



## 强于大市

公司名称	股票代码	股价 (人民币)	评级
帝欧家居	002798.SZ	33.31	买入
欧派家居	603833.SH	117.35	买入
大亚圣象	000910.SZ	14.78	增持
志邦股份	603801.SH	43.31	增持

资料来源：万得，中银证券  
以2018年07月27日当地货币收市价为标准

### 主要催化剂/事件

- 地产政策变化
- 地产销售数据披露

### 相关研究报告

《轻工制造2018年中期策略：优选竞争优势龙头》20180628

中银国际证券股份有限公司  
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

\*刘凯娜为本报告重要贡献者

# 家居产业精装潮专题报告

## 精装房加速普及，家居工装业务成重要增长点

政策推动下助推我国精装房进入爆发期，精装房渗透率加速提升，预计2020年达30%。房产商集中度和精装房渗透率的提升，使得龙头房企的精装部品供应商受益。龙头家居企业在生产力、服务力、品牌力、价格力、资金力方面具备核心竞争力，工程业务有望跟随龙头客户快速成长。关注工程业务占比较高且成长迅速、盈利能力稳健的家居企业。

### 支撑评级的要点

- **精装房普及是必然趋势。**精装房具有提升住宅质量、提高装修效率、降低建设成本、减少环境污染、避免安全隐患等优势，其普及是必然趋势。我国目前精装房渗透率约20%，远低于欧美日等发达国家（约80%）。以日本为鉴，政府推广精装房的主要举措有：1) 产业：出台一系列产业政策推动住宅产业化、部品化，并保障厂家与消费者的多方权益；2) 技术：提出相应的技术开发计划与研究课题，合各方之力获得利好行业的技术成果；3) 财政：通过资金补助、低息贷款、税收优惠等方式，对相关组织提供财政支持。
- **政府、地产商、消费者共同发力，驱动住宅精装修普及：**1) 2016年起，我国省市及各地方政府相继出台一系列更具体精准、覆盖范围更广的精装房普及政策，助推我国进入精装住宅建设爆发期；2) 调查显示通过实行精装修，有14.38%的开发商增收超5亿元，可知为增加销售额，扩大利润空间，开发商驱动精装房普及动力十足；3) 数据显示2017年愿意购买精装房的消费者比例为26.8%，较10年前提升15.9%，消费者对精装房的购房意愿呈上升趋势；4) 预计我国精装房市场未来三年将以超15%的规模增速实现约30%的普及率。
- **龙头房企部品供应商有望率先受益。**2012-2017年，前50强地产开发商销售面积、销售额集中度分别提升13.64%、20.60%至30.43%、45.28%，集中度提升趋势明显，又因龙头地产商在精装房渗透更快的一二三线城市楼盘份额更多，精装房占比更高，其精装房份额将持续攀升。在此大背景下，在生产、服务、品牌、价格、资金上本就更具核心竞争力的龙头家居企业因更契合龙头地产商的采购要求，优势加码，将率先受益于精装房普及。

### 评级面临的主要风险

- 地产调控进一步收紧，成交量持续下滑；精装房普及速度不达预期。

### 重点推荐

- **帝欧家居：**2017年欧神诺大宗业务营收同比增长40.75%，占比约60%（+4%左右），较2011年的29.64%有明显提升，属业内最高，随着客户开发面积的不断增加，2020年预计达70%，大限度受益于精装房增长。另外，随着欧神诺与帝王洁具合作加强，二者可在渠道与产品上实现高效协同与互补，共同助推营收增长。预计公司2018-2020年EPS分别为1.67、2.16、2.85元。首次覆盖给予**买入**评级。
- **欧派家居：**17年公司传统橱柜业务稳健增长，新兴衣柜、木门、卫浴业务高速增长，整装业务稳步前行，大宗业务再度发力，营收同比增长68.45%，占比9.93%（+1.91%）。另外，欧铂丽渠道与产品经过整合，2018Q1橱柜、衣柜营收分别同比增长16.60%、348.98%，成为重要增长极。预计公司2018-2020年EPS分别为4.20、5.38、6.66元。维持**买入**评级。
- **大亚圣象：**公司是木地板龙头企业，2016年木地板销量、销售额市场份额分别为7.47%、4.77%，市场优势明显。2018Q1公司工程类地板营收同比增长超100%，全年计划将战略合作客户数拓展至70家左右，大宗业务销量预计同比增长超30%，占公司地板总销量的22%左右，渠道优势明显。2017年多层及三层实木复合地板销量占比提升至33%，产品结构改善明显。预计公司2018-2020年EPS分别为1.47、1.72、1.97元。首次覆盖给予**增持**评级。
- **志邦股份：**公司2017年大宗业务营收占比18.83%，较2016年提升3.05%，份额位列行业第一，18年虽然有所控制，但占比仍为橱柜行业中最高，有望最大限度受益于精装房普及。渠道扩张和预计公司2018-2020年EPS分别为2.03、2.74、3.59元。维持**增持**评级。

## 目录

<b>精装房普及是必然趋势 .....</b>	<b>6</b>
住宅全装修有利于提升质量、提高效率、降低成本 .....	6
他山之石：从日本看住宅精装修普及动因 .....	7
<b>政府、地产商、消费者发力，驱动住宅精装修普及 .....</b>	<b>10</b>
政策助推我国进入精装住宅建设爆发期 .....	10
利润增加驱动地产开发商提升精装房份额 .....	12
消费者购买精装房意愿加强 .....	13
我国精装房未来三年市场规模将以超 15% 的增速实现约 30% 渗透率 .....	14
<b>品牌家居企业工装业务迎来重要发展期 .....</b>	<b>17</b>
精装房配置愈发全面，部品品牌重要性俱增 .....	17
龙头地产开发商精装房份额将持续提升 .....	18
龙头房企部品供应商更具核心竞争力 .....	19
<b>投资建议 .....</b>	<b>23</b>
<b>风险提示 .....</b>	<b>25</b>
帝欧家居 .....	26
欧派家居 .....	33
大亚圣象 .....	39
志邦股份 .....	48
披露声明 .....	53

## 图表目录

图表 1. 住宅装修产业链框图:商品住宅装修一次到位实施细则 .....	6
图表 2. 商品住宅装修分类一览 .....	7
图表 3.精装修房优势明显 .....	7
图表 4.日本住宅建设行政组织架构图 .....	8
图表 5.日本推动住宅工业化发展的主要举措 .....	8
图表 6.政府通过产业政策推动住宅产业化 .....	9
图表 7. 政府利用技术开发计划与课题引导住宅建设技术进步 .....	9
图表 8. 我国住房精装修发展已进入爆发期 .....	10
图表 9.我国推行的精装修房政策一览 .....	11
图表 10.我国各地政府推行精装修房政策一览 .....	11
图表 11.地产开发商的住宅精装修率普遍低于 40% .....	13
图表 12.开发商实行精装修增收利润 1 亿元以上的超 30% .....	13
图表 13.愿意购买精装房的消费者比例呈上升趋势 .....	13
图表 14.2017 年二三四线城市精装房规模份额提升 10.34% .....	13
图表 15.2017H1 中高档楼盘份额呈上升趋势 .....	14
图表 16.2017H1 中档装修的楼盘份额提升 11.8% .....	14
图表 17.我国精装修房及其家居部品市场规模测算 .....	15
图表 18. 2017 年各住宅系统在精装房规划中的占比 .....	17
图表 19. 成熟的供应商资源整合是影响精装修推进的最大因素 .....	17
图表 20. 2017 年地产企业选择精装修房基础部品的考虑依据 .....	18
图表 21.我国前 50 强地产商销售面积同比增速领跑全国 .....	18
图表 22.我国前 50 强地产商销售额同比增速领跑全国 .....	18
图表 23. 近年我国地产开发商销售面积集中度呈上升趋势 .....	19
图表 24. 近年我国地产开发商销售额集中度呈上升趋势 .....	19
图表 25. 地产开发商招标采购流程一览 .....	20
图表 26.全国性地产开发商精装房项目采购方式一览 .....	21
图表 27.精装修房主材采购方式一览 .....	21
图表 28. 精装房部品供应商五大核心竞争力 .....	21
图表 29.精装修房主材供应商各项竞争力重要性一览 .....	22
图表 30.TOP20 房企的经济型、中档、高档装修项目合作品牌一览 .....	22
图表 31. 2015-2017 年瓷砖企业工程业务营收持续增长 .....	23
图表 32. 2015-2017 年瓷砖企业工程营收占比呈上升趋势 .....	23
图表 33. 2015-2017 年东鹏控股分渠道毛利率变化趋势 .....	23

图表 34. 2014-2017H1 蒙娜丽莎分渠道毛利率变化趋势 .....	23
图表 35. 定制家具企业工程业务营收规模 .....	24
图表 36. 定制家具企业工程业务营收占比 .....	24
图表 37. 2014-2016 年橱柜企业主营业务毛利率水平 .....	24
图表 38. 2014-2016 年橱柜企业工程业务毛利率水平 .....	24
图表 39. 2011-2018Q1 帝欧家居营收及其增速 .....	27
图表 40. 2011-2018Q1 帝欧家居归母净利润及其增速 .....	27
图表 41. 欧神诺工程业务营收占比 .....	28
图表 42. 欧神诺线下专卖店数量仍有很大扩张空间 .....	28
图表 43. 碧桂园为欧神诺贡献销售额及其占比皆逐年攀升 .....	29
图表 44. 欧神诺工程业务部分合作伙伴一览 .....	30
图表 45. 2017 年西南与华东地区是帝王洁具营收主要来源 .....	30
图表 46. 2016-2020E 年帝欧家居收入拆分及预测 (百万元) .....	31
图表 47. 2011-2018Q1 欧派家居营收及其增速 .....	34
图表 48. 2011-2018Q1 欧派家居归母净利润及其增速 .....	34
图表 49. 欧派家居各品类产能持续攀升 .....	35
图表 50. 欧派家居衣柜产能同比增速最高 .....	35
图表 51. 欧派家居单位产品生产成本呈下降趋势 .....	35
图表 52. 欧派家居衣柜生产成本下降幅度更大 .....	35
图表 53. 欧派家居橱柜单位生产成本下降幅度较大 .....	35
图表 54. 欧派家居衣柜单位生产成本下降幅度较大 .....	35
图表 55. 欧派家居 2017 年大宗业务营收同比增长 68.47% .....	36
图表 56. 欧派家居 2017 年大宗业务营收占比有所提升 .....	36
图表 57. 欧派家居大宗业务营收规模最大 .....	36
图表 58. 欧派家居 2017 年大宗业务营收占比较高 .....	36
图表 59. 2011-2018Q1 大亚圣象营收及其增速 .....	40
图表 60. 2011-2018Q1 大亚圣象归母净利润及其增速 .....	40
图表 61. 2015 年起大亚圣象毛利率加速提升 .....	40
图表 62. 2015 年起大亚圣象净利率加速提升 .....	40
图表 63. 2016 年我国人造板企业产值份额一览 .....	41
图表 64. 各企业木地板营收一览 .....	41
图表 65. 各企业木地板营收份额 .....	41
图表 66. 各企业木地板销量一览 .....	41
图表 67. 各企业木地板销量份额 .....	41
图表 68. 近年大亚圣象木地板产能持续扩张 .....	42

图表 69. 近年大亚圣象木地板产能利用率有所下降 .....	42
图表 70. 大亚圣象部分工程客户一览 .....	42
图表 71. 大亚圣象工程地板销量持续攀升 .....	43
图表 72. 大亚圣象工程地板销量占比将持续提升 .....	43
图表 73. 大亚圣象木地板均价位居行业前列 .....	43
图表 74. 三层及多层实木复合地板引领大亚圣象营收增长 .....	44
图表 75. 大亚圣象木地板毛利率持续攀升 .....	44
图表 76. 大亚圣象销售与管理费用率呈上升趋势 .....	44
图表 77. 大亚圣象销售费用率处于行业较高水平 .....	44
图表 78. 大亚圣象管理费用率处于行业较高水平 .....	45
图表 79. 大亚圣象仓储运输费用率处于行业较高水平 .....	45
图表 80. 大亚圣象广告宣传推广费用率处于行业较高水平 .....	45
图表 81. 大亚圣象工资薪酬(管理费)费用率处于行业较高水平 .....	45
图表 82. 大亚圣象的折旧摊销(管理费)费用率处于行业较高水平 .....	45
图表 83. 2016-2020E 年大亚圣象收入拆分及预测 (百万元) .....	46
图表 84. 2013-2018Q1 志邦股份营收及其增速 .....	49
图表 85. 2013-2018Q1 志邦股份归母净利润及其增速 .....	49
图表 86. 志邦股份橱柜经销商专卖店加速扩张 .....	50
图表 87. 志邦股份衣柜经销商专卖店加速扩张 .....	50
图表 88. 定制家具企业 2017 年橱柜单店提货额 .....	50
图表 89. 定制家具企业 2017 年衣柜单店提货额 .....	50
图表 90. 志邦股份 2017 年大宗业务营收同比增长 59.46% .....	51
图表 91. 志邦股份大宗业务营收占比呈上升趋势 .....	51
图表 92. 志邦股份大宗业务营收规模仅次于欧派家居 .....	51
图表 93. 志邦股份 2017 年大宗业务营收占比最高 .....	51
图表 94. 志邦股份大宗业务毛利率较高 .....	51

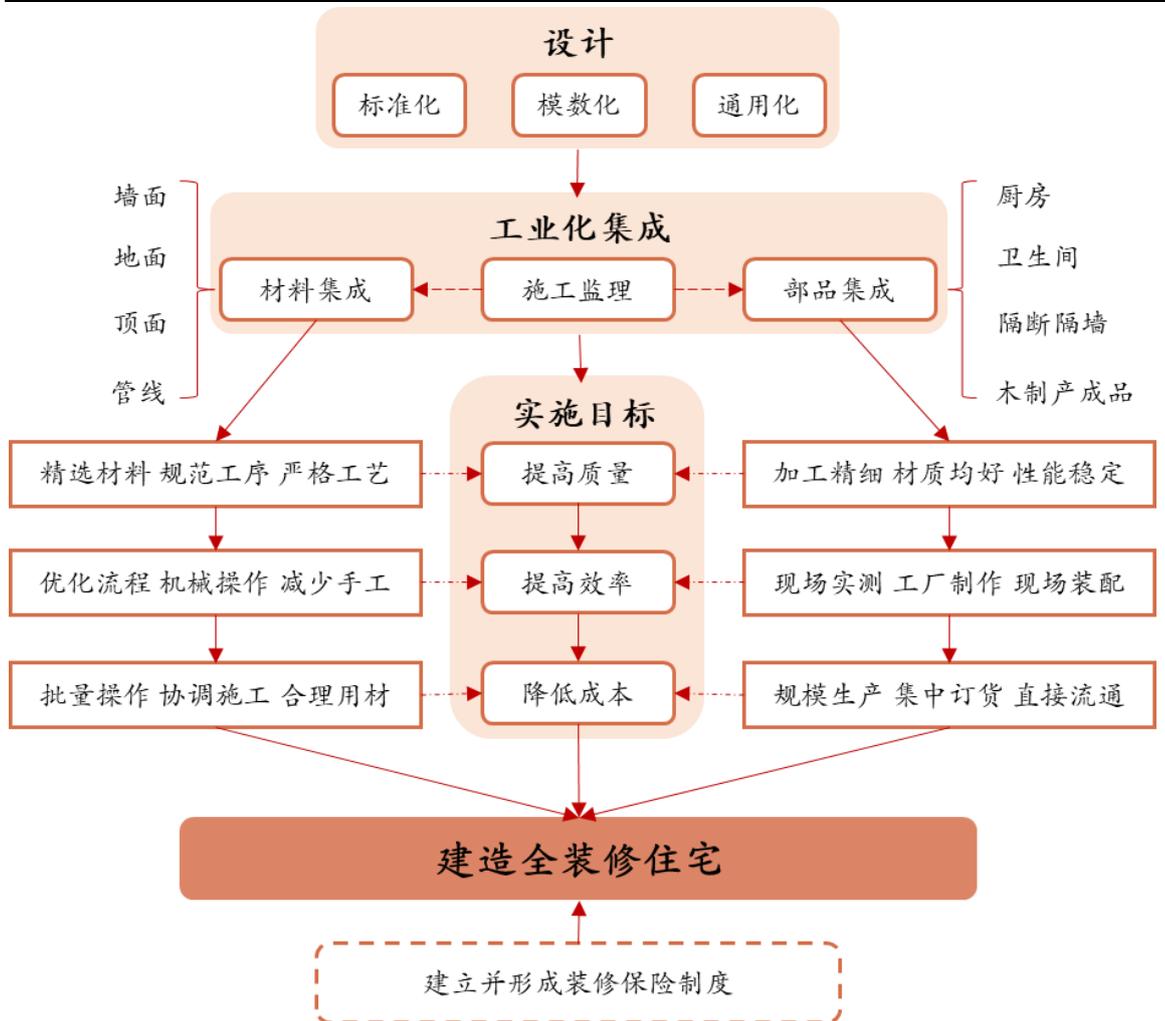
## 精装房普及是必然趋势

### 住宅全装修有利于提升质量、提高效率、降低成本

1999年，国务院办公厅72号文件转发原建设部等7部门《关于推进住宅产业现代化提高住宅质量的若干意见》，明确指出应加强住宅装修管理，推广装修一次到位或菜单式装修模式，避免二次装修造成的破坏结构、浪费和扰民等现象，拉开了我国住宅装修交付的序幕。

2002年，建设部印发《商品住宅装修一次到位实施细则》，指出装修一次到位（简称全装修住宅）是“房屋交钥匙前，所有功能空间的固定面全部铺装或粉刷完成，厨房和卫生间的基本设备全部安装完成”，并规范了装修管理、装修设计、装修实施等细则，使全装修住宅建设更加规范与明晰。至此，我国商品住宅精装修建设正式起航。

图表 1. 住宅装修产业链框图: 商品住宅装修一次到位实施细则



资料来源：建设部，中银证券

根据装修范围和程度，商品住宅可分为三类：毛坯房、全装修房、精装修房，其区别如下表所示：

**图表 2. 商品住宅装修分类一览**

类别	装修范围	配置物品	图例
毛坯房	屋内只有门框没有门，墙面地面仅做基础处理而未做表面处理。	无	
全装修住宅	所有功能空间的固定面全部铺装或粉刷完成，厨房和卫生间的基本设备全部安装完成。	地板、灯具、瓷砖、洁具、五金、集成吊顶、门、橱柜、浴室柜等	
精装修房	在全装修的基础上增加软装、家具、家电等。	<b>软装：</b> 窗帘、挂画、壁纸、摆件等； <b>家具：</b> 衣柜、电视柜、玄关柜、餐桌、餐椅、沙发、茶几、床及床头柜、书桌等； <b>家电：</b> 吸油烟机、燃气灶、热水器、净水器、洗碗机、空调等。	

资料来源：建设部，中银证券

全装与精装房的普及有利于设计、采购、施工等流程上的工业化集成，有效降低采购及安装成本，提高资源利用率，减少用户装修易造成的物料浪费、垃圾生产、环境污染、施工扰民等现象，避免用户采用劣质材料或随意拆改造成的安全隐患。

**图表 3. 精装修房优势明显**

类别	成本	环保	安全	耗时
毛坯房	★★★★★	★	★	★★★★★
全装修住宅	★★★	★★★★☆	★★★	★★★
精装修房	★☆	★★★★★	★★★★★	★☆

资料来源：中银证券

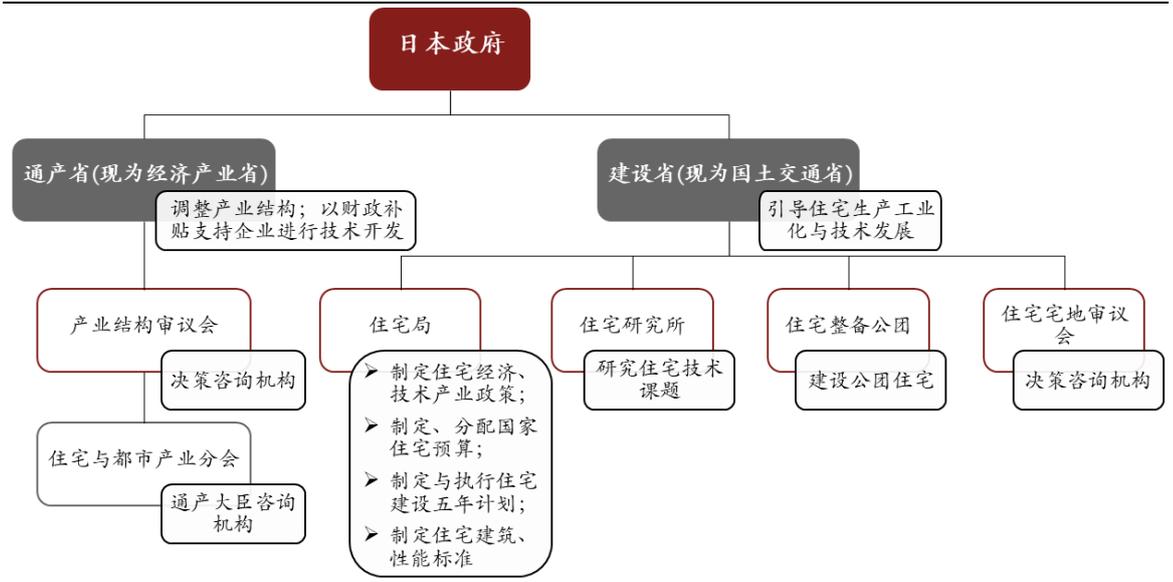
### 他山之石：从日本看住宅精装修普及动因

精装修模式起源于上世纪六十年代的瑞典，随后欧美日等发达国家纷纷跟进。由于各国人文与生活习俗不同，发展至今，特征各异。在美国，精装住宅以公寓为主，装修部品部件已实现“标准化、系列化、通用化”，业主可通过产品目录购买所需部品部件，进行DIY装修，整个装修过程业主的参与度很高。在以德国、法国为代表的欧洲，业主通常不太注重厨卫以外空间的硬装，追求精美而有个性化的软装，喜欢通过摆件、窗帘、桌布、餐具等装饰赋予住宅个性化的美感。在日本，当时住房紧缺的局面形成了住宅一体化流水线式生产模式，地面、墙面、浴缸、马桶、橱柜等皆由完整部件组合而成，住宅建设与装修实现了工厂化、标准化、装配化生产与组装，效率大幅提升。

由于日本与中国的人文及生活习俗相似度较高，我们以日本为例，研究精装房的发展历程，及其成功普及背后的关键性推动因素。

二战之后，日本政府为解决住房紧缺、劳动力不足、经济发展的矛盾，建立了由国家及地方政府提供财政支持的公有住宅供应体系，并推出了公营住宅、公团住宅、地方住宅供给公社的住宅。为实现公有住宅的更快、更多、更便宜供应，政府设立了通产省（现在的经济产业省）与建设省（现在的国土交通省），分别从调整产业结构、引导住宅生产工业化与技术发展角度出发，通过法规、政策、财政、机制等方式，对政府、企业及个人住宅建设进行引导与规范，从而推进以装配式住宅为代表的住宅工业化的开发与推广。

