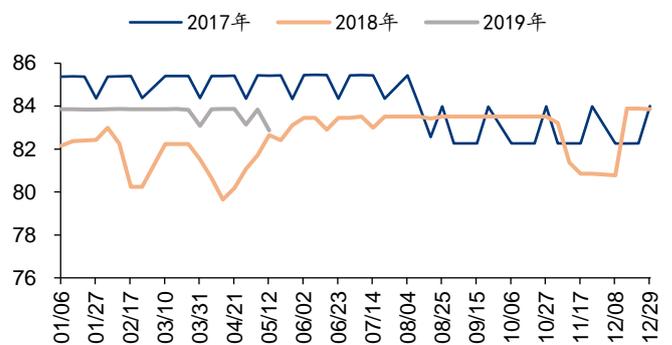
家居原材料价格方面，各类板材价格维持稳定，上周刨花板（20厘）、胶合板（15厘）、中纤板（18厘）价格分别为92、92、92元/张，环比均变动1.1%。皮革方面，上周海宁皮革原材料价格指数为82.87，环比下跌1.2%。海绵主要原材料TDI现货、MDI（PM200）现货上周均价为12900元/吨，14300元/吨，环比分别变动-11%/-8%。

**图表25： 板材价格跟踪（单位：元/张）**



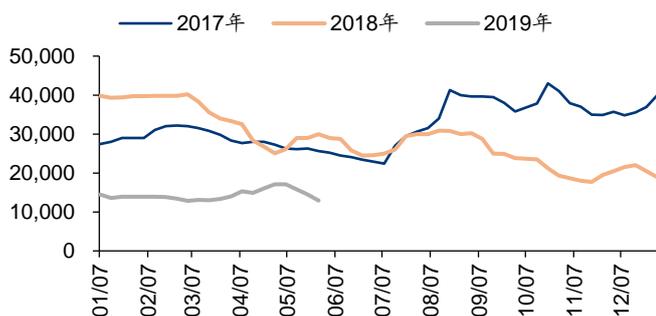
资料来源：Wind，华泰证券研究所

**图表26： 海宁皮革原材料价格指数**



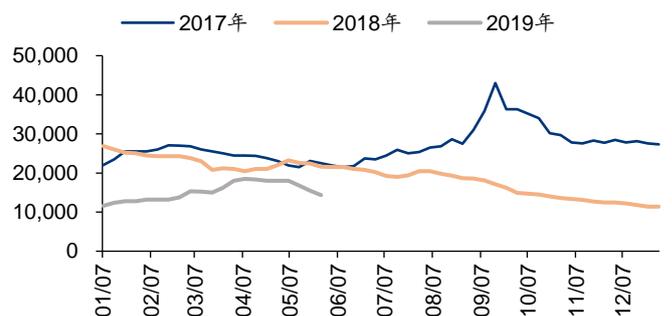
资料来源：Wind，华泰证券研究所

**图表27： TDI 价格跟踪（单位：元/吨）**



资料来源：Wind，华泰证券研究所

**图表28： MDI 价格跟踪（单位：元/吨）**

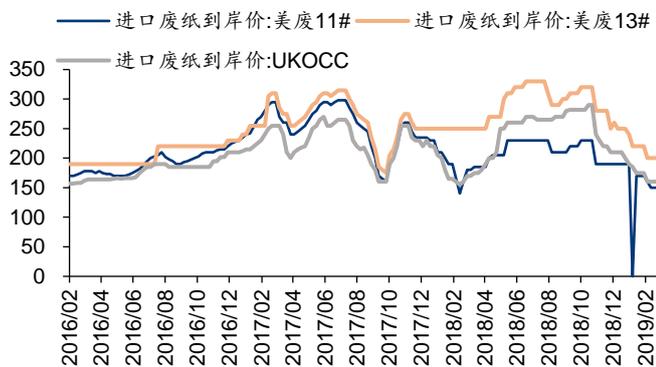


资料来源：Wind，华泰证券研究所

**造纸原材料价格：**据卓创资讯，包装纸产能密集投产，供需格局向下，上周龙头纸企大幅下调包装纸出厂价后，东莞金州等纸企纷纷选择停机保价，龙头纸企下调废纸采购价格，上周国废黄板纸价格跳水，周均价为 2054 元/吨，环比下跌 5.39%，同比下跌 33.25%。受进口木浆外盘价格降低及下游需求疲软影响，上周进口针叶浆均价 5050 元/吨，环比下降 1.62%，同比下降 22.97%；进口阔叶浆周均价 4796 元/吨，环比下降 0.48%，同比下降 16.26%。

