



**买入**

**26% ↑**

目标价格:人民币 66.15

603816.CH

价格:人民币 52.51

目标价格基础:35倍 17年市盈率

板块评级:未有评级

# 顾家家居

## 软体家居领军者，品类扩张正当时

公司是软体家居龙头企业，业绩增长稳健。软体家居市场集中度低，公司作为龙头企业市占率不到2%，成长空间大。借鉴海外龙头企业的战略布局，丰富产品品类、注重消费体验有助于成功。公司拥有品牌、渠道优势明显，看好未来内生外延并拓。我们给予公司2017年35倍市盈率，对应股价66.15元，首次覆盖给予买入评级。

### 支撑评级的要点

- **软体家居龙头，业绩增长稳健。**公司股权结构稳定，上市后实际控制人顾氏家族通过顾家集团和TB Home Limited 合计持有公司78.4%，总经理李东来通过双睿汇银持有0.8%的股权。公司于2012年初引进职业经理人，目前管理团队稳定。公司历史业绩增长稳健，2016年实现营收47.95亿元，境内收入占比60%，2012-2016年总营收CAGR为22.66%；2016年净利润达到5.75亿元，2012-2016年净利润CAGR为17.97%。沙发是公司传统优势产品，2016年占总收入的59%，床垫及软床增长迅猛，2016年占比13.55%，2012-2016年CAGR为51.62%。
- **软体家居内销市场集中度低。**全球软体家居消费量626亿美元，中国是最大的消费国，也是最大的生产国，2015年中国软体家居消费额达到192.03亿美元。我国软体家具产值增速总体已经放缓，2015年增速2%，2013-2015年内销CAGR8.9%，好于出口。内销市场集中度低，龙头企业市占率不到2%，顾家家居、左右家私、敏华控股处于领先地位。三大龙头企业中，顾家家居渠道最广，国内收入与敏华控股并列领先，产品品类较敏华丰富。
- **海外龙头注重消费体验。**LA-Z-BOY是全球软体家居龙头企业，在巩固功能沙发领先地位的同时，同样注重配套家具的销售，产品线的完善带给客户更好的消费体验和公司更大的成长空间。公司近几年加强带有室内设计服务的高端自营大店的投入，塑造品牌并改善盈利。
- **品牌、渠道优势明显，期待内生外延并拓。**公司品牌内涵迎合国人家庭文化理念，通过全方位营销打造出了较高的品牌认知度。公司门店数量多、位置优越、覆盖面广泛，渠道优势显著，2013年开始设立经营体模式，解决渠道扩张后的管理瓶颈。公司积极布局电商渠道，双十一线上销量破亿，O2O业内领先。未来，渠道扩张和升级、坪效增长、品类延伸、供应链完善、外延并购将驱动业绩成长。

### 评级面临的主要风险

- 渠道拓展不达预期。

### 估值

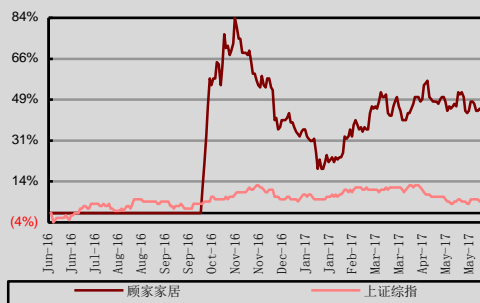
- 我们预计公司2017-2019年每股收益分别为1.89、2.38、2.91元/股，分别同比增长35.80%、25.88%、22.07%。鉴于公司在软装家居领域的龙头地位，在沙发制造、品牌和渠道方面优势明显，我们给予2017年35倍市盈率，对应股价66.15元，首次覆盖给予买入评级。

### 投资摘要

年结日: 12月31日	2015	2016	2017E	2018E	2019E
销售收入(人民币百万)	3,685	4,795	6,245	7,918	10,032
变动(%)	14	30	30	27	27
净利润(人民币百万)	498	575	781	983	1,200
全面摊薄每股收益(人民币)	1.208	1.394	1.893	2.383	2.909
变动(%)	17.4	15.4	35.8	25.9	22.1
全面摊薄市盈率(倍)	43.5	37.7	27.7	22.0	18.1
价格/每股现金流量(倍)	28.4	22.2	45.7	36.8	31.8
每股现金流量(人民币)	1.85	2.36	1.15	1.43	1.65
企业价值/息税折旧前利润(倍)	35.5	30.6	21.3	16.5	13.3
每股股息(人民币)	0.000	0.000	0.000	0.034	0.786
股息率(%)	n.a.	n.a.	n.a.	0.1	1.5

资料来源: 公司数据及中银证券预测

### 股价表现



(%)	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对	9.5	0.0	1.6	0.0
相对上证指数	9.4	(1.2)	4.8	(7.0)

发行股数(百万)	413
流通股(%)	20
流通股市值(人民币百万)	4,332
3个月日均交易额(人民币百万)	136
净负债比率(%) (2017E)	净现金
主要股东(%)	
顾家集团有限公司	51

资料来源: 公司数据, 聚源及中银证券  
以2017年6月7日收市价为标准

中银国际证券有限责任公司  
具备证券投资咨询业务资格

轻工制造: 家用轻工

杨志威

(8621)20328510

zhiwei1.yang@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300515060001

赵综艺

(8621)20328592

zongyi.zhao@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300516080001

## 目录

顾家家居：软体家居龙头企业，业绩稳健 .....	5
软体家居内销成长空间大，海外龙头注重消费体验 .....	8
全球软体家居市场增长稳健，中国是最大的消费和生产国 .....	8
我国软体家居行业：内销好于出口，龙头企业内销拓展空间大 .....	9
LA-Z-BOY：全球软体家居领军企业，零售品类丰富，注重消费体验 .....	11
品牌、渠道优势明显，期待内生外延并拓 .....	15
品牌和渠道优势明显，线上线下共同布局 .....	15
内生外延并拓，快速成长可期 .....	17
盈利预测 .....	19
研究报告中所提及的有关上市公司 .....	21

## 图表目录

股价表现.....	1
投资摘要.....	1
图表 1. 顾家家居股权结构.....	5
图表 2. 顾家家居高管简介.....	5
图表 3. 2011-2016 公司营收及其增速.....	6
图表 4. 2011-2016 公司净利润及其增速.....	6
图表 5. 2016 年公司营业收入拆分.....	6
图表 6. 2011-2016 年公司各项业务毛利率对比.....	6
图表 7. 2011-2016 公司国内收入及其增速.....	7
图表 8. 2013-2016H1 公司国内收入拆分.....	7
图表 9. 2011-2016 公司国外收入及其增速.....	7
图表 10. 2013-2016H1 公司国外收入拆分.....	7
图表 11. 前十大软体家具生产国.....	8
图表 12. 前十大软体家具消费国.....	8
图表 13. 2006-2015 年我国软体家具出口走势.....	9
图表 14. 2006 年-2015 年我国软体家具产值.....	10
图表 15. 2006 年-2015 年我国软体家具消费额.....	10
图表 16. 顾家家居主要竞争对手介绍.....	10
图表 17. 2015 年上市软体家具企业中国市场市占率测算.....	11
图表 18. 顾家家居、敏华控股、左右家私对比.....	11
图表 19. LA-Z-BOY 发展历程.....	12
图表 20. 2008-2016 年 LA-Z-BOY 收入及其增速.....	12
图表 21. 2010-2016 年 LA-Z-BOY 净利润及其增速.....	12
图表 22. 2015 年 LA-Z-BOY 各部门收入占比.....	13
图表 23. 2010-2016 年 LA-Z-BOY 专卖店数量一览.....	13
图表 24. 2008-2016 年 LA-Z-BOY 毛利率变化.....	14
图表 25. 2008-2016 年 LA-Z-BOY 研发和广告支出占比.....	14
图表 26. 顾家家居境内门店合计.....	15
图表 27. 顾家家居门店分布.....	15
图表 28. 公司门店平均销售额情况.....	16
图表 29. 公司门店平均坪效.....	16
图表 30. 2013-2016H1 公司电商收入及其增速.....	16

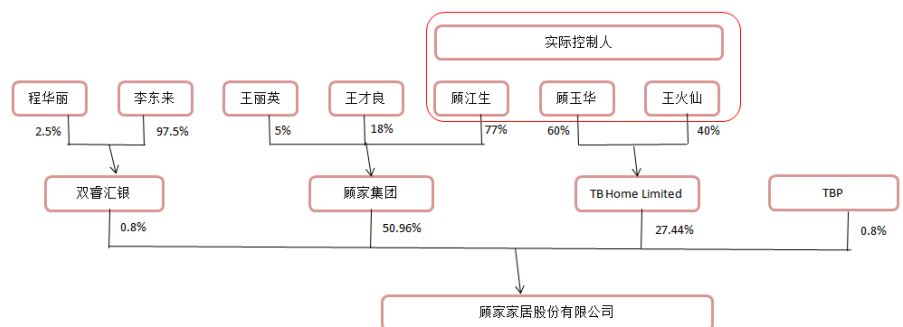
图表 31. 2013-2016H1 公司电商服务费毛利及其增速.....	16
图表 32. 2016 年天猫双十一家居家装全品类排行.....	17
图表 33. 2015-2016 年天猫双十一住宅家具排行.....	17
图表 34. 2014-18E 年公司收入拆分及预测 (百万元) .....	19
损益表(人民币 百万).....	20
资产负债表(人民币 百万).....	20
现金流量表(人民币 百万).....	20
主要比率 (%).....	20