图表 4.日本住宅建设行政组织架构图



资料来源：中国房地产信息网，中银证券

我们归纳总结后发现，日本推动住宅工业化的主要举措可归纳为三个层面：产业、技术、财政。

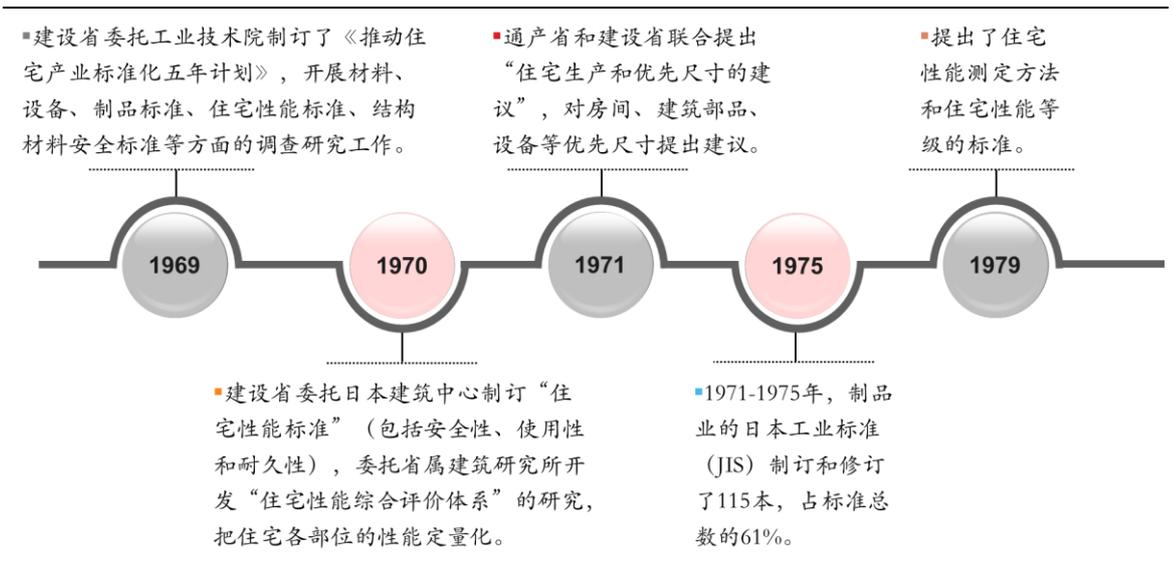
图表 5.日本推动住宅工业化发展的主要举措



资料来源：中国房地产信息网，中银证券

在产业层面，政府通过一系列产业政策推动住宅产业化、部品化，并于1974年建立了优良住宅部品（BL）认定制度，将BL部品强制推行至公营住宅中，又通过住宅性能认定制度、部品保险制度、优良工厂评审制度等，保障了厂家与消费者的多方权益。当时，政府建设的公团住宅以改善老百姓生活环境与生活质量为目标，在房屋格局设计等多方面超越了同时代房屋，并率先提供从建设到精装修全包的住宅，实现了系统厨房、浴缸、抽水马桶、大阳台等全套配备，引领当时的住宅建设风尚，成为民间住宅争相学习模仿，间接推动了浴缸、系统厨房等部品的迅速普及。

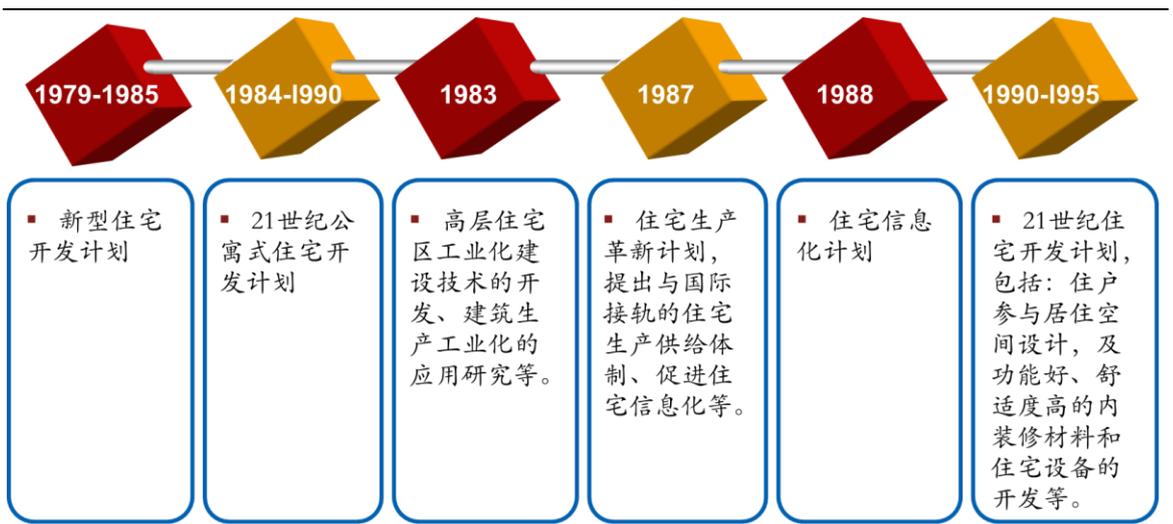
**图表 6. 政府通过产业政策推动住宅产业化**



资料来源：中国房地产信息网，中银证券

在技术层面，有关政府部门根据各时期所需提出相应的技术开发计划与研究课题，吸收官方、民间、学术界等各方研究机构的参加，最终合力得出技术成果。另外，从70年代起，政府开始围绕不同的技术目标开展技术方案竞赛，不仅进一步促进技术开发，还对竞赛结果起推广示范作用。

**图表 7. 政府利用技术开发计划与课题引导住宅建设技术进步**



资料来源：中国房地产信息网，中银证券

在财政层面，政府主要通过资金补助、低息贷款、税收优惠等方式，对开发住宅新技术的企业、公营住宅及公团住宅建设、民间住宅建设等提供财政支持。

## 政府、地产商、消费者发力，驱动住宅精装修普及

### 政策助推我国进入精装住宅建设爆发期

相较欧美日等发达国家，我国精装修住宅起步较晚，直至 1999 年才首次推出一次性装修或菜单式装修模式，提出要通过普及全装修，减少资源浪费与环境污染；2006 年起，随着房地产市场爆发，全国性地产开发商高速增长，建筑业发展“十二五”规划推出，精装房开始步入发展期；2013 年起，各地政府先后出台精装修推广政策，加速精装修住宅建设落地；2016 年起，更多省市及地方政府相继推出范围精准、目标明确的精装修政策，建筑业发展“十三五”规划更是明确提出到 2020 年，我国新开工全装修成品住宅面积要达 30%，一举将我国精装修建设推入爆发期，各地区精装修普及率加速提升。

图表 8. 我国住房精装修发展已进入爆发期



资料来源：住房城乡建设部官网，中银证券

**图表 9.我国推行的精装修房政策一览**

时间	政策	意义
1999	《关于推进住宅产业现代化提高住宅质量的若干意见》	定义并推广一次性装修或菜单式装修模式，提高住宅装修集约化水平。
2002	《商品住宅装修一次到位实施导则》	鼓励全国范围内取消毛坯房，推行装修房。
2008	《关于进一步加强住宅装饰装修管理的通知》	鼓励各地完善扶持政策，推广全装修房。
2011	《关于印发建筑业发展“十二五”规划的通知》	鼓励和推动新建保障性住房和商品住宅菜单式全装修交房。
2013	《关于转发发展改革委住房城乡建设部绿色建筑行动方案的通知》	积极推行住宅全装修，鼓励新建住宅一次装修到位或菜单式装修，促进个性化装修和产业化装修相统一。
2016	《关于大力发展装配式建筑的指导意见》	推进建筑全装修；实行装配式建筑装饰装修与主体结构、机电设备协同施工。
2017	《关于印发建筑业发展“十三五”规划的通知》	制定新建建筑全装修交付的鼓励政策，提高新建住宅全装修成品交付比例，提出到2020年，新开工全装修成品住宅面积达到30%

资料来源：住房和城乡建设部官网，中银证券

**图表 10.我国各地政府推行精装修房政策一览**

地区	时间	政策
宁夏	2010年起	新建住宅全装修面积占当年住宅竣工面积的10%以上；银川中心城区新建住宅实行全装修的面积达年度竣工面积的20%以上
	2015年	新建住宅全装修面积占年度竣工面积50%以上
河北	2012年起	全省新建住房全装修应达10%；石家庄、唐山市新建住宅全装修比例逐年增加不低于10%，其他各市逐年增加不低于7%；石家庄市、唐山市、廊坊市、邯郸市中心城区新建住房年度竣工面积30%以上为全装修
	2017年	争取全省新建住房全装修比例不低于60%
	2020年	石家庄市政府投资项目100%采用装配式建造方式建设，非政府投资项目60%以上采用装配式建造方式建设。
深圳	2013年	新建保障性住房应一次性装修
内蒙古	2013年	全区新建住宅全装修比例达项目总建筑面积的20%以上，以后逐年按不低于15%的比例增加，其中公共租赁住房 and 廉租住房全部进行装修后交付使用。
	2018年	新建住宅全装修比例达80%以上
厦门	2014.01.01	招拍挂、协议出让等方式新获得建设用地的商品住宅100%全装修
黑龙江	2015.2.10	全省新建商品房全装修比例力争提升10%，争取到15年新建住宅全装修率达30%以上。
安徽	2015年起	合肥新建住宅全装修比例逐年增加不低于8%；其他设区城市全装修比例逐年增加不低于5%
	2017年末	全省政府投资新建建筑100%全装修；合肥新建住宅全装修达30%；其他设区城市全装修达20%
	2015.5.1	全市保障房100%全装修
北京	2017.9.30	全市共有产权住房100%全装修
	2020年	到2020年实现拼装建筑占新建建筑比例30%以上
辽宁	2015年	全省新建5万平方米以上住宅小区全装修10%以上
	2020年	全省新建住宅全装修50%以上
蚌埠	2015年	政府投资新建建筑100%全装修；城镇新建住宅20%全装修
长沙	2015年	芙蓉区、天心区、岳麓区、开福区、雨花区新开工住宅全装修比例不低于15%；望城区、长沙县、浏阳市、宁乡县新开工住宅全装修比例不少于10%；全市新开工公共租赁住房100%全装修
	2018年	市内五区（芙蓉区、天心区、岳麓区、开福区、雨花区）行政区域内新供地的商品住宅项目，采用全装修建设交付的比例不低于70%
	2020年	芙蓉区、天心区、岳麓区、开福区、雨花区新开工住宅全装修达65%以上；望城区、长沙县、浏阳市、宁乡县新开工住宅全装修达35%以上

资料来源：各地方政府官网，中银证券

**续图表 10.我国各地政府推行精装修房政策一览**

地区	时间	政策
浙江	2016.10.01	全省中心城区出让或划拨土地上的新建住宅 100%全装修
	2020 年	全省新建多层和高层住宅基本实现 100%全装修
广东	2016 年	珠海市公租房 100%全装
山东	2017 年	全省设区城市新建高层住宅, 100%全装修
	2018 年	全省新建高层、小高层住宅 100%全装修
海南	2017.07.01	全省新建商品住宅工程 100%全装修
上海	2017.01.01	外环线内新建住宅 100%全装修; 奉贤区、金山区、崇明区全装修比例为 30%, 其他地区全装修比例为 50%; 公共租赁住房(含集中新建和商品住房中配建) 100%全装修
	2020 年	奉贤区、金山区、崇明区新建住宅全装修应达 50%;保障性住房中公共租赁住房 100%全装修
湖北	2017.07.01	全省新建公共租赁住房实施 100%全装修
	2020 年	武汉市、襄阳市、宜昌市、荆门市新建住宅 100%全装修; 其他设区城市、恩施土家族苗族自治州、直管市和神农架林区新建住宅全装修应达 50%
阜阳	2017 年末	政府投资新建建筑 100%全装修; 新建住宅全装修 30%以上
南京	2017 年	住宅建筑成品住房全装修 30%以上
	2020 年	住宅建筑成品住房全装修 50%以上
南昌	2018 年起	全市新建住宅 100%全装修
江苏	2018 年	苏州明确新建普通商品住房应实施全装修, 其他居住建筑倡导实施全装修。
	2020 年	全省新建成品住房全装修 40%以上, 其中设区市新建成品住房 50%以上为全装修, 其他城市 30%以上为全装修; 全省装配式建筑和政府投资的新建公共租赁住房 100%全装修
	2025 年	全省新建成品住房全装修 50%以上
河南	2018.01.01	全省新开工建设商品住宅除 4 层以下及单套面积大于 200 平方米实施 100%全装修
	2020 年	全省新建商品住宅基本实现 100%全装修
天津	2018.01.01	全省装配式建筑的保障性住房和商品住房 100%全装修
	2020 年	装配式建筑将占全部新建建筑 30%以上
	2020 年	全市装配式建筑的保障性住房和商品住房 100%全装修
	2025 年	全市国有建设用地新建住宅 100%全装修
成都	2018 年	中心城区新开工商品住宅和保障性住房全装修 60%; 郊区市、县全装修 40%
	2019 年	中心城区新开工商品住宅和保障性住房全装修 80%; 郊区市、县全装修 60%
	2020 年	中心城区新开工商品住宅和保障性住房全装修 100%; 郊区市、县全装修 80%
	2021 年	郊区市、县新开工商品住宅和保障性住房全装修 90%
福建	2022 年	郊区市、县新开工商品住宅和保障性住房全装修 100%
	2018 年	福州市保障性住房 100%全装
广西	2020 年末	综合试点城市新建成品房全装修 20%以上; 其他设区市新建成品房全装修 10%以上
	2020 年	全省新建住宅 50%全装修
四川	2022 年	成都新开工商品房和保障性住房 100%全装修
	2025 年	全省新建住宅 70%全装修

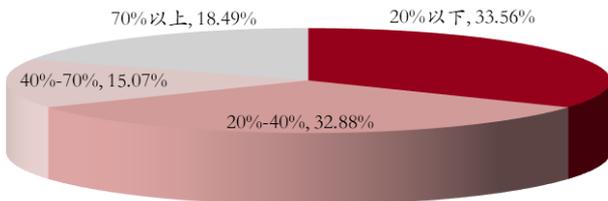
资料来源: 各地方政府官网, 中银证券

### 利润增加驱动地产开发商提升精装房份额

精装房有利于扩大地产开发商经营范围, 增加销售额, 扩大利润空间, 因此, 越来越多地产商开始涉足精装房领域。

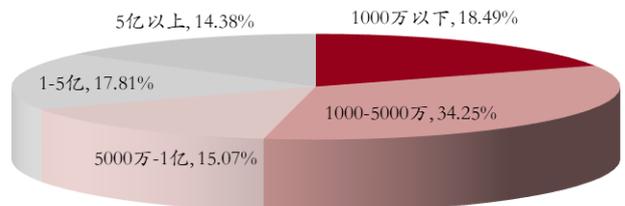
新浪地产发起一项精装修调查结果显示，2017年有超60%的开发商的住宅精装修率低于40%，精装修率高于70%的占比18.49%，相较欧美平均超80%的精装修效率，仍有很大提升空间。另外，通过实行精装修，有32.19%的开发商增收超1亿元，其中，增收超5亿元的占比达14.38%，印证了若资源充足，开发商的确有动力提升项目的精装修房占比。

图表 11. 地产开发商的住宅精装修率普遍低于 40%



资料来源：新浪地产，中银证券

图表 12. 开发商实行精装修增收利润 1 亿元以上的超 30%

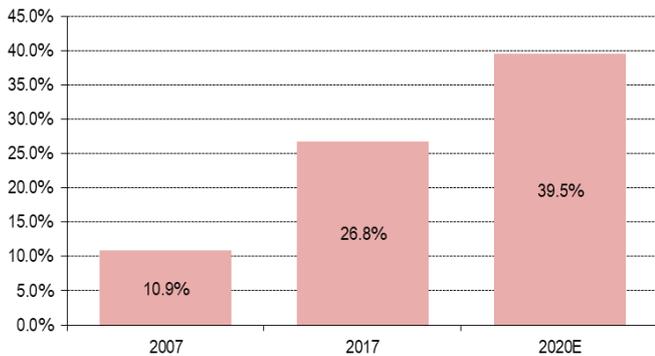


资料来源：新浪地产，中银证券

### 消费者购买精装房意愿加强

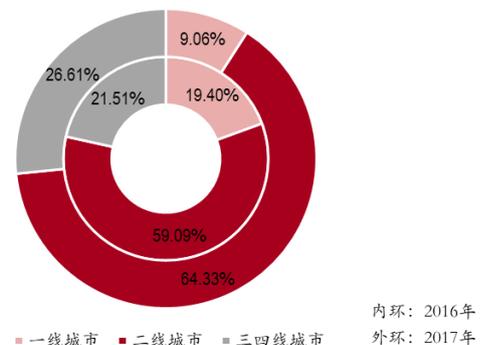
据奥维云网调研数据显示，2017年，愿意购买精装房的消费者比例为26.8%，较10年前提升15.9%，2020年预计可达39.5%，消费者意愿的提升有利于精装房的普及。另外，据奥维云网监测数据显示，2017年二线、三四线城市的精装房规模份额分别提升5.24%、5.10%，一线城市份额则下降10.34%，精装房下沉趋势明显。由于二三四线城市新建住宅规模更大，随着精装房的持续渗透，我国精装房市场规模预计有很大增长空间。

图表 13. 愿意购买精装房的消费者比例呈上升趋势



资料来源：奥维云网，中银证券

图表 14. 2017 年二三四线城市精装房规模份额提升 10.34%

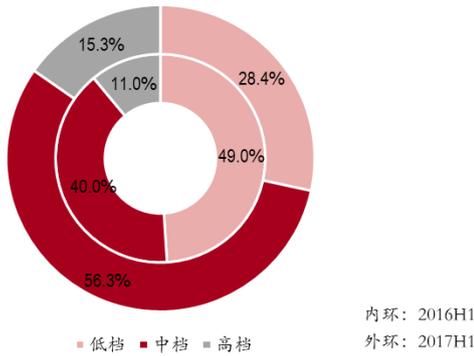


资料来源：奥维云网，中银证券

近年随着地价屡创新高，楼价也持续攀升，对地产商而言，为覆盖地价成本，须提高楼盘售价，通过精装修房提供附加产品的方式来提升楼价成了许多地产商的选择。而在高楼价的衬托下，购房者对装修价格的接受度随之提高。

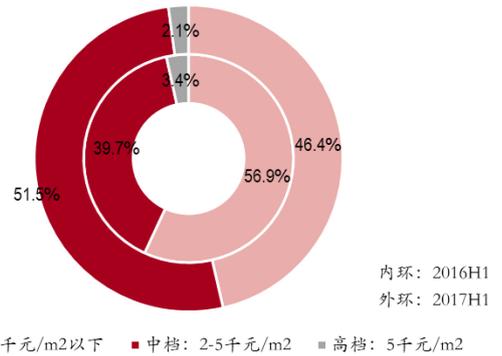
据奥维云网数据显示，2017H1中档价格的楼盘份额提升16.3%至56.3%，高档价格的楼盘份额提升4.3%至15.3%，精装房提供的装修档次中，2-5千元/㎡的中档装修成了过半数购房者的选择，份额提升11.8%至51.5%。

图表 15.2017H1 中高档楼盘份额呈上升趋势



资料来源：奥维云网，中银证券

图表 16.2017H1 中档装修的楼盘份额提升 11.8%



资料来源：奥维云网，中银证券

由以上可知，政府对精装房普及意愿强烈，接连通过政策推行；地产商无论从政策层面亦或自身利益层面考虑，都会发力精装房渗透；消费者对精装房的购房意愿已呈上升趋势，三方共同作用下，精装房份额提升将是未来大趋势。

### 我国精装房未来三年市场规模将以超 15% 的增速实现约 30% 渗透率

为进一步了解精装修房主要家居部品潜在市场规模，我们对其进行了测算。假设：

- 1) 2018-2020 年商品房住宅销售面积同比增速皆为 3%；
- 2) 各地产开发商的商品房住宅销售面积份额等同于商品房销售面积份额；
- 3) 每套住宅平均 100 平方米，含三室一厨两卫，配置 1 套整体橱柜、2 套卫浴洁具、6 扇木门、100 m<sup>2</sup> 瓷砖或 80 m<sup>2</sup> 木地板；
- 4) 2017 年每套住宅配置的整体橱柜、木门、瓷砖、木地板、卫浴洁具平均单价分别为 0.40、0.29、0.47、0.54、0.60 万元，由于品类优化等原因，2018-2020 年各类部品单价以每年 5% 的增幅上升；
- 5) 全国商品房住宅 60% 使用瓷砖，40% 使用木地板；
- 6) 2018-2020 年地产开发商的住宅销售面积集中度、精装修率变化幅度如下：

**图表 17.我国精装修房及其家居部品市场规模测算**

	2017	2018E	2019E	2020E
全国商品房住宅销售面积 (万平方米)	144,788.77	149,132.43	153,606.40	158,214.60
<b>销售面积份额</b>				
CR5	12.70%	14.20%	15.50%	16.50%
CR6-10	5.04%	5.54%	6.04%	6.54%
CR11-20	4.89%	5.39%	5.89%	6.39%
CR21-30	3.47%	3.67%	3.87%	4.07%
CR31-50	4.32%	4.72%	5.12%	5.52%
CR51-100	5.81%	6.81%	7.81%	8.81%
其它	63.76%	59.66%	55.76%	52.16%
<b>精装修率</b>				
CR5	80.00%	83.0%	87.00%	92.0%
CR6-10	60.00%	63.0%	66.0%	69.0%
CR11-20	35.00%	37.0%	39.0%	41.0%
CR21-30	25.00%	27.0%	29.0%	31.0%
CR31-50	18.00%	20.0%	22.0%	24.0%
CR51-100	10.00%	12.0%	14.0%	16.0%
其它	5.00%	6.00%	7.00%	8.00%
<b>全国</b>	<b>20.31%</b>	<b>23.61%</b>	<b>27.02%</b>	<b>30.49%</b>
<b>精装修套数 (万套)</b>				
CR5	147.14	175.80	207.18	240.21
CR6-10	43.78	52.05	61.23	71.40
CR11-20	24.77	29.73	35.27	41.43
CR21-30	12.57	14.79	17.26	19.98
CR31-50	11.27	14.09	17.31	20.97
CR51-100	8.41	12.18	16.79	22.30
其它	46.16	53.39	59.96	66.03
<b>全国</b>	<b>294.10</b>	<b>352.03</b>	<b>415.00</b>	<b>482.32</b>
<b>全国精装修房套数同比增速</b>	—	<b>19.70%</b>	<b>17.89%</b>	<b>16.22%</b>
<b>整体橱柜</b>				
单价 (万元/套)	0.40	0.42	0.44	0.46
市场规模 (亿元)	117.64	147.85	183.02	223.34
<b>木门</b>				
单价 (万元/套房)	0.29	0.30	0.32	0.33
市场规模 (亿元)	84.70	106.45	131.77	160.80
<b>瓷砖</b>				
单价 (万元/套房)	0.47	0.49	0.52	0.54
市场规模 (亿元)	82.94	104.24	129.03	157.45
<b>木地板</b>				
单价 (万元/套房)	0.54	0.57	0.60	0.63
市场规模 (亿元)	63.53	79.84	98.83	120.60
<b>卫浴洁具</b>				
单价 (万元/套房)	0.60	0.63	0.66	0.69
市场规模 (亿元)	176.46	221.78	274.52	335.01
<b>总市场规模</b>	<b>525.27</b>	<b>660.17</b>	<b>817.17</b>	<b>997.20</b>
<b>总市场规模增速</b>	—	<b>25.68%</b>	<b>23.78%</b>	<b>22.03%</b>