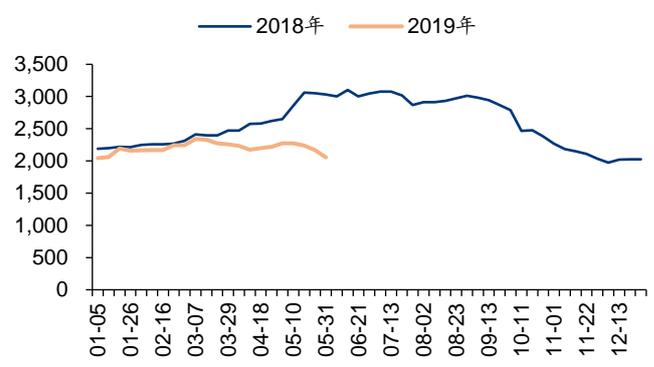
**成品纸价格：**据卓创资讯，供需格局向下，市场看空氛围加剧，上周瓦楞纸均价 3430 元/吨，环比下滑 1.89%，同比下滑 32.61%；箱板纸全国均价 4103 元/吨，环比下滑 2.54%，同比下滑 27.39%。文化纸方面，市场行情平稳，纸厂价格维稳，下游经销商采购以维持刚需为主，铜版纸上周均价为 5750 元/吨，环比持平，较去年同期下降 17.02%；双胶纸均价为 6117 元/吨，环比持平，较去年同期下降 16.56%。

图表29： 进口废纸价格走势（美元/吨）



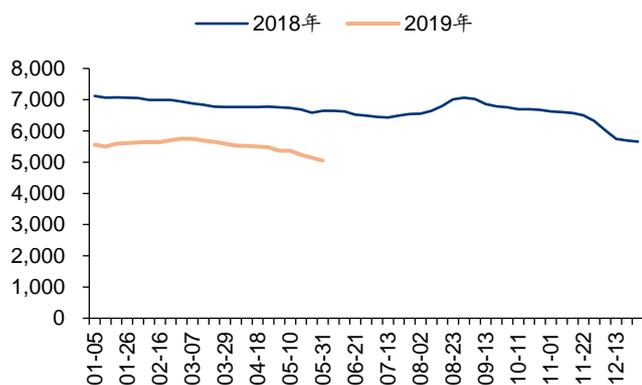
资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表30： 国内废纸到厂价（不含税）（元/吨）



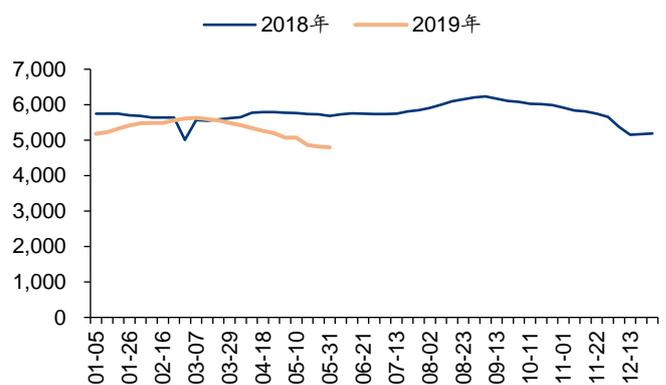
资料来源：卓创资讯，华泰证券研究所

图表31： 针叶浆价格走势（元/吨）



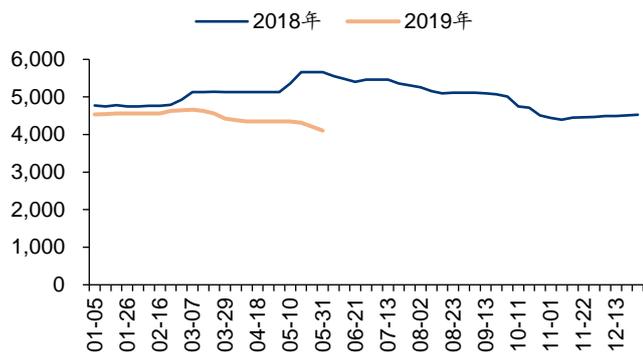
资料来源：卓创资讯，华泰证券研究所

图表32： 阔叶浆价格走势（元/吨）



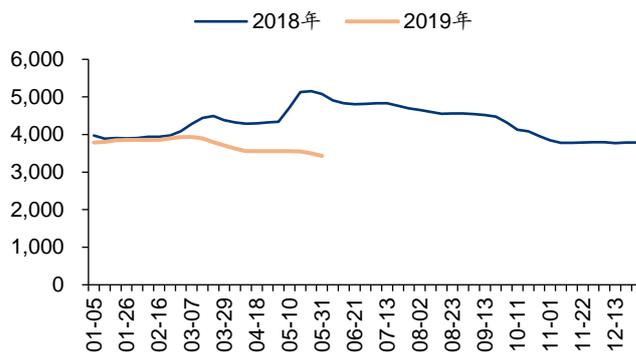
资料来源：卓创资讯，华泰证券研究所

图表33: 箱板纸价格走势 (元/吨)



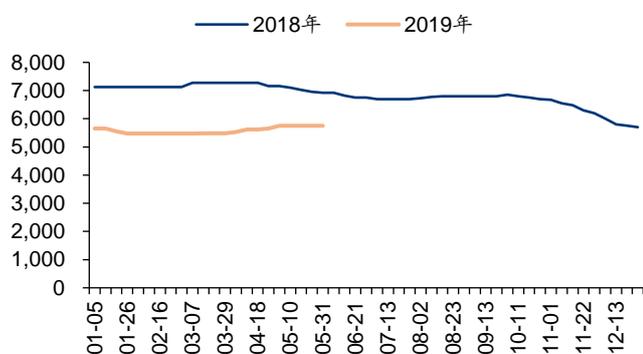
资料来源: 卓创资讯, 华泰证券研究所

图表34: 瓦楞纸价格走势 (元/吨)



