



信达证券
CINDA SECURITIES

Research and
Development Center

轻奢家居零售品牌，高端人群的美家梦

—— 美克家居（600337.sh）首次覆盖

2017 年 1 月 20 日

郭荆璞 行业首席分析师

李丹 研究助理

周贤珮 研究助理

轻奢家居零售品牌，高端人群的美家梦

2017 年 1 月 20 日

本期内容提要：

- ◆ **高端家具行业发展空间广阔。**美克是我国高端实木家具第一品牌。我们认为在理解美克家居核心价值 and 成长逻辑时，最值得关注的不是美克作为家具必需品制造商的竞争力，而是美克所带有的轻奢品牌色彩和自身作为时尚家居零售商的定位。美克的成长主要基于消费者收入水平及消费水平的提升，消费者对美家概念的重视以及美克自身通过不断提高竞争力而形成的市场占有率的提升。
- ◆ **多品牌打通全渠道。**美克逐步落实多品牌战略，建立了美克美家、A.R.T、YvY、Zest（恣在家）及美克美家子品牌 Rehome 的品牌矩阵。通过不同的品牌定位，覆盖不同收入结构的差异化消费群体，同时，通过直营、加盟、线上等多种方式覆盖国内主要城市和地区。2016 年前三季度营收增长高达 20.20%。随着多品牌战略逐步落实，YvY 和 Rehome 店面开始运行阶段，Zest（恣在家）即将上线，公司进入新的成长阶段。
- ◆ **智能制造（MC+FA）项目推动转型升级。**公司 2012 年开始的智能制造（MC+FA）项目的正式运营可期。项目建成后将提高劳动生产效率，大幅度降低人工成本，在效率提升、品质控制方面也将有较大改善，将更好地满足客户个性化、多样化需求。公司预计，美克家居的智能工厂升级能够将交付周期从行业平均的 120 天缩短至 5 周。
- ◆ **拟定增扩建制造基地，进入定制柜类市场。**2016 年 8 月发布定增预案，拟定增 16 亿用于天津制造基地升级扩建项目，于 2017 年 1 月通过审核。该定增项目向包括控股股东美克集团在内的不超过 10 名特定对象，发行不超过 1.32 亿股，发行底价 12.4 元/股。项目实施后可新增板木定制柜类家具产能和实木家具产能，提高物流仓库智能化。
- ◆ **盈利预测与投资评级：**公司逐步落实多品牌战略，通过不同的品牌定位，覆盖不同收入结构的差异化消费群体。发展长尾产品，提高客单价。同时积极开拓销售渠道，完善供应链，提升服务质量。智能制造（MC+FA）落地在即，将大幅提高综合竞争能力和盈利能力。暂不考虑尚未实行的非公开增发项目，我们预计公司 2016-2018 年 EPS 为 0.53 元、0.64 元、0.77 元，首次覆盖给予“增持”评级。
- ◆ **股价催化剂：**业绩超预期增长。
- ◆ **风险因素：**高端以及中高端消费不景气、房地产市场调控导致家具需求减弱、新品牌推广不及预期。

证券研究报告

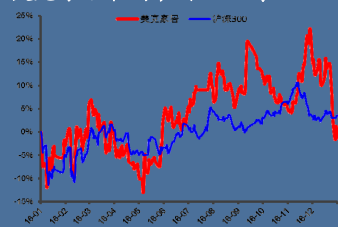
公司研究——首次覆盖

美克家居（600337.SH）



首次评级

美克家居相对沪深 300 表现



资料来源：信达证券研发中心

公司主要数据（2017.1.19）

收盘价（元）	12.79
52 周内股价波动区间（元）	10.48-16.21
最近一月涨跌幅（%）	-9.68
总股本（亿股）	6.45
流通 A 股比例（%）	6.45
总市值（亿元）	82.49

资料来源：信达证券研发中心

信达证券股份有限公司
CINDA SECURITIES CO.,LTD
北京市西城区闹市口大街 9 号院 1 号楼
邮编：100031

郭荆璞 行业分析师

执业编号：S1500510120013

联系电话：+86 10 83326789

邮箱：guojingpu@cindasc.com

李丹 研究助理

联系电话：+86 10 83326735

邮箱：lidan@cindasc.com

周贤珮 研究助理

联系电话：+86 10 83326737

邮箱：zhouxianpei@cindasc.com

	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入(百万元)	2,713.77	2,858.82	3,340.15	3,834.78	4,424.66
增长率 YoY %	1.44%	5.34%	16.84%	14.81%	15.38%
归属母公司净利润(百万元)	233.57	300.62	339.86	414.00	497.71
增长率 YoY%	35.79%	28.71%	13.05%	21.82%	20.22%
毛利率%	58.70%	61.28%	61.69%	62.17%	62.58%
净资产收益率 ROE%	8.40%	10.18%	10.56%	11.54%	12.31%
每股收益 EPS(元)	0.36	0.47	0.53	0.64	0.77
市盈率 P/E(倍)	35	27	24	20	17
市净率 P/B(倍)	2.90	2.71	2.44	2.17	1.92

资料来源: wind, 信达证券研发中心预测 注: 股价为 2017 年 1 月 19 日收盘价

目 录

投资聚焦	1
美克是我国驰名高端家具生产制造零售商	3
美克品牌的发展历程	3
股权结构稳定	4
高端家居全国性零售商	4
大家居发展进入新阶段	8
受整体地产景气度影响低，增速高于整体家具行业	9
我国居民可支配收入持续增长，消费升级趋势显著	10
富裕人群规模扩大，高端消费需求旺盛	10
高端消费回归理性，家居消费将崛起	12
开启多个增长极，有望实现跨越式增长	14
主力品牌占领市场最高端，高端市场独树一帜	14
A.R.T.品牌将成为新的利润增长点	15
多品牌战略打开全渠道	16
MC+FA：全球第一个实木家具自动化项目	17
发展线上渠道，完善客户体验	18
拟定增扩建制造基地，进入定制柜类市场	19
盈利预测、估值与投资评级	19
风险因素	21

表 目 录

表 1：品牌发展历程	3
表 2：实木家具和板式家具主要区别	6
表 3：A 股中家具公司 2016 年前三季度销售毛利率	8
表 4：我国楼市调控政策	9
表 5：美克多品牌战略布局	16
表 6：公司收入成本拆分	20
表 7：A 股主要家具制造公司估值	20