资料来源: Wind, 中银证券

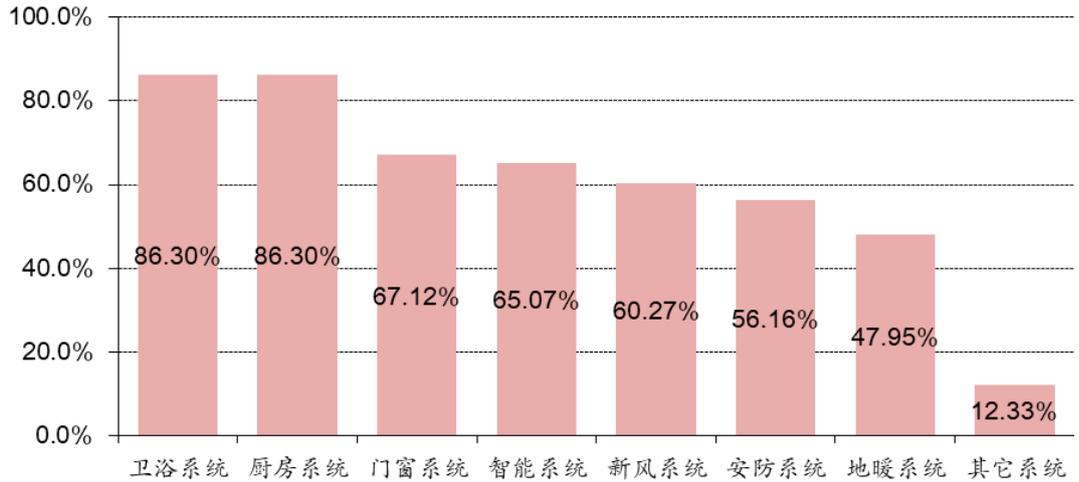
测算结果显示，2018-2020 年，我国精装修房渗透率预计分别为 23.61%、27.02%、30.49%，销售套数分别为 352、415、482 万套，主要配套家居部品市场规模每年以超 20% 的同比增速分别增长至 660、817、997 亿元，市场前景广阔。

## 品牌家居企业工装业务迎来重要发展期

### 精装房配置愈发全面，部品品牌重要性俱增

据新浪地产对地产开发企业进行的调研数据显示，2017年精装房规划中，卫浴系统、厨房系统皆以86.30%的比例成为配置率最高的住宅系统，门窗系统以67.12%的比例占据第三，智能系统、新风系统、安防系统的比例也皆超50%，可见目前我国精装房配置愈发全面。

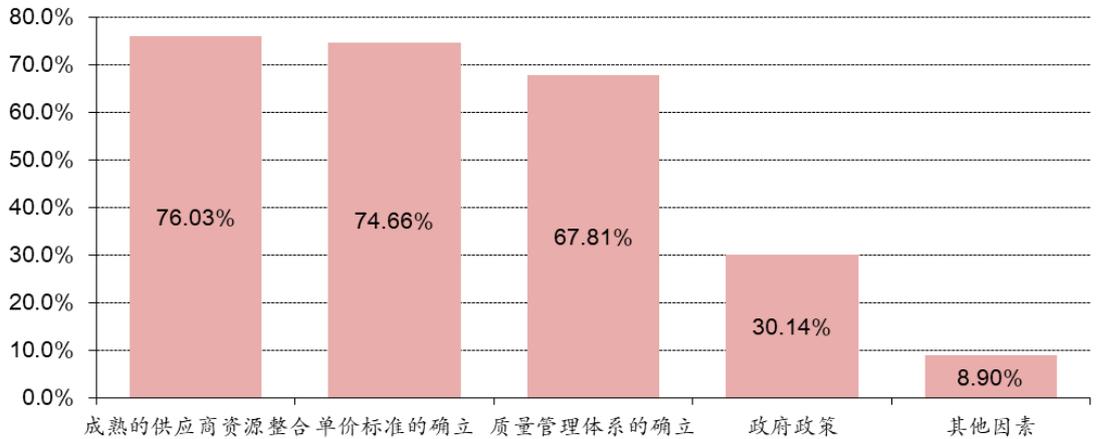
图表 18. 2017 年各住宅系统在精装房规划中的占比



资料来源：新浪地产，中银证券

在影响精装修推进的因素中，成熟的供应商资源整合以76.03%的比例排名第一，单价标准的确立以74.66%的比例紧随其后，质量管理体系的确立以67.81%的比例位列第三，可见下游供应商在精装修链条中占据重要地位。

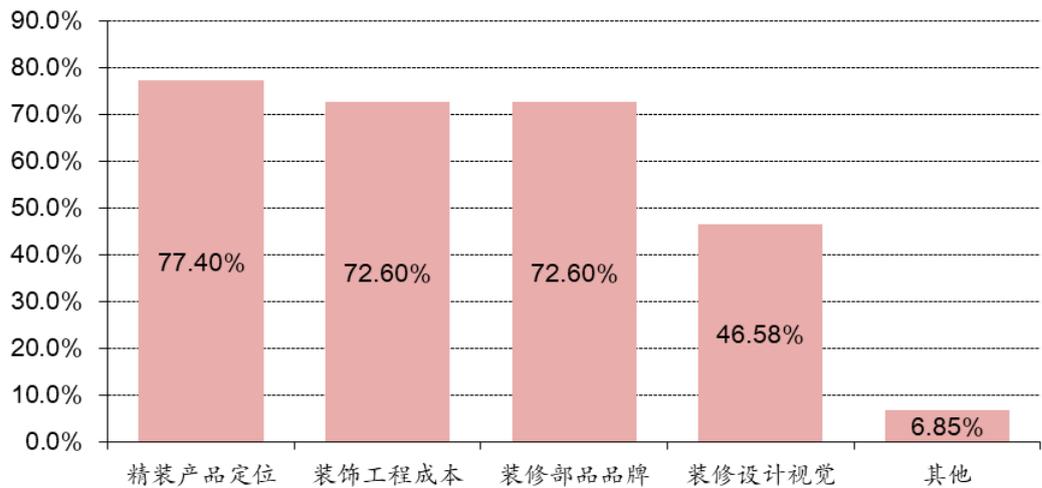
图表 19. 成熟的供应商资源整合是影响精装修推进的最大因素



资料来源：新浪地产，中银证券

地产开发商在选择下游供应商时，首先考虑的是精装产品定位，其次是装饰工程成本与装修部品品牌。在房价持续上涨、龙头地产企业份额持续攀升的大背景下，精装房档次普遍呈上升趋势，结合地产开发商将基础部品品牌的重要性与成本并列第二，将直接利好各部品所属行业的龙头企业发展。

图表 20. 2017 年地产企业选择精装修房基础部品的考虑依据

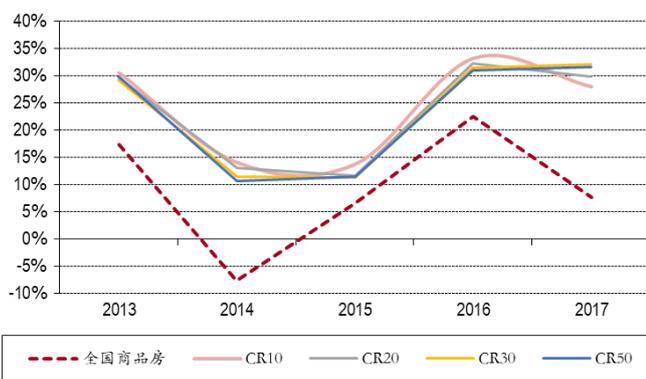


资料来源：新浪地产，中银证券

### 龙头地产开发商精装房份额将持续提升

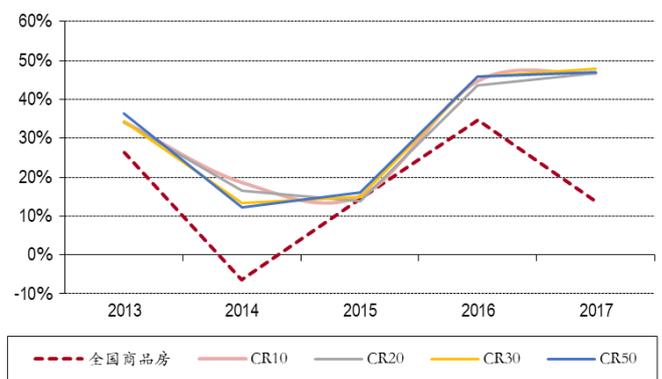
在规模效应与龙头优势的加持下，我国地产开发行业呈现强者恒强，集中度持续提升趋势。2013-2017 年，我国前 50 强地产商销售面积、销售额同比增速皆明显高于全国平均水平，在受限购政策影响的 2017 年，全国商品房销售面积、销售额的同比增速分别下降至 7.66%、13.67%，前 50 强地产商的销售面积、销售额同比增速分别维持在 31.59%、46.98%，维持领跑地位，助行业集中度持续提升，如 2012-2017 年，前 50 强地产开发商的销售面积、销售额集中度分别提升 13.64%、20.60%，达 30.43%、45.28%。

图表 21. 我国前 50 强地产商销售面积同比增速领跑全国

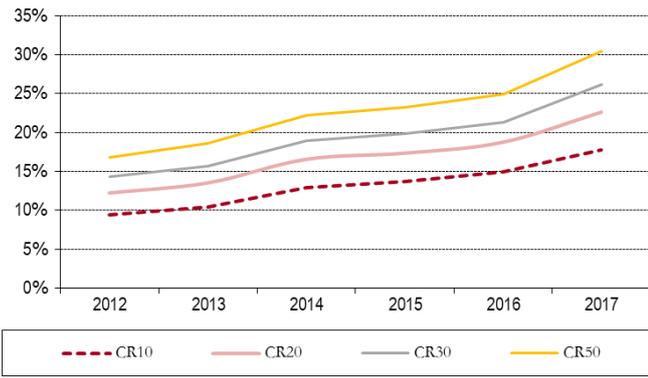


资料来源：Wind，中银证券

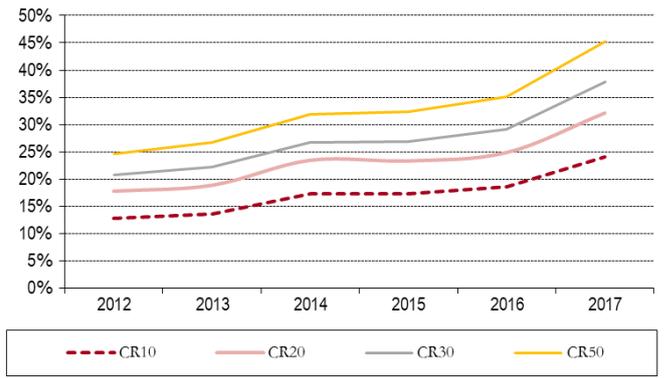
图表 22. 我国前 50 强地产商销售额同比增速领跑全国



资料来源：Wind，中银证券

**图表 23. 近年我国地产开发商销售面积集中度呈上升趋势**


资料来源: Wind, 中银证券

**图表 24. 近年我国地产开发商销售额集中度呈上升趋势**


资料来源: Wind, 中银证券

由于建设精装修房需要强大的资金实力、成熟的供应商资源、科学的供应链管理体系、健全的质量管控体系等，龙头地产企业具备明显优势，又因其在精装房渗透更快的一二三线城市楼盘份额更多，精装房占比更高，规模效应加持，龙头地产开发商精装房份额将持续提升。

### 龙头房企部品供应商更具核心竞争力

地产开发商采购装修材料时，通常会采取招标的形式选择供应商，地产商规模、楼盘定位、采购材料类型等通常是影响招标侧重点的主要因素。一般来说，地产企业的招标采购流程如下图所示：

图表 25. 地产开发商招标采购流程一览



资料来源：中国知网，中银证券

精装修房相关项目的采购可分为集采与分采，集采即由集团统一采购，再分发至各业务单位；分采即由各业务单位独立完成采购，自由度较高。

**图表 26.全国性地产开发商精装房项目采购方式一览**

项目	集采	分采
工程实施类	包括但不限于总承包工程、幕墙及外檐工程、门窗工程、电梯安装、空调通风工程等影响工程品质、技术含量较高或具有战略合作意义的招标采购。	市政工程、消防工程、钢结构工程、车库交通设施工程等地域性较强的招标采购。
材料类	钢材、木材、水泥、橱柜、卫浴设备、精装主材等。	零散材料
设备类	重要设备，包括但不限于电梯、空调、冷冻机组等。	小型设备
咨询服务类	营销策划、销售代理、建筑方案设计、幕墙设计、泛光照明设计、园林景观设计、室内装修设计等。	施工图设计、市政工程设计、工程检测、工程勘察监理、宣传推广、模型制作、媒体广告、促销、房展、公关活动、调研等。

资料来源：中国知网，中银证券

橱柜、卫浴、地板等家居类部品属主材，通常情况下，主材采购量较大、供应商资源整合能力较强、供应链管理能力较强的全国性地产开发商为降低采购成本、优化主材选择、统一配置标准，会选择集采。越是龙头企业，采购量越大，集采的优势越大。

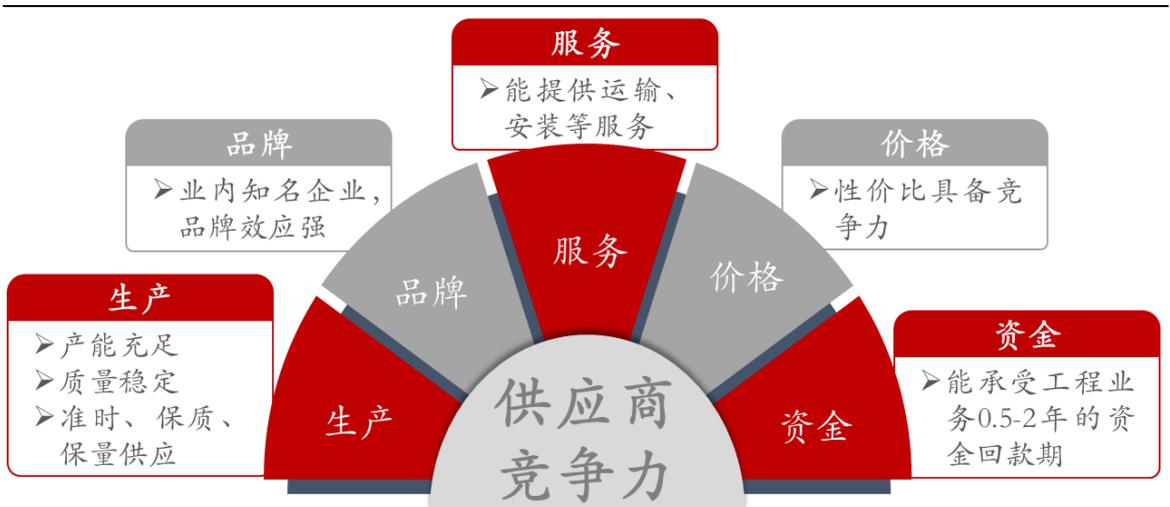
**图表 27.精装修房主材采购方式一览**

项目	集采	分采
定义	集团统一采购	业务单位独立采购
优势	降低成本、优化主材选择、统一配置标准	选择灵活多变、自由度高
适用条件	需求量大、供应商资源整合能力强、供应链管理能力强、标准统一	需求量小、标准不统一
适用对象	全国性地产开发商	地方性小地产开发商

资料来源：中国知网，中银证券

根据我们对地产开发商及部品供应商的调研显示，精装房部品供应商的五大核心竞争力分别是：生产力、服务力、品牌力、价格力、资金力。

**图表 28. 精装房部品供应商五大核心竞争力**



资料来源：中银证券

相较于排名靠后的地方性开发商，全国性龙头地产商对部品的品牌要求相对较高，愿意给予品牌溢价的概率也更高，所以价格敏感性相对降低；又因龙头地产商的产品需求量更大，对自身品牌形象非常重视，故其对供应商的生产力与服务力的要求更高，许多地方性小品牌的产能无法满足庞大的（产品与服务）采购需求，质量稳定性较低，因此被接连淘汰出局；最后，因龙头地产商资金杠杠较高，回款较慢（通常需0.5-2年），若供应商资金实力不足，难以长久支撑。

**图表 29.精装修房主材供应商各项竞争力重要性一览**

竞争力	全国性大地产商	地方性小地产商
生产	★★★★★	★★★
品牌	★★★★	★★
服务	★★★★★	★★
价格	★★★★	★★★★★
资金	★★★★	★★

资料来源：中银证券

**图表 30.TOP20 房企的经济型、中档、高档装修项目合作品牌一览**

项目	经济型装修	中档装修	高档装修
瓷砖	卓远、圣凡尔赛、 <b>欧神诺</b> 、马可波罗、蒙娜丽莎、博德、欧雅、新中源、新明珠、简一、恒佑瓷砖、冠珠公司、景业陶瓷、鹰牌陶瓷、宏宇、兴辉、东鹏、萨米特	<b>欧神诺</b> 、卓远、圣凡尔赛、马可波罗、冠珠、蒙娜丽莎、宏宇、兴辉、东鹏、萨米特	<b>欧神诺</b> 、卓远、圣凡尔赛、马可波罗、宏宇
地板	现代家居、大自然、 <b>圣象</b> 、万森、德尔、北美枫情、书香门地、贝亚克、生活家	现代家居、大自然、北美枫情、 <b>圣象</b> 、贝亚克、生活家	现代家居、贝亚克、 <b>圣象</b> 、大自然、生活家
门	家居中心、步阳、中意、泰森日利、万森、欧派、海尔、日门、曼特、富丽华、星月、金大、蓝盾、赛银将军、江山欧派、德曼	现代家居、步阳、日利、德曼	现代家居、德曼、意大利进口
橱柜	现代家居、海尔、厨博士、裕丰汉唐、中意、柏厨、万森、 <b>欧派</b> 、中意、 <b>志邦</b> 、樱花、佳饰、优菲、大诚	现代家居、海尔、格力、 <b>欧派</b> 、中意、优菲、 <b>志邦</b> 、大诚	现代家居、德国海格、德国博德宝、优菲、RWK、柏丽
坐便器	贝朗、乐家、科勒、TOTO、恒洁、航标、美标	贝朗、乐家、摩恩、科勒、TOTO、美标	贝朗、乐家、摩恩、唯宝、劳芬、科勒、杜拉维特
洗脸盆	惠达、贝朗、乐家、摩恩、科勒、恒洁、航标、美标、TOTO	惠达、贝朗、乐家、摩恩、科勒、美标、TOTO	惠达、贝朗、乐家、摩恩、汉斯格雅、当代、劳芬、唯宝、科勒

资料来源：全装联，中银证券

由此可见，对于全国性大地产开发商的精装房采购需求，各部品龙头企业具备更强竞争力。在龙头地产开发商精装房份额持续攀升的大背景下，龙头部品供应商的优势将进一步放大，并持续受益。

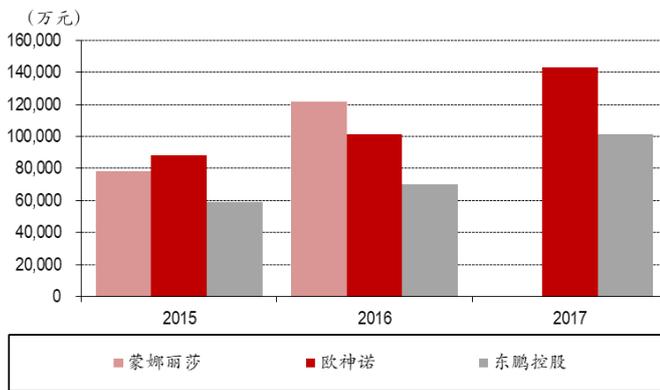
## 投资建议

国家及各地方政府的精装修政策密集出台，地产开发商希望通过精装修房扩大利润空间，消费者购买精装修房的意愿逐年增强，精装修房的加速普及已成明显趋势。因为精装修对地产开发企业的供应商资源整合、供应链管理体系、质量监控体系等方面要求甚高，龙头地产商更具备开发精装修房的实力，又因其在精装房渗透更快的一二三线城市楼盘份额更多，精装房占比更高，规模效应加持，龙头地产开发商精装房份额将持续提升。

由于龙头地产商通常集中采购原材料，对供应商的生产、品牌、服务、价格、资金层面的竞争力更为看重，而这些最终都指向规模化龙头家居企业，成为龙头房企部品供应商的家居企业将率先获得增长。

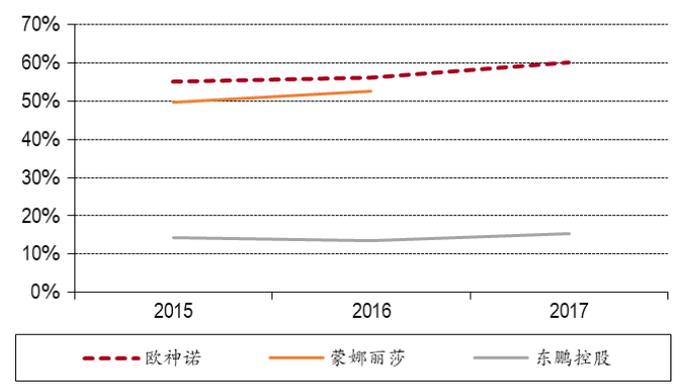
瓷砖因其装修刚性需求与低消费频次属性，很早就切入精装房市场，随精装房渗透率提升而高速增长。2017年，瓷砖龙头企业欧神诺、东鹏控股工程业务营收分别同比增长40.75%、44.82%，占总营收的60%、15.38%，蒙娜丽莎2016年工程营收同比增长56.28%，占比达52.62%，皆呈持续提升趋势。

图表 31. 2015-2017 年瓷砖企业工程业务营收持续增长



资料来源: Wind, 中银证券

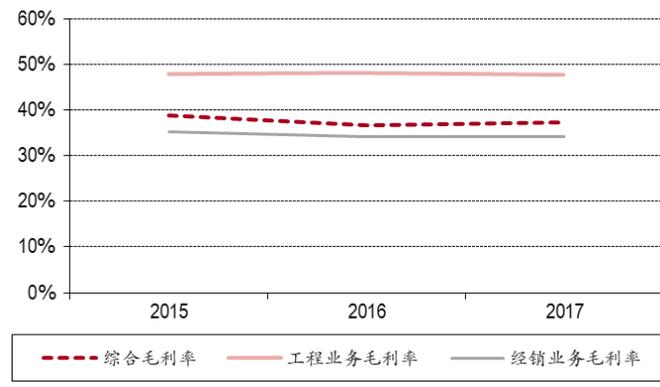
图表 32. 2015-2017 年瓷砖企业工程营收占比呈上升趋势



资料来源: Wind, 中银证券

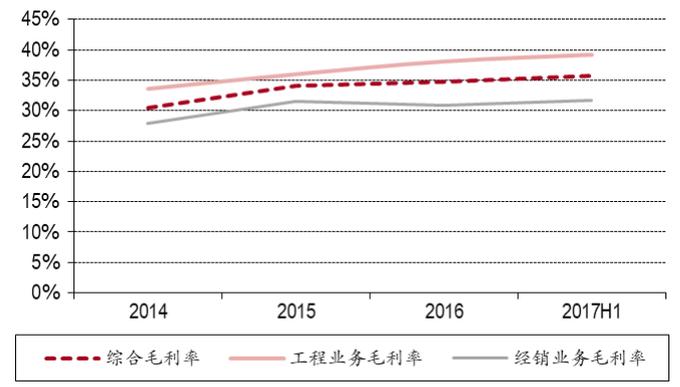
由于总规模及单一产品生产规模对瓷砖的生产成本有较大影响，工程订单拥有产品品类少、单一产品订单规模大的特点，因此瓷砖工程渠道的毛利率水平普遍高于零售渠道，工装业务占比增加能直接拉动公司整体盈利水平的提升。2014-2017H1，蒙娜丽莎工程营收占比从39.25%提升至51.65%，综合毛利率从30.39%提升至35.78%，越发向工程业务毛利率靠近，改善效果明显。因此，随着精装房份额持续提升，工装占比高的龙头企业在营收及盈利水平上都将持续受益。