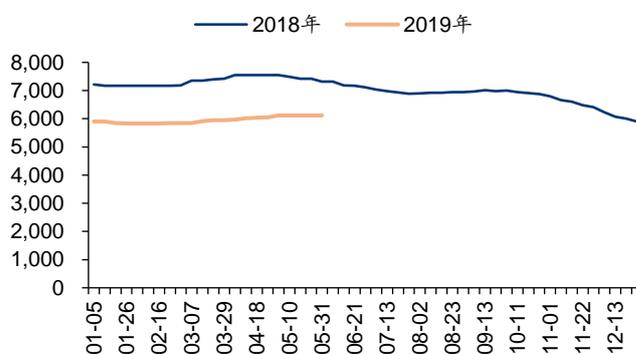
资料来源: 卓创资讯, 华泰证券研究所

图表35: 铜版纸价格走势 (元/吨)



资料来源: 卓创资讯, 华泰证券研究所

图表36: 双胶纸价格走势 (元/吨)



资料来源: 卓创资讯, 华泰证券研究所

## 重点公司概况

图表37：重点公司一览表

| 公司名称 | 公司代码      | 评级 | 05月31日<br>收盘价(元) | 目标价区间<br>(元)  | EPS(元) |       |       |       | P/E(倍) |       |       |       |
|------|-----------|----|------------------|---------------|--------|-------|-------|-------|--------|-------|-------|-------|
|      |           |    |                  |               | 2018   | 2019E | 2020E | 2021E | 2018   | 2019E | 2020E | 2021E |
| 帝欧家居 | 002798.SZ | 买入 | 20.98            | 28.16~29.44   | 0.99   | 1.28  | 1.70  | 2.27  | 21.19  | 16.39 | 12.34 | 9.24  |
| 欧派家居 | 603833.SH | 增持 | 114.10           | 118.82~123.39 | 3.74   | 4.57  | 5.36  | 6.18  | 30.51  | 24.97 | 21.29 | 18.46 |
| 合兴包装 | 002228.SZ | 买入 | 5.38             | 7.36~7.68     | 0.20   | 0.32  | 0.41  | 0.50  | 26.90  | 16.81 | 13.12 | 10.76 |
| 中顺洁柔 | 002511.SZ | 增持 | 10.48            | 11.60~12.00   | 0.31   | 0.40  | 0.49  | 0.63  | 33.81  | 26.20 | 21.39 | 16.63 |
| 劲嘉股份 | 002191.SZ | 增持 | 11.66            | 16.20~16.80   | 0.50   | 0.60  | 0.72  | 0.85  | 23.32  | 19.43 | 16.19 | 13.72 |
| 尚品宅配 | 300616.SZ | 增持 | 79.80            | \-\           | 2.40   | 3.00  | 3.56  | 4.22  | 33.25  | 26.60 | 22.42 | 18.91 |

资料来源：华泰证券研究所

图表38：重点公司最新观点

| 公司名称                | 最新观点   |
|---------------------|--|
| 帝欧家居<br>(002798.SZ) | <p><b>2019Q1 归母净利润同比增长 48.8%，业绩略超预期</b></p> <p>帝欧家居发布 2019 年一季报，公司 2019Q1 实现营收 10.41 亿元，同比增长 37.6%；实现归母净利润 0.66 亿元，同比增长 48.8%，增速靠近业绩预告 30%~50%增速上限，略超我们此前预期。受益于精装房交付比例稳步提升，公司工装业务快速发展，我们预计公司 2019-2021 年 EPS 分别为 1.28、1.70、2.27 元，维持“买入”评级。</p> <p><a href="#">点击下载全文：帝欧家居(002798,买入)：工装优势显著，Q1 净利润同比增长 48.8%</a></p>    |
| 欧派家居<br>(603833.SH) | <p><b>2019 年一季度归母净利润同比增长 25.14%</b></p> <p>欧派家居发布 2019 年一季报，2019Q1 公司实现营收 22.03 亿元，同比增长 15.57%；实现归母净利 0.92 亿元，同比增长 25.14%，超出我们此前预期；扣非归母净利润同比增长 20.96%至 0.76 亿元。欧派家居多元化渠道+多品类布局成效逐步显现，定制龙头优势显著，我们预计公司 2019-2021 年 EPS 分别为 4.57、5.36、6.18 元，维持“增持”评级。</p> <p><a href="#">点击下载全文：欧派家居(603833,增持)：渠道+品类布局显成效，业绩超预期</a></p>   |
| 合兴包装<br>(002228.SZ) | <p><b>归母净利润同比增长 17.47%，业绩略超预期</b></p> <p>合兴包装发布 2019 年一季报，公司 2019Q1 实现营收 28.76 亿元，同比增长 8.24%；实现归母净利润 0.68 亿元，同比增长 17.47%，略超我们此前预期；扣非后归母净利润为 0.63 亿元，同比增长 12.68%。公司在主业稳健增长、PSCP 平台逐步放量下，营收有望稳步增长，我们预计公司 2019-2021 年 EPS 分别为 0.32、0.41、0.50 元，维持“买入”评级。</p> <p><a href="#">点击下载全文：合兴包装(002228,买入)：营收稳健增长，业绩略超预期</a></p>    |
| 中顺洁柔<br>(002511.SZ) | <p><b>2019Q1 归母净利润同比增长 25.2%</b></p> <p>2019 年一季度中顺洁柔实现营收 15.41 亿元，同比增长 25.8%；实现归母净利 1.23 亿元，同比增长 25.2%，扣非后归母净利 1.22 亿元，同比增长 33.1%，符合我们此前预期。公司下游需求平稳，随着前期高价纸浆库存消化，公司盈利弹性有望在 2019Q2 开始进一步显现。我们预计公司 2019-2021 年 EPS 分别为 0.40、0.49、0.63 元，维持“增持”评级。</p> <p><a href="#">点击下载全文：中顺洁柔(002511,增持)：盈利持续改善，业绩符合预期</a></p>         |
| 劲嘉股份<br>(002191.SZ) | <p><b>归母净利润同比增长 21.81%，业绩符合预期</b></p> <p>劲嘉股份 2019 Q1 实现营收 10.10 亿元，同比增长 24.08%；实现归母净利润 2.59 亿元，同比增长 21.81%，符合我们此前预期；扣非后归母净利润为 2.54 亿元，同比增长 21.30%。此外，公司预告 2019H1 归母净利润同比增长 20%-30%至 4.5~4.9 亿元。我们预计公司 2019-2021 年 EPS 分别为 0.60、0.72、0.85 元，维持“增持”评级。</p> <p><a href="#">点击下载全文：劲嘉股份(002191,增持)：彩盒高增长，积极培育新型烟草业务</a></p> |
| 尚品宅配<br>(300616.SZ) | <p><b>2019Q1 归母净利润同比减亏 31.6%</b></p> <p>2019 年一季度尚品宅配实现营收 12.74 亿元，同比增长 15.7%；实现归母净利亏损 2257 万元，同比减亏 31.6%，扣非后归母净利亏损 3673 万元，同比减亏 42.0%，符合我们此前预期。我们预计公司 2019-2021 年 EPS 分别为 3.00、3.56、4.22 元，维持“增持”评级。</p> <p><a href="#">点击下载全文：尚品宅配(300616,增持)：费用率同比下行，整装业务表现亮眼</a></p>   |