图 目 录

图 1：公司股权结构（截止 2016 年三季报）	4
图 2：近年美克家居营业收入及利润总额（亿元）	5
图 3：公司产品构成	5
图 4：美克由 OEM 向零售转型，零售占比逐年提高	5
图 5：近年美克家居零售商品收入（万元）	5
图 6：大陆地区营业收入增长迅速	6
图 7：大陆地区产品毛利率保持高位	6
图 8：样板间实例（风格：混搭。户型：3 室 2 厅。面积：290.0 平方米。美克软装预算：80 万）	7
图 9：我国家具行业发展历程	8
图 10：我国规模以上家具企业工业总产值及增速	9
图 11：影响家具需求的主要因素	9
图 12：房地产调控对美克营收影响不大	9
图 13：城镇居民人均可支配收入同比增长	10
图 14：2015 年起家具制造业利润总额增幅高于营收增幅	10
图 15：我国千万资产高净值人群规模	11
图 16：我国亿万资产高净值人群规模	11
图 17：城镇家庭数量（百万户）	11
图 18：我国不同人群家庭月消费（千元）	11
图 19：社会消费品零售总额	12
图 20：我国出境游客数	12
图 21：我国消费者对奢侈品认识的发展历程	13
图 22：中国消费者消费重点逐渐向体验性消费转变	13
图 23：美克美家百度指数稳步增长	14
图 24：左岸时光	16
图 25：莫里印象	16
图 26：YVVY	17
图 27：Rehome	17

投资聚焦

核心观点/投资逻辑:

我们认为在理解美克家居核心价值和成长逻辑时，最值得关注的是美克作为家具必需品制造商的竞争力，而是美克所特有的轻奢品牌色彩和自身作为时尚家居零售商的定位。

中国是消费品制造大国，但是目前并没有成熟的高端品牌。随着经济进一步发展，消费行为的成熟，市场发展时间的加长，以及企业运营能力的提升，国内市场将逐步诞生轻奢品牌。在各类消费品行业中，美克家居，作为国内实木家居行业龙头，可能性较高。高端品牌建立是一个长期艰辛的过程，在这个过程中，企业要放弃利润最大化的愿望，从细节打磨产品研发能力、生产管理能力，零售的管理等等。而其中每一个环节都需要长时间磨合。美克早在 2003 年建立零售的生活方式概念店，并逐步剥离低附加值的出口加工业务，坚守家居生活方式概念店 13 年，主力品牌建立了独立大型零售门店 80 余家，在市场上树立了独特的品牌影响力。

推荐美克家居的具体理由如下：

首先：国内有着全球增长速度最快，数量最多的富裕人群，这样快速增长的需求将作为企业收入和利润增长的市场背景。从目前海外购物的行为可以看出，国内市场上的产品难以满足中产以上人群对高端产品的追求。家居行业有着艺术生活的属性，在体验为王的高端消费趋势中，是和生活品质以及生活态度紧密相连的行业。数据证明，美克业绩受地产景气度影响较小，美克的成长主要基于高端消费人群数量的增加，目标人群对美家概念的重视以及美克自身通过不断提高竞争力而形成的市场占有率的提升。

第二：不同于现代板式家居，实木家具的设计周期较为缓慢，手工程度高，偏经典；是消费品中，为数不多的远离流行时尚的产业，规避了中国普遍设计能力偏弱的短板，突出了制造的核心优势。不同于其他消费耐用品，美克美家在相近价格区间里，几乎没有来自海外的强劲竞争对手。

第三：从消费品研究角度来看，中长线牛股更多还是侧重在细分行业龙头。纵观整个高端实木家具行业，参与竞争的公司主要以区域性公司为主，并且大多都有外贸背景，承担海外实木家具品牌的部分加工任务，缺乏品牌、渠道、零售、设计能力，也无法为客户提供整体服务。美克家居是高端细分市场的龙头企业，实木家具属于标准化程度较低，个性化程度高的行业，在房地产高速发展的 20 年，没有能够产生新的，能与之抗衡的品牌，未来在地产行业发展速度减慢后，细分领域里，短期内不可能孕育实力相似的竞争对手，最有可能看到的是强者更强的局面。美克美家在零售行业坚持直营 13 年，全国拥有 80 家直营生活概念店，品牌力深入人心，为高端市场上唯一全国性品牌。

第四：在经历了外在炫富式奢侈品消费的阶段后，高端消费将逐步过渡至以内在体验为主的生活领域。我们看到高端度假产

品、奢侈酒店、水疗等消费增长等都是人们追求体验的表现，“家”作为个人幸福感和亲密社交发生的地点，也是最为重要的生活体验场所，将会得到越来越多的重视。

第五，渠道保护性。在消费品发展的过程中，首饰、服装、化妆品等细分行业面临电商和跨境购的冲击，难以在品牌和产品上形成明显的竞争优势。而家居行业对售前，售中和售后的服务要求较高、且退换货困难，不受跨境购和电商影响。

第六，美克作为高毛利的耐用消费品企业，随着业务收入规模的稳步提升，基于刚性的费用而带来的盈利能力提升空间巨大，同时随着电商直营占比提升，其基于渠道利润重分配及费用降低带来的盈利弹性也极其显著。

与市场不同之处：美克产品主要面向高端消费人群，配置美克产品的多为自住房屋，基本不受房地产调控政策的影响。对美克影响更大的外在因素，是高净值人群的规模扩大和大众消费水平的提高。

股价催化剂：业绩超预期增长。

盈利预测与投资评级：公司逐步落实多品牌战略，通过不同的品牌定位，覆盖差异化消费群体。发展长尾产品，提高客单价。同时积极开拓销售渠道，完善供应链，提升服务质量。智能制造（MC+FA）落地在即，将大幅提高综合竞争能力和盈利能力。暂不考虑非公开增发项目，我们预计公司 2016-2018 年 EPS 为 0.53 元、0.64 元、0.77 元，首次覆盖给予“增持”评级。

核心假设及风险：房地产市场调控导致家具需求减弱、新品牌推广不及预期。

美克是我国驰名高端家具生产制造零售商

美克品牌的发展历程

美克国际家居用品股份有限公司(以下简称“美克家居”)前身为美克国际家具股份有限公司, 2000 年在上交所上市, 股票简称“美克股份”。2002 年 1 月公司投资成立了美克美家家具连锁有限公司, 创立了自己的家具品牌——“美克·美家”, 同时联手美国著名家具零售品牌“伊森艾伦”, 共同将国际领先的家具零售模式带到中国, 美克开始了由 OEM(代工生产)到零售商的战略转型。