图表 33. 2015-2017 年东鹏控股分渠道毛利率变化趋势



资料来源: Wind, 中银证券

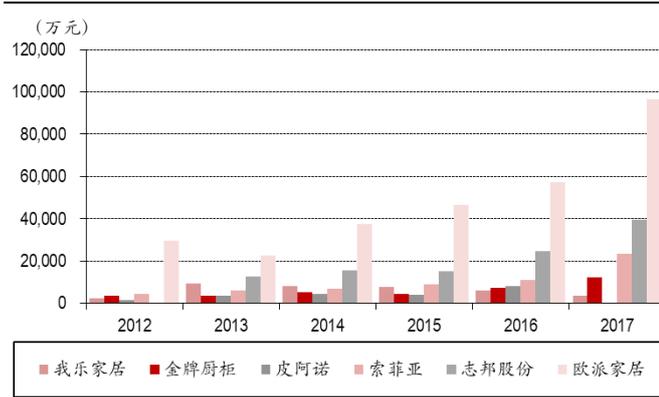
图表 34. 2014-2017H1 蒙娜丽莎分渠道毛利率变化趋势



资料来源: Wind, 中银证券

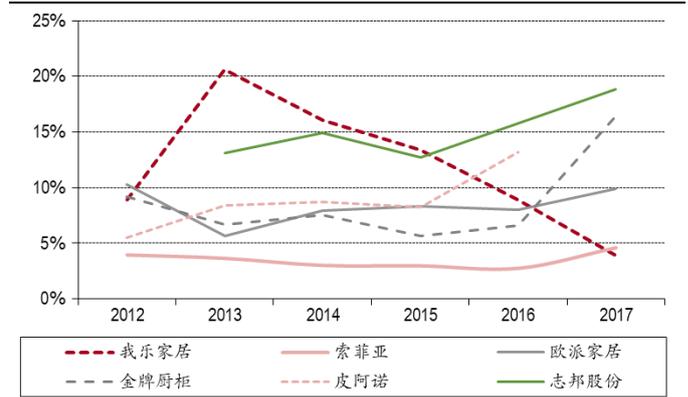
相较于瓷砖，整体橱柜的工程业务营收占比较低，普遍在5%-15%之间，工程业务毛利率低于经销商业务（一般低10个pct），因此，工程营收占比的提升将导致综合毛利率的降低。但工程业务所需销售费用较少，一定程度上缓冲了整体盈利能力的下降。此外对于整体家居公司而言，橱柜、玄关等精装修部品还能成为全屋家居的引流，对于其他家居品销售形成带动。在地产调控紧缩、行业景气度低迷的情况下，精装修趋势是家居行业为数不多的正向增长点，参与精装房供应是家居企业必须要做的选择。

图表 35. 定制家具企业工程业务营收规模



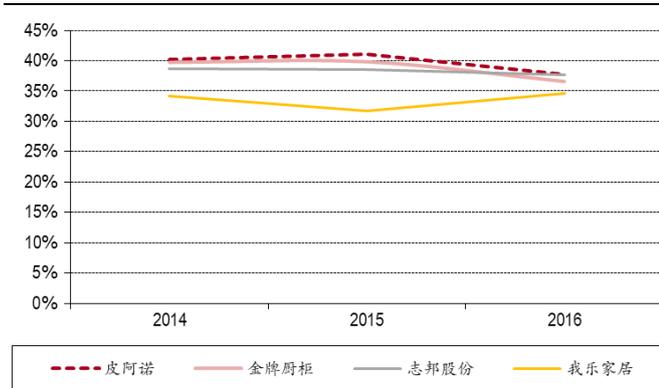
资料来源：公司公告，中银证券

图表 36. 定制家具企业工程业务营收占比



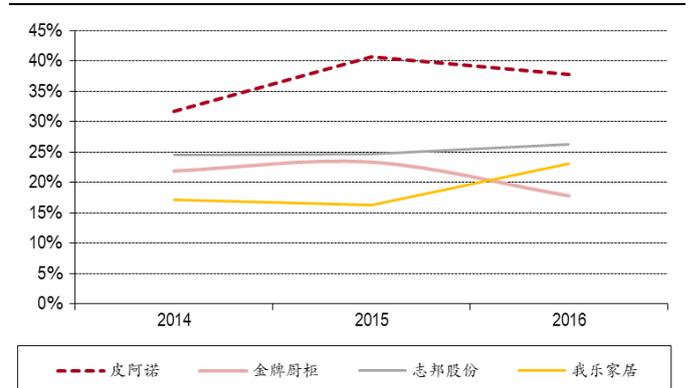
资料来源：公司公告，中银证券

图表 37. 2014-2016 年橱柜企业主营业务毛利率水平



资料来源：Wind，中银证券

图表 38. 2014-2016 年橱柜企业工程业务毛利率水平



资料来源：Wind，中银证券

因此，我们认为，在地产调控紧缩的当下，面对精装修房加速普及的行业机遇，拥有充足产能、知名品牌、完善的售后服务、规模效应孕育的低成本、充裕资金的家居龙头有望抓住机遇，率先受益。我们推荐瓷砖、卫浴龙头帝欧家居、木地板龙头大亚圣象、橱柜龙头欧派家居及志邦股份。

## 风险提示

- 1、房地产调控进一步收紧，地产成交持续下滑。
- 2、精装修普及进度不达预期。
- 3、原材料价格大幅上涨。
- 4、新业务拓展低于预期。



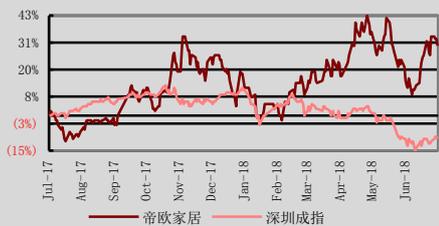
002798.SZ

买入

市场价格：人民币 33.31

板块评级：强于大市

股价表现



(%)	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对	3.3	13.3	10.9	36.8
相对深证成指	19.7	13.2	20.0	45.9

发行股数(百万)	227
流通股(%)	24
流通股市值(人民币 百万)	1,828
3个月日均交易额(人民币 百万)	44
净负债比率(%) (2018E)	60
主要股东(%)	
刘进	15

资料来源：公司数据，聚源及中银证券  
以2018年7月27日收市价为标准

### 相关研究报告

《轻工制造2018年中期策略：优选竞争优势龙头》20180628

中银国际证券股份有限公司  
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

\*刘凯娜为本报告重要贡献者

## 帝欧家居

### 建陶、卫浴龙头强强联合，释放协同红利

公司是亚克力卫生洁具龙头企业，2017年收购建筑陶瓷龙头企业欧神诺98.39%的股权，借此进入建陶领域，与原有卫生洁具业务在渠道、产品等方面形成联动，协同发展，驱动业绩增长。

#### 支撑评级的要点

- **工程渠道占优，零售渠道拓展空间大：**1) 2017年欧神诺大宗业务营收同比增长40.75%，占总营收的60%左右，同比提升约4%，较2011年的29.64%有明显提升，2020年预计达70%。随着毛利率更高的工程业务占比提升，公司盈利能力有望持续改善；2) 2017年欧神诺线下专卖店超1600家，2018年1-5月已新增200余家，预计年末有望超2000家，但相较于蒙娜丽莎如今超3000家、东鹏瓷砖约4000家的专卖店数量，仍有很大扩张空间。随着欧神诺线下开店速度加快，渠道红利将加速释放。
- **优秀服务团队加码工装客户开拓。**欧神诺为了更好地服务于地产客户，专门组建了一支工装自营服务团队，能快速响应房地产开发商需求，提供优质服务，有利于：1) 加强老客户合作，如2017H1碧桂园贡献营收2.85亿元，占欧神诺总营收的31.44%，较2011年的1.21亿元营收、13.86%的占比有大幅增长；2) 开拓新客户业务，如欧神诺今年已与富力地产、雅居乐、保利地产等地产开发商达成新的合作协议，助力工装业务实现超预期增长。
- **帝、欧有望在渠道与产品上实现高效协同：**1) 在渠道上，帝王洁具以经销商渠道为主，2017年西南地区营收占比40%，华南地区仅为2%，欧神诺以自营工程业务为主，营收主要集中在广东地区，西南地区营收占比相对较小。两者联合，可在地域与方式上实现渠道的高效协同互补，如2018年1月，在欧神诺的协助下，帝王洁具与碧桂园签署了淋浴房采购框架协议，为日后进入工装领域打下了很好的基础。2) 在产品上，欧神诺作为建筑陶瓷龙头，可助帝王洁具更顺利地进军陶瓷卫浴领域，开辟新的疆土。2018年1月公司设立全资子公司佛山帝王卫浴有限公司，全力发展陶瓷卫生洁具及五金配件业务，进一步优化产业布局。

#### 评级面临的主要风险

- 地产成交量持续下滑；业务协同低于预期；陶瓷卫浴业务不达预期

#### 估值

- 我们认为帝、欧强强联合，在渠道与产品上互补互助，有望充分释放渠道与产品弹性，在更大的成长空间里实现较高速增长。预计公司2018-2020年每股收益分别为1.67、2.16、2.85元，分别同比增长205.1%、29.6%、31.9%，当前股价对应2018年20XPE，首次覆盖给予买入评级。

#### 投资摘要

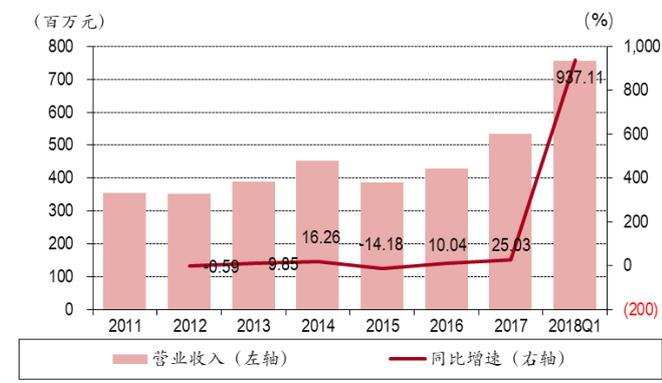
年结日：12月31日	2016	2017	2018E	2019E	2020E
销售收入(人民币 百万)	428	534	4,011	5,191	6,447
变动(%)	n.a.	25	652	29	24
净利润(人民币 百万)	51	55	378	490	647
全面摊薄每股收益(人民币)	0.587	0.547	1.669	2.163	2.852
变动(%)	n.a.	(6.8)	205.1	29.6	31.9
全面摊薄市盈率(倍)	56.8	60.9	20.0	15.4	11.7
价格/每股现金流量(倍)	91.9	33.0	(7.4)	(29.6)	17.1
每股现金流量(人民币)	0.36	1.01	(4.47)	(1.12)	1.95
企业价值/息税折旧前利润(倍)	160.4	98.0	16.2	11.6	9.1
每股股息(人民币)	0.375	0.433	0.835	1.081	1.424
股息率(%)	1.1	1.3	2.5	3.2	4.3

资料来源：公司数据及中银证券预测

## 帝欧家居：建陶、卫浴龙头强强联合，期待释放协同红利

帝王洁具创立于1994年，主营浴室柜、坐便器、浴缸、淋浴房、花洒、龙头等卫浴洁具，是亚克力卫生洁具细分领域的龙头企业。2016年帝王洁具（现改名为“帝欧家居”）在A股上市，2017年通过发行股份及支付现金的方式收购欧神诺98.39%的股权，借此进入建筑陶瓷领域，与已有的卫生洁具业务形成联动，协同发展。

图表 39. 2011-2018Q1 帝欧家居营收及其增速



资料来源：Wind，中银证券

图表 40. 2011-2018Q1 帝欧家居归母净利润及其增速



资料来源：Wind，中银证券

欧神诺成立于1998年，主要从事高端瓷砖技术研发、定制生产及销售工作，2008年获批成立博士后科研工作站，自主科研项目入选国家火炬计划，并被评定为国家高新技术企业。目前，欧神诺主要产品品种超800个，涉及玉质瓷砖、大理石瓷砖、玻璃砖、木纹砖、仿古瓷片等主流品类，可满足各类空间、档次、风格的装修用砖需求。

### 供给侧改革利好龙头发展

2017年由中国建筑材料联合会制定的《建筑卫生陶瓷行业淘汰落后产能指导意见》指出，“十三五”期间要淘汰陶瓷砖30亿平方米，占总产能的21.4%，产能利用率将由“十二五”末的72.9%提升至85%；《推进建筑卫生陶瓷行业供给侧结构性改革打赢“三个攻坚战”的指导与组织实施的意见》指出，截至“十三五”末，建陶企业总数减少三分之一，前10家企业生产集中度达20%-30%。

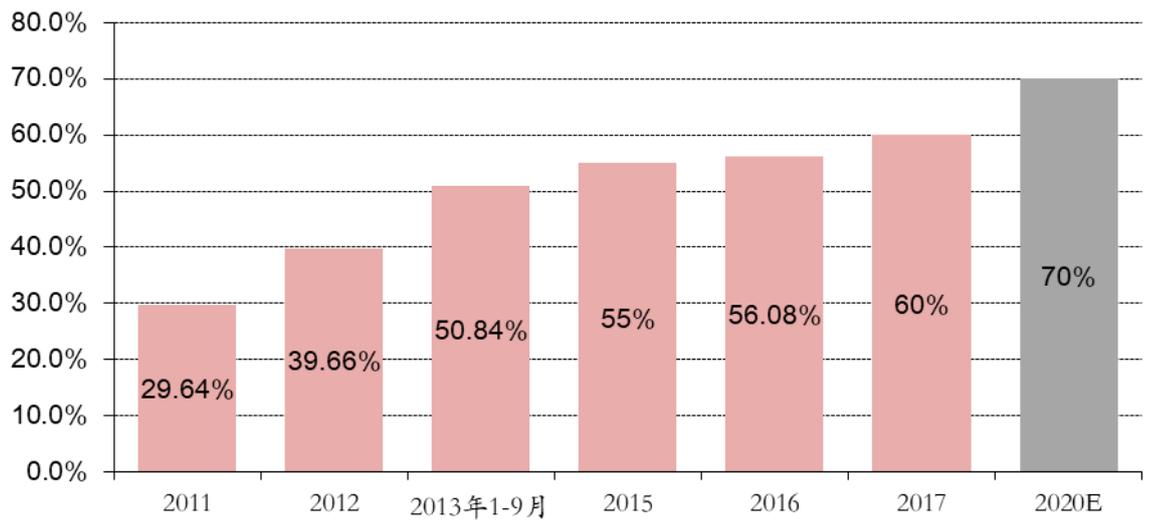
在落后产能淘汰、环保要求趋严的大背景下，欧神诺作为产能、技术、环保皆达标的龙头企业，有望借此扩大市场份额，进一步夯实规模优势与龙头效应。

### 工程渠道占优，零售渠道拓展空间大

欧神诺在工程渠道耕耘已久，2012年被授予中国房地产采购平台首批战略合作供应商、中国房地产优秀供应商综合品牌价值十强，2015年成为恒大集团优秀供应商、碧桂园集团战略合作伙伴、中南地产战略合作伙伴，2018年获中国房地产开发企业500强首选供应商。数年耕耘累积至今，已具备明显优势。

2017年欧神诺大宗业务贡献营收约14亿元，同比增长40.75%，占公司整体营收的60%左右，较2016年营收份额同比提升约4个百分点，较2011年29.64%的营收占比更是有明显提升，属业内最高。随着主要客户开发面积的不断增长，2020年欧神诺工程业务营收占比预计达70%。

图表 41. 欧神诺工程业务营收占比

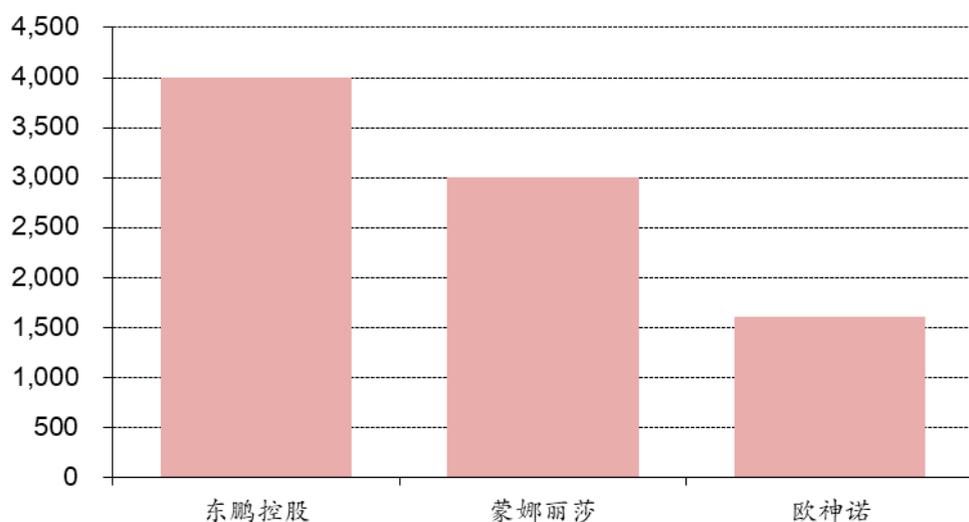


资料来源：公司公告，中银证券

另外，由于工程订单拥有体量大、种类少（一般不超过 100 种，其中 5 个品种的需求数量占比常超 50%）的特征，在生产上具备更大的规模效应，且不像零售业务般需要投入大笔研发费用进行款式等设计上的实时更新，固毛利率通常高于零售业务。随着欧神诺工程业务营收占比的提升，公司毛利率有望持续改善。

在线下终端层面，欧神诺计划加大渠道下沉力度，加快渠道扩张速度，未来将以 30% 的增速对经销商及门店进行扩张。2017 年公司线下专卖店超 1600 家，2018 年 1-5 月已新增 200 余家，我们预计截至 2018 年末，欧神诺专卖店数有望超 2000 家，但相较于蒙娜丽莎如今超 3000 家、东鹏瓷砖约 4000 家的专卖店数量，欧神诺仍有很大扩张空间。

图表 42. 欧神诺线下专卖店数量仍有很大扩张空间



资料来源：公司公告，中银证券

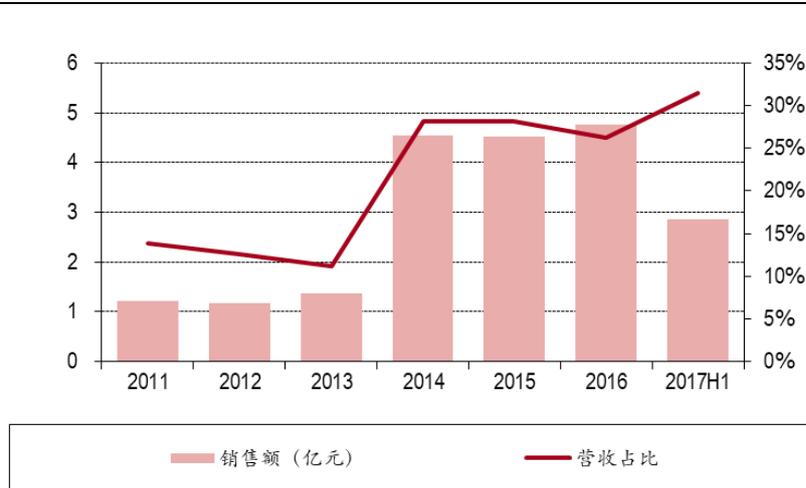
在线上渠道层面，2016年“欧神诺在线”云商系统平台在全国投入使用，零售业务的渠道建设进一步完善。未来，公司计划开设 1000 多家线下体验服务中心，与“欧神诺在线”云商平台相结合，打造以消费者为中心的“瓷砖整体解决方案”运营服务商。

#### 优秀服务团队加码工装客户开拓

与零售业务由经销商负责安装等售后工作不同的是，地产工装业务通常要求供应商负责运输的同时，还要完成搬运、安装、现场管理等工作，所以对供应商的服务能力有很高要求。与大部分通过经销商开拓工程业务的友商不同，欧神诺为了更好地服务于地产客户，专门组建了一支工装自营服务团队，负责前期客户拓展、合作期间的工程管理、售后现场问题的及时解决等一系列工作，长年累月下来，具备了完善的运营服务体系及较强的综合服务能力，能快速响应房地产开发商的需求。结合公司在产品研发、生产组织、工艺技术、质量控制等方面的突出表现，有利于其巩固已有的合作关系，并持续开拓新的地产合作商。

在深化已有客户合作关系方面，以第一大客户碧桂园为例，2011年碧桂园贡献营收 1.21 亿元，占公司总营收的 13.86%，2017H1 提升至 2.85 亿元，占公司总营收的 31.44%，实现大幅增长。

图表 43. 碧桂园为欧神诺贡献销售额及其占比皆逐年攀升



资料来源：公司公告，中银证券

在客户开拓方面，欧神诺今年已与富力地产、雅居乐、保利地产等地产开发商达成新的合作协议，结合其已与恒大、碧桂园、万科等建立的全面战略合作伙伴关系，及“碧桂园优秀供应商”、“万科 A 级供应商”等荣誉对公司的认可，公司新客户开拓值得期待。

图表 44. 欧神诺工程业务部分合作伙伴一览

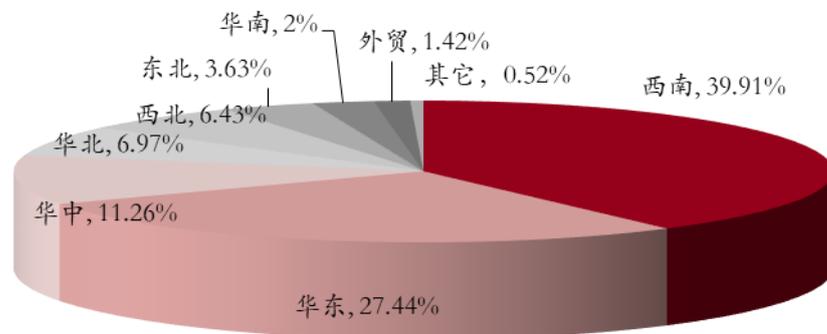


资料来源：公司官网，中银证券

**帝王洁具与欧神诺有望在渠道与产品上实现强强联合**

在渠道上，帝王洁具营收主要源自西南与华东地区，2017 年近西南地区贡献营收占比就达 40%，华南地区则仅为 2%；欧神诺营收则主要源自以广东地区，西南、西北、东北贡献营收占比较小。另外，帝王洁具以经销商为主要渠道，工程业务占比极小；欧神诺则以自营工程业务为主要渠道。因瓷砖与卫生洁具在下游渠道上具有很大的重合性与共通性，两者联合后，有利于其在渠道层面实现地域与方式上的资源共享与相互协同，加快步伐占据空白区域，实现渠道更深、更快、更好地拓展。2018 年 1 月，在欧神诺的协助下，帝王洁具与碧桂园签署了淋浴房采购框架协议，为日后进入工装领域打下了很好的基础。

图表 45. 2017 年西南与华东地区是帝王洁具营收主要来源



资料来源：公司公告，中银证券

在产品上，陶瓷卫浴才是市场主流，欧神诺作为建筑陶瓷行业龙头企业，能利用资源与技术优势，助帝王洁具打破产品品类壁垒，进军陶瓷卫浴领域，进一步扩大市场空间。2018 年 1 月，帝欧家居拟出资 1 亿元设立全资子公司佛山帝王卫浴有限公司，用于整合资源，发展陶瓷卫生洁具及五金配件业务，进一步优化产业布局。2018 年 7 月帝王洁具拟在重庆建设智能马桶和马桶产线，进入陶瓷卫浴和智能卫浴领域，进一步完善产品品类。

综上所述，我们认为帝欧家居通过收购欧神诺，拥有了很强的工装基因与资源优势，又因两者在渠道与产品上都具备很强的互补与互助性，强强联合后，有望充分释放渠道与产品弹性，在更大的成长空间里实现较高速增长。我们预计公司 2018-2020 年每股收益分别为 1.67、2.16、2.85 元，分别同比增长 205.1%、29.6%、31.9%，当前股价对应 2018 年 20XPE，首次覆盖给予**买入**评级。