资料来源：华泰证券研究所

## 行业动态

图表39：行业新闻概览

| 新闻日期        | 来源         | 新闻标题及链接地址   |
|-------------|------------|---|
| 2019年05月31日 | 中国纸网       | 市场信心不足 降价、停机重击纸包装业 ( <a href="#">点击查看原文</a> )                       |
| 2019年05月30日 | 中国纸网       | 618 难救大势 内外需求不振重挫包装纸市场 ( <a href="#">点击查看原文</a> )                   |
| 2019年05月30日 | 华印纸箱       | 【支招】有小洞也不影响，印刷版如此可最大限度利用！ ( <a href="#">点击查看原文</a> )                |
| 2019年05月30日 | 华印纸箱       | 【行情快报】全国 152 家纸厂废纸价格下跌！ ( <a href="#">点击查看原文</a> )                  |
| 2019年05月30日 | 中国纸业网      | 所有纸箱厂请注意：这 983 家厂的订单勿接！ ( <a href="#">点击查看原文</a> )                  |
| 2019年05月30日 | 中国纸业网      | 东方彩印 7 台设备将被法院拍卖 ( <a href="#">点击查看原文</a> )                         |
| 2019年05月29日 | 中国纸网       | 玖龙五大基地最高降价 250 元/吨，浙江山鹰等纸厂停机减产，中小纸厂危机四伏！ ( <a href="#">点击查看原文</a> ) |
| 2019年05月29日 | 中国纸网       | 玖龙五大基地最高降价 250 元/吨 浙江山鹰等纸厂停机减产 ( <a href="#">点击查看原文</a> )           |
| 2019年05月29日 | 华印纸箱       | 【崩了】原纸日跌 270 元/吨，废纸两天暴跌 500 元/吨！ ( <a href="#">点击查看原文</a> )         |
| 2019年05月29日 | 上海证券报      | 纸价走势分化 包装纸文化纸冰火两重天 ( <a href="#">点击查看原文</a> )                       |
| 2019年05月29日 | 新浪财经       | 纸浆价格下行压力大 中长期有望企稳 ( <a href="#">点击查看原文</a> )                        |
| 2019年05月29日 | 新浪财经       | 我国纸浆将长时间保持较大的进口量 ( <a href="#">点击查看原文</a> )                         |
| 2019年05月29日 | 新浪财经       | 纸浆期货为造纸行业提供风险管理新工具 ( <a href="#">点击查看原文</a> )                       |
| 2019年05月29日 | 中华工商时报     | 加速数字化转型 领跑数字印刷界 ( <a href="#">点击查看原文</a> )                          |
| 2019年05月28日 | 中国纸网       | 国庆两天跌 500 元/吨 狂风暴雨席卷纸包装业 ( <a href="#">点击查看原文</a> )                 |
| 2019年05月28日 | 中国纸网       | 订单减少、经营每况愈下 知名印包企业接连退出、停工 ( <a href="#">点击查看原文</a> )                |
| 2019年05月28日 | 华印纸箱       | 【猛料】营业 25 年港资彩印厂停产，东莞包装业惊曝大面积停工！ ( <a href="#">点击查看原文</a> )         |
| 2019年05月28日 | 中国纸业网      | 5 月 27 日造纸印刷板块涨幅达 2% ( <a href="#">点击查看原文</a> )                     |
| 2019年05月28日 | 中国纸业网      | 造纸轻工行业周报：精选高景气赛道 坚守细分领域龙头 ( <a href="#">点击查看原文</a> )                |
| 2019年05月27日 | 中国纸网       | 市场急剧下滑，企业亏损经营，纸箱厂该如何自救？ ( <a href="#">点击查看原文</a> )                  |
| 2019年05月27日 | 中共曲阜市委新闻网  | 我市加强印刷发行单位管理 ( <a href="#">点击查看原文</a> )                             |
| 2019年05月27日 | 岳阳林纸股份有限公司 | 聚能量 促管理 树形象 助发展   《岳阳林纸》报荣获全国造纸产业十佳企业报刊 ( <a href="#">点击查看原文</a> )  |
| 2019年05月27日 | 生意社        | 5 月 27 日天津玖龙纸业废纸收购价格下调 ( <a href="#">点击查看原文</a> )                   |
| 2019年05月27日 | 中国纸网       | 玖龙等大型纸企逆流而上 纸箱企业开始整合资源 抱团取暖 ( <a href="#">点击查看原文</a> )              |