## 顾家家居：软体家居龙头企业，业绩稳健

公司成立于 2006 年，专业从事客餐厅及卧室家具产品的研究、开发、生产与销售，是我国软装行业的龙头企业，于 2016 年 10 月在 A 股上市。目前，顾家家居旗下拥有“顾家工艺沙发”、“KUKAHOME 全皮沙发”、“布艺沙发”、“功能沙发”、“KUKA ART 欧美”、“米檬”、“软床”、“床垫”、“全屋定制”九大产品系列，加上美国功能沙发合作品牌“LA-Z-BOY 乐至宝”，组成了满足不同消费群体需求的产品矩阵。2016 年公司境内门店合计超过 3,000 家，境外门店合计 31 家。

**顾氏家族控股，股权结构稳定。**公司股权结构稳定，上市后实际控制人顾江生、顾玉华、王火仙通过顾家集团和 TB Home Limited 合计持有公司 78.4%。公司总经理李东来通过双睿汇银持有上市公司 0.8% 的股权。

图表 1. 顾家家居股权结构



资料来源：招股意向书，万得，中银证券

**引入职业管理团队。**公司于 2012 年初引进职业经理人，副董事长金志国、董事兼总裁李东来、两位副总裁及董秘均为外聘的优秀职业经理人，目前管理团队稳定。现任总裁李东来系原美的电器副总裁，将家电行业区域经营体的销售模式移植到家具行业，提升经销商管理效率，未来公司有望以家电龙头的发展路径为借鉴，提升市占率。

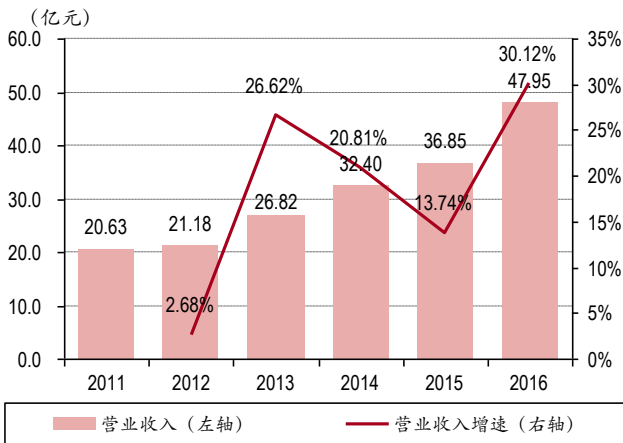
图表 2. 顾家家居高管简介

姓名	职务	个人简历
李东来	总裁	历任美的集团空调销售公司营销管理科科长，空调事业部营运发展部总监，冰箱事业部总裁，空调事业部总裁，美的电器股份有限公司副总裁，AMT 集团(上海企源科技有限公司)首席执行官。
董汉有	副总裁,董事会秘书	历任上海浦东路桥建设股份有限公司投资及融资部经理，董事会秘书，上海双桦汽车零部件股份有限公司董事，副总经理兼董事会秘书，双桦控股有限公司董事会秘书。
顾海龙	副总裁	历任海龙家私职员，顾家工艺副总经理，庄盛家具副总经理。现任圣诺盟海绵董事，TB Home Limited 董事，本公司董事兼副总裁。
李云海	副总裁	历任中国光大银行武汉分行科员，美的集团空调事业部营运发展部总监，美的集团制冷家电集团营运管理部总监，美的集团冰箱事业部总裁助理，顾家家居总裁助理。
刘春新	副总裁,财务负责人	历任江西新余市信息中心科员，海口会计师事务所项目经理，深圳同人会计师事务所部门经理，深圳大华天诚会计师事务所高级经理，海信科龙电器股份有限公司董事，副总裁。
刘宏	副总裁	中国家具协会沙发专业委员会副秘书长。历任重庆富安百货销售课课长，浙江银泰百货营业部总监，总经理助理，海龙家私业务经理，顾家工艺销售总监，副总经理，庄盛家具副总经理。
王才良	副总裁	历任海龙家私采购经理，顾家工艺副总经理，庄盛家具副总经理。现任顾家集团监事，圣诺盟海绵董事，本公司董事兼副总裁。
王威	副总裁	历任海龙家私销售员，顾家工艺副总经理，庄盛家具副总经理。
吴汉	副总裁	历任中国农业银行浙江省分行营业部职员，科长，国际部总经理助理，顾家工艺副总经理，庄盛家具副总经理兼财务负责人。

资料来源：招股意向书，万得，中银证券

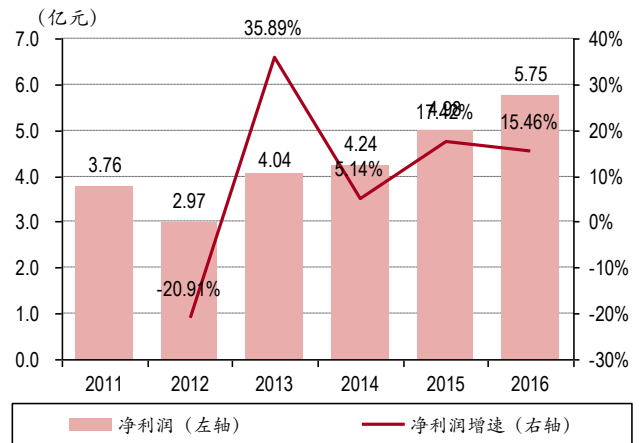
业绩快速稳定增长。自 2013 年起，公司营收实现了稳定快速增长，2012-2016 年营收 CAGR 为 22.66%，2016 年实现营收 47.95 亿元，2017 年 1 季度收入增速 53.57%。2012-2016 年净利润 CAGR 为 17.97%，2016 年净利润达到 5.75 亿元，2017 年 1 季度净利润增速 34.09%。

图表 3. 2011-2016 公司营收及其增速



资料来源：万得

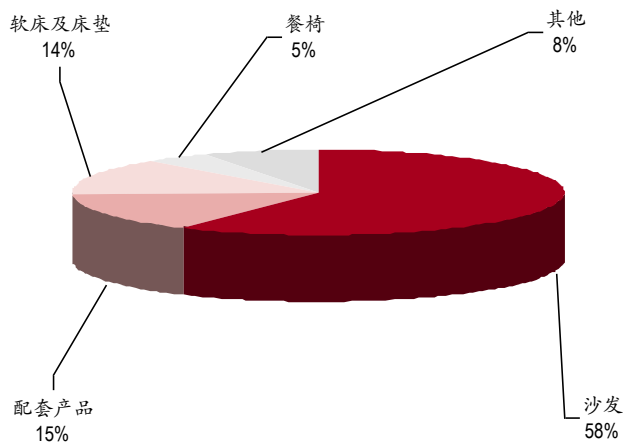
图表 4. 2011-2016 公司净利润及其增速



资料来源：万得

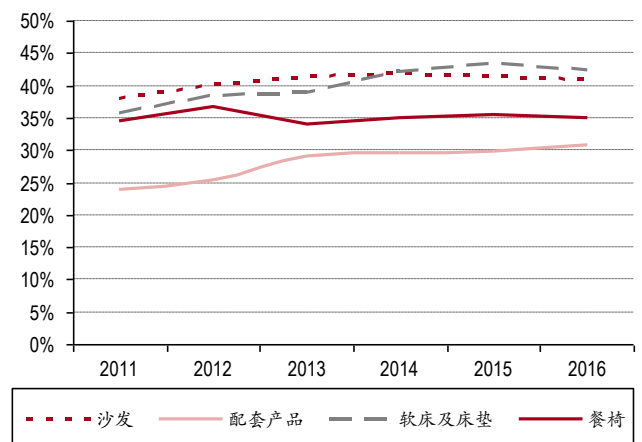
沙发是公司传统优势产品，床垫及软床增长迅猛。沙发是公司的传统优势产品，拥有深厚的工艺和品质管理的积累，2016 年占总收入的 59.23%，2012-2016 年沙发收入 CAGR 为 19.56%。配套产品包括餐桌、茶几、床头柜、电视柜等，主要由公司设计、供应商生产，依托公司渠道引导搭售，2016 年占总收入的 15.19%，2012-2016 年 CAGR 为 23.99%。床垫和软床业务是公司近几年的战略重点，通过自主生产和渠道端的大力推广，2016 年床垫及软床收入合计 6.5 亿元，占比 13.55%，2012-2016 年 CAGR 为 51.62%。餐椅行业门槛较低，竞争激烈，公司餐椅业务收入相对稳定，2016 年占比 4.53%，2012-2016 年 CAGR 为 6.29%。