2002 年-2006 年, 美克美家不断提升家具制造能力, 稳步扩张, 逐步树立了自己高端实木家具的品牌形象。2006 年美克美家被国家质量监督总局评为“中国名牌产品”, 2007 年美克美家被国家工商总局认定为“中国驰名商标”。2009 年公司成功收购了美国从事软体家具和实木家具设计、供应和销售的 Schnadig 包括品牌在内的相关资产。2010 年, 公司全资收购美国 A.R.T 公司。2013 年起, 公司将 A.R.T. 产品试水国内市场, 开始由零售商向品牌商转型。2014 年, 国内第一家 A.R.T. 开业, 公司股票简称更名为“美克家居”。2015 年, 公司建立了美克美家、A.R.T、YVVY、Zest 及美克美家子品牌 Rehome 的品牌矩阵。

表 1: 品牌发展历程

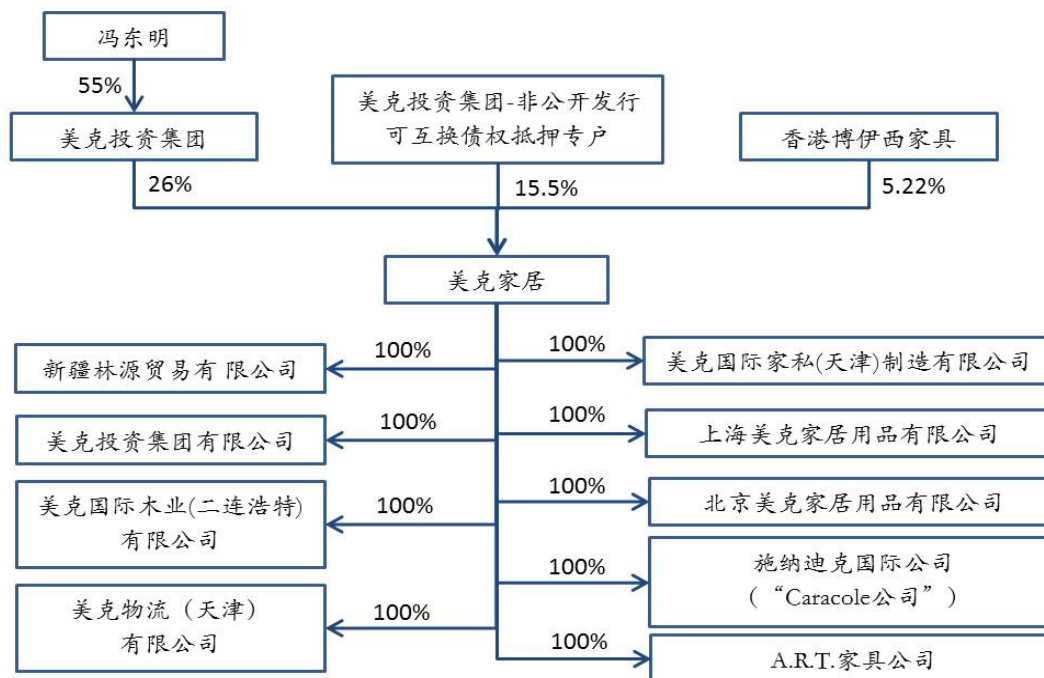
转型历程	时间	美克家居的品牌发展之路
OEM 加工商	1995 年	美克国际家具股份有限公司成立
	2000 年	上交所上市, 股票简称“美克股份”
单品牌零售商	2002 年	成立美克美家, 由 OEM 向零售商转型
	2004 年	稳步扩张, 覆盖环渤海、长三角、沿长江经济带。
	2006 年	美克美家被国家质量监督总局评为“中国名牌产品”
	2007 年	美克美家被国家工商总局认定为“中国驰名商标”, 并获得 2007 最时尚家居用品奖
	2008 年	获得中国“十大家具品牌”、“十大连锁品牌”
	2010 年	收购美国 A.R.T 公司
	2012 年	美克美家 10 周年, Caracole 品牌发布
多品牌零售商	2013 年	开始了由零售商向品牌商的战略转型
	2014 年	A.R.T. 开业, 公司证券简称更名“美克家居”
	2015 年	建立了美克美家、A.R.T、YVVY、Zest 及美克美家子品牌 Rehome 的品牌矩阵

资料来源: 公司官网, 公司公告, 信达证券研发中心

股权结构稳定

公司控股股东美克投资集团有限公司（以下简称“美克集团”）创始于 1990 年，前身是乌鲁木齐艺术研究所，现在旗下包括上市公司“美克家居”和新疆美克化工有限责任公司、美克置地等多家企业，产业涉及家具制造及出口、家居零售和精细化工等领域。美克家居的子公司业务涉及家具销售、开发设计、木材经营及加工、物流仓储服务等。

图 1：公司股权结构（截止 2016 年三季度）



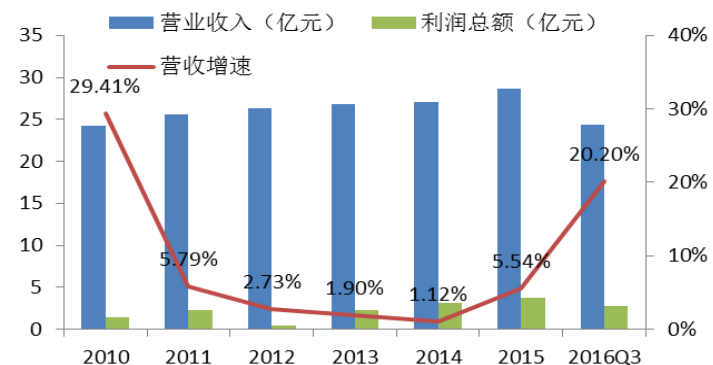
资料来源：公司公告，信达证券研发中心

高端家居全国性零售商

零售收入逐步提高

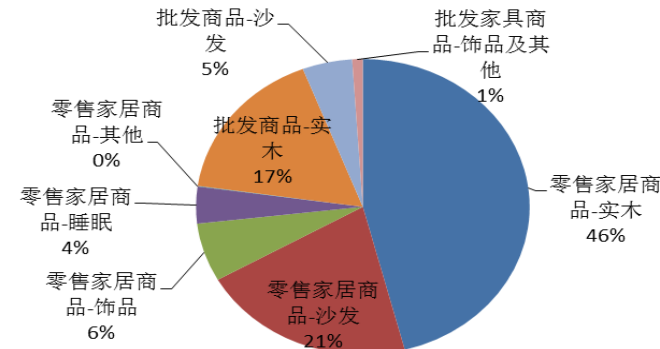
2016 年 1-9 月，公司营业收入 24.39 亿元，同比增长 20.20%；归属于上市公司股东的净利润为 2.18 亿元，同比增长 7.5%。2011 年-2015 年，整体营业收入增速较平缓，主要由于近年来公司逐步减少出口业务，完成了由 OEM 向零售商的战略转型。