资料来源：财汇资讯、华泰证券研究所

图表40：公司动态

| 公司   | 公告日期       | 具体内容   |
|------|------------|--|
| 劲嘉股份 | 2019-05-28 | 第五届董事会 2019 年第六次会议决议公告<br>链接: <a href="https://crm.htsc.com.cn/pdf_finchina/CNSESZ_STOCK\2019\2019-5\2019-05-28\5400830.pdf">https://crm.htsc.com.cn/pdf_finchina/CNSESZ_STOCK\2019\2019-5\2019-05-28\5400830.pdf</a>                              |
| 中顺洁柔 | 2019-06-01 | 关于云浮新建项目第二期工程完成竣工验收的公告<br>链接: <a href="https://crm.htsc.com.cn/pdf_finchina/CNSESZ_STOCK\2019\2019-6\2019-06-01\5412871.pdf">https://crm.htsc.com.cn/pdf_finchina/CNSESZ_STOCK\2019\2019-6\2019-06-01\5412871.pdf</a>                              |
| 索菲亚  | 2019-06-01 | 关于董事、高级管理人员辞职的公告<br>链接: <a href="https://crm.htsc.com.cn/pdf_finchina/CNSESZ_STOCK\2019\2019-6\2019-06-01\5411730.pdf">https://crm.htsc.com.cn/pdf_finchina/CNSESZ_STOCK\2019\2019-6\2019-06-01\5411730.pdf</a>                                    |
| 帝欧家居 | 2019-06-01 | 北京市金杜律师事务所关于公司第一期员工持股计划的法律意见书<br>链接: <a href="https://crm.htsc.com.cn/pdf_finchina/CNSESZ_STOCK\2019\2019-6\2019-06-01\5412395.pdf">https://crm.htsc.com.cn/pdf_finchina/CNSESZ_STOCK\2019\2019-6\2019-06-01\5412395.pdf</a>                       |
|      | 2019-05-31 | 2018 年年度权益分派实施公告<br>链接: <a href="https://crm.htsc.com.cn/pdf_finchina/CNSESZ_STOCK\2019\2019-5\2019-05-31\5409871.pdf">https://crm.htsc.com.cn/pdf_finchina/CNSESZ_STOCK\2019\2019-5\2019-05-31\5409871.pdf</a>                                    |
|      | 2019-05-30 | 关于对控股子公司提供授信担保的进展公告<br>链接: <a href="https://crm.htsc.com.cn/pdf_finchina/CNSESZ_STOCK\2019\2019-5\2019-05-30\5407557.pdf">https://crm.htsc.com.cn/pdf_finchina/CNSESZ_STOCK\2019\2019-5\2019-05-30\5407557.pdf</a>                                 |
|      | 2019-05-30 | 关于控股股东办理股票质押式回购交易及解除质押的公告<br>链接: <a href="https://crm.htsc.com.cn/pdf_finchina/CNSESZ_STOCK\2019\2019-5\2019-05-30\5407558.pdf">https://crm.htsc.com.cn/pdf_finchina/CNSESZ_STOCK\2019\2019-5\2019-05-30\5407558.pdf</a>                           |
|      | 2019-05-28 | 关于召开 2019 年第一次临时股东大会的通知<br>链接: <a href="https://crm.htsc.com.cn/pdf_finchina/CNSESZ_STOCK\2019\2019-5\2019-05-28\5401885.pdf">https://crm.htsc.com.cn/pdf_finchina/CNSESZ_STOCK\2019\2019-5\2019-05-28\5401885.pdf</a>                             |
|      | 2019-05-28 | 华西证券股份有限公司关于公司延长重大资产重组部分承诺履行期限的核查意见<br>链接: <a href="https://crm.htsc.com.cn/pdf_finchina/CNSESZ_STOCK\2019\2019-5\2019-05-28\5401889.pdf">https://crm.htsc.com.cn/pdf_finchina/CNSESZ_STOCK\2019\2019-5\2019-05-28\5401889.pdf</a>                 |
|      | 2019-05-28 | 第一期员工持股计划管理办法<br>链接: <a href="https://crm.htsc.com.cn/pdf_finchina/CNSESZ_STOCK\2019\2019-5\2019-05-28\5401892.pdf">https://crm.htsc.com.cn/pdf_finchina/CNSESZ_STOCK\2019\2019-5\2019-05-28\5401892.pdf</a>                                       |
|      | 2019-05-28 | 关于延长重大资产重组部分承诺履行期限的公告<br>链接: <a href="https://crm.htsc.com.cn/pdf_finchina/CNSESZ_STOCK\2019\2019-5\2019-05-28\5401883.pdf">https://crm.htsc.com.cn/pdf_finchina/CNSESZ_STOCK\2019\2019-5\2019-05-28\5401883.pdf</a>                               |
|      | 2019-05-28 | 国金证券股份有限公司关于公司延长重大资产重组部分承诺履行期限的核查意见<br>链接: <a href="https://crm.htsc.com.cn/pdf_finchina/CNSESZ_STOCK\2019\2019-5\2019-05-28\5401887.pdf">https://crm.htsc.com.cn/pdf_finchina/CNSESZ_STOCK\2019\2019-5\2019-05-28\5401887.pdf</a>                 |
|      | 2019-05-28 | 第三届监事会第三十二次会议决议的公告<br>链接: <a href="https://crm.htsc.com.cn/pdf_finchina/CNSESZ_STOCK\2019\2019-5\2019-05-28\5401888.pdf">https://crm.htsc.com.cn/pdf_finchina/CNSESZ_STOCK\2019\2019-5\2019-05-28\5401888.pdf</a>                                  |
|      | 2019-05-28 | 第一期员工持股计划（草案）<br>链接: <a href="https://crm.htsc.com.cn/pdf_finchina/CNSESZ_STOCK\2019\2019-5\2019-05-28\5401890.pdf">https://crm.htsc.com.cn/pdf_finchina/CNSESZ_STOCK\2019\2019-5\2019-05-28\5401890.pdf</a>                                       |