图表 5. 2016 年公司营业收入拆分



资料来源：万得

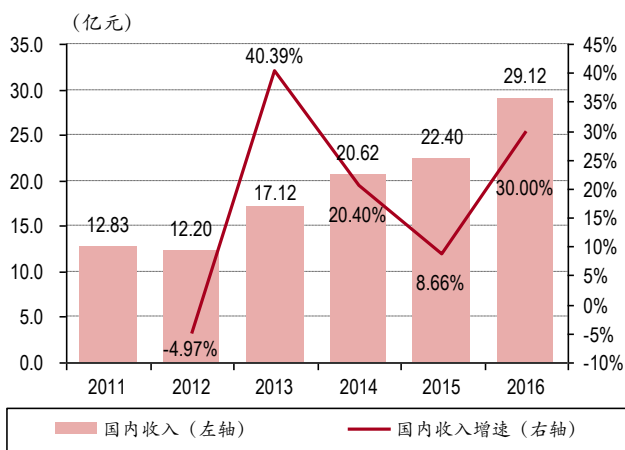
图表 6. 2011-2016 年公司各项业务毛利率对比



资料来源：万得

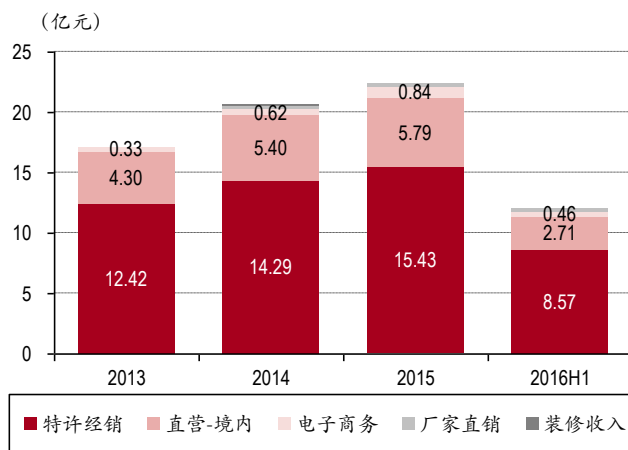
境内收入占比60%以上，其中实体门店占94.7%，电商板块发展迅速。境内市场是公司收入的主要来源，境内收入占比均在60%以上，2016年国内收入达到29.12亿元，2012-2016CAGR为24.31%。大部分国内收入来自于特许经销和直营门店，占比94.7%，门店超3,000家。2015年电子商务与厂家直销业务合计占内销收入的5.3%，绝对值低，但发展十分迅速，2014/2015年电商收入分别增长87.88%、35.48%，厂家直销收入2015年增长45.83%。此外，公司网上产品与线下同款同价，互联网对实体门店的引流效果显著。2015年公司将经营不善的家装子公司转让给集团，因此2016年不再拥有装修收入。

图表 7. 2011-2016 公司国内收入及其增速



资料来源: 万得

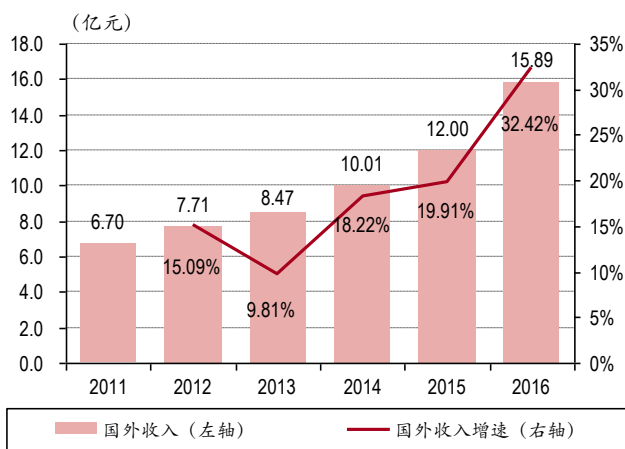
图表 8. 2013-2016H1 公司国内收入拆分



资料来源: 万得

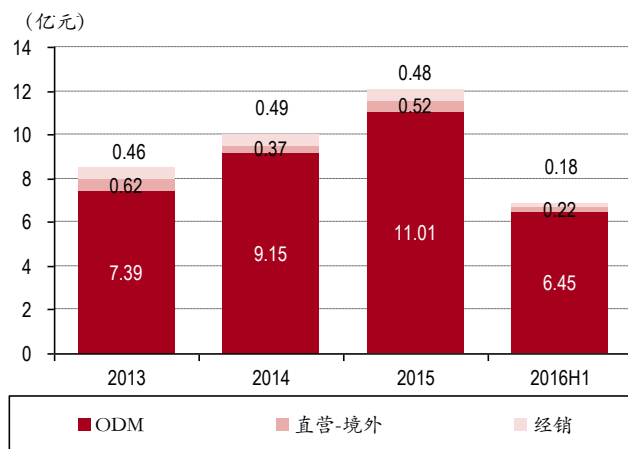
外销增长稳健，ODM 占比大。公司境外收入增长稳健，2016年实现营业收入15.89亿元，2012-2016年CAGR19.82%。ODM业务是境外主要收入来源，占比达到91.75%，主要客户包括梅西百货、Euromarket Designs、R.T.G Furniture、韩国汉森等。此外，公司在香港拥有5家直营门店，在境外拥有26家经销店，经销商分布在台湾、澳洲、新加坡、黎巴嫩、埃及等国家和地区。

图表 9. 2011-2016 公司国外收入及其增速



资料来源: 万得

图表 10. 2013-2016H1 公司国外收入拆分



资料来源: 万得

## 软体家居内销成长空间大，海外龙头注重消费体验

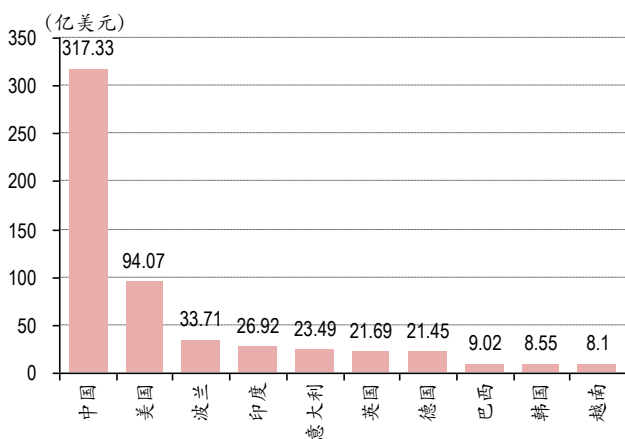
软体家具主要指由弹性材料（如弹簧、蛇簧、拉簧等）和软质材料（如棕丝、棉花、乳胶海绵、泡沫塑料等），辅以绷结材料（如绷绳、绷带、麻布等）和装饰面料及饰物（如棉、毛、化纤织物及牛皮、羊皮、人造革等）制成的各种软家具。软体家具包括沙发、软床等产品，是现代家庭客厅及卧室重要的日常生活用品，具有时尚化、个性化、艺术化等特征，成为现代高品质居家生活的重要载体。

### 全球软体家居市场增长稳健，中国是最大的消费和生产国

**全球软体家居消费量 626 亿美元，中国是最大的消费国。**球软体家具行业的工业化生产始于二十世纪初的欧洲。进入二十世纪 90 年代，随着全球加工制造技术的进步，软体家具行业的制造能力大大提升，市场需求亦不断扩大。2015 年全球软体家具消费量达 626 亿美元，约占整个家具行业的 16%，中国已成为最大的消费国，消费额约 192.03 亿美元。

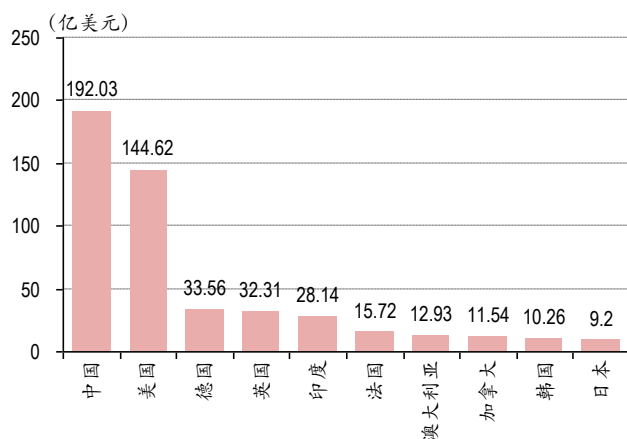
**中国已成为软体家具最大的生产国。**软体家具制造业属于劳动密集型产业，生产制造向发展中国家转移的趋势明显我国的现代软体家具产业正式起步于二十世纪 80 年代初，通过引进国际先进生产设备并吸收制造技术，已经发展成了全球软体家具最大的生产国。根据 CSIL 对全球 70 个主要国家软体家具生产总值的统计，2015 年全球软体家具市场总产值为 675.78 亿美元，全球前五大软体家具生产国分别为中国（47%）、美国（14%）、波兰（5%）、印度（4%）和意大利（3%）。

图表 11. 前十大软体家具生产国



资料来源: CSIL

图表 12. 前十大软体家具消费国



资料来源: CSIL

**发达国家老旧房屋的翻新以及发展中国家城市化带来的新房装修推动软体家具消费需求稳健增长。**全球软体家具消费量由 2006 年的 476 亿美元增长至 2015 年的 626 亿美元，年均复合增长率达 2.78%，预计未来将继续保持稳定增长：欧美现存大量老旧的房屋需进行翻新改造，从而形成对软体家具的稳定需求；新兴市场国家城市化进程加速，逐渐成为全球软体家具市场需求新的增长点。