图 2：近年美克家居营业收入及利润总额（亿元）



资料来源：公司年报，信达证券研发中心

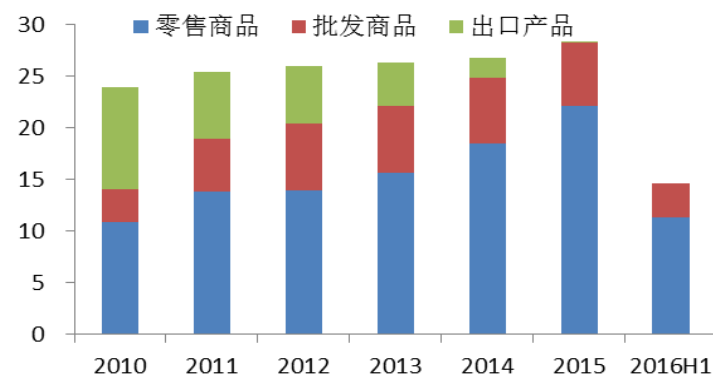
图 3：公司产品构成



资料来源：公司 2016 半年报，信达证券研发中心

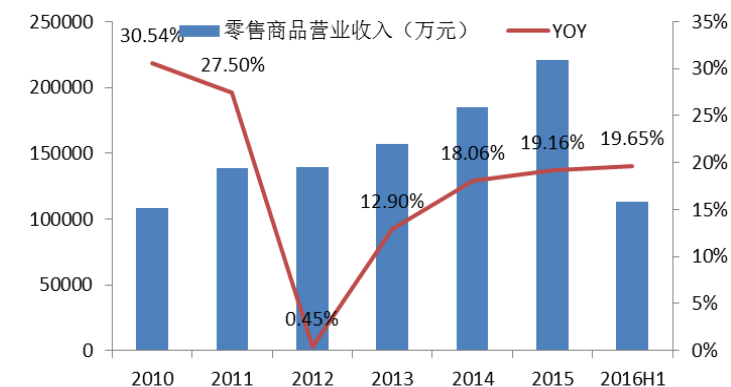
除去减少 OEM 业务的影响，美克家居零售商品营业收入逐年增长。除了 2012 年家居零售业务受国家房地产调控的影响，业务收入基本与 2011 年持平以外，其他年份均保持较高增长。自 2014 年美克开始实行多品牌战略，零售商品营业收入增速保持在 18% 以上。

图 4：美克由 OEM 向零售转型，零售占比逐年提高

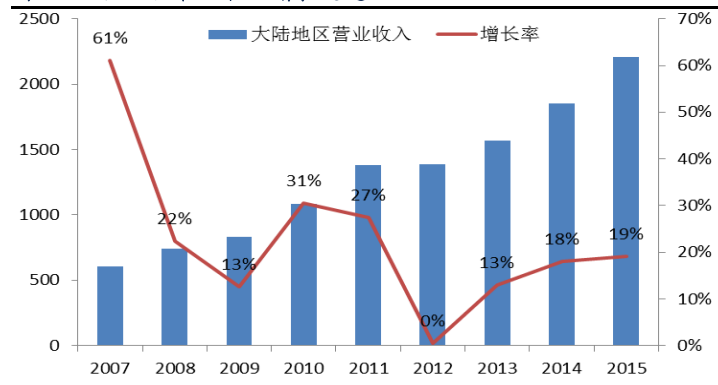


资料来源：公司年报及半年报，信达证券研发中心

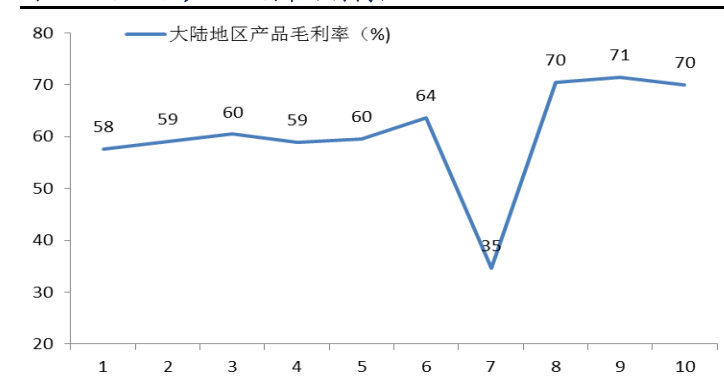
图 5：近年美克家居零售商品收入（万元）



资料来源：公司年报及半年报，信达证券研发中心

图 6：大陆地区营业收入增长迅速


资料来源：Wind，信达证券研发中心

图 7：大陆地区产品毛利率保持高位


资料来源：Wind，信达证券研发中心

主要产品为高端实木家具

根据 2016 年公司中报数据，公司主要产品为实木家具和沙发，实木家具约占 63%，沙发约占 26%。实木家具是指主材为实木的家具，与之对应的是以人造板为主要基材的板式家具。板式家具和实木家具是目前市场上的主流产品，由于在材质、制作工艺、价格方面存在显著的差异，所以受众人群也不同。不同于板式家具，实木家具的设计周期较为缓慢，手工程度高，偏经典；是消费品中，为数不多的远离流行时尚的行业，规避了中国普遍设计能力偏弱的短板，突出了制造的核心优势。

表 2：实木家具和板式家具主要区别

	实木家具	板式家具
原材料	主要结构件采用天然木材	采用人工制成的的中纤板和刨花板
工艺	工艺复杂	生产速度快，外形设计选择范围大
环保	绿色环保，污染较少	使用添加剂粘合剂较多，如果贴面处理不好，会散发有害物质
价格	价格较高	价格便宜
耐久性	结实耐用	使用寿命较短
质感	自然、沉稳、舒适度高	轻便、舒适度一般

资料来源：信达证券研发中心

面向高端消费者，品牌溢价高

美克的家具涉及传统、经典、乡村、变迁、休闲五种风格，适用于高档装修，价位偏高，主要面向高端消费者。高端消费品

（奢侈品）指超出人们生活需要范围的，具有独特、稀缺、珍奇等特点的消费品。一般认为奢侈品具有价格高、质量好、独特罕见、能提供额外幸福感等特点，美克主力品牌“美克·美家”的家具从材质、工艺、品味和价位都表现出了奢侈品的特质。