|      | 2019-05-28 | 董事会关于公司员工持股计划（草案）是否符合《关于上市公司实施员工持股计划试点的指导意见》相关规定的说明<br>链接: <a href="https://crm.htsc.com.cn/pdf_finchina/CNSESZ_STOCK\2019\2019-5\2019-05-28\5401893.pdf">https://crm.htsc.com.cn/pdf_finchina/CNSESZ_STOCK\2019\2019-5\2019-05-28\5401893.pdf</a> |
|      | 2019-05-28 | 第三届董事会第三十九次会议决议的公告<br>链接: <a href="https://crm.htsc.com.cn/pdf_finchina/CNSESZ_STOCK\2019\2019-5\2019-05-28\5401886.pdf">https://crm.htsc.com.cn/pdf_finchina/CNSESZ_STOCK\2019\2019-5\2019-05-28\5401886.pdf</a>                                  |
|      | 2019-05-28 | 第一期员工持股计划（草案）摘要<br>链接: <a href="https://crm.htsc.com.cn/pdf_finchina/CNSESZ_STOCK\2019\2019-5\2019-05-28\5401891.pdf">https://crm.htsc.com.cn/pdf_finchina/CNSESZ_STOCK\2019\2019-5\2019-05-28\5401891.pdf</a>                                     |
|      | 2019-05-28 | 关于公司控股股东及部分持股 5% 以上股东不减持公司股份的公告<br>链接: <a href="https://crm.htsc.com.cn/pdf_finchina/CNSESZ_STOCK\2019\2019-5\2019-05-28\5401895.pdf">https://crm.htsc.com.cn/pdf_finchina/CNSESZ_STOCK\2019\2019-5\2019-05-28\5401895.pdf</a>                     |
|      | 2019-05-28 | 独立董事关于公司第三届董事会第三十九次会议相关事项之独立意见<br>链接: <a href="https://crm.htsc.com.cn/pdf_finchina/CNSESZ_STOCK\2019\2019-5\2019-05-28\5401894.pdf">https://crm.htsc.com.cn/pdf_finchina/CNSESZ_STOCK\2019\2019-5\2019-05-28\5401894.pdf</a>                      |
| 尚品宅配 | 2019-05-27 | 2018 年年度权益分派实施公告<br>链接: <a href="https://crm.htsc.com.cn/pdf_finchina/CNSESZ_STOCK\2019\2019-5\2019-05-27\5401509.pdf">https://crm.htsc.com.cn/pdf_finchina/CNSESZ_STOCK\2019\2019-5\2019-05-27\5401509.pdf</a>                                    |
| 美克家居 | 2019-06-01 | 美克家居关于监事变动的公告<br>链接: <a href="https://crm.htsc.com.cn/pdf_finchina/CNSESZ_STOCK\2019\2019-6\2019-06-01\5412203.pdf">https://crm.htsc.com.cn/pdf_finchina/CNSESZ_STOCK\2019\2019-6\2019-06-01\5412203.pdf</a>                                       |
|      | 2019-06-01 | 美克家居对外担保公告<br>链接: <a href="https://crm.htsc.com.cn/pdf_finchina/CNSESZ_STOCK\2019\2019-6\2019-06-01\5412198.pdf">https://crm.htsc.com.cn/pdf_finchina/CNSESZ_STOCK\2019\2019-6\2019-06-01\5412198.pdf</a>  |
|      | 2019-05-28 | 美克家居关于氢能产业基金对外投资的进展公告<br>链接: <a href="https://crm.htsc.com.cn/pdf_finchina/CNSESZ_STOCK\2019\2019-5\2019-05-28\5399332.pdf">https://crm.htsc.com.cn/pdf_finchina/CNSESZ_STOCK\2019\2019-5\2019-05-28\5399332.pdf</a>                               |
| 山鹰纸业 | 2019-05-31 | 山鹰纸业关于参加 2019 年安徽上市公司投资者网上集体接待日活动的公告<br>链接: <a href="https://crm.htsc.com.cn/pdf_finchina/CNSESZ_STOCK\2019\2019-5\2019-05-31\5408790.pdf">https://crm.htsc.com.cn/pdf_finchina/CNSESZ_STOCK\2019\2019-5\2019-05-31\5408790.pdf</a>                |
|      | 2019-05-28 | 山鹰纸业关于公开发行可转换公司债券申请获得中国证监会受理的公告<br>链接: <a href="https://crm.htsc.com.cn/pdf_finchina/CNSESZ_STOCK\2019\2019-5\2019-05-28\5400945.pdf">https://crm.htsc.com.cn/pdf_finchina/CNSESZ_STOCK\2019\2019-5\2019-05-28\5400945.pdf</a>                     |
| 金牌厨柜 | 2019-05-30 | 金牌厨柜关于公开发行可转换公司债券申请获得中国证监会受理的公告<br>链接: <a href="https://crm.htsc.com.cn/pdf_finchina/CNSESZ_STOCK\2019\2019-5\2019-05-30\5405994.pdf">https://crm.htsc.com.cn/pdf_finchina/CNSESZ_STOCK\2019\2019-5\2019-05-30\5405994.pdf</a>                     |
| 梦百合  | 2019-06-01 | 梦百合关于公司高级管理人员增持公司股份的进展公告<br>链接: <a href="https://crm.htsc.com.cn/pdf_finchina/CNSESZ_STOCK\2019\2019-6\2019-06-01\5412277.pdf">https://crm.htsc.com.cn/pdf_finchina/CNSESZ_STOCK\2019\2019-6\2019-06-01\5412277.pdf</a>                            |
|      | 2019-05-31 | 梦百合关于公司董事及高级管理人员增持公司股份的进展公告<br>链接: <a href="https://crm.htsc.com.cn/pdf_finchina/CNSESZ_STOCK\2019\2019-5\2019-05-31\5409934.pdf">https://crm.htsc.com.cn/pdf_finchina/CNSESZ_STOCK\2019\2019-5\2019-05-31\5409934.pdf</a>                         |
|      | 2019-05-31 | 梦百合关于非公开发行股票申请获得中国证监会受理的公告<br>链接: <a href="https://crm.htsc.com.cn/pdf_finchina/CNSESZ_STOCK\2019\2019-5\2019-05-31\5409939.pdf">https://crm.htsc.com.cn/pdf_finchina/CNSESZ_STOCK\2019\2019-5\2019-05-31\5409939.pdf</a>                          |