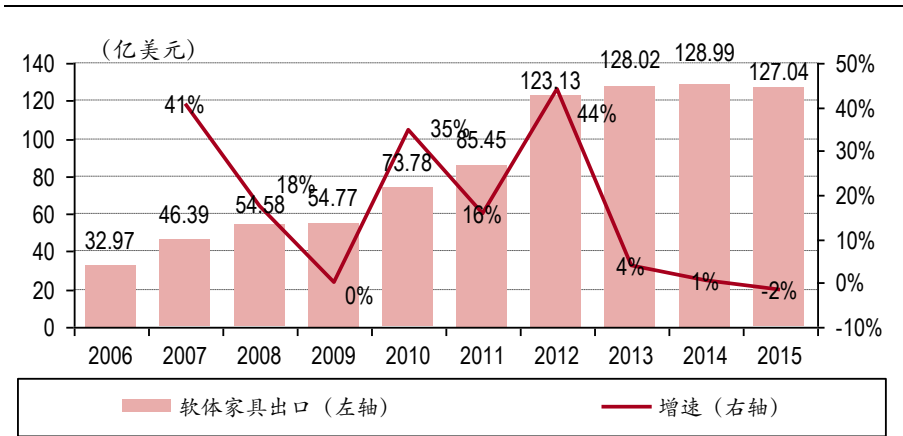


全球市场来看，软体家具品牌国别性、地域性特征明显，行业集中度低。软体家具国际市场竞争复杂，品牌的国别性、地域性特征比较明显。但当前部分世界一流软体家具品牌厂商，如意大利的 Natuzzi、Chateaud'AX、美国的 LA-Z-BOY 和德国的 PBV Holding 等也凭借先进的设计理念、优质的产品质量和丰富的销售经验开始拓展全球市场。从全球软体家具行业格局来看，行业集中度较低，市场竞争较为充分。

### 我国软体家居行业：内销好于出口，龙头企业内销拓展空间大

我国软体家具出口额占国内产值的 40%，2013 年起出口增速减缓。我国软体家具出口额由 2006 年的 32.97 亿美元增长至 2015 年的 127.04 亿美元，年均复合增长率达 14.44%，2013-2015 年增速分别为 4%、1%、-2%，有所下滑。2015 年，国内软体家具出口额占国内软体家具产值的 40.03%，约占全球软体家具出口总额的 51.45%。2015 年，美国、英国、日本、澳大利亚、韩国是我国软体家具的前 5 大出口国。

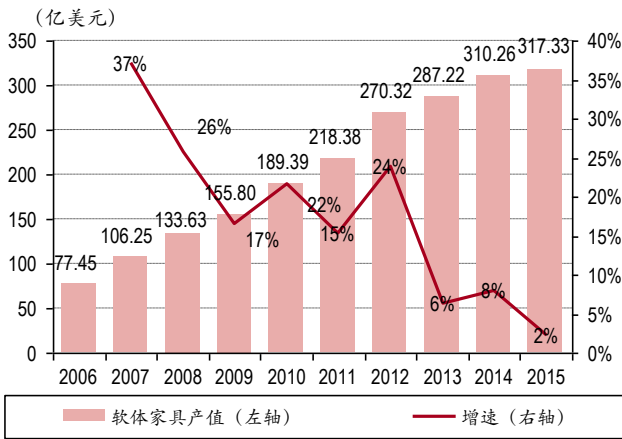
图表 13. 2006-2015 年我国软体家具出口走势



资料来源：CSIL，中银证券

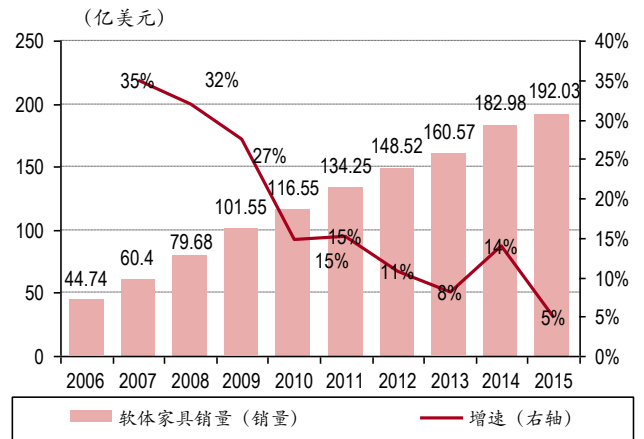
我国软体家具产值增速放缓，内销好于出口。根据 CSIL 的统计，我国软体家具年产值已由 2006 年的 77.45 亿美元增长至 2015 年的 317.33 亿美元，年均复合增长率达 15.15%。2013 年后，受出口增速下滑拖累，我国软体家具产值增速也明显下滑至个位数，2015 年增速仅 2%。相比而言，受消费升级和城镇化的推动，软体家居的内需增长更好，2013-2015 年分别增长 8%、14%、5%。

图表 14. 2006 年-2015 年我国软体家具产值



资料来源: CSIL, 中银证券

图表 15. 2006 年-2015 年我国软体家具消费额



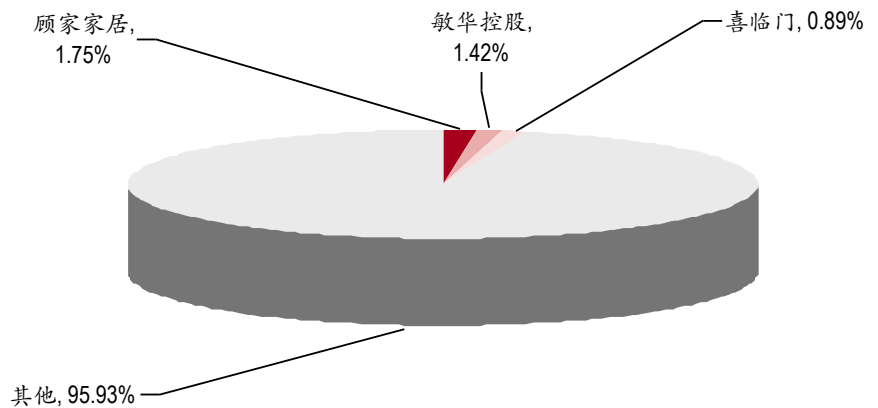
资料来源: CSIL, 中银证券

**软体家居内销市场集中度低，顾家家居处于领先地位。**国内软体家具行业产业集中度低，区域品牌多，中小企业占据主导地位。具有品牌影响力、渠道优势和规模效应的大型企业则主要定位于中高端市场，受益于消费升级。国内知名厂商有顾家家居、敏华控股、左右家私、斯可馨、喜临门等，从门店数量来看，**顾家家居在境内拥有超过 3,000 家门店，处于领先地位，左右家私拥有 2,100 家专卖店，敏华控股合计拥有 1,645 家专卖店，也构成了较强的竞争力。**然而，2015 年顾家家居境内收入 22.4 亿元，敏华控股中国市场收入 18.18 亿元 (20.66 亿港元)，约占国内软体家居消费总额的 1.75% 和 1.42%。可见，国内软体家具龙头企业的成长空间依然广阔。

图表 16. 顾家家居主要竞争对手介绍

	简介	渠道
左右家私	亚洲最大的中高档沙发专业制造商之一；超 100 万平方米的亚洲家具研发制造基地。	销售网点现遍布 100 多个大中城市；约 1200 名核心经销商，2100 家专卖店
敏华控股	旗下拥有“CHEERS 芝华仕”知名软体家具品牌，以及知名家具零售连锁机构——“Morewell 名华轩”。稳居国内功能沙发市场销售前列。	在国内拥有 1234 家沙发经销专卖店、100 家沙发自营专卖店、286 家经销的床具品牌专卖店和 25 家自营的床具品牌专卖店。全球拥有超过 3000 个销售终端，70% 的产品销往境外
华达利	拥有近 50 万平米的生产制造基地；100% 欧标生产线；15 天订制发货；宜华生活子公司。	产品销往全球 52 个国家，主要市场在中国境外。其中欧洲、亚太地区销量占 67%，北美、国内销量分别占 20%、2%。
纳图兹	意大利最大的家具制造商，全球皮革沙发制造业的领导者。对于位于意大利、中国、巴西、罗马尼亚的生产基地实行垂直整合管理，并控制 92% 的原材料和半成品。	销售网络涵盖意大利、美国、瑞士、西班牙、荷比卢、英国、德国、日本、中国、俄罗斯、印度、巴西。主要市场是欧洲，占 50%，美洲占 36%。
斯可馨	拥有华东（苏州）和（海安）、华南（佛山）、华北（香河）华西（成都）四大生产基地、四大中心企业发展布局，是中国家具行业布艺沙发领袖企业。连续 5 年评为中国家具十大沙发品牌。	在国内拥有专卖店 2000 多家，产品出口德国、意大利、法国、英国、荷兰、比利时、日本、韩国、新加坡等 26 个国家和地区。与家居零售巨头“红星美凯龙”形成战略联盟合作伙伴。在淘宝天猫和美乐乐均有销售。

资料来源: 官网资料

**图表 17. 2015 年上市软体家具企业中国市场市占率测算**


资料来源: CSIL, 万得, 中银证券

**龙头对比: 顾家家居渠道最广, 国内收入与敏华控股并列领先, 产品品类较敏华丰富。**在国内市场, 顾家家居最主要的竞争对手是敏华控股和左右家私。与后两者相比, 顾家家居在渠道数量方面占有优势, 截至 2016 年, 顾家共拥有门店超 3,000 家, 敏华控股经销+直营店共 1,966 家, 左右家私约 2,000 家。在收入规模方面, 敏华总收入最高, 但顾家的国内收入与敏华相当, 约 29 亿元, 左右家私约 20 亿元。在产品品类方面, 顾家收入结构更为丰富, 强势品类沙发占比为 60%左右, 近几年来床垫、软床、餐椅和配套产品增长较快, 敏华的沙发及相关配套产品占比 90%。