图表 46. 2016-2020E 年帝欧家居收入拆分及预测（百万元）

盈利预测及主要项目假设	2016	2017	2018E	2019E	2020E
<b>收入（百万元）</b>					
卫生洁具	427.5	533.7	661.4	823.2	1025.8
同比增长(%)	10.5	24.9	23.9	24.5	24.6
建筑陶瓷	1813.2	2400.6	3,349.7	4,367.3	5,420.8
同比增长(%)	13.2	32.4	39.5	30.4	24.1
公司整体	427.5	533.7	4,011.2	5,190.5	6,446.6
同比增长(%)	10.5	24.9	651.6	29.4	24.2
<b>毛利率(%)</b>					
建筑陶瓷	31.9	29.4	30.7	30.7	30.8
卫生洁具	32.5	34.9	34.88	35.28	35.80
公司整体	31.9	29.4	34.2	34.6	35.0
<b>费用率(%)</b>					
销售费用率(%)	14.6	14.4	14.5	14.2	14.0
管理费用率(%)	7.5	10.2	7.53	6.71	6.57

资料来源：Wind，中银证券

**损益表 (人民币 百万)**

年结日: 12月31日	2016	2017	2018E	2019E	2020E
销售收入	428	534	4,011	5,191	6,447
销售成本	(291)	(377)	(2,640)	(3,397)	(4,190)
经营费用	(90)	(86)	(845)	(999)	(1,236)
息税折旧前利润	46	71	526	794	1,021
折旧及摊销	(13)	(13)	(30)	(88)	(94)
经营利润(息税前利润)	33	58	496	707	926
净利息收入/(费用)	3	3	11	(57)	(93)
其他收益/(损失)	9	(12)	(88)	(152)	(157)
税前利润	57	61	444	576	758
所得税	(6)	(6)	(66)	(85)	(113)
少数股东权益	0	0	0	0	0
净利润	51	55	378	490	647
核心净利润	29	55	384	498	657
每股收益(人民币)	0.224	0.241	1.669	2.163	2.852
核心每股收益(人民币)	0.127	0.241	1.695	2.198	2.896
每股股息(人民币)	0.143	0.191	0.835	1.081	1.424
收入增长(%)	n.a.	25	652	29	24
息税前利润增长(%)	n.a.	74	755	43	31
息税折旧前利润增长(%)	n.a.	53	641	51	28
每股收益增长(%)	n.a.	8	593	30	32
核心每股收益增长(%)	n.a.	90	603	30	32

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	2016	2017	2018E	2019E	2020E
税前利润	57	61	444	576	758
折旧与摊销	13	13	30	88	93
净利息费用	(2)	(2)	(5)	67	105
运营资本变动	3	81	1,703	913	314
税金	6	6	66	85	113
其他经营现金流	(46)	(59)	(3,252)	(1,984)	(942)
经营活动产生的现金流	31	101	(1,014)	(255)	441
购买固定资产净值	(9)	(22)	(578)	(122)	(122)
投资减少/增加	0	0	0	2	6
其他投资现金流	(173)	(74)	(162)	(15)	(20)
投资活动产生的现金流	(182)	(97)	(740)	(136)	(136)
净增权益	22	13	127	0	(1)
净增债务	0	0	0	0	0
支付股息	(32)	(43)	(189)	(245)	(323)
其他融资现金流	156	507	1,951	846	233
融资活动产生的现金流	146	477	1,889	601	(90)
现金变动	(5)	481	135	210	216
期初现金	115	110	591	725	936
公司自由现金流	(149)	6	(1,749)	(381)	318
权益自由现金流	(149)	6	(1,749)	(458)	200

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	2016	2017	2018E	2019E	2020E
现金及现金等价物	110	591	725	936	1,152
应收帐款	104	86	797	1,044	1,205
库存	92	125	873	1,109	1,382
其他流动资产	176	241	1,409	2,281	2,781
流动资产总计	482	1,043	3,804	5,369	6,520
固定资产	124	134	699	750	797
无形资产	27	40	173	176	178
其他长期资产	22	39	57	57	57
长期资产总计	175	217	942	996	1,045
总资产	658	1,260	4,746	6,365	7,565
应付帐款	25	35	422	544	670
短期债务	0	0	1,703	2,616	2,930
其他流动负债	42	170	956	1,240	1,599
流动负债总计	68	205	3,081	4,399	5,199
长期借款	0	0	0	0	0
其他长期负债	4	4	34	34	34
股本	86	100	227	227	227
储备	499	951	1,404	1,706	2,106
股东权益	586	1,051	1,631	1,932	2,333
少数股东权益	0	0	0	0	0
总负债及权益	658	1,260	4,746	6,365	7,565
每股帐面价值(人民币)	2.58	4.63	7.19	8.52	10.29
每股有形资产(人民币)	6.47	10.13	6.43	7.75	9.46
每股净负债/(现金)(人民币)	(1.27)	(5.92)	4.31	7.41	7.84

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	2016	2017	2018E	2019E	2020E
<b>盈利能力</b>					
息税折旧前利润率(%)	10.9	13.3	13.1	15.3	15.8
息税前利润率(%)	7.8	10.9	12.4	13.6	14.4
税前利润率(%)	13.3	11.4	11.1	11.1	11.8
净利率(%)	11.9	10.2	9.4	9.4	10.0
<b>流动性</b>					
流动比率(倍)	7.1	5.1	1.2	1.2	1.3
利息覆盖率(倍)	2,466.5	n.a.	n.a.	9.2	7.9
净权益负债率(%)	净现金	净现金	59.9	87.0	76.2
速动比率(倍)	5.8	4.5	1.0	1.0	1.0
<b>估值</b>					
市盈率(倍)	149.0	138.3	20.0	15.4	11.7
核心业务市盈率(倍)	262.2	138.1	19.6	15.2	11.5
市净率(倍)	12.9	7.2	4.6	3.9	3.2
价格/现金流(倍)	241.3	75.0	(7.4)	(29.6)	17.1
企业价值/息税折旧前利润(倍)	160.4	98.0	16.2	11.6	9.1
<b>周转率</b>					
存货周转天数	n.a.	105.2	69.0	106.5	108.5
应收帐款周转天数	89.1	65.0	40.2	64.7	63.7
应付帐款周转天数	21.6	20.8	20.8	34.0	34.4
<b>回报率</b>					
股息支付率(%)	63.9	79.1	50.0	50.0	49.9
净资产收益率(%)	8.7	6.7	28.2	27.5	30.3
资产收益率(%)	4.5	5.4	14.1	10.8	11.3
已运用资本收益率(%)	6.0	7.3	22.9	18.2	19.1

资料来源: 公司数据及中银证券预测



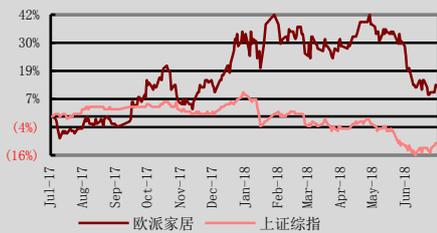
603833.SH

买入

市场价格：人民币 117.35

板块评级：强于大市

股价表现



(%)	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对	(2.5)	(10.3)	(13.1)	13.1
相对上证指数	11.4	(11.6)	(6.8)	24.3

发行股数(百万)	420
流通股(%)	21
流通股市值(人民币 百万)	10,504
3个月日均交易额(人民币 百万)	79
净负债比率(%) (2018E)	净现金
主要股东(%)	
姚良松	68

资料来源：公司数据，聚源及中银证券  
以2018年7月27日收市价为标准

### 相关研究报告

《欧派家居：业务、渠道多面开花，家居龙头稳健前行》20180419

《欧派家居：坚定大家居航线，业绩稳健增长》20180426

《轻工制造2018年中期策略：优选竞争优势龙头》20180628

中银国际证券股份有限公司  
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

\*刘凯娜为本报告重要贡献者

## 欧派家居

### 品类与渠道全面推进，大家居战略稳步践行

公司是整体橱柜龙头企业，2018年进军整装领域，迄今已成长为定制家具行业产品品类最全、渠道布局最完整的龙头上市企业。随着衣柜等新业务高速发展、欧铂丽业务扎根放量、大家居业务稳健前行、整装业务日益成熟，公司未来营收驱动力十足。

#### 支撑评级的要点

- **传统与新兴业务双轮驱动，大家居战略稳步推进。**2017年欧派橱柜客单值同比增长4.3%至1.33万元，并在店面数同比增长仅2.97%（净增62家）的基础上，实现营收同比增长近20%；衣柜客单价同比增长20.56%至1.29万元，助营收同比增长62.98%，领跑定制衣柜行业增长；大家居业务经过2016年的试错，2017年逐步调整，年末已拥有65家大家居专卖店，合同业绩同比增长34%，其中17H1同比增长32.8%，17H2同比增长43.8%，全年业绩增长超50%的店面占比达45%，优化效果明显，未来放量可期。
- **发力工程渠道，试水整装业务。**公司2017年大力发展工程渠道，实现营收9.64亿元，同比增长68.45%，占公司总营收的9.93%，较2016年提升了1.91个百分点，在定制家具上市企业中工装营收规模最大，具有较大规模优势，结合其2018年试水的整装业务，有望率先受益于精装房加速普及，驱动营收高增长。
- **欧铂丽业务调整顺利，孕育新营收增长点。**2017年公司全面整顿欧铂丽管理、产品、渠道体系，橱柜店新增192家至839家，接单额同比增长85%，实现营收3.03亿元，厨衣店新增约100家，80%以上盈利良好。2018Q1欧铂丽橱柜、衣柜分别实现营收5613.87万元、1649.06万元，同比增长16.60%、348.98%，成长迅速。欧铂丽目前体量较小，成长空间巨大，且渠道数量与质量（提货额约46万元，远低于欧派）有很大提升空间，随着渠道扩张优化，2018年将成为公司重要营收增长点。

#### 评级面临的主要风险

- 地产调控进一步收紧，成交量持续下滑；精装房普及速度不达预期。

#### 估值

- 龙头效应加持下，衣柜等新品类业务、大家居业务、欧铂丽、整装业务未来加速放量可期。我们预计2018-2020年每股收益为4.20/5.38/6.66元，同比增长36.0%、28.0%、23.7%，对应18年PE28X，维持买入评级。

#### 投资摘要

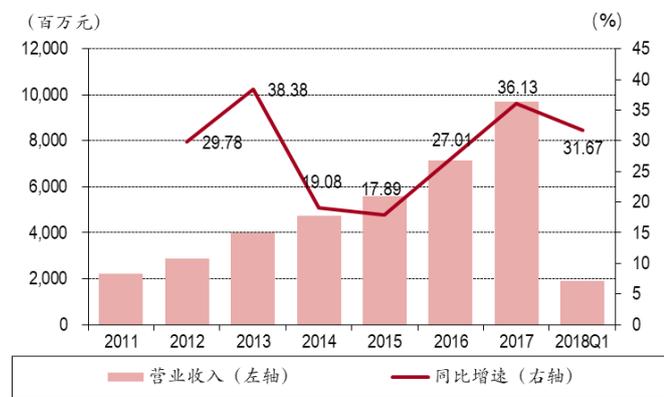
年结日：12月31日	2016	2017	2018E	2019E	2020E
销售收入(人民币 百万)	7,134	9,710	12,987	16,853	21,139
变动(%)	27	36	34	30	25
净利润(人民币 百万)	950	1,300	1,768	2,264	2,800
全面摊薄每股收益(人民币)	2.258	3.091	4.203	5.382	6.656
变动(%)	91.8	36.9	36.0	28.0	23.7
全面摊薄市盈率(倍)	52.0	38.0	27.9	21.8	17.6
价格/每股现金流量(倍)	33.0	26.3	16.4	15.6	13.0
每股现金流量(人民币)	3.56	4.46	7.15	7.52	9.02
企业价值/息税折旧前利润(倍)	40.4	27.4	18.8	14.3	11.0
每股股息(人民币)	0.444	0.444	0.925	0.893	1.035
股息率(%)	0.4	0.4	0.8	0.8	0.9

资料来源：公司数据及中银证券预测

## 欧派家居：品类与渠道全面推进，大家居战略稳步践行

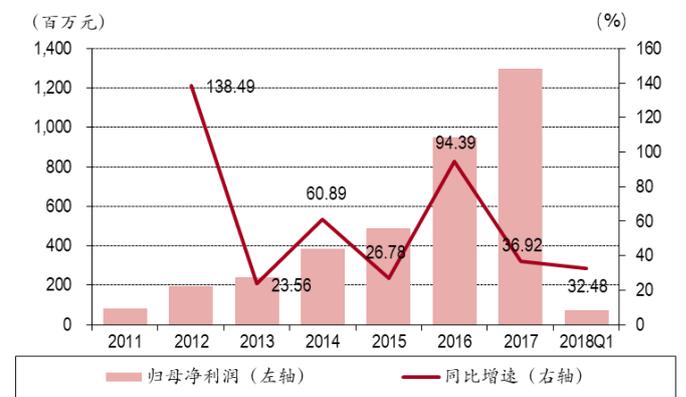
公司成立于1994年，2003年进军整体卫浴，2005年涉足定制衣柜，2010年进入定制木门行业，2015年开启大家居战略，2018年试水整装业务，迄今已成长为定制家具行业产品最齐全的龙头上市企业。2018Q1公司实现营收19.06亿元，同比增长31.67%，归母净利润7355.58万元，同比增长32.48%，2018年将成为首家营收破百亿的定制家具上市企业。

图表 47. 2011-2018Q1 欧派家居营收及其增速



资料来源: Wind, 中银证券

图表 48. 2011-2018Q1 欧派家居归母净利润及其增速



资料来源: Wind, 中银证券

### 传统与新兴业务双轮驱动，大家居战略稳步推进。

传统橱柜业务稳健增长。2017年，公司大力整顿橱柜业务的管理团队与经营思路，首创性地推出“橱柜+”运营战略，规划出橱柜“五大系统”，并在营销上形成多维度、立体化的品牌推广布局，助2017年欧派橱柜客单值同比增长4.3%至1.33万元，并在店面数同比增长仅2.97%（净增62家）的基础上，实现营收同比增长近20%。2018Q1营收增速略有放缓，但仍保持在双位数水平（YOY+12.13%），发展稳健。

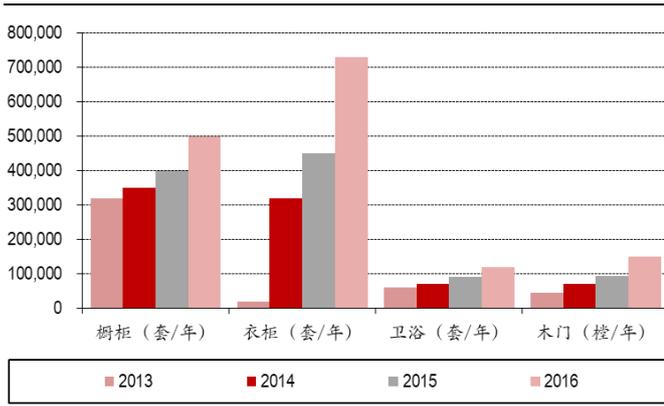
新兴全屋定制业务高速增长。公司2005年进入定制衣柜领域，2017年进行渠道扩张与优化，网点数量与质量显著提升，全年新加盟经销商399家，已开店经销商达1561家，客单价同比增长20.56%至1.29万元，助营收同比增长62.98%，领跑定制衣柜行业增长。2018Q1欧派衣柜实现营收6.27亿元，同比增长54.35%，卫浴实现营收7039.87万元，同比增长113.80%，木门实现营收6381.04万元，同比增长120.58%，共同助公司实现总营收19.06亿元，同比增长31.58%。

大家居航线稳步前行。2015年，公司率先启动大家居战略，以期真正意义上地满足消费者“一站式采购”需求，经过2016年的试错，2017年逐步调整。截至2017年末，公司已拥有65家大家居专卖店，合同业绩同比增长34%，其中17H1同比增长32.8%，17H2同比增长43.8%，全年业绩增长超50%的店面占比达45%，优化效果明显，未来放量可期。

### 规模效应助生产力持续提升。

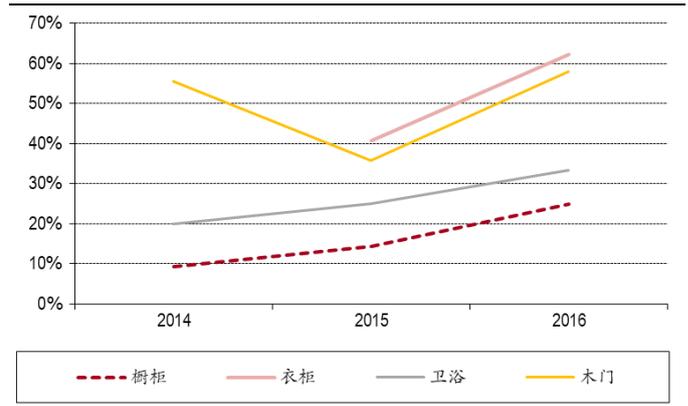
随着业务规模的扩大，公司持续进行产能扩充。截至2016年底，公司的橱柜、衣柜、卫浴、木门产能分别为50万套/年、73万套/年、12万套/年、15万樘/年，较2015年分别同比增长25%、62%、33%、58%。随着上市募投项目里的橱柜、衣柜、木门生产线建设项目逐步落地，公司产能将获得进一步扩充。目前公司拥有清远、天津、无锡、成都（建设中）四大生产基地，辐射华南、华北、华东、华西，生产与配送能力覆盖全国，供应力充足。

图表 49. 欧派家居各品类产能持续攀升



资料来源：公司公告，中银证券

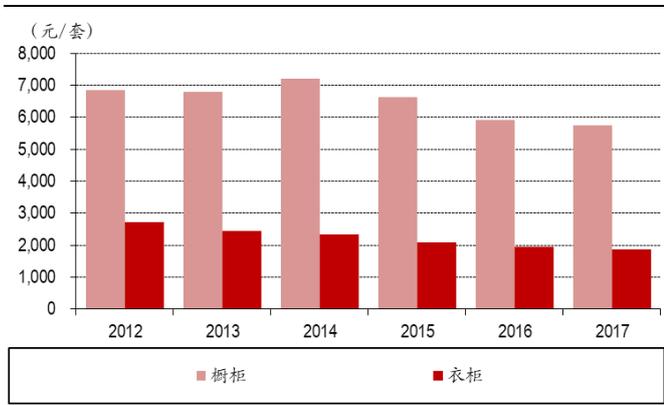
图表 50. 欧派家居衣柜产能同比增速最高



资料来源：公司公告，中银证券

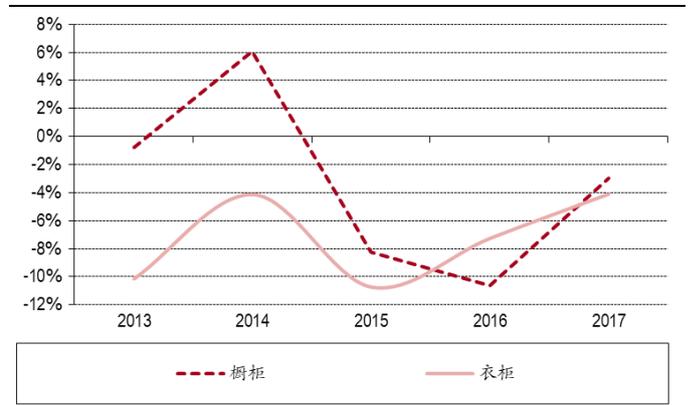
随着产能增长，公司生产规模效应加强，结合智能化、自动化生产能力提升，公司单位产品的生产成本呈下降趋势，其中，因衣柜基数较小，弹性较大，生产成本降幅大于橱柜。与同行业公司进行横向对比可知，公司橱柜、衣柜单位产品生产成本下降幅度皆位于行业前列，具有明显成本优势。

图表 51. 欧派家居单位产品生产成本呈下降趋势



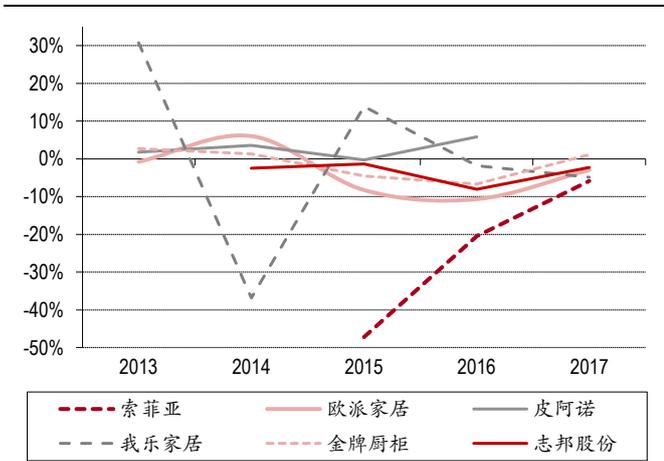
资料来源：公司公告，中银证券

图表 52. 欧派家居衣柜生产成本下降幅度更大



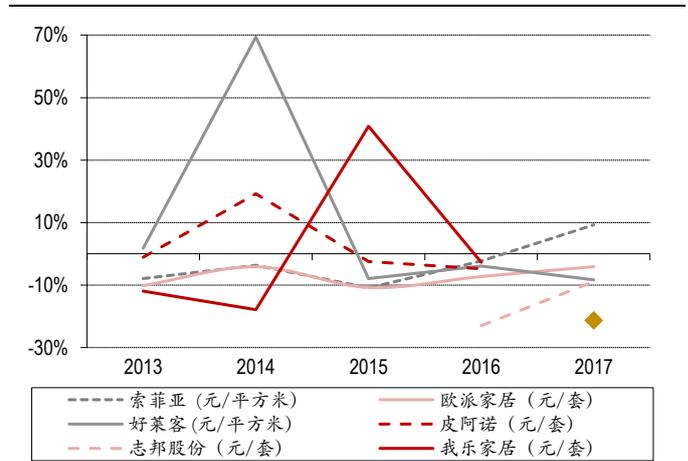
资料来源：公司公告，中银证券

图表 53. 欧派家居橱柜单位生产成本下降幅度较大



资料来源：公司公告，中银证券

图表 54. 欧派家居衣柜单位生产成本下降幅度较大

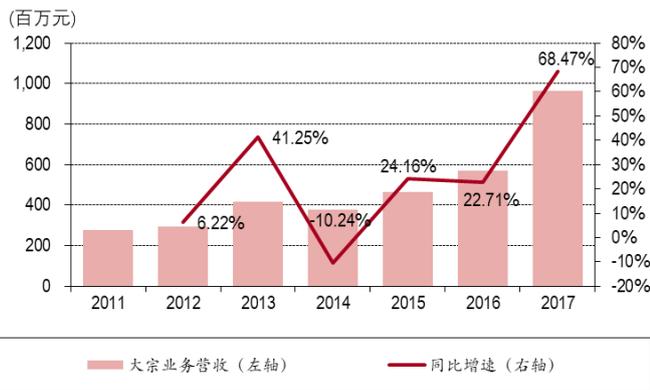


资料来源：公司公告，中银证券

### 发力工程渠道，试水整装业务。

公司在工程渠道耕耘已久，去年市场零售端受地产限购政策影响，略有下滑，工程端受精装房普及政策刺激，实现逆势增长。在此背景下，公司更换了工程业务负责人，大力发展工程渠道，全年实现营收 9.64 亿元，同比增长 68.45%，占公司总营收的 9.93%，较 2016 年提升了 1.91 个百分点。其中，欧派橱柜业务实现营收 8.36 亿元，欧派衣柜业务实现营收 0.82 亿元，同比增长 135%。在定制家具上市企业中，公司工程业务营收占比属中上水平，但营收规模最大，具有较大的规模优势。随着公司加大工程渠道投入，在已有的客户资源、运营体系、规模效应加持下，工程业务预计可实现持续较高速增长。