图 8：样板间实例（风格：混搭。户型：3 室 2 厅。面积：290.0 平方米。美克软装预算：80 万）



资料来源：美克美家官网，信达证券研发中心

我们认为，美克是我国少有的带有轻奢色彩的高端家具品牌。高端品牌的建立是一个长期艰辛的过程，高端消费品不是靠降价吸引消费者，而是通过提高产品品质和用户体验，增加消费者的忠诚度。在这个过程里，企业初期需要放弃利润最大化的愿望，从细节打磨产品研发能力、生产管理能力和零售的管理等等，而其中每一个环节都需要长时间磨合。

美克早在 2003 年建立零售的生活方式概念店，坚守家居生活方式概念店 13 年，主力品牌“美克·美家”建立了独立大型零售门店 80 余家，在市场上树立了独特的品牌影响力。美克独特的品牌价值，赋予了其强大的产品定价能力，美克产品的毛利率稳定在 60% 左右，远高于行业平均水平。同时，在房地产高速发展的 20 年，没有能够产生新的，能与之抗衡的品牌，未来在地产行业发展速度变缓的情况下，短期内在细分领域里，几乎不可能孕育实力相似的竞争对手，最有可能看到的是强者更强的局面。

表 3：A 股中家具公司 2016 年前三季度销售毛利率

股票简称	代码	销售毛利率 (%)
美克家居	600337.SH	60.06
好莱客	603898.SH	39.69
宜华生活	600978.SH	32.59
索菲亚	002572.SZ	36.93
曲美家居	603818.SH	39.34
喜临门	603008.SH	38.84

资料来源：wind，信达证券研发中心

大家居发展进入新阶段

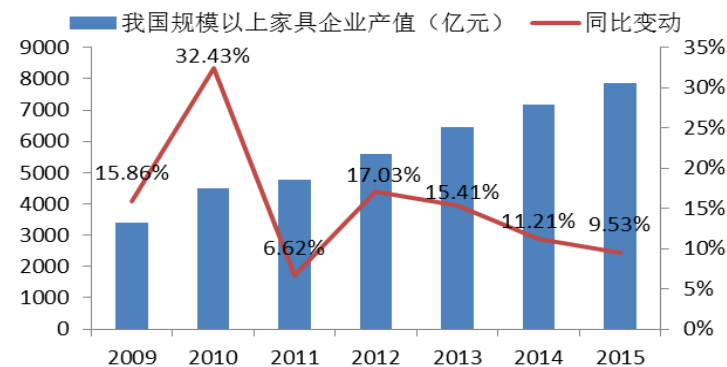
我国家具行业在过去的近 40 年发展迅速。经过多年发展，生产、销售、技术水平、产品质量和经济效益都得到了全面提高。逐渐形成珠江三角洲、长江三角洲、环渤海、东北、西部五大家具产业区。近年来，我国家具公司开始着力发展品牌，产品力不断提升，中大型品牌加速布局，行业集中度有所集中，将逐步向品牌竞争转变。

图 9：我国家具行业发展历程

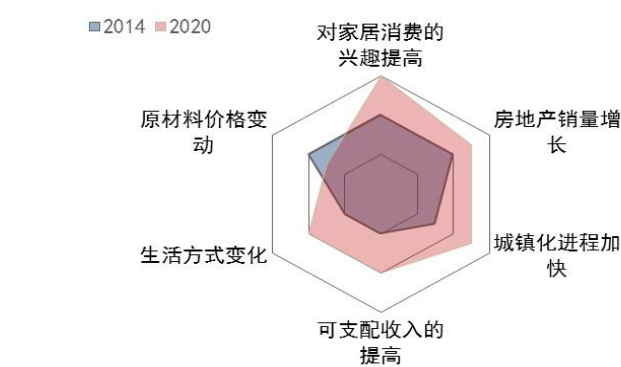


资料来源：信达证券研发中心

我国消费者购买家具的主要原因是搬迁新居、房屋重新装修和添置新件。近年来房地产发展迅猛，城镇化进程不断加快，居民可支配收入提高，生活方式逐步转变，推动了我国家具行业的稳步发展。2009 年我国规模以上家具企业产值为 3389 亿元，2015 年已增长至 7872.5 亿元，年复合增长率 12.8%。目前，我国高收入人群的家具消费从基础功能需求提升至美学、艺术和生活方式需求。

图 10：我国规模以上家具企业工业总产值及增速


资料来源：公司公告，信达证券研发中心

图 11：影响家具需求的主要因素


资料来源：AMR analysis，信达证券研发中心

受整体地产景气度影响低，增速高于整体家具行业

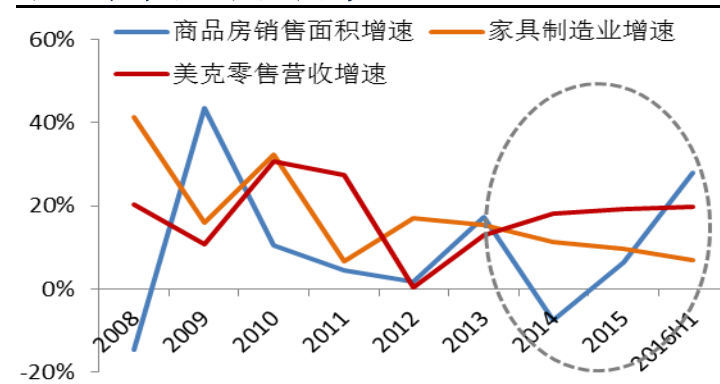
近几年来，房地产调控政策不断出台，我国家具行业整体增速有所减缓。但是美克的业绩受房地产市场扰动的影响不大。因为房地产调控主要限制的是投资性房产，而美克的家居产品定位高端装修，配置美克产品的多为自住房屋。

在我国，买房并购置家具的刚性需求长期存在，中高端家具的消费需求也将持续发展。2014 年，我国商品房销售面积下降 8%，但家具制造业营业收入和美克的零售营收增速仍然保持了较高的增速。

表 4：我国楼市调控政策

时间	我国楼市调控政策
2009 年	“国四条”
2010 年	“国十一条”“新国十条”
2011 年	“新国八条”
2012 年	暂停发放购买第三套及以上住房贷款
2013 年	“新国五条”
2014 年	“930” 房贷新政
2016 年	十一多地出台调控政策