**图表 18. 顾家家居、敏华控股、左右家私对比**

	顾家家居	敏华控股	左右家私
成立时间	1982 年	1992 年	1986 年
产品类别	沙发、软床、餐椅、床垫和配套产品	沙发、床垫、板式家具、海绵、家具配件等产品	主营沙发外还兼营软体沙发床、办公系列沙发、茶几、地毯等客厅配套产品系列
生产基地	江东生产基地、下沙生产基地、杭州生产基地、河北生产基地等 4 个	以深圳、吴江、惠州三地为主的生产基地	2010 年底, 新建的 20 万平米大型生产基地, 2003 年底, 新建 10 万平米的大型生产基地等
营收规模	2016 年总收入 47.95 亿元, 国内收入 29.12 亿元, 国外收入 15.89 亿元。沙发收入占比 60%。	2016 财年总收入 78 亿港元 (约合 68 亿人民币), 国内收入 (含香港) 29.58 人民币。沙发及配套产品收入占比接近 90%。	2016 年销售额约 20 亿元
渠道数量	2016 年底, 门店数量超过 3000 家 2016 年 6 月末直营店 201 家 电商	2016 年经销商门店 1844 家 2016 年直营店 122 家 电商	2016 年拥有 2100 多家门店、电商 (天猫京东旗舰店)

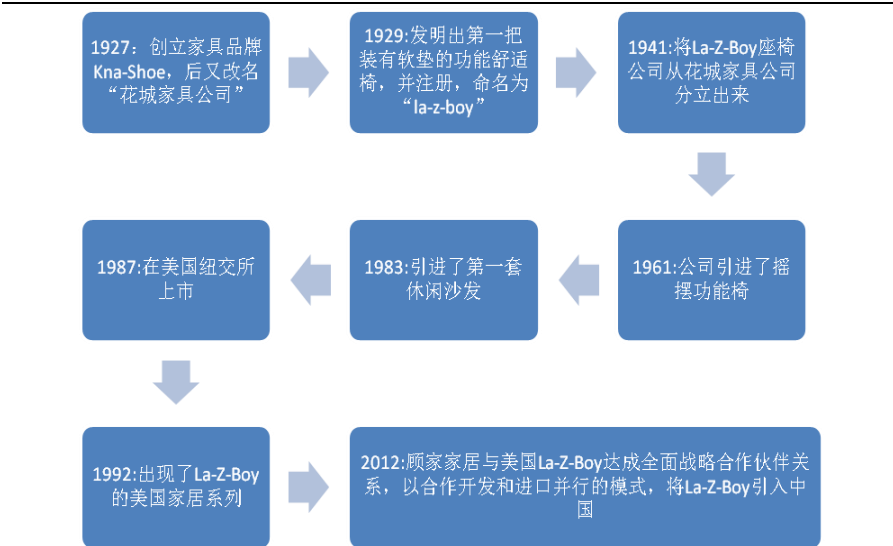
资料来源: 公司公告, 官网资料

### LA-Z-BOY: 全球软体家居领军企业, 零售品类丰富, 注重消费体验

LA-Z-BOY 是全球功能沙发的龙头企业, 其战略布局值得借鉴。公司大部分业务在美国本土, 在巩固功能沙发领先地位的同时, 同样注重其他软体家具及配套木质家具 (木质家具生产全部外包) 的销售, 产品线的完善带给客户更好的消费体验和公司更大的成长空间。公司近几年加强配有室内设计服务、消费体验更全面的 Furniture Galleries 门店的投入, 并加强自营门店投入, 展现了对场景化销售和贴近客户的重视。

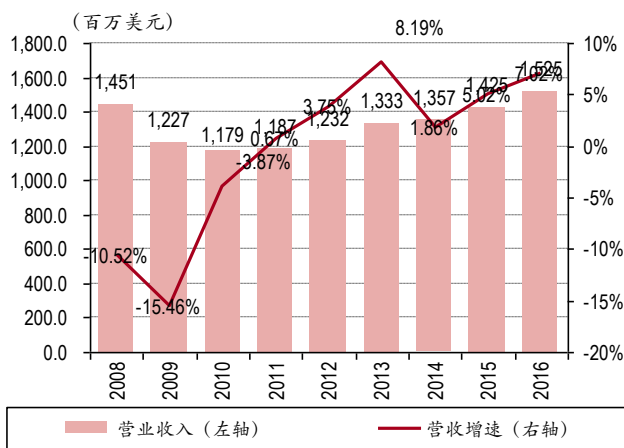
全球功能沙发龙头企业，2016 年营收 15.25 亿美元。LA-Z-BOY 是全球最大的功能沙发企业和领先的软体家居企业，在北美拥有 7 个生产基地和 6 个区域配送中心，主要收入来自美国，包括加拿大在内的出口收入占 11%。2016 年公司营业收入高达 15.25 亿美元，2011-2016 年 CAGR 为 5.14%，2016 年净利润为 7,925 万美元。

图表 19. LA-Z-BOY 发展历程



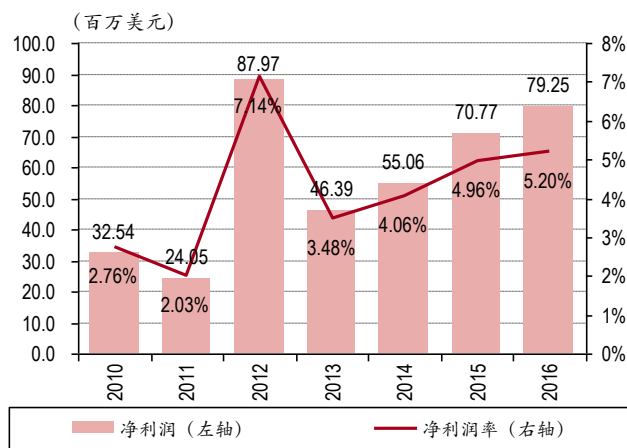
资料来源：公司官网

图表 20. 2008-2016 年 LA-Z-BOY 收入及其增速



资料来源：彭博

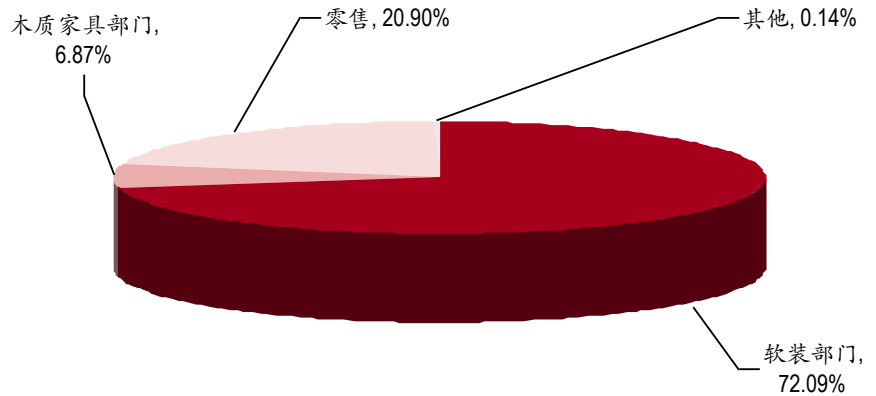
图表 21. 2010-2016 年 LA-Z-BOY 净利润及其增速



资料来源：彭博

软体家具是公司主要产品，配套家具收入占比约 7%，零售占比提升明显。公司分为三个业务部门：1，软装部门负责生产、采购和销售功能椅、沙发、座椅、连体系列沙发、双人沙发、垫脚软凳等产品，涵盖了 La-Z-Boy 品牌和子品牌 England，是公司最主要的业务部门。2，木质家具部门涵盖 Kincaid、American Drew 和 Hammary 三个品牌，主要负责采购和销售木质家具产品，包括卧室、餐厅、客厅家具等，以及配套产品。3，零售部门负责运营 124 个 La-Z-Boy Furniture Galleries，主要销售公司的软装产品，并搭售其他木制家具产品及家具饰品。从收入结构来看，剔除内部抵消的影响，软装部门的收入占比约 72%，木质家具占比 7%。零售占比 21%，较 2011 年的 14% 提升较大。

图表 22. 2015 年 LA-Z-BOY 各部门收入占比

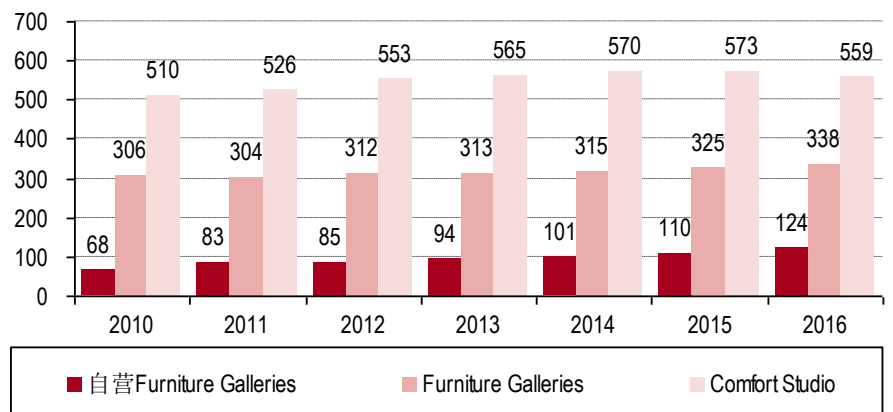


资料来源: 彭博

高端自营门店增长较快, 反映公司注重场景化消费体验的零售模式。截至 2016 年年中, 公司拥有 338 家 La-Z-Boy Furniture Galleries 店和 559 家 Comfort Studio 店, 公司自营的有 124 家 La-Z-Boy Furniture Galleries, 其余门店都由独立的零售商管理。La-Z-Boy Furniture Galleries 为客户提供整体设计感的 La-Z-Boy 产品, 并辅以室内设计服务。Comfort Studio 则被定义为展示和销售 La-Z-Boy 品牌产品的门店, 平均大小 1,500 平左右。除了近 900 家品牌专卖店外, 还有近 1,900 个经销商销售 La-Z-Boy 产品。另外, 公司还有其他子品牌, 包括 England、Kincaid、American Drew 和 Hammary, 这些品牌合计拥有约 1,500 个经销商。