图表 55. 欧派家居 2017 年大宗业务营收同比增长 68.47%



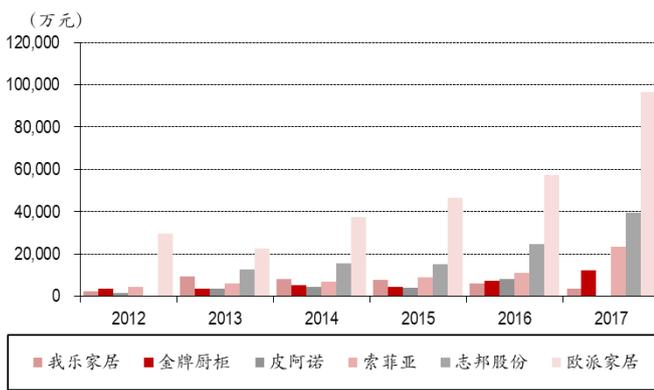
资料来源：公司公告，中银证券

图表 56. 欧派家居 2017 年大宗业务营收占比有所提升



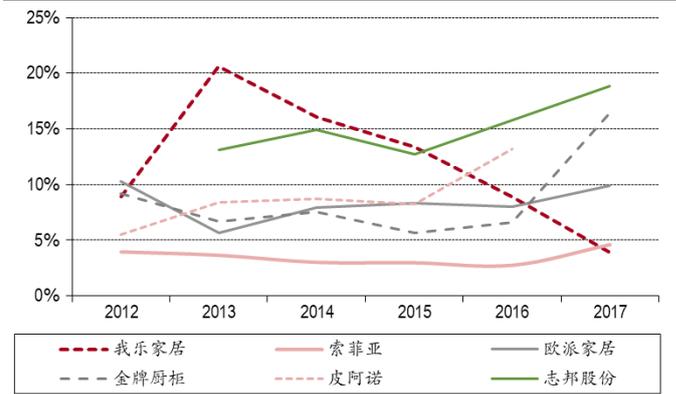
资料来源：公司公告，中银证券

图表 57. 欧派家居大宗业务营收规模最大



资料来源：公司公告，中银证券

图表 58. 欧派家居 2017 年大宗业务营收占比高



资料来源：公司公告，中银证券

除了传统的工程业务，公司也已开始试水整装业务，探索行业发展新模式。2018 年 5 月 5 日，欧派整装大家居西南旗舰店在四川省宜宾市盛大开业，迈出了公司整装大家居业务关键性的一步。成交当天，成交客户数 300 余户，订单数量超 1000 单，客单值获得跨越式提升，用事实印证了公司整装大家居战略对业绩与客单值的直接提升作用，试水获得初步成功。未来，随着公司整装业务经验的逐步积累，结合公司高效运营机制、高质量经销商资源、全品类大家居产品，整装业务有望成长为公司又一新兴营收驱动力。

### 欧铂丽业务调整顺利，孕育新营收增长点。

公司 2015 年推出第二品牌欧铂丽，主打年轻化、时尚化，价格略低于欧派主品牌；2016 年公司开始进行渠道推广；2017 年公司全面整顿欧铂丽经销商体系，将欧派与欧铂丽经销商分隔开来，并将欧铂丽作为独立事业部运营，开始迅速扩张。

2017年欧铂丽橱柜已完成20余套样品的开发与上样工作，橱柜店新增192家至839家，接单额同比增长85%，实现营收3.03亿元，厨衣店新增约100家，80%以上盈利良好，欧铂丽衣柜业务实现营收0.49亿元。2018Q1欧铂丽橱柜、衣柜分别实现营收5613.87万元、1649.06万元，同比增长16.60%、348.98%，成长迅速。

欧铂丽目前体量较小，成长空间巨大，且渠道数量与质量（提货额约46万元，远低于欧派）有很大提升空间，随着渠道扩张优化，2018年将成为公司重要营收增长点。我们预计2018-2020年每股收益为4.20/5.38/6.66元，同比增长36.0%、28.0%、23.7%，对应18年28XPE，维持**买入**评级。

**损益表 (人民币 百万)**

年结日: 12月31日	2016	2017	2018E	2019E	2020E
销售收入	7,134	9,710	12,987	16,853	21,139
销售成本	(4,527)	(6,358)	(8,575)	(11,152)	(14,024)
经营费用	(1,413)	(1,667)	(2,063)	(2,726)	(3,471)
息税折旧前利润	1,194	1,685	2,349	2,975	3,644
折旧及摊销	(136)	(169)	(315)	(379)	(439)
经营利润 (息税前利润)	1,058	1,516	2,033	2,596	3,204
净利息收入/(费用)	22	26	61	124	177
其他收益/(损失)	(80)	(163)	(291)	(366)	(430)
税前利润	1,122	1,533	2,086	2,671	3,302
所得税	(178)	(234)	(319)	(409)	(505)
少数股东权益	6	1	1	1	2
净利润	950	1,300	1,768	2,264	2,800
核心净利润	895	1,280	1,746	2,236	2,765
每股收益 (人民币)	2.258	3.091	4.203	5.382	6.656
核心每股收益 (人民币)	2.129	3.044	4.151	5.316	6.574
每股股息 (人民币)	0.444	0.444	0.925	0.893	1.035
收入增长(%)	27	36	34	30	25
息税前利润增长(%)	100	43	34	28	23
息税折旧前利润增长(%)	90	41	39	27	22
每股收益增长(%)	92	37	36	28	24
核心每股收益增长(%)	97	43	36	28	24

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	2016	2017	2018E	2019E	2020E
税前利润	1,122	1,533	2,086	2,671	3,302
折旧与摊销	136	169	315	379	438
净利息费用	(8)	(10)	(28)	(62)	(89)
运营资本变动	55	397	(100)	0	0
税金	178	234	319	409	505
其他经营现金流	14	(445)	414	(234)	(365)
经营活动产生的现金流	1,497	1,878	3,005	3,163	3,792
购买固定资产净值	(497)	(1,156)	(1,156)	(1,156)	(1,156)
投资减少/增加	0	0	0	0	36
其他投资现金流	(669)	(899)	172	24	4
投资活动产生的现金流	(1,165)	(2,055)	(983)	(1,132)	(1,115)
净增权益	0	47	0	0	(1)
净增债务	20	(20)	0	0	0
支付股息	(187)	(187)	(389)	(375)	(435)
其他融资现金流	111	2,427	214	34	123
融资活动产生的现金流	(56)	2,267	(175)	(342)	(312)
现金变动	275	2,090	1,847	1,690	2,365
期初现金	902	1,145	3,219	5,066	6,756
公司自由现金流	346	(161)	2,055	2,094	2,766
权益自由现金流	359	(187)	2,050	2,094	2,766

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	2016	2017	2018E	2019E	2020E
现金及现金等价物	1,145	3,219	5,066	6,756	9,123
应收帐款	129	149	188	256	309
库存	757	787	1,184	1,587	1,884
其他流动资产	167	651	471	715	1,029
流动资产总计	2,199	4,806	6,909	9,314	12,343
固定资产	1,543	2,488	3,383	4,206	4,965
无形资产	1,025	1,035	931	838	754
其他长期资产	749	1,278	1,146	1,171	1,191
长期资产总计	3,350	4,864	5,523	6,279	6,973
总资产	5,548	9,670	12,432	15,593	19,316
应付帐款	473	535	840	1,065	1,298
短期债务	103	100	0	0	0
其他流动负债	1,961	2,665	3,560	4,623	5,692
流动负债总计	2,537	3,300	4,400	5,688	6,990
长期借款	20	0	0	0	0
其他长期负债	109	144	144	144	144
股本	374	421	421	421	421
储备	2,508	5,805	7,468	9,343	11,766
股东权益	2,882	6,226	7,889	9,764	12,187
少数股东权益	1	0	(1)	(3)	(4)
总负债及权益	5,548	9,670	12,432	15,593	19,316
每股帐面价值 (人民币)	6.85	14.80	18.76	23.21	28.97
每股有形资产 (人民币)	4.97	12.34	16.54	21.22	27.12
每股净负债/(现金)(人民币)	(2.74)	(7.42)	(12.05)	(16.06)	(21.69)

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	2016	2017	2018E	2019E	2020E
<b>盈利能力</b>					
息税折旧前利润率(%)	16.7	17.4	18.1	17.7	17.2
息税前利润率(%)	14.8	15.6	15.7	15.4	15.2
税前利润率(%)	15.7	15.8	16.1	15.8	15.6
净利率(%)	13.3	13.4	13.6	13.4	13.2
<b>流动性</b>					
流动比率(倍)	0.9	1.5	1.6	1.6	1.8
利息覆盖率(倍)	165.6	292.9	451.9	n.a.	n.a.
净权益负债率(%)	净现金	净现金	净现金	净现金	净现金
速动比率(倍)	0.6	1.2	1.3	1.4	1.5
<b>估值</b>					
市盈率(倍)	52.0	38.0	27.9	21.8	17.6
核心业务市盈率(倍)	55.1	38.6	28.3	22.1	17.9
市净率(倍)	17.1	7.9	6.3	5.1	4.1
价格/现金流(倍)	33.0	26.3	16.4	15.6	13.0
企业价值/息税折旧前利润(倍)	40.4	27.4	18.8	14.3	11.0
<b>周转率</b>					
存货周转天数	n.a.	44.3	41.9	45.3	45.2
应收帐款周转天数	6.6	5.2	4.7	4.8	4.9
应付帐款周转天数	24.2	18.9	19.3	20.6	20.4
<b>回报率</b>					
股息支付率(%)	19.7	14.4	22.0	16.6	15.6
净资产收益率(%)	32.9	28.5	25.1	25.6	25.5
资产收益率(%)	16.0	16.9	15.6	15.7	15.5
已运用资本收益率(%)	35.7	32.8	29.1	30.1	30.0

资料来源: 公司数据及中银证券预测



000910.SZ

**增持**

市场价格：人民币 14.78

板块评级：强于大市

股价表现



(%)	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对	(37.2)	(16.5)	(21.5)	(37.2)
相对深证成指	(20.9)	(16.6)	(12.4)	(28.1)

发行股数(百万)	555
流通股(%)	95
流通股市值(人民币 百万)	7,815
3个月日均交易额(人民币 百万)	78
净负债比率(%) (2018E)	净现金
主要股东(%)	
大亚科技集团有限公司	45

资料来源：公司数据，聚源及中银证券  
以2018年7月27日收市价为标准

**相关研究报告**

《轻工制造 2018 年中期策略：优选竞争优势龙头》20180628

中银国际证券股份有限公司  
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

\*刘凯娜为本报告重要贡献者

# 大亚圣象

## 产品结构优化，工程业务放量，业绩稳健增长

公司是人造板与木地板龙头企业，拥有“大亚”人造板和“圣象”地板两大知名品牌。2015 年公司非木业资产置出上市公司体系，专注人造板、木地板等木业产品的经营。2016-2017 年推出两期股权激励计划，实现员工与公司利益捆绑。随着产品结构优化、工程业务放量，业绩实现稳增长。

### 支撑评级的要点

- **产能充裕，生产地位行业前沿。**2017 年公司木地板产能为 5300 万平方米，产能利用率由 2012 年的 100.50% 下降至 2017 年的 82.70%，产能充裕；中高密度板产能为 145 万立方米，外加江苏宿迁生产基地 50 万刨花板产能陆续释放，2019 年最高可至 195 万立方米，公司大规模生产供应能力将再次提升。另外，2017 年公司木地板销量与营收分别占全国 7.47%、4.77%，位于行业前列。随着环保政策趋严，落后及污染严重的产能被陆续淘汰，行业集中度提升成必然趋势，公司产能充裕，市场地位领先，有望率先受益。
- **工装渠道资源占优，运营机制成熟。**公司的工装业务拥有丰富的客户资源与成熟的运营机制，2017 年实现工程类地板销量 860 万平方米，同比增长 40%，占地板总销量的 18% 左右，2018Q1 工程类地板营收同比增长超 100%，全年计划将战略合作客户数拓展至 70 家左右，大宗业务预计实现销量 1150 万平方米，同比增长超 30%，占公司地板总销量的 22% 左右。随着工装业务持续放量，将驱动公司营收较高速增长。
- **品牌力强劲，产品结构持续优化。**2017 年公司多层及三层实木复合地板营收同比增长约 20%，远高于强化地板（约 3%）与公司整体营收增速（7.91%），销量占比提升至 33%，产品结构优化效果明显，结合强劲品牌力加持，木地板出厂均价从 2012 年的 85 元/平方米提升至 110 元/平方米（CAGR=4.25%），在已上市的木地板生产厂商中位列第一，毛利率从 2012 年的 30.29% 提升至 41.24%（CAGR=5.28%），增速喜人。

### 评级面临的主要风险

- 地产调控进一步收紧，成交持续下滑；精装房普及速度不达预期。

### 估值

- 我们看好公司产品结构改善与工程业务红利释放，预计 2018-2020 年每股收益分别为 1.47、1.72、1.97 元，分别同比增长 24.10%、17.04%、14.05%，当前股价对应 2018 年 10XPE，首次覆盖给予**增持**评级。

### 投资摘要

年结日：12月31日	2016	2017	2018E	2019E	2020E
销售收入(人民币 百万)	6,531	7,048	8,078	8,921	9,726
变动(%)	n.a.	8	15	10	9
净利润(人民币 百万)	541	659	818	957	1,093
全面摊薄每股收益(人民币)	0.975	1.187	1.473	1.724	1.968
变动(%)	n.a.	21.8	24.1	17.0	14.1
全面摊薄市盈率(倍)	15.2	12.4	10.0	8.6	7.5
价格/每股现金流量(倍)	7.9	6.9	6.7	6.5	5.1
每股现金流量(人民币)	1.87	2.14	2.21	2.28	2.88
企业价值/息税折旧前利润(倍)	9.8	6.3	4.6	3.6	2.5
每股股息(人民币)	0.475	0.478	0.752	0.696	0.737
股息率(%)	3.2	3.2	5.1	4.7	5.0

资料来源：公司数据及中银证券预测

## 大亚圣象：产品结构优化，工程业务放量，业绩稳健增长

公司于1993年创立，1999年6月在深交所上市，是我国地板和人造板龙头企业，产业链涵盖资源、基材、工厂、研发、设计、营销、服务等森工行业上下游各大环节，拥有“圣象”地板和“大亚”人造板两大知名品牌，并率先推出E0级、F4星级（国际环保至高标准）环保地板，引领地板行业健康、环保、绿色、健康新风潮。

2015年，公司更换新一届管理层，并将烟草包装、汽车轮毂、信息通信等全部非木业资产置出上市公司体系，专注人造板、木地板等木业产品的经营。2016-2017年公司推出两期股权激励计划，分别覆盖高中层管理人员及核心人员63人、251人，2016年期的行权条件为2016-2018年公司净利润复合增速达14.47%，2017年期的行权条件为2017-2019年公司净利润复合增速达13.19%，彰显了公司对未来营收增长的信心与决心。

图表 59. 2011-2018Q1 大亚圣象营收及其增速



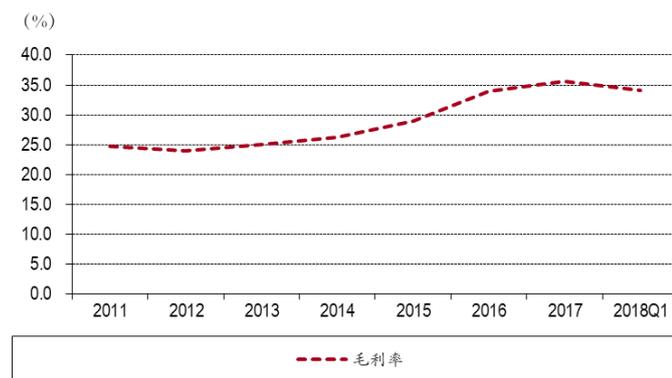
资料来源：Wind，中银证券

图表 60. 2011-2018Q1 大亚圣象归母净利润及其增速



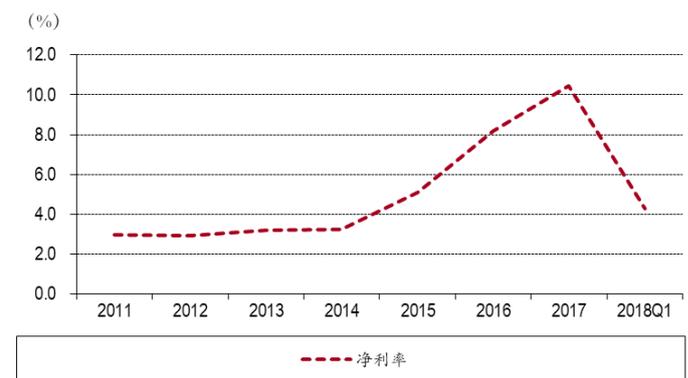
资料来源：Wind，中银证券

图表 61. 2015年起大亚圣象毛利率加速提升



资料来源：Wind，中银证券

图表 62. 2015年起大亚圣象净利率加速提升

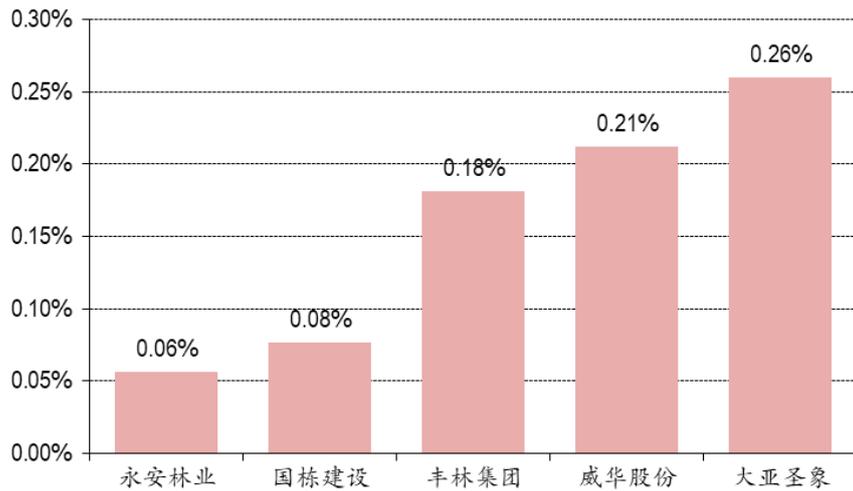


资料来源：Wind，中银证券

### 产能充裕，生产力位列行业前沿。

据国家统计局数据显示，截至2018年4月，我国木材加工及木、竹、藤、棕、草制品企业有8879家，市场份额非常分散。公司是行业龙头企业，2016年中高密度板实现营收16.86亿元，占我国人造板总产值（6.48万亿元）的0.26%，生产供应能力位列前沿。

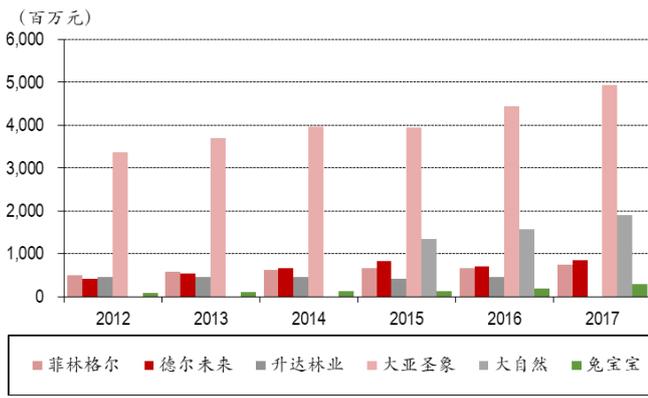
图表 63. 2016 年我国人造板企业产值份额一览



资料来源：中国林业年鉴，Wind，中银证券

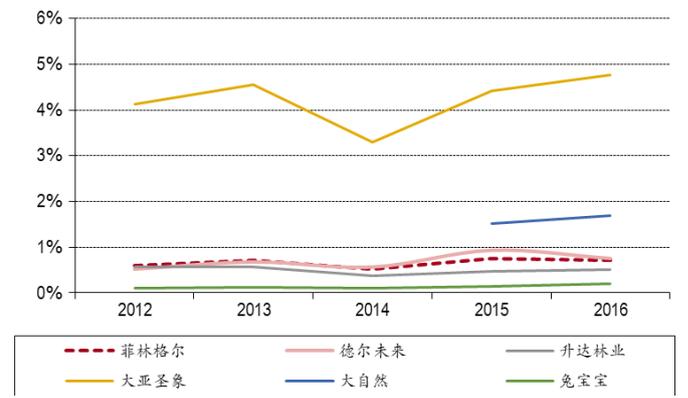
另据中国林业年鉴数据显示，2016 年我国木地板销量为 5.63 亿平方米，销售收入为 932.42 亿元，其中，公司木地板贡献销量 4207 万平方米，营收 44.44 亿元，分别占比 7.47%、4.77%，明显高于业内其它已上市企业，产能竞争优势明显。随着环保政策趋严，落后及污染严重的产能被陆续淘汰，行业集中度提升成必然趋势，公司有望率先受益。

图表 64. 各企业木地板营收一览



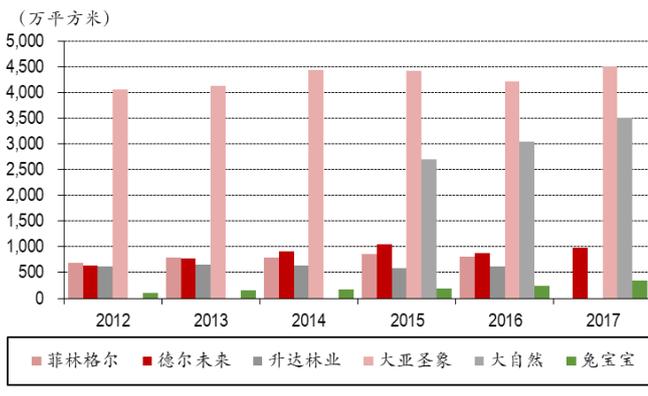
资料来源：公司公告，中银证券

图表 65. 各企业木地板营收份额



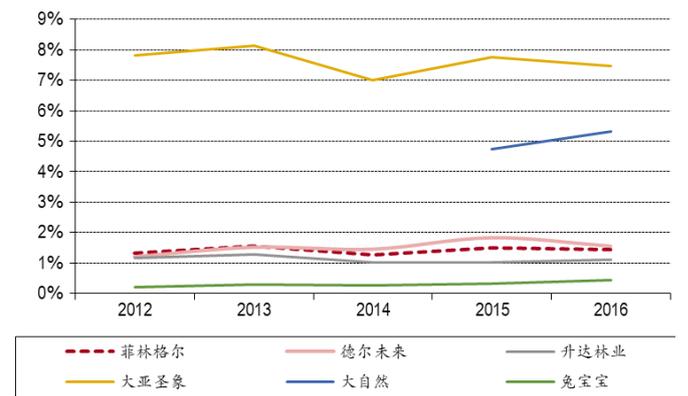
资料来源：公司公告，中银证券

图表 66. 各企业木地板销量一览



资料来源：中国林业年鉴，公司公告，中银证券

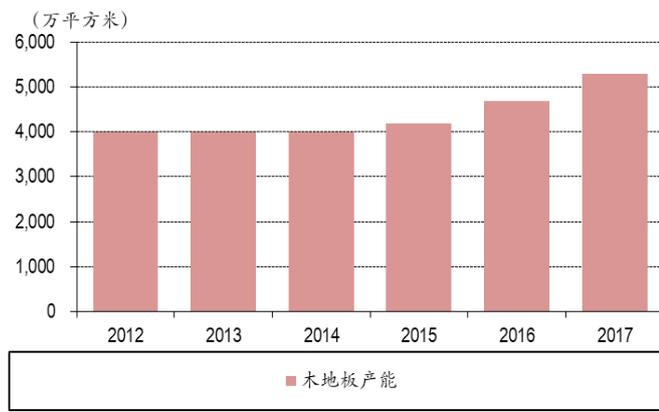
图表 67. 各企业木地板销量份额



资料来源：中国林业年鉴，公司公告，中银证券

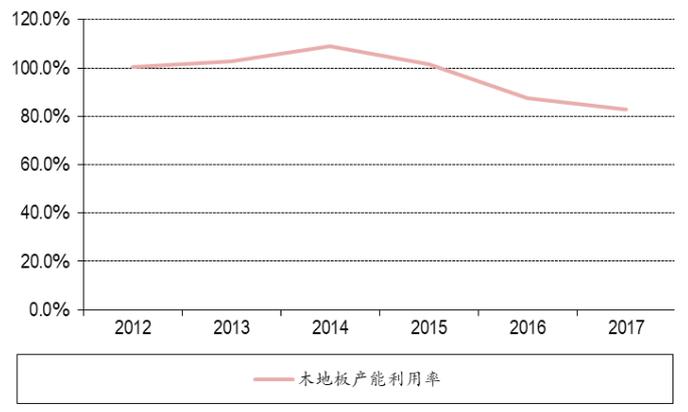
从产能来看，2017 年公司木地板产能为 5300 万平方米，较 2016 年有明显增长，产能利用率由 2012 年的 100.50% 下降至 2017 年的 82.70%，产能充裕。公司中高密度板产能 2017 年为 145 万立方米，2018 年随着江苏宿迁生产基地 50 万刨花板产能陆续释放，最高可至 195 万立方米，公司大规模生产供应能力将再次提升。