资料来源：信达证券研发中心

图 12：房地产调控对美克营收影响不大


资料来源：Wind，信达证券研发中心

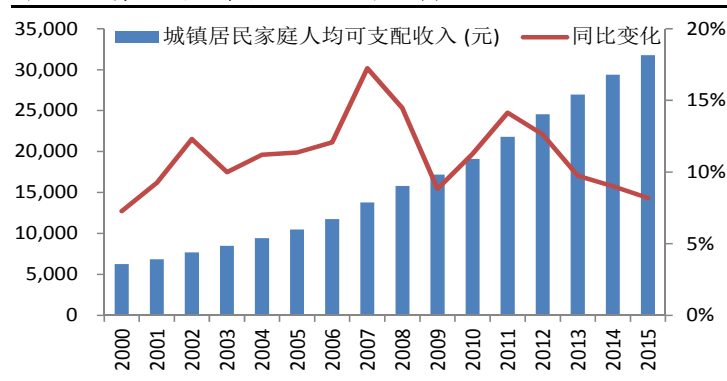
我国居民可支配收入持续增长，消费升级趋势显著

能够持续拉动我国高端家具的需求的，是我国城镇居民人均可支配收入持续增长，消费水平不断提高。随着消费者对品质和服务的追求进一步提升，消费结构将从生存型消费向发展型和享乐型消费升级。2015 年我国城镇居民家庭人均可支配收入达到 3.18 万元，同比增长 8.2%。

目前中国人均家具消费水平尚低，根据德国工业协会 2014 年公布的数据显示，2013 年，德国人均家具支出 390 欧元、美国人均家具支出 210 欧元，中国人均家具支出仅在 44 欧元左右，中国人均家具支出远远低于发达国家。近年来，国内居民消费结构持续改善，随着国内居民消费水平的提高，家具在刚性消费中的比重将会逐渐增加。

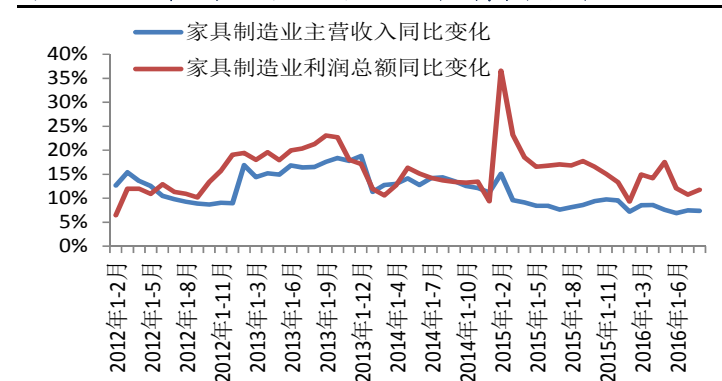
自 2015 年起，家具制造业的利润增速大幅增长，远高于营业收入的增速，说明消费者购买家具时，更愿意出较高价格购买毛利率较高的中高档家具。未来，消费者会更加讲究精细化、个性化、多元化，对于家具的整体性、协调性、设计感的需求将不断增强，更加注重家居的风格、品味、代表的文化及售后服务等。

图 13：城镇居民人均可支配收入同比增长



资料来源：国家统计局，信达证券研发中心

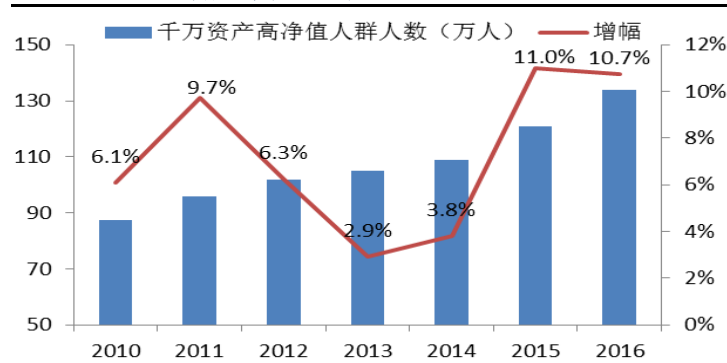
图 14：2015 年起家具制造业利润总额增幅高于营收增幅



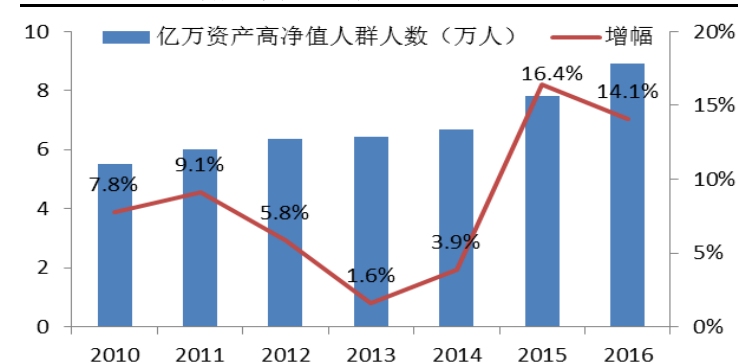
资料来源：国家统计局，信达证券研发中心

富裕人群规模扩大，高端消费需求旺盛

根据胡润研究院数据，截止 2016 年 5 月，中国大陆地区千万资产高净值人群数量约 134 万，比去年增加 13 万人，增长率达到 10.7%；亿万资产高净值人群人数约 8.9 万，比去年增加 1.1 万人，增长率高达 14.1%。高净值人群规模的扩大，将带动包括高端家具在内的高端耐用消费品行业的发展。