从门店数量变化情况来看, Comfort Studio 门店数量于 2016 年出现小幅度下降, Furniture Galleries 稳健增加, 自营门店增长幅度最快, 反映了公司对零售业务的投入加大, 注重拥有场景化消费体验的零售模式。

图表 23. 2010-2016 年 LA-Z-BOY 专卖店数量一览

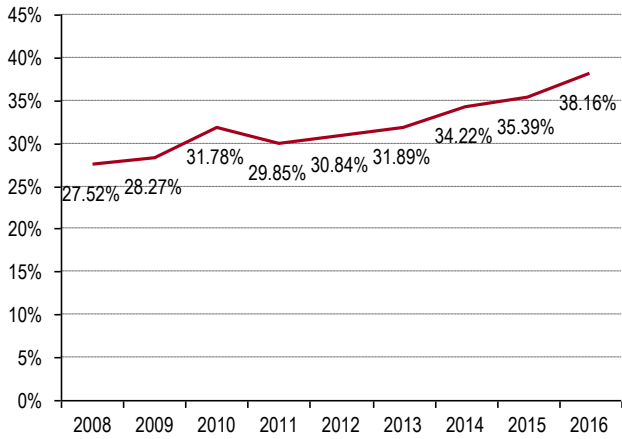


资料来源: 公司公告, 中银证券

注重门店展示, 带有设计服务和丰富品类的家居消费体验。公司和大部分零售商签订协议时, 都会规定其用独立门店或在自己门店内设立特定的区域展示和销售公司品牌产品, 这部分客户数量占到 61%, Art Van Furniture 等 4 个主要的经销商占 8%, 剩余零售商占 31%。公司为 La-Z-Boy Furniture Galleries 的经销商提供论坛活动交流经验, La-Z-Boy Furniture Galleries 通过丰富的产品品类和室内设计咨询师, 为客户提供全方位的家居购物服务, 这是其成功的关键。

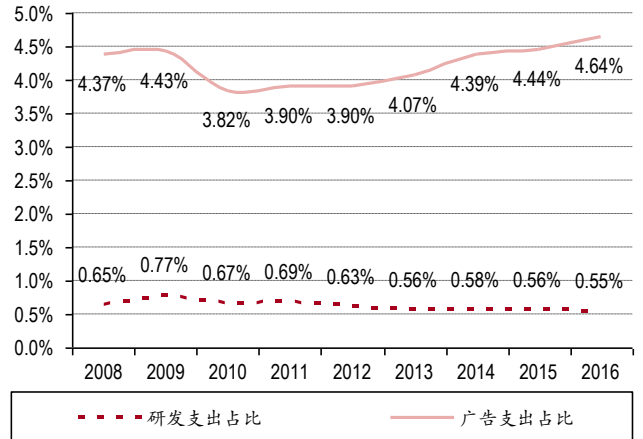
精细化经营、向零售及高端业务倾斜导致公司毛利率持续提升。毛利率逐渐提升。公司产品结构向高端倾斜，在零售业务端投入精力，木质家具产品全部转向外部采购，受益于供应链效率提升、产品结构优化以及高毛利率的零售业务比例提升，公司毛利率由2011年的低点29.85%提升至2016年的37.16%，导致盈利能力有所提升。

图表 24. 2008-2016 年 LA-Z-BOY 毛利率变化



资料来源：彭博

图表 25. 2008-2016 年 LA-Z-BOY 研发和广告支出占比



资料来源：彭博

## 品牌、渠道优势明显，期待内生外延并拓

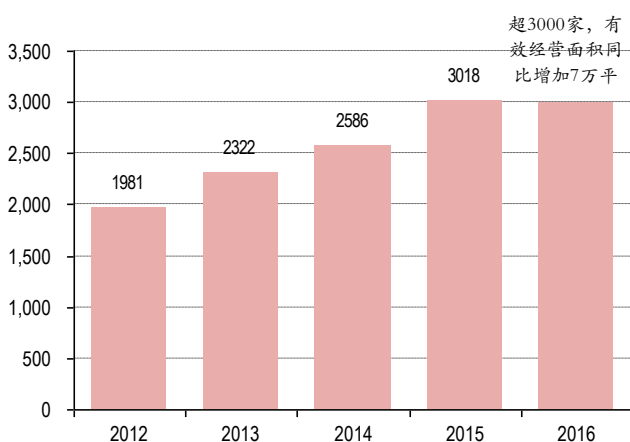
### 品牌和渠道优势明显，线上线下共同布局

**品牌内涵迎合国人家庭文化理念，全方位营销打造高认知度。**公司的品牌形象与“家文化”紧密结合，致力于打造幸福的家庭氛围和舒适体验，迎合了国人传统的家庭文化理念。公司聘请了邓超作为品牌代言人，通过线下活动、央视广告、冠名模特大赛和电视剧广告等方式进行全方位营销，品牌认知度在行业内领先。凭借不断的营销投入，以及多年的产品质量口碑，公司获得了家居行业标杆企业、影响力品牌 NO.1 等荣誉，在业内和消费者心目中都具有良好的声誉。

**渠道优势明显，门店数量多、位置优越、覆盖面广泛。**公司门店按类型可分为旗舰店独立店、卖场店和店中店，根据招股意向书的公告，公司直营的独立店面积为 3,761 平米，店中店的平均面积在 300-350 平米之间。截至 2016 年年中，公司拥有境内直营店 196 家，经销商店 2,686 家，境外直营店（香港）5 家，经销经销商店 26 家，部分省份的营销网络已经渗透到乡镇级别，门店数量呈现逐年上涨的趋势。此外，公司门店大多数位于当地核心商圈的优质地段，公司于各大家具卖场保持良好的合作关系，店铺的位置也十分优越。

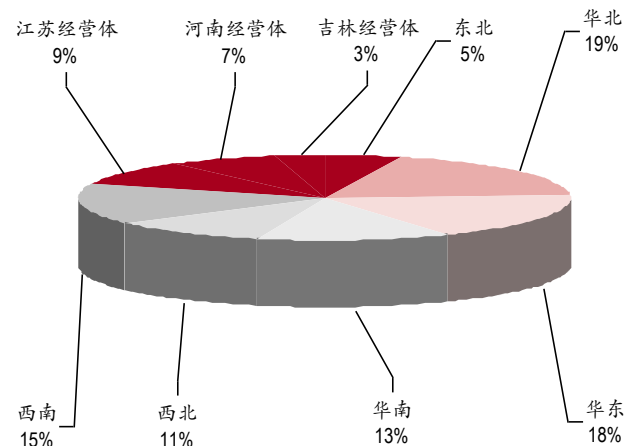
**创立经营体模式，解决渠道扩张后的管理瓶颈。**公司于 2013 年下半年开始在部分地区试点“经营体”销售模式，在目标区域选择规模较大、实力较强的经销商签署协议，由他们出资设立公司，作为经营体模式的运作载体自主经营、独立核算。由原来的顾家家居直接对接单个经销商转变为顾家家居通过经营体来对接单个经销商。截至 2016 年年中，公司共有河南、江苏、吉林顾家三个区域经营体。公司给经营体的出厂价比其他经销商低 5% 左右，但也相应减少了公司对单个经销商的营销和管理费用。经营体模式由家电行业移植而来，有助于解决公司经销网点不断扩张后的管理瓶颈，有助于公司渠道进一步加密和下沉，进一步提升市占率。

图表 26. 顾家家居境内门店合计



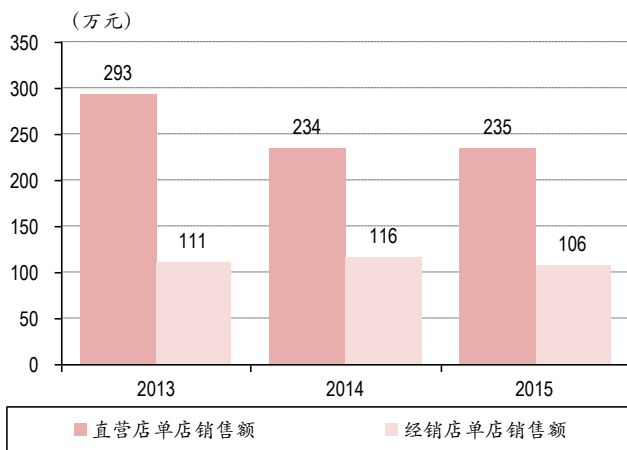
资料来源：公司公告

图表 27. 顾家家居门店分布

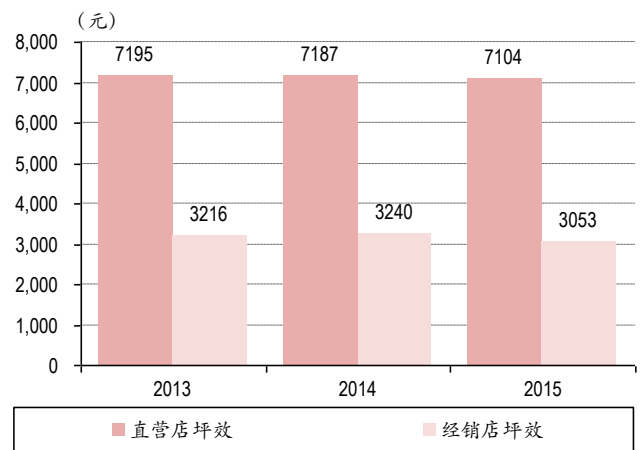


资料来源：公司公告

**坪效稳定。**剔除电商转单的影响，2013-2015 年，公司直营店单店平均销售额分别为 293/234/235 万元，坪效稳定在 7,100 元以上；公司经销店单店平均销售额分别为 111/116/106 万元，坪效稳定在 3,000 元以上。直营店主要设立在一、二线城市，因此单店销售额和坪效较高，经销店主要设立在二、三线及以下城市。