|      |            |   |
|------|------------|---|
|      | 2019-05-29 | 梦百合关于“百合转债”2019年跟踪评级结果的公告<br>链接: <a href="https://crm.htsc.com.cn/pdf_finchina/CNSESHTOCK/2019/2019-5/2019-05-29/5403747.pdf">https://crm.htsc.com.cn/pdf_finchina/CNSESHTOCK/2019/2019-5/2019-05-29/5403747.pdf</a>        |
|      | 2019-05-29 | 梦百合可转换公司债券2019年跟踪评级报告<br>链接: <a href="https://crm.htsc.com.cn/pdf_finchina/CNSESHTOCK/2019/2019-5/2019-05-29/5403746.pdf">https://crm.htsc.com.cn/pdf_finchina/CNSESHTOCK/2019/2019-5/2019-05-29/5403746.pdf</a>            |
|      | 2019-05-28 | 梦百合关于“百合转债”转股价格调整的公告<br>链接: <a href="https://crm.htsc.com.cn/pdf_finchina/CNSESHTOCK/2019/2019-5/2019-05-28/5401903.pdf">https://crm.htsc.com.cn/pdf_finchina/CNSESHTOCK/2019/2019-5/2019-05-28/5401903.pdf</a>             |
|      | 2019-05-28 | 梦百合2018年年度权益分派实施公告<br>链接: <a href="https://crm.htsc.com.cn/pdf_finchina/CNSESHTOCK/2019/2019-5/2019-05-28/5401904.pdf">https://crm.htsc.com.cn/pdf_finchina/CNSESHTOCK/2019/2019-5/2019-05-28/5401904.pdf</a>               |
| 我乐家居 | 2019-05-27 | 我乐家居关于董事会秘书辞职的公告<br>链接: <a href="https://crm.htsc.com.cn/pdf_finchina/CNSESHTOCK/2019/2019-5/2019-05-27/5398922.pdf">https://crm.htsc.com.cn/pdf_finchina/CNSESHTOCK/2019/2019-5/2019-05-27/5398922.pdf</a>                 |
| 永艺股份 | 2019-05-31 | 永艺股份使用暂时闲置的自有资金进行现金管理的实施公告<br>链接: <a href="https://crm.htsc.com.cn/pdf_finchina/CNSESHTOCK/2019/2019-5/2019-05-31/5409332.pdf">https://crm.htsc.com.cn/pdf_finchina/CNSESHTOCK/2019/2019-5/2019-05-31/5409332.pdf</a>       |
|      | 2019-05-30 | 永艺股份关于保本型理财产品到期收回的公告<br>链接: <a href="https://crm.htsc.com.cn/pdf_finchina/CNSESHTOCK/2019/2019-5/2019-05-30/5406401.pdf">https://crm.htsc.com.cn/pdf_finchina/CNSESHTOCK/2019/2019-5/2019-05-30/5406401.pdf</a>             |
| 顾家家居 | 2019-05-28 | 顾家家居2018年年度权益分派实施公告<br>链接: <a href="https://crm.htsc.com.cn/pdf_finchina/CNSESHTOCK/2019/2019-5/2019-05-28/5401393.pdf">https://crm.htsc.com.cn/pdf_finchina/CNSESHTOCK/2019/2019-5/2019-05-28/5401393.pdf</a>              |
|      | 2019-05-28 | 顾家家居关于转股价格调整（权益分派）的公告<br>链接: <a href="https://crm.htsc.com.cn/pdf_finchina/CNSESHTOCK/2019/2019-5/2019-05-28/5401397.pdf">https://crm.htsc.com.cn/pdf_finchina/CNSESHTOCK/2019/2019-5/2019-05-28/5401397.pdf</a>            |
| 欧派家居 | 2019-05-30 | 欧派家居2019年第一次临时股东大会会议资料<br>链接: <a href="https://crm.htsc.com.cn/pdf_finchina/CNSESHTOCK/2019/2019-5/2019-05-30/5406818.pdf">https://crm.htsc.com.cn/pdf_finchina/CNSESHTOCK/2019/2019-5/2019-05-30/5406818.pdf</a>           |
|      | 2019-05-30 | 欧派家居关于2019至2020年公司及控股子公司对外担保进展公告<br>链接: <a href="https://crm.htsc.com.cn/pdf_finchina/CNSESHTOCK/2019/2019-5/2019-05-30/5406398.pdf">https://crm.htsc.com.cn/pdf_finchina/CNSESHTOCK/2019/2019-5/2019-05-30/5406398.pdf</a> |