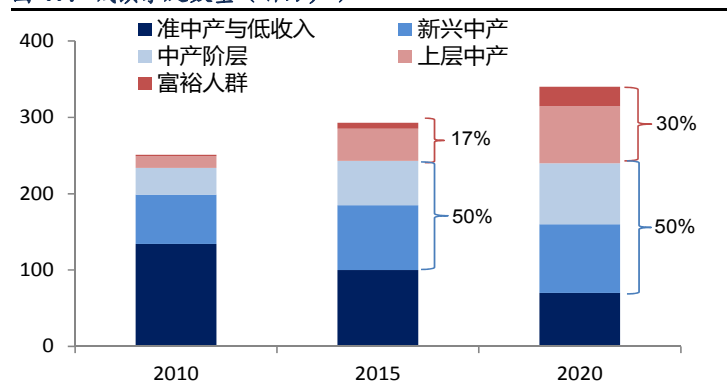
图 15：我国千万资产高净值人群规模


资料来源：胡润研究院，信达证券研发中心

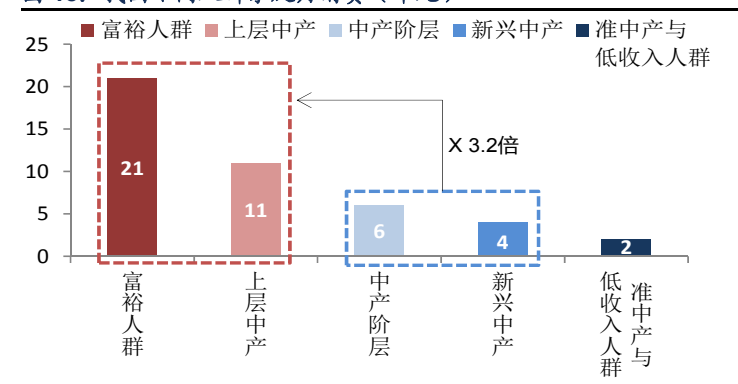
图 16：我国亿万资产高净值人群规模


资料来源：胡润研究院，信达证券研发中心

此外，富裕以及上层中产阶级人群的不断增长，为产品提供了更为广阔的需求空间。根据 BCG《中国消费趋势报告》，过去几十年，我国经济高速发展，让数亿人摆脱贫困，成为新型中产阶级（家庭可支配月收入为 5200-8300 元）或中产阶级（家庭可支配月收入为 8300-12500 元），带动了我国消费的快速发展。2010-2020 年我国消费增长是由上层中产阶级（家庭可支配月收入为 12500-24000 元）及富裕阶层（家庭可支配月收入为 24000 元以上）拉动。

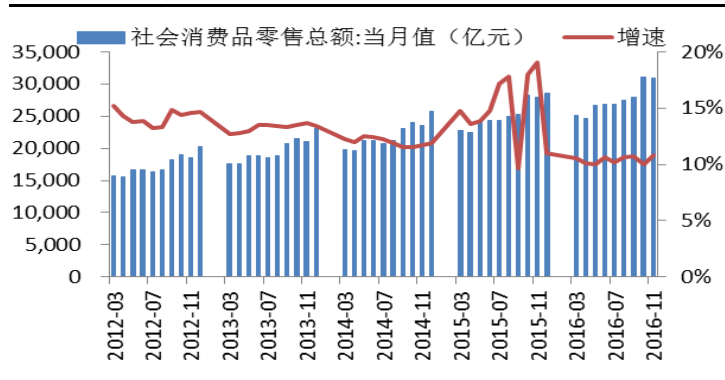
图 17：城镇家庭数量（百万户）


资料来源：BCG，信达证券研发中心

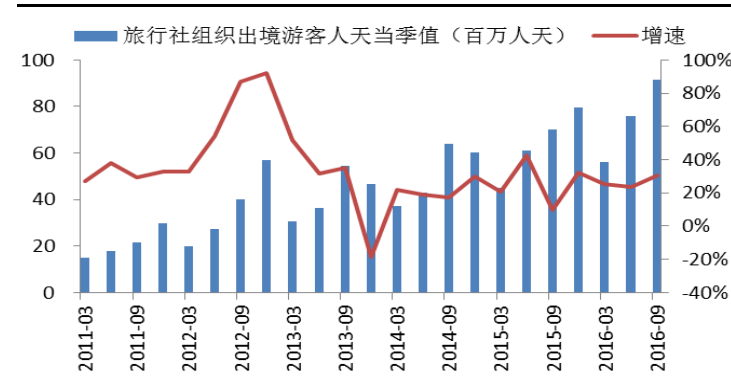
图 18：我国不同人群家庭月消费（千元）


资料来源：BCG，信达证券研发中心

随着我国中产及富裕人群形成并崛起，带动了我国消费稳步增长。2015 年我国实现社会消费品零售总额达到 30.1 万亿元，同比增长 10.7%，消费对社会经济增长的贡献率达到 66.4%，比 2014 年提高了 15.4 个百分点，成为经济增长的第一驱动力。社会消费品零售总额稳步增长的同时，我国中高端消费品的需求大幅增长。商务部部长高虎城表示，2015 年我国境外消费 1.5 万亿元人民币，其中至少 7000 亿至 8000 亿元用于购物。

图 19：社会消费品零售总额


资料来源：国家统计局，信达证券研发中心

图 20：我国出境游客数


资料来源：国家旅游局，信达证券研发中心

境外消费旺盛折射了当前我国消费尤其是中高端消费供需结构矛盾。在需求端，我国居民购买力不断增强，中产及富裕人群增长，中高端消费品需求旺盛。但在供给端，我国目前成熟的高端品牌数量很少，国内市场上的产品难以满足中产以上人群对高端产品的追求。尤其在家居行业，目前没有能跟美克匹敌的高端品牌。家具产品具有单笔消费金额大、更换周期长、专业化等消费特性，不同品牌产品设计、质量、风格等因素差异较大，品牌及服务的竞争是必然趋势。

高端消费回归理性，家居消费将崛起

随着富裕人群规模扩大，我国高端消费也逐步从炫耀型消费向理性阶段转变。2012年之前，虽然富裕人群和居民收入在国际上尚处于较低水平，但是奢侈品消费的发展极为迅速。主要由于在当时我国居民眼中，奢侈品是身份和财富的象征，众多消费者购买奢侈品，是为了彰显身份，带有较强的炫耀性。购买的奢侈品也以服饰、箱包、手表、珠宝等便于携带又识别度高的品类居多。

2013年之后，受打击“三公消费”和反腐倡廉的影响，我国奢侈品消费增速变缓。随着我国居民收入水平和消费水平的提高，奢侈品的受众扩大，支撑炫耀需求的排他属性降低，我国奢侈品消费逐渐回归理性。另一方面，我国消费者对不同的奢侈品牌也有了进一步的理解，眼界和品味均有所提升，能够有选择地购买适合自己的品牌和产品。此外，由于炫耀性下降，消费者开始由服饰、珠宝、箱包等外在的奢侈品，转向体验型消费，旅游酒店和高科技产品在近几年发展迅猛。