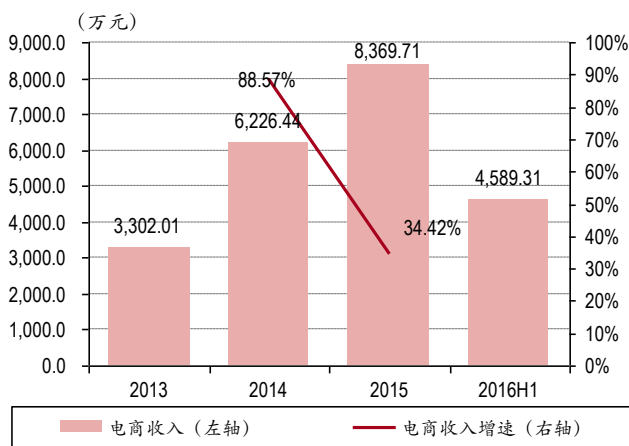
**图表 28. 公司门店平均销售额情况**


资料来源：公司公告，中银证券

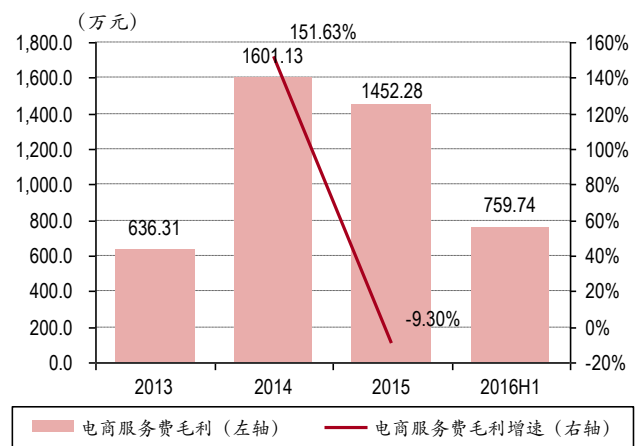
**图表 29. 公司门店平均坪效**


资料来源：公司公告，中银证券

**积极布局电商渠道，O2O 业内领先。**公司在电商渠道的布局也领先于竞争对手。2013年8月，公司设立顾家艺购子公司，入驻天猫、京东、唯品会等第三方电商平台。2014年9月，公司与齐家网共同投资设立控股子公司江苏链居，拟自建家具销售网络平台，加大互联网渠道建设力度。2016年双十一，顾家在天猫家居家装全品类的销量排行中位居第五，在住宅家具品类中排名第三，是软装家具品类的第一。公司根据发货地等因素，将电商平台上接到的终端消费者订单交给距离最近的经销商、直营店，或由公司直接发货，交给经销商的部分，公司会根据销售额提取一定比例的返点，2015年公司实现电商收入 8,370 万元，服务费毛利 1,452 万元。线下广泛的门店与电商流量相配合，公司形成软装家居行业领先的 O2O 体系。

**图表 30. 2013-2016H1 公司电商收入及其增速**


资料来源：公司公告，中银证券

**图表 31. 2013-2016H1 公司电商服务费毛利及其增速**


资料来源：公司公告，中银证券



图表 32. 2016 年天猫双十一家居家装全品类排行



资料来源：公司公告，中银证券

图表 33. 2015-2016 年天猫双十一住宅家具排行



资料来源：公司公告，中银证券

### 内生外延并拓，快速成长可期

公司 2016 年总营收达到 47.95 亿元，国内收入 29.12 亿元，已经是国内软体家具的龙头老大，但市占率仍然不足 2%，未来成长空间很大。我们看好公司凭借在研发制造、品牌、渠道方面的领先优势，以及资本市场的助力，继续快速成长。我们认为公司未来的增长点主要来自于以下几方面：

**1，渠道扩张。**2013-2015 年公司平均每年净增加 345 家境内门店，经销商门店的单店营收和坪效均较为稳定。公司目前拥有超过 3,000 家左右门店，以此开店速度测算渠道扩张带来的收入增速将达到 11.5%。2016 年因统计方式调整，名义上门店数量并未有较大幅度增长，但有效经营面积净增加 7 万平。不排除公司上市后资金实力增强，渠道布局加速。

**2，渠道升级。**宜家的成功显示了场景化一站式购物的作用，从 LA-Z-BOY 的战略布局也可以看出开大店、展示店对于品牌塑造和增强长期盈利的重要性。尤其是在电商渠道渗透率不断提升的背景下，线下展示店的价值进一步凸显。公司募投项目之一连锁网络扩建项目便包含开设 20 家直营旗舰店，平均面积 1,140 平方米，直营单店 130 家，平均面积 280 平米。渠道升级将有助于公司增强品牌消费体验，进一步提升市场地位，并更贴近消费者。

**3, 坪效增长。**公司直营店平均坪效7,100元, 经销店坪效约3,000元。随着销售品类的增加、互联网引流增加, 未来坪效仍有较大的提升空间。

**4, 品类延伸。**随着公司自制床垫于2013年开始在江东生产基地试产并投入市场, 床垫品类已经成为公司重要的收入来源, 2015年床垫和软床收入占比12%。未来, 公司将在沙发、软床、餐椅、床垫的基础上进一步延伸产品线, 定制产品、主打青春时尚风格的米檬系列有望崛起, 灯饰、窗帘、橱柜、智能家具等新品类也有望开拓, 向大家居企业迈进。

**5, 产能释放&完善供应链。**公司大部分沙发和床垫类产品为自制, 配套产品基本外购。在公司完成上市大事之后, 供应链有望得到更好的梳理, 募投项目的建成也将进一步增强公司的研发制造实力。公司已经与嘉兴市秀洲区政府签署项目投资协议, 拟建设80万套标准套软体家具产品项目, 新建项目彰显公司的做大规模的信心, 未来产能释放有望带动收入增长。

**6, 横向并购。**家居行业市场容量大且分散, 外延收购机会多。公司在登陆资本市场后, 有望加快横向并购节奏, 强大的品牌和渠道积累使得公司更容易与其他家具公司产生协同。

## 盈利预测

公司募投项目将新增 55 万套沙发、15 万套餐椅、18 万套软床、9 万套床垫产能，新增产能是 2015 年产量的 2 倍多，未来产能勿需担忧。

我们认为公司将继续巩固沙发产品优势，布艺沙发、功能沙发将增长迅速，预计 2017-2019 年沙发收入增速分别为 25%、18%、18%。

床垫和软床仍然处于产能释放期，预计 2017-2019 年软床收入增长 45%、40%、35%，床垫收入增长 60.89%、55.49%、50.12%。

预计餐椅将稳定增长，2017-2019 年分别增长 16.96%、16.92%、16.89%。随着品类扩张，配套产品收入占比逐渐提升，2017-2019 年分别占 16%、18%、20%。

我们预计公司 2017-2019 年每股收益分别为 1.89、2.38、2.91 元/股，分别同比增长 35.80%、25.88%、22.07%。鉴于公司在软装家居领域的龙头地位，在沙发制造、品牌和渠道方面优势明显，我们给予 2017 年 35 倍市盈率，对应股价 66.15 元，首次覆盖给予 **买入** 评级。

图表 34. 2014-18E 年公司收入拆分及预测 (百万元)

盈利预测及主要项目假设	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>收入</b>					
沙发	2,262.94	2,839.61	3,549.52	4,188.43	4,942.35
同比增长(%)	9.98	25.48	25.00	18.00	18.00
软床	304.04	450.28	652.90	914.06	1,233.98
同比增长(%)	29.67	48.10	45.00	40.00	35.00
床垫	131.33	199.58	321.10	499.28	749.51
同比增长(%)	171.27	51.96	60.89	55.49	50.12
餐椅	201.36	217.12	253.94	296.91	347.06
同比增长(%)	0.98	7.83	16.96	16.92	16.89
配套产品	541.05	728.39	999.21	1,425.18	2,006.32
占营业收入比重 (%)	14.68	15.19	16.00	18.00	20.00
其他收入	244.13	359.55	468.38	593.83	752.37
占营业收入比重 (%)	6.63	7.50	7.50	7.50	7.50
<b>毛利率(%)</b>					
其中：沙发(%)	41.50	40.98	40.47	41.01	40.64
软床(%)	42.98	42.30	41.00	42.00	42.00
床垫(%)	43.80	42.65	41.00	42.00	42.00
餐椅(%)	35.58	35.00	35.00	35.00	35.00
配套产品(%)	29.90	30.76	30.00	30.00	30.00
其他(%)	605.75	55.47	55.00	55.00	55.00
<b>费用率(%)</b>					
销售费用率(%)	20.89	22.06	22.06	22.06	22.00
管理费用率(%)	3.41	3.59	3.59	3.59	3.50