图表 68. 近年大亚圣象木地板产能持续扩张



资料来源：公司公告，中银证券

图表 69. 近年大亚圣象木地板产能利用率有所下降



资料来源：公司公告，中银证券

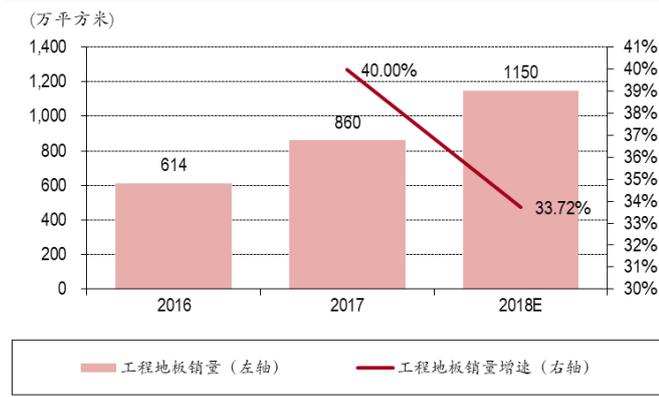
**工装渠道客户资源占优，运营机制成熟。**

公司看好房地产精装修业务，坚持开拓工程类客户。2017 年公司与万科、保利地产、中海地产等近 60 家地产商有合作，主要销售强化地板、多层实木复合地板，同时带动大亚密度板（强化地板基材）销售，全年实现工程类地板销量 860 万平方米，同比增长 40%，占公司地板总销量的 18% 左右。2018Q1 公司工程类地板营收同比增长超 100%，全年计划将战略合作客户数拓展至 70 家左右，大宗业务预计实现销量约 1150 万平方米，同比增长超 30%，占公司地板总销量的 22% 左右。

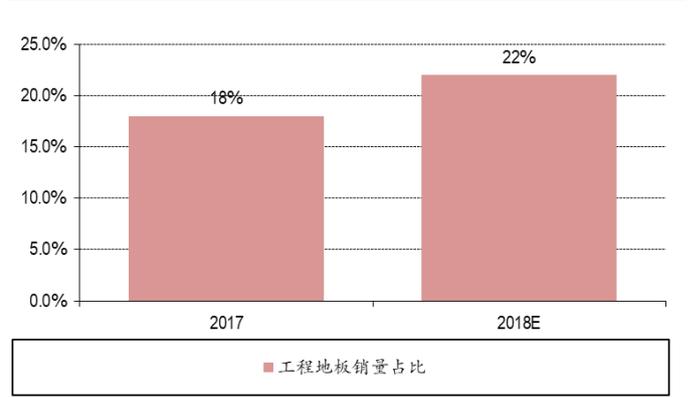
图表 70. 大亚圣象部分工程客户一览



资料来源：公司官网，中银证券

**图表 71. 大亚圣象工程地板销量持续攀升**


资料来源：公司公告，中银证券

**图表 72. 大亚圣象工程地板销量占比将持续提升**


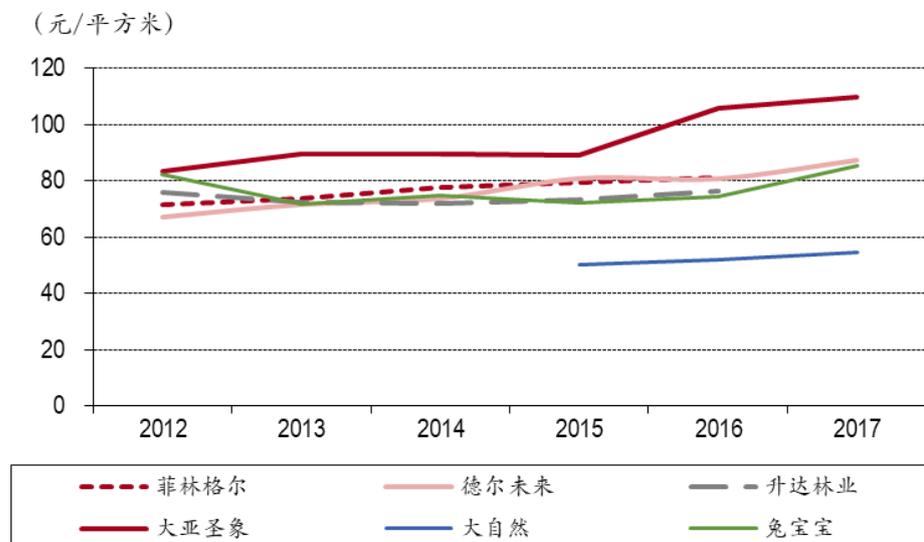
资料来源：公司公告，中银证券

2017 年底，公司成立商用地板事业部，开拓商用地板市场（PVC、WPC 地板为主）。借助公司已有的工程渠道资源，商用地板业务将进入商用地板生产、销售领域，与木地板业务形成协同作用，更好地与地产商达成战略合作。2018 年公司计划销售超 100 万平方米商用地板，并将其培养成后续营收增长点。

在我国精装修普及率加速提升的大背景下，依靠充足稳定的产品供应、成熟的供应链与服务机制、丰富的客户资源与扎实的客户基础，公司的工程业务有望借此东风，助推营收持续较高速增长。

#### 品牌力强劲，产品结构持续优化。

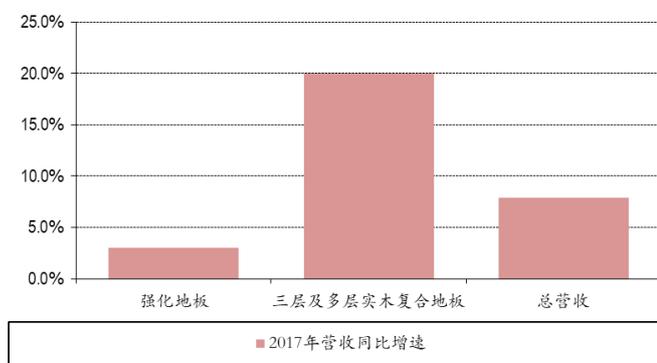
公司拥有“圣象”地板与“大亚”人造板两大知名品牌。在 2017 年“中国 500 最具价值品牌”评选中，“圣象”以 345.68 亿元的品牌价值荣登家居行业榜首，大亚人造板则以 108.36 亿元品牌价值荣登人造板行业榜首，是公司最具价值的无形资产。2017 年公司木地板均价为 110 元/平方米，在已上市的木地板生产厂商中位列第一，并与第二名拉开较大差距，彰显公司明显品牌优势。

**图表 73. 大亚圣象木地板均价位居行业前列**


资料来源：公司公告，中银证券

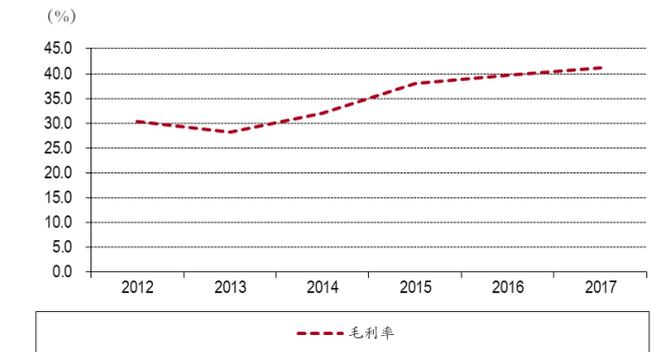
与此同时，在品牌力的支撑下，公司持续进行产品结构优化，降低相对低毛利率的强化地板销售占比，提升相对高毛利率的多层实木复合地板、三层实木复合地板销售占比。2017年公司多层及三层实木复合地板营收同比增长约20%，远高于强化地板（约3%）与公司整体营收增速（7.91%），销量占比提升至33%，表现亮眼，且由于多层及三层实木复合地板价格可达强化地板的2-3倍，公司产品均价相应提升。2012-2017年，公司木地板出厂均价从85元/平方米提升至110元/平方米，CAGR为4.25%，毛利率从30.29%提升至41.24%，CAGR为5.28%。

图表 74. 三层及多层实木复合地板引领大亚圣象营收增长



资料来源：公司公告，中银证券

图表 75. 大亚圣象木地板毛利率持续攀升

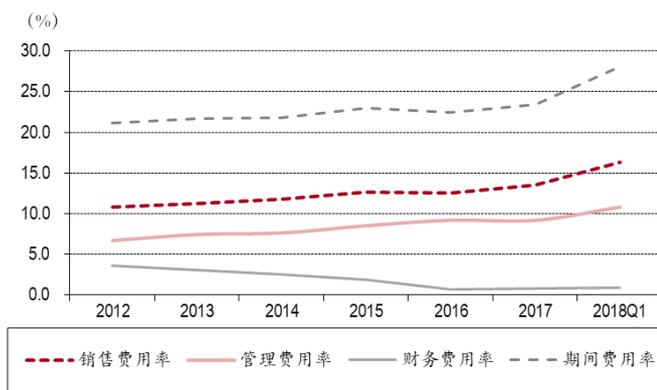


资料来源：公司公告，中银证券

### 费用改善空间大，业绩增长弹性足。

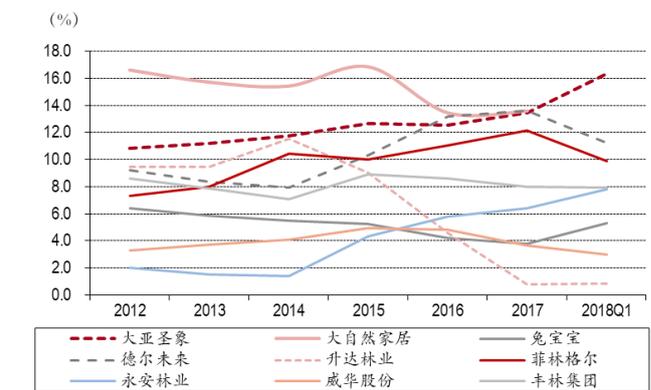
公司期间费用率处于行业较高水平，有很大改善空间。2017年，公司销售费用率、管理费用率、财务费用率分别为13.46%、9.19%、0.80%，分别较2012年增加了2.61%、2.53%、-2.81%，财务费用情况获得改善，销售及管理费用有所增加。同行业横向比较可见，2017年公司销售及管理费用率皆处于行业较高水平，仅低于大自然家居。

图表 76. 大亚圣象销售与管理费用率呈上升趋势

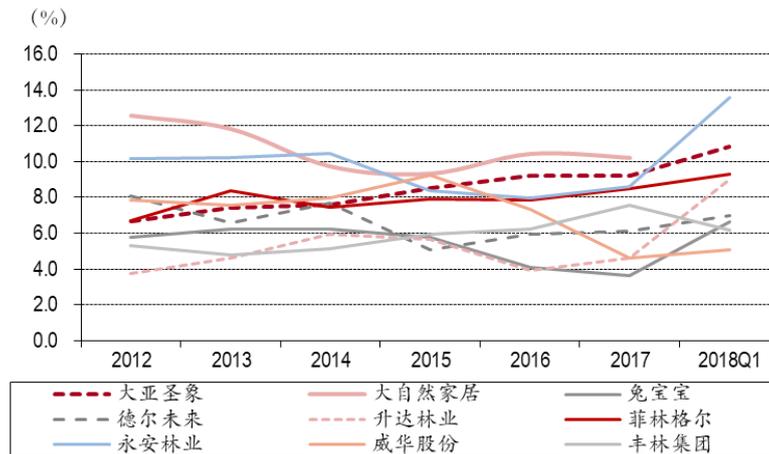


资料来源：公司公告，中银证券

图表 77. 大亚圣象销售费用率处于行业较高水平

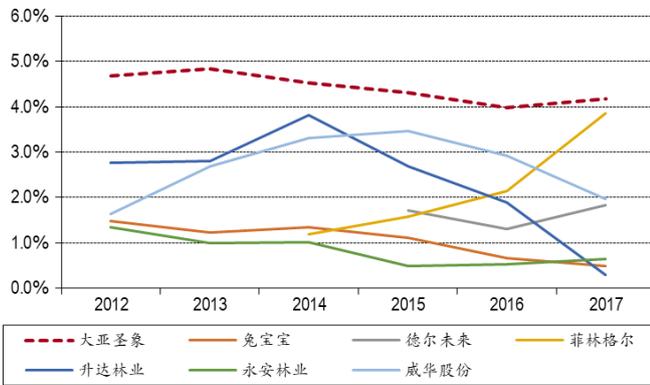


资料来源：公司公告，中银证券

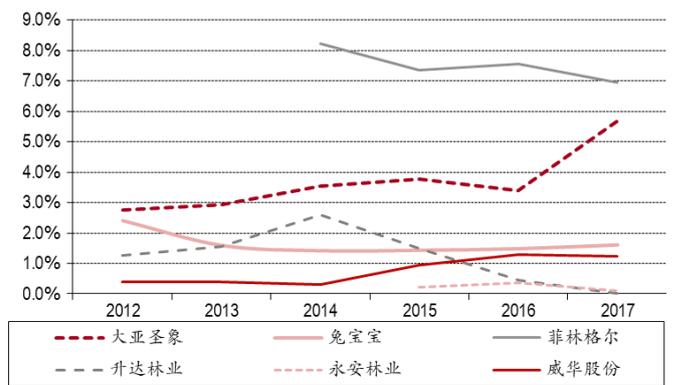
**图表 78. 大亚圣象管理费用率处于行业较高水平**


资料来源：公司公告，中银证券

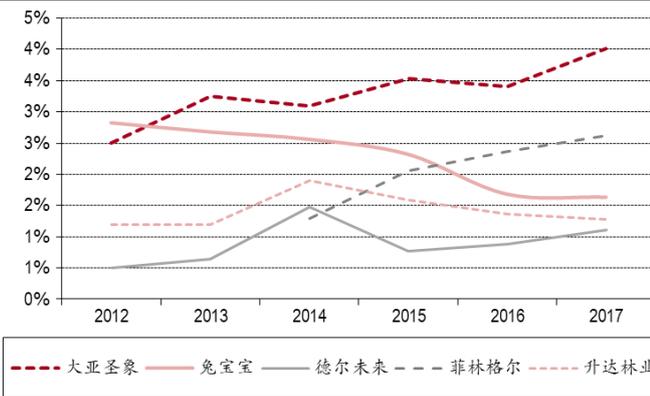
拆分费用明细后可见，公司销售费用率较高主因仓储运输费用率及广告宣传推广费用率较高，2017年分别为 4.17%、5.67%，较兔宝宝的 0.49%、1.61%有明显差距；管理费用率较高则主因工资薪酬费用率较高，2017 年为 4.02%，高于兔宝宝的 1.64%、德尔未来的 1.10%。

**图表 79. 大亚圣象仓储运输费用率处于行业较高水平**


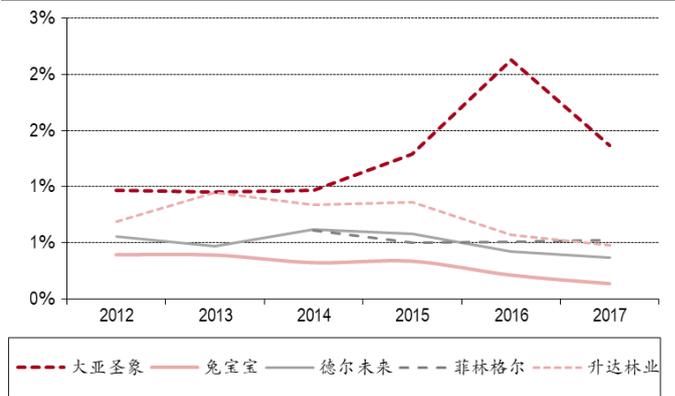
资料来源：公司公告，中银证券

**图表 80. 大亚圣象广告宣传推广费用率处于行业较高水平**


资料来源：公司公告，中银证券

**图表 81. 大亚圣象工资薪酬(管理费)费用率处于行业较高水平**


资料来源：公司公告，中银证券

**图表 82. 大亚圣象的折旧摊销(管理费)费用率处于行业较高水平**


资料来源：公司公告，中银证券

参考德尔未来、兔宝宝等同行企业费用率，可知公司期间费用率仍有很大改善空间。这一方面是因为公司早期业务较为庞杂，彼此协同相对较少，拉低了公司整体效率，另一方面是因为公司管理的历史遗留问题，随着公司业务的整合，以及固定资产投资的减少，后续仓储物流费用以及折旧摊销费用有望降低。随着公司管理机制持续改善，运营效率有望进一步提升，提供未来业绩弹性。我们预计公司 2018-2020 年每股收益分别为 1.47、1.72、1.97 元，分别同比增长 24.10%、17.04%、14.05%，当前股价对应 2018 年 10XPE，首次覆盖给予 **增持** 评级。

图表 83. 2016-2020E 年大亚圣象收入拆分及预测 (百万元)

盈利预测及主要项目假设	2016	2017	2018E	2019E	2020E
<b>收入(百万元)</b>					
木地板	4444.3	4931.7	5592.6	6223.4	6794.7
同比增长(%)	12.8	11.0	13.4	11.3	9.2
中高密度板	1685.6	1754.7	2123.2	2335.5	2569.0
同比增长(%)	0.7	4.1	21.0	10.0	10.0
其它	401.5	361.8	361.8	361.8	361.8
同比增长(%)	-80.6	-9.9	0.0	0.0	0.0
公司整体	6531.4	7048.3	8077.6	8920.8	9725.6
同比增长(%)	-14.9	7.9	14.6	10.4	9.0
<b>毛利率(%)</b>					
木地板	39.7	41.2	41.7	42.2	42.7
中高密度板	22.0	21.3	21.8	21.8	21.8
其它	20.5	27.1	27.1	27.1	27.1
公司整体	33.9	35.5	35.8	36.3	36.6
<b>费用率(%)</b>					
销售费用率(%)	12.5	13.5	13.5	13.3	13.1
管理费用率(%)	9.2	9.2	9.2	9.1	9.0

资料来源: Wind, 中银证券

**损益表 (人民币 百万)**

年结日: 12月31日	2016	2017	2018E	2019E	2020E
销售收入	6,531	7,048	8,078	8,921	9,726
销售成本	(4,314)	(4,543)	(5,183)	(5,686)	(6,164)
经营费用	(1,408)	(1,399)	(1,597)	(1,798)	(1,977)
息税折旧前利润	810	1,106	1,297	1,437	1,585
折旧及摊销	(234)	(196)	(241)	(218)	(199)
经营利润 (息税前利润)	575	911	1,056	1,219	1,385
净利息收入/(费用)	(50)	3	25	57	78
其他收益/(损失)	(62)	(235)	(242)	(225)	(208)
税前利润	688	854	1,060	1,241	1,415
所得税	(154)	(116)	(145)	(170)	(194)
少数股东权益	7	(78)	(97)	(114)	(130)
净利润	541	659	818	957	1,093
核心净利润	384	660	818	957	1,092
每股收益 (人民币)	0.975	1.187	1.473	1.724	1.968
核心每股收益 (人民币)	0.692	1.189	1.474	1.724	1.966
每股股息 (人民币)	0.475	0.478	0.752	0.696	0.737
收入增长(%)	n.a.	8	15	10	9
息税前利润增长(%)	n.a.	58	16	15	14
息税折旧前利润增长(%)	n.a.	37	17	11	10
每股收益增长(%)	n.a.	22	24	17	14
核心每股收益增长(%)	n.a.	72	24	17	14

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	2016	2017	2018E	2019E	2020E
税前利润	688	854	1,060	1,241	1,415
折旧与摊销	234	196	241	218	198
净利息费用	60	18	(4)	(28)	(39)
运营资本变动	(1,124)	(106)	(363)	0	0
税金	154	116	145	170	194
其他经营现金流	1,024	112	151	(336)	(168)
经营活动产生的现金流	1,036	1,189	1,229	1,265	1,600
购买固定资产净值	(29)	(84)	(84)	(84)	(84)
投资减少/增加	(8)	(6)	902	2	(1)
其他投资现金流	49	(226)	(904)	18	14
投资活动产生的现金流	13	(316)	(86)	(64)	(71)
净增权益	3	25	0	0	(1)
净增债务	(40)	0	0	0	0
支付股息	(264)	(265)	(417)	(387)	(409)
其他融资现金流	(1,079)	(193)	(81)	(10)	52
融资活动产生的现金流	(1,380)	(434)	(498)	(396)	(358)
现金变动	(331)	440	645	804	1,171
期初现金	1,630	1,171	1,566	2,211	3,015
公司自由现金流	1,059	894	1,164	1,229	1,568
权益自由现金流	949	855	1,148	1,229	1,568

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	2016	2017	2018E	2019E	2020E
现金及现金等价物	1,171	1,566	2,211	3,015	4,188
应收帐款	656	724	725	871	940
库存	1,737	1,638	1,894	2,139	2,265
其他流动资产	444	421	471	551	582
流动资产总计	4,008	4,349	5,301	6,576	7,973
固定资产	1,174	1,062	960	876	807
无形资产	596	648	593	543	403
其他长期资产	145	274	288	281	376
长期资产总计	1,924	1,993	1,851	1,710	1,595
总资产	5,932	6,342	7,152	8,286	9,569
应付帐款	959	974	996	1,192	1,266
短期债务	868	363	0	0	0
其他流动负债	1,077	1,335	1,710	1,994	2,368
流动负债总计	2,903	2,672	2,706	3,186	3,634
长期借款	0	0	0	0	0
其他长期负债	0	0	0	0	0
股本	531	555	555	555	555
储备	2,373	2,938	3,617	4,157	4,863
股东权益	2,904	3,493	4,173	4,713	5,418
少数股东权益	125	177	274	387	517
总负债及权益	5,932	6,342	7,152	8,286	9,569
每股帐面价值 (人民币)	5.23	6.29	7.51	8.49	9.76
每股有形资产 (人民币)	4.35	5.12	6.45	7.51	9.01
每股净负债/(现金)(人民币)	(0.57)	(2.17)	(3.98)	(5.43)	(7.54)