资料来源：财汇资讯、华泰证券研究所

## 风险提示

**环保执行不及预期：**若环保执行不及预期，将影响到行业内中小产能出清速度，进而将影响纸企市场份额提升程度与盈利能力。

**地产销售低于预期：**家用轻工属于地产后周期消费品种，虽然地产销售到家居品消费存在4-6个季度的滞后，但是如果地产销售增速超预期下滑，势必将影响家居收入高增长的可持续性。

**烟草行业政策风险：**目前国内新型烟草销售政策尚未放开，尽管当前国家烟草总局表明要加强新型烟草领域相关研究与政策推进，但若后续新型烟草政策推进不及预期，布局新型烟草业务的企业的相关业务经营或受到一定影响。

## 免责声明

本报告仅供华泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，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。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或征价。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，本公司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头寸并进行交易，也可能为之提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本公司的资产管理部、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许范围内使用，并注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权力。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。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：91320000704041011J。

全资子公司华泰金融控股（香港）有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格，经营许可证编号为：A0K809

©版权所有 2019 年华泰证券股份有限公司

## 评级说明

### 行业评级体系

一 报告发布日后的 6 个月内的行业涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

一 投资建议的评级标准

增持行业股票指数超越基准

中性行业股票指数基本与基准持平

减持行业股票指数明显弱于基准

### 公司评级体系

一 报告发布日后的 6 个月内的公司涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

一 投资建议的评级标准

买入股价超越基准 20% 以上

增持股价超越基准 5%-20%

中性股价相对基准波动在 -5%~5% 之间

减持股价弱于基准 5%-20%

卖出股价弱于基准 20% 以上

## 华泰证券研究

### 南京

南京市建邺区江东中路 228 号华泰证券广场 1 号楼/邮政编码：210019

电话：86 25 83389999/传真：86 25 83387521

电子邮件：ht-rd@htsc.com

### 深圳

深圳市福田区益田路 5999 号基金大厦 10 楼/邮政编码：518017

电话：86 755 82493932/传真：86 755 82492062

电子邮件：ht-rd@htsc.com

### 北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同 28 号太平洋保险大厦 A 座 18 层  
 邮政编码：100032

电话：86 10 63211166/传真：86 10 63211275

电子邮件：ht-rd@htsc.com

### 上海

上海市浦东新区东方路 18 号保利广场 E 栋 23 楼/邮政编码：200120

电话：86 21 28972098/传真：86 21 28972068

电子邮件：ht-rd@htsc.com