资料来源：公司资料，中银证券

**损益表(人民币 百万)**

年结日: 12月31日	2015	2016	2017E	2018E	2019E
销售收入	3,685	4,795	6,245	7,918	10,032
销售成本	(2,169)	(2,856)	(3,763)	(4,748)	(6,053)
经营费用	(905)	(1,267)	(1,544)	(1,996)	(2,552)
<b>息税折旧前利润</b>	<b>611</b>	<b>671</b>	<b>939</b>	<b>1,173</b>	<b>1,427</b>
折旧及摊销	(47)	(67)	(101)	(95)	(87)
<b>经营利润(息税前利润)</b>	<b>564</b>	<b>605</b>	<b>837</b>	<b>1,079</b>	<b>1,340</b>
净利息收入/(费用)	(18)	(8)	19	48	75
其他收益/(损失)	47	82	35	42	50
<b>税前利润</b>	<b>638</b>	<b>738</b>	<b>978</b>	<b>1,231</b>	<b>1,506</b>
所得税	(148)	(165)	(199)	(250)	(306)
少数股东权益	8	3	2	2	0
<b>净利润</b>	<b>498</b>	<b>575</b>	<b>781</b>	<b>983</b>	<b>1,200</b>
<b>核心净利润</b>	<b>408</b>	<b>439</b>	<b>645</b>	<b>847</b>	<b>1,064</b>
每股收益(人民币)	1.208	1.394	1.893	2.383	2.909
核心每股收益(人民币)	0.990	1.063	1.563	2.053	2.578
每股股息(人民币)	0.000	0.000	0.000	0.034	0.786
收入增长(%)	14	30	30	27	27
息税前利润增长(%)	5	7	39	29	24
息税折旧前利润增长(%)	5	10	40	25	22
每股收益增长(%)	17	15	36	26	22
核心每股收益增长(%)	6	7	47	31	26

资料来源: 公司数据及中银证券预测

**资产负债表(人民币 百万)**

年结日: 12月31日	2015	2016	2017E	2018E	2019E
现金及现金等价物	263	1,249	1,948	2,568	2,983
应收帐款	219	341	444	563	713
库存	446	683	901	1,136	1,449
其他流动资产	182	1,512	1,971	2,498	3,166
<b>流动资产总计</b>	<b>1,109</b>	<b>3,785</b>	<b>5,263</b>	<b>6,765</b>	<b>8,310</b>
固定资产	868	1,059	1,054	983	917
无形资产	129	172	155	140	126
其他长期资产	241	170	91	82	75
<b>长期资产总计</b>	<b>1,263</b>	<b>1,434</b>	<b>1,333</b>	<b>1,238</b>	<b>1,151</b>
<b>总资产</b>	<b>2,372</b>	<b>5,220</b>	<b>6,596</b>	<b>8,004</b>	<b>9,462</b>
应付帐款	283	441	580	733	934
短期债务	132	130	122	122	122
其他流动负债	746	1,196	1,462	1,750	2,131
<b>流动负债总计</b>	<b>1,162</b>	<b>1,767</b>	<b>2,164</b>	<b>2,605</b>	<b>3,187</b>
长期借款	170	0	200	200	200
其他长期负债	3	4	4	4	4
股本	330	413	413	413	413
储备	699	3,025	3,806	4,775	5,651
<b>股东权益</b>	<b>1,029</b>	<b>3,438</b>	<b>4,219</b>	<b>5,188</b>	<b>6,063</b>
少数股东权益	8	11	10	8	8
<b>总负债及权益</b>	<b>2,372</b>	<b>5,220</b>	<b>6,596</b>	<b>8,004</b>	<b>9,462</b>
每股帐面价值(人民币)	2.50	8.33	10.23	12.58	14.70
每股有形资产(人民币)	2.73	7.92	9.85	12.24	14.39
每股净负债/(现金)(人民币)	0.12	(2.71)	(3.94)	(5.44)	(6.45)

资料来源: 公司数据及中银证券预测

**现金流量表(人民币 百万)**

年结日: 12月31日	2015	2016	2017E	2018E	2019E
税前利润	638	738	978	1,231	1,506
折旧与摊销	47	67	101	95	87
净利息费用	19	16	(4)	(16)	(29)
运营资本变动	(515)	(109)	(8)	0	0
税金	148	165	199	250	306
其他经营现金流	424	98	(792)	(972)	(1,189)
<b>经营活动产生的现金流</b>	<b>762</b>	<b>975</b>	<b>474</b>	<b>588</b>	<b>681</b>
购买固定资产净值	(421)	(168)	0	0	0
投资减少/增加	37	5	0	0	0
其他投资现金流	134	(1,438)	0	0	0
<b>投资活动产生的现金流</b>	<b>(250)</b>	<b>(1,601)</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
净增权益	0	83	0	0	0
净增债务	20	(170)	200	0	0
支付股息	0	0	0	(14)	(324)
其他融资现金流	(442)	1,621	26	46	59
<b>融资活动产生的现金流</b>	<b>(422)</b>	<b>1,533</b>	<b>226</b>	<b>31</b>	<b>(266)</b>
现金变动	90	906	699	620	415
期初现金	164	263	1,249	1,948	2,568
公司自由现金流	513	(620)	489	620	726
权益自由现金流	513	(813)	678	605	710

资料来源: 公司数据及中银证券预测

**主要比率(%)**

年结日: 12月31日	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>盈利能力</b>					
息税折旧前利润率(%)	16.6	14.0	15.0	14.8	14.2
息税前利润率(%)	15.3	12.6	13.4	13.6	13.4
税前利润率(%)	17.3	15.4	15.7	15.6	15.0
净利率(%)	13.5	12.0	12.5	12.4	12.0
<b>流动性</b>					
流动比率(倍)	1.0	2.1	2.4	2.6	2.6
利息覆盖率(倍)	27.5	26.3	77.4	68.3	84.9
净权益负债率(%)	3.8	净现金	净现金	净现金	净现金
速动比率(倍)	0.6	1.8	2.0	2.2	2.2
<b>估值</b>					
市盈率(倍)	43.5	37.7	27.7	22.0	18.1
核心业务市盈率(倍)	53.0	49.4	33.6	25.6	20.4
目标价对应核心业务市盈率(倍)	66.8	62.2	42.3	32.2	25.7
市净率(倍)	21.0	6.3	5.1	4.2	3.6
价格/现金流(倍)	28.4	22.2	45.7	36.8	31.8
企业价值/息税折旧前利润(倍)	35.5	30.6	21.3	16.5	13.3
<b>周转率</b>					
存货周转天数	75.1	72.2	76.8	78.3	77.9
应收帐款周转天数	21.7	26.0	22.9	23.2	23.2
应付帐款周转天数	28.0	33.5	29.8	30.3	30.3
<b>回报率</b>					
股息支付率(%)	0.0	0.0	0.0	1.4	27.0
净资产收益率(%)	48.4	16.7	20.4	20.9	21.3
资产收益率(%)	18.3	9.0	11.3	11.8	12.2
已运用资本收益率(%)	42.2	17.1	21.0	22.1	23.3

资料来源: 公司数据及中银证券预测

## 研究报告中所提及的有关上市公司

敏华控股(1999.HK/港币 6.03, 未有评级)

以2017年6月7日当地货币收市价为标准  
本报告所有数字均四舍五入

## 披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券有限责任公司同时声明，未授权任何公众媒体或机构刊载或转发本研究报告。如有投资者于公众媒体看到或从其它机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券有限责任公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

## 评级体系说明

### 公司投资评级：

买入：预计该公司股价在未来 12 个月内上涨 20%以上；  
谨慎买入：预计该公司股价在未来 12 个月内上涨 10%-20%；  
持有：预计该公司股价在未来 12 个月内在上下 10%区间内波动；  
卖出：预计该公司股价在未来 12 个月内下降 10%以上；  
未有评级（NR）。

### 行业投资评级：

增持：预计该行业指数在未来 12 个月内表现强于有关基准指数；  
中立：预计该行业指数在未来 12 个月内表现基本与有关基准指数持平；  
减持：预计该行业指数在未来 12 个月内表现弱于有关基准指数。

有关基准指数包括：恒生指数、恒生中国企业指数、以及沪深 300 指数等。

## 风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券有限责任公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券有限责任公司的机构客户；2) 中银国际证券有限责任公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券有限责任公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券有限责任公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券有限责任公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券有限责任公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券有限责任公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券有限责任公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券有限责任公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券有限责任公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券有限责任公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

## 中银国际证券有限责任公司

中国上海浦东  
银城中路 200 号  
中银大厦 39 楼  
邮编 200121  
电话: (8621) 6860 4866  
传真: (8621) 5888 3554

## 相关关联机构:

### 中银国际研究有限公司

香港花园道一号  
中银大厦二十楼  
电话: (852) 3988 6333  
致电香港免费电话:  
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065  
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065  
新加坡客户请拨打: 800 852 3392  
传真: (852) 2147 9513

### 中银国际证券有限公司

香港花园道一号  
中银大厦二十楼  
电话: (852) 3988 6333  
传真: (852) 2147 9513

### 中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区  
西单北大街 110 号 8 层  
邮编: 100032  
电话: (8610) 8326 2000  
传真: (8610) 8326 2291

### 中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury  
London EC2R 7DB  
United Kingdom  
电话: (4420) 3651 8888  
传真: (4420) 3651 8877

### 中银国际(美国)有限公司

美国纽约市美国大道 1045 号  
7 Bryant Park 15 楼  
NY 10018  
电话: (1) 212 259 0888  
传真: (1) 212 259 0889

### 中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z  
新加坡百得利路四号  
中国银行大厦四楼(049908)  
电话: (65) 6692 6829 / 6534 5587  
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371