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	2016	2017	2018E	2019E	2020E
<b>盈利能力</b>					
息税折旧前利润率(%)	12.4	15.7	16.1	16.1	16.3
息税前利润率(%)	8.8	12.9	13.1	13.7	14.2
税前利润率(%)	10.5	12.1	13.1	13.9	14.6
净利率(%)	8.3	9.4	10.1	10.7	11.2
<b>流动性</b>					
流动比率(倍)	1.4	1.6	2.0	2.1	2.2
利息覆盖率(倍)	8.3	23.3	64.6	n.a.	n.a.
净权益负债率(%)	净现金	净现金	净现金	净现金	净现金
速动比率(倍)	0.8	1.0	1.3	1.4	1.6
<b>估值</b>					
市盈率(倍)	15.2	12.4	10.0	8.6	7.5
核心业务市盈率(倍)	21.3	12.4	10.0	8.6	7.5
市净率(倍)	2.8	2.3	2.0	1.7	1.5
价格/现金流(倍)	7.9	6.9	6.7	6.5	5.1
企业价值/息税折旧前利润(倍)	9.8	6.3	4.6	3.6	2.5
<b>周转率</b>					
存货周转天数	n.a.	135.6	124.4	129.5	130.4
应收帐款周转天数	36.7	35.7	32.7	32.6	34.0
应付帐款周转天数	53.6	50.0	44.5	44.8	46.1
<b>回报率</b>					
股息支付率(%)	48.7	40.3	51.0	40.4	37.5
净资产收益率(%)	18.6	20.6	21.3	21.6	21.6
资产收益率(%)	7.5	12.8	13.5	13.6	13.4
已运用资本收益率(%)	15.0	23.5	25.4	26.1	25.8

资料来源: 公司数据及中银证券预测



603801.SH

增持

市场价格：人民币 43.31

板块评级：强于大市

股价表现



(%)	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对	(16.1)	(5.9)	(26.4)	1.5
相对上证指数	(2.2)	(7.2)	(20.2)	12.8

发行股数(百万)	160
流通股(%)	52
流通股市值(人民币 百万)	3,604
3个月日均交易额(人民币 百万)	49
净负债比率(%) (2018E)	净现金
主要股东(%)	
孙志勇	21

资料来源：公司数据，聚源及中银证券  
以2018年7月27日收市价为标准

相关研究报告

- 《志邦股份：渠道扩张提速，工程业务占先》20180327
- 《志邦股份：大宗渠道红利释放，业务持续高速增长》20180426
- 《轻工制造2018年中期策略：优选竞争优势龙头》20180628

中银国际证券股份有限公司  
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

\*刘凯娜为本报告重要贡献者

# 志邦股份

## 渠道扩张加速，工程业务占优

公司作为整体橱柜二线品牌龙头企业，定制衣柜业务持续高速增长，“志邦”+“法兰菲”+“IK”品牌联动效应强，渠道加速扩张放量，大宗业务优势明显，未来持续高速增长可期。

### 支撑评级的要点

- **品类与品牌同步扩充，拓展客户覆盖范围。**在品类上，公司先后进入橱柜、衣柜、全屋定制、木门领域，2017年9月拟投资建设年产木门及家居配套产品50万套的木业配套产业园，2018年3月拟建设年产28万套整体衣柜的法兰菲180新厂，在产品与产能上实现全屋定制全品类布局。在品牌上，除“志邦”橱柜品牌外，2015年公司推出“法兰菲”全屋定制品牌，2017年推出“IK”整体定制品牌，迎合互联网趋势及年轻化需要，提供中低端的差异化定价，有效扩大市场覆盖范围。
- **渠道加速扩张，高质量护航高速增长。**在数量上，2017年公司净增橱柜店223家，同比增长20.05%，衣柜店242家，同比增长158.17%，增速皆高于往年。2018年，公司预计分别新开橱柜、衣柜专卖店数350-400家，新开木门专卖店150-200家，专卖店总数同比增长超48%，维持渠道加速扩张步伐，扩大市场覆盖范围，获取更多客户。在质量上，2017年公司橱柜单店提货额为98万元/家，位列行业第三；衣柜业务因起步较晚，单店提货额较低，成长空间广阔，增长弹性较大。随着渠道扩张加速，规模效应加强，单店提货额提升，公司渠道弹性红利可期。
- **工程渠道占优，有望率先受益于精装房普及。**2017年公司大宗业务实现营收3.95亿元（仅次于欧派家居），同比增长59.46%，占公司总营收的18.83%，较2016年提升3.05个百分点，份额位列行业第一，且呈持续上升趋势。2016年公司大宗业务毛利率为26.32%，位于行业前列，保量的同时实现了保质。在精装修普及，大宗业务放量的大背景下，公司拥有规模与份额优势，结合其已有的渠道资源与业务经验，在较高盈利水平的加持下，有望最大限度率先受益。

### 评级面临的主要风险

- 地产调控进一步收紧，成交量持续下滑；精装房普及速度不达预期。

### 估值

- 公司已完成全品类布局，渠道扩张加速，工程业务占优，预计2018-2020年每股收益为2.03、2.74、3.59元，同比增长38.6%、35.2%、30.8%，对应2018年21XPE，维持**增持**评级。

### 投资摘要

年结日：12月31日	2016	2017	2018E	2019E	2020E
销售收入(人民币 百万)	1,570	2,157	2,976	3,918	4,990
变动(%)	32	37	38	32	27
净利润(人民币 百万)	178	234	325	439	574
全面摊薄每股收益(人民币)	1.111	1.464	2.030	2.744	3.590
变动(%)	34.3	31.8	38.6	35.2	30.8
全面摊薄市盈率(倍)	39.0	29.6	21.3	15.8	12.1
价格/每股现金流量(倍)	23.3	17.5	6.8	12.9	12.5
每股现金流量(人民币)	1.86	2.48	6.33	3.35	3.47
企业价值/息税折旧前利润(倍)	28.5	19.3	12.7	9.2	6.9
每股股息(人民币)	0.375	0.375	0.609	0.823	1.075
股息率(%)	0.9	0.9	1.4	1.9	2.5

资料来源：公司数据及中银证券预测

## 志邦股份：渠道加速扩充，工程业务占优

公司 1998 年以整体橱柜起家；2015 年推出“法兰菲”全屋定制品牌，正式进军以定制衣柜为核心的全屋定制领域；2017 年推出年轻化全屋定制品牌 IK，以对时尚与生活品质有一定追求的年轻人为核心目标群，贯彻“用心，设计更好的家”的品牌理念；2018 年，公司将产品线延伸至木门，以实现全屋品类的进一步扩张。

图表 84. 2013-2018Q1 志邦股份营收及其增速



资料来源：Wind，中银证券

图表 85. 2013-2018Q1 志邦股份归母净利润及其增速



资料来源：Wind，中银证券

### 品类与品牌同步扩充，拓展客户覆盖范围。

在品类上，公司以整体橱柜起家，2015 年进入衣柜及其它全屋定制领域；2017 年 9 月设立全资子公司合肥志邦木业有限公司，拟投资 12 亿元新建志邦木业配套产业园，年产木门及家居配套产品 50 万套；2018 年公司正式推出定制木门产品，进一步完善全品类布局；2018 年 3 月，子公司合肥志邦家居有限公司拟投资 10 亿元建设法兰菲 180 新厂项目，年产 28 万套整体衣柜，加快衣柜业务扩张。至此，公司在产品与产能上皆实现了全屋定制全品类布局，顺应消费者“一站式购物”需求，有助于提升客单价与竞争力，为日后的大家居业务打下扎实的基础。

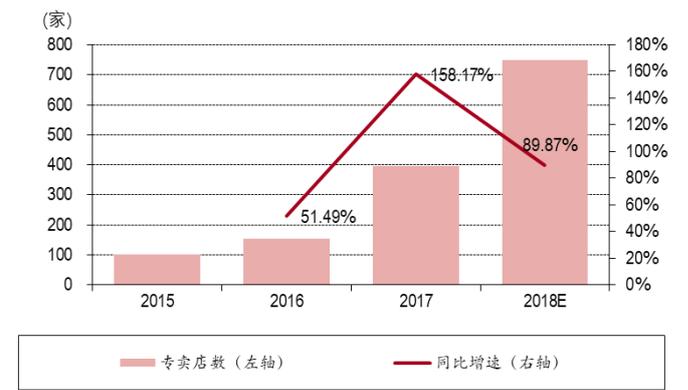
在品牌上，除“志邦”橱柜品牌外，2015 年公司推出“法兰菲”全屋定制品牌，专注衣柜及其它全屋定制业务。2017 年，公司进行市场细分，推出“IK”整体定制品牌，迎合互联网趋势及年轻化需要，提供中低端的差异化定价，吸引对价格更为敏感的客户群，在扩大客户覆盖范围的同时，利好业务精准定位与高效推广，助推渠道进一步下沉，培育未来营收增长点。

### 渠道加速扩张，高质量护航高增长。

2013-2016 年，公司开店速度较为稳健，专卖店数量稳健增长。2017 年公司上市后，加速进行渠道扩张，全年净增橱柜专卖店 223 家至 1335 家，同比增长 20.05%，净增衣柜专卖店 242 家至 395 家，同比增长 158.17%，增速皆明显高于往年。2018 年，公司预计分别新开橱柜、衣柜专卖店数 350-400 家，新开木门专卖店 150-200 家，专卖店总数同比增长超 48%，维持渠道加速扩张步伐，扩大市场覆盖范围，获取更多客户。

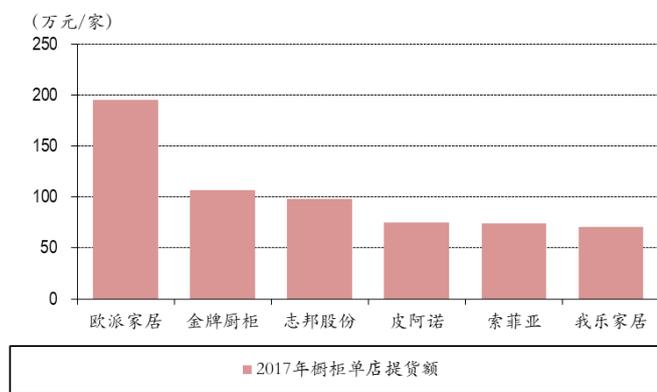
**图表 86. 志邦股份橱柜经销商专卖店加速扩张**


资料来源：公司公告，中银证券

**图表 87. 志邦股份衣柜经销商专卖店加速扩张**


资料来源：公司公告，中银证券

2017年，公司橱柜单店提货额为98万元/家，仅次于欧派家居（195万元/家）、金牌厨柜（107万元/家），具备较强行业竞争力；衣柜业务因起步较晚，前期专注渠道铺设，单店提货额较低，为46万元/家，较欧派家居、索菲亚仍有较大差距，成长空间广阔，增长弹性较大。随着渠道扩张加速，规模效应加强，单店提货额提升，公司渠道弹性红利可期。

**图表 88. 定制家具企业 2017 年橱柜单店提货额**


资料来源：公司公告，中银证券

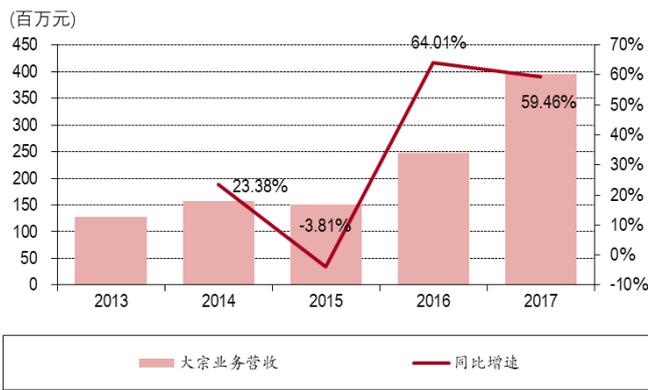
**图表 89. 定制家具企业 2017 年衣柜单店提货额**


资料来源：公司公告，中银证券

### 工程渠道占优，有望率先受益于精装房普及。

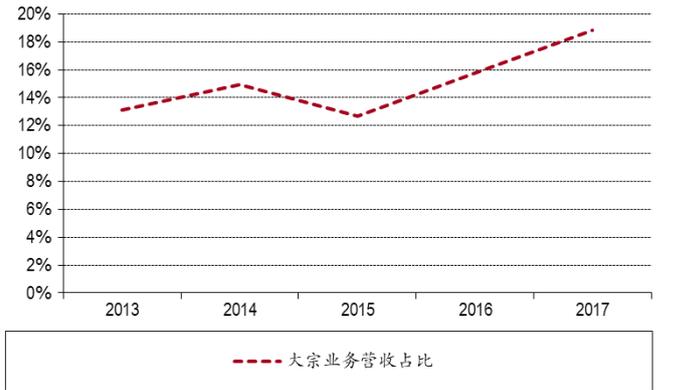
公司大宗业务采取与龙头地产公司战略合作及全国业务代理相结合的模式，与恒大、万科等知名房地产商建立了合作关系，是恒大的主要供应商。2017年公司大宗业务实现营收3.95亿元（仅次于欧派家居），同比增长59.46%，占公司总营收的18.83%，较2016年提升3.05个百分点，份额位列行业第一，且呈持续上升趋势。2016年公司大宗业务毛利率为26.32%，位于行业前列，保量的同时实现了保质。在精装修普及，大宗业务放量的大背景下，公司拥有规模与份额优势，结合其已有的渠道资源与业务经验，在较高盈利水平的加持下，有望最大限度率先受益。我们预计公司2018-2020年每股收益为2.03、2.74、3.59元，同比增长38.6%、35.2%、30.8%，对应2018年21XPE，维持**增持**评级。

图表 90. 志邦股份 2017 年大宗业务营收同比增长 59.46%



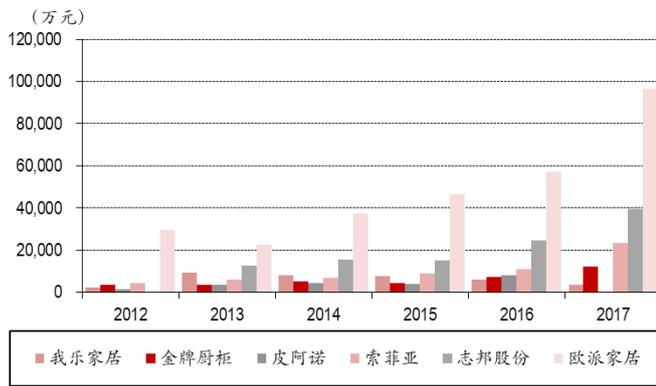
资料来源：公司公告，中银证券

图表 91. 志邦股份大宗业务营收占比呈上升趋势



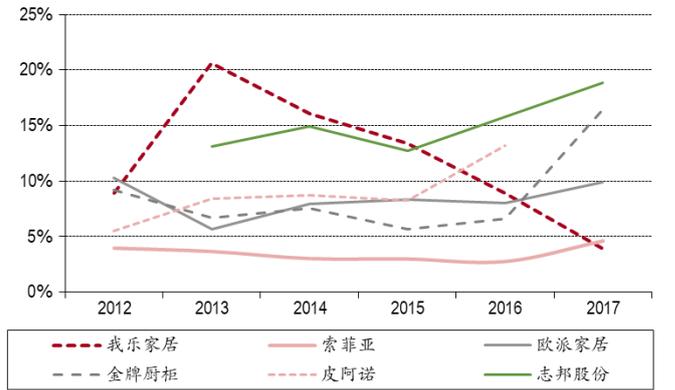
资料来源：公司公告，中银证券

图表 92. 志邦股份大宗业务营收规模仅次于欧派家居



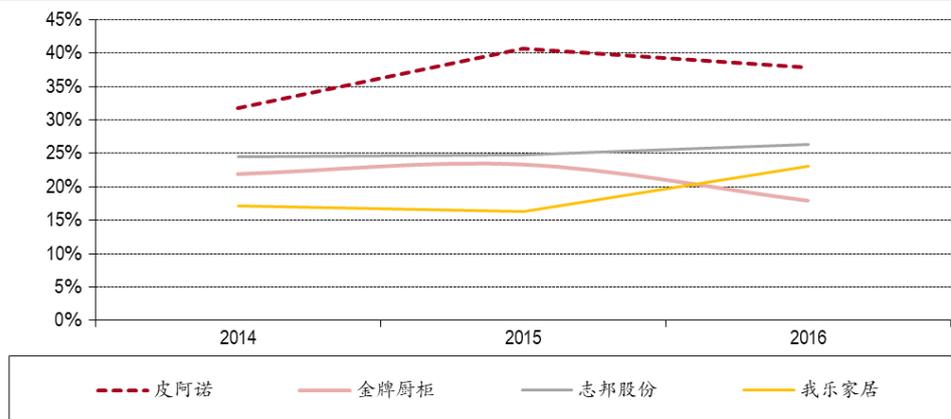
资料来源：公司公告，中银证券

图表 93. 志邦股份 2017 年大宗业务营收占比最高



资料来源：公司公告，中银证券

图表 94. 志邦股份大宗业务毛利率较高



资料来源：公司公告，中银证券

**损益表 (人民币 百万)**

年结日: 12月31日	2016	2017	2018E	2019E	2020E
销售收入	1,570	2,157	2,976	3,918	4,990
销售成本	(992)	(1,404)	(1,951)	(2,573)	(3,279)
经营费用	(349)	(430)	(588)	(759)	(949)
息税折旧前利润	229	322	437	586	763
折旧及摊销	(38)	(42)	(61)	(78)	(95)
经营利润 (息税前利润)	190	281	376	508	668
净利息收入/(费用)	28	11	17	31	43
其他收益/(损失)	(31)	(51)	(60)	(82)	(105)
税前利润	211	277	385	520	680
所得税	(34)	(42)	(60)	(81)	(106)
少数股东权益	0	0	0	0	0
净利润	178	234	325	439	574
核心净利润	173	238	324	438	575
每股收益 (人民币)	1.111	1.464	2.030	2.744	3.590
核心每股收益 (人民币)	1.082	1.486	2.023	2.739	3.593
每股股息 (人民币)	0.375	0.375	0.609	0.823	1.075
收入增长(%)	32	37	38	32	27
息税前利润增长(%)	34	48	34	35	31
息税折旧前利润增长(%)	34	41	35	34	30
每股收益增长(%)	34	32	39	35	31
核心每股收益增长(%)	33	37	36	35	31

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	2016	2017	2018E	2019E	2020E
税前利润	211	277	385	520	680
折旧与摊销	38	42	61	78	94
净利息费用	(14)	(5)	(9)	(16)	(22)
运营资本变动	9	3	0	0	0
税金	34	42	60	81	106
其他经营现金流	19	38	515	(129)	(303)
经营活动产生的现金流	297	396	1,013	535	555
购买固定资产净值	(128)	(320)	(320)	(320)	(320)
投资减少/增加	1	0	0	0	7
其他投资现金流	(9)	(583)	10	(4)	0
投资活动产生的现金流	(137)	(903)	(310)	(324)	(313)
净增权益	0	40	0	0	(1)
净增债务	0	0	0	0	0
支付股息	(60)	(60)	(97)	(132)	(172)
其他融资现金流	26	813	66	46	53
融资活动产生的现金流	(34)	793	(32)	(86)	(119)
现金变动	127	286	671	125	123
期初现金	290	426	713	1,384	1,509
公司自由现金流	175	(502)	711	227	263
权益自由现金流	175	(502)	711	227	263

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	2016	2017	2018E	2019E	2020E
现金及现金等价物	426	713	1,384	1,509	1,633
应收帐款	141	82	190	233	260
库存	158	161	246	335	400
其他流动资产	93	917	550	875	1,387
流动资产总计	819	1,873	2,370	2,952	3,678
固定资产	370	607	824	1,026	1,214
无形资产	73	73	66	59	53
其他长期资产	135	59	48	54	50
长期资产总计	586	747	946	1,147	1,325
总资产	1,405	2,620	3,316	4,099	5,003
应付帐款	197	184	322	424	503
短期债务	0	0	0	0	0
其他流动负债	532	725	998	1,337	1,721
流动负债总计	729	909	1,320	1,761	2,224
长期借款	0	0	0	0	0
其他长期负债	10	12	12	12	12
股本	120	160	160	160	160
储备	546	1,540	1,824	2,166	2,607
股东权益	666	1,700	1,984	2,326	2,767
少数股东权益	0	0	0	0	0
总负债及权益	1,405	2,620	3,316	4,099	5,003
每股帐面价值 (人民币)	4.16	10.62	12.40	14.54	17.30
每股有形资产 (人民币)	4.94	10.16	11.99	14.17	16.86
每股净负债/(现金)(人民币)	(3.55)	(4.46)	(8.65)	(9.43)	(10.20)

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	2016	2017	2018E	2019E	2020E
<b>盈利能力</b>					
息税折旧前利润率(%)	14.6	14.9	14.7	15.0	15.3
息税前利润率(%)	12.1	13.0	12.6	13.0	13.4
税前利润率(%)	13.5	12.8	12.9	13.3	13.6
净利率(%)	11.3	10.9	10.9	11.2	11.5
<b>流动性</b>					
流动比率(倍)	1.1	2.1	1.8	1.7	1.7
利息覆盖率(倍)	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
净权益负债率(%)	净现金	净现金	净现金	净现金	净现金
速动比率(倍)	0.9	1.9	1.6	1.5	1.5
<b>估值</b>					
市盈率(倍)	39.0	29.6	21.3	15.8	12.1
核心业务市盈率(倍)	40.0	29.2	21.4	15.8	12.1
市净率(倍)	10.4	4.1	3.5	3.0	2.5
价格/现金流(倍)	23.3	17.5	6.8	12.9	12.5
企业价值/息税折旧前利润(倍)	28.5	19.3	12.7	9.2	6.9
<b>周转率</b>					
存货周转天数	44.4	41.5	38.1	41.2	40.9
应收帐款周转天数	32.9	18.9	16.7	19.7	18.0
应付帐款周转天数	45.9	32.2	31.0	34.7	33.9
<b>回报率</b>					
股息支付率(%)	33.7	25.6	30.0	30.0	29.9
净资产收益率(%)	26.7	19.8	17.6	20.4	22.6
资产收益率(%)	11.4	11.8	10.7	11.6	12.4
已运用资本收益率(%)	30.7	24.2	20.9	24.3	27.1

资料来源: 公司数据及中银证券预测

## 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。

中银国际证券股份有限公司同时声明，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，中银国际证券股份有限公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

## 评级体系说明

以报告发布日后公司股价/行业指数涨跌幅相对同期相关市场指数的涨跌幅的表现为基准：

### 公司投资评级：

- 买入：预计该公司在未来 6 个月内超越基准指数 20% 以上；
- 增持：预计该公司在未来 6 个月内超越基准指数 10%-20%；
- 中性：预计该公司股价在未来 6 个月内相对基准指数变动幅度在 -10%-10% 之间；
- 减持：预计该公司股价在未来 6 个月内相对基准指数跌幅在 10% 以上；
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

### 行业投资评级：

- 强于大市：预计该行业指数在未来 6 个月内表现强于基准指数；
- 中性：预计该行业指数在未来 6 个月内表现基本与基准指数持平；
- 弱于大市：预计该行业指数在未来 6 个月内表现弱于基准指数。
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

沪深市场基准指数为沪深 300 指数；新三板市场基准指数为三板成指或三板做市指数；香港市场基准指数为恒生指数或恒生中国企业指数；美股市场基准指数为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

## 风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券股份有限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股份有限公司的机构客户；2) 中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券股份有限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。

中银国际证券股份有限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。中银国际证券股份有限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。中银国际证券股份有限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士，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，中银国际证券股份有限公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券股份有限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。中银国际证券股份有限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股份有限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。

中银国际证券股份有限公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

## 中银国际证券股份有限公司

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