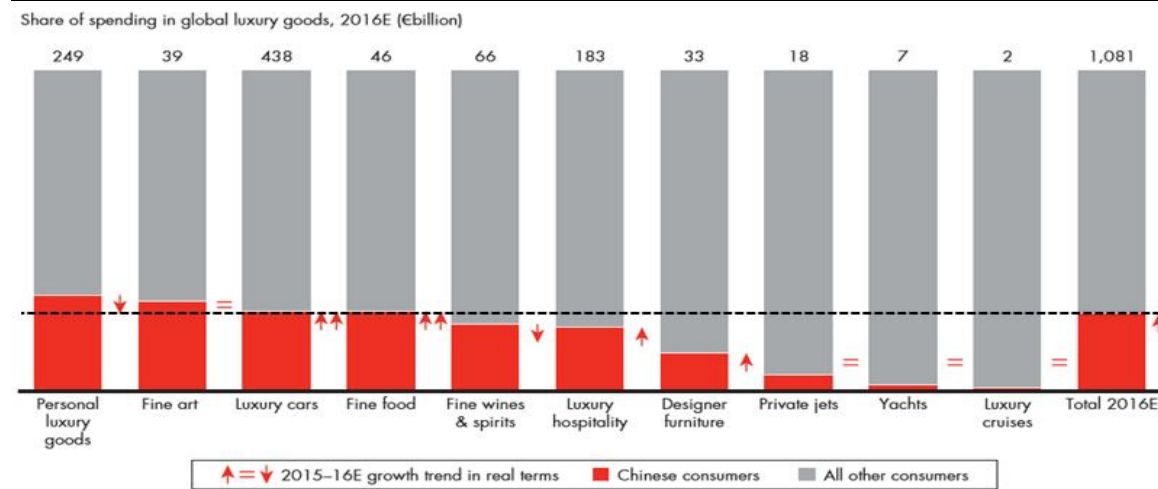
图 21：我国消费者对奢侈品认识的发展历程



资料来源：信达证券研发中心

根据贝恩咨询公司《2016 年全球奢侈品市场研究》数据表明，虽然以目前的汇率，中国奢侈品消费总体下降 2%，但是按照恒定汇率，2016 年中国的奢侈品市场实际同比增长了 4%。2016 年，我国消费者花费重点逐渐从个人奢侈品往体验型消费转变，个人奢侈品消费占比下降，在高档汽车、美食、豪华酒店和名品家具等品类中的花费占比有所提升。我国消费者对全球个人奢侈品市场的贡献比例为 30%，我国名品家具消费目前占全球约 15%，未来高端家具市场空间有望大幅增长。

图 22：中国消费者消费重点逐渐向体验性消费转变



资料来源：Bain & Company，信达证券研发中心

我国目前家居饰品在我国逐步打开市场，越来越多的消费者开始重视美好的家居环境带来的舒适感和幸福感。美国的平均家具更新率为 3-5 年，我国的家具更新率有很大提升空间。我们认为，家具更新的必然趋势，是品质升级。在消费升级的大趋

势下，低端家居产品将越来越无法满足消费者的体验需求，而能够提供高品质和高体验感的高端品牌将极大收益。目前国内缺乏成熟的高端家居品牌，美克的品牌价值将成为核心竞争力，将抢占更多市场份额。

开启多个增长极，有望实现跨越式增长

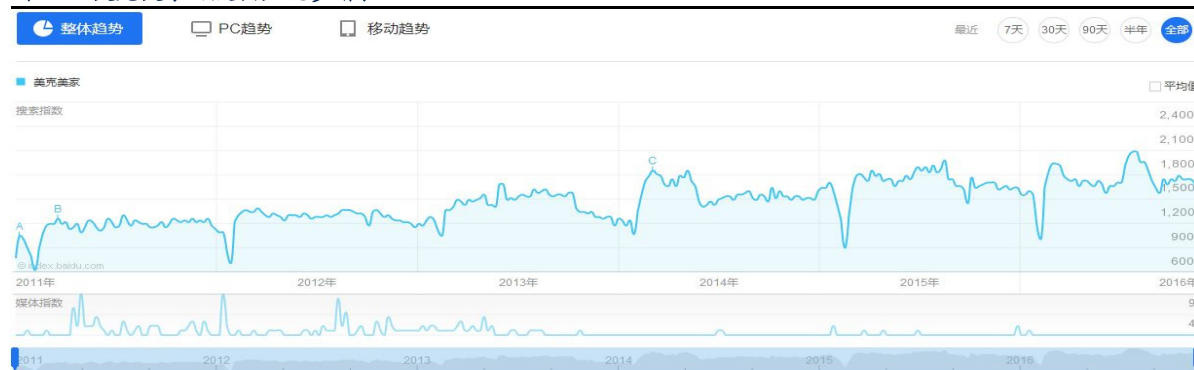
主力品牌占领市场最高端，高端市场独树一帜

美克 2002 年创立了自己的家具品牌“美克·美家”，逐步在消费者心中树立了高品质、高档次的品牌形象，美克美家品牌和商业模式被消费者高度认可。美克美家将国际家具零售行业的成功经验和中国国情相结合，开创了一站式购物流、实景体验式家具陈列模式、免费家居顾问和消费信贷等服务模式。2006 年“美克·美家”被国家质量监督总局评为“中国名牌产品”；2007 年“美克·美家”被国家工商总局认定为“中国驰名商标”。

经过 10 余年发展，美克美家已发展成为备受高端消费者信赖的家具标杆品牌，产品包括美克美家全线产品、伊森艾伦全线产品、caracole 全线产品以及床垫和其他装饰品。美克美家的产品包含了世界各地不同国家和不同时期的家居风格，实景展示近 30 个家居系列，为城市公寓、乡村别墅、花园洋房等不同户型提供了针对性的家居解决方案，满足不同人群关于生活的需求。

除了成品家具，公司也增加了定制产品，目前美克美家提供 700 余种沙发和餐椅框架、600 余种面料、7 种坐垫与靠背填充方案、10 余种靠背类型，多种功能脚凳与丰富的抱枕设计、近 30 种裙摆与脚型的定制风格。同时，美克美家还提供 20 余种风格、上百款面料的定制窗帘。度身定制家居产品，只有具有深厚设计积累与制造底蕴的品牌才能做到，突出了美克制造的核心优势和品牌力量。定制产品和定制窗帘的推出，有利于公司提高客单价和客户黏性，推动业绩增长。

图 23：美克美家百度指数稳步增长



资料来源：百度指数

公司主力品牌美克美家的整体定位清晰，13 年来，坚持为客户提供高端产品和纯粹的零售体验。在房地产和集团式家居连锁店高速发展的 10 年，美克坚持做独立门店。虽然独立门店有着选址难、成本高等挑战，但是保护了品牌的高端性和纯粹性。公司一贯坚持主力品牌独立门店策略，不进入家具流通连锁店，树立了公司品牌的排他性。从公司零售业务的增长来看，国内零售业务增长远高于行业增长。

2015 年至 2016 年，美克美家实体店进行了调整升级，目前基本调整完毕。2017 年，美克将继续扩大布局，开拓我国中部和西部的空白市场，同时在北京上海等主要城市加密店面布局。新门店的开张将带来销售业绩的增长，美克美家有望进入新的发展周期。

2015 年美克尝试性开设线上旗舰店，2016 年上半年，美克美家天猫旗舰店的行业排名从 2015 年的 500 名以外，迅速提升到 2016 年上半年的第 183 名，增幅超过 200%；店面 DSR 评分（综合服务评分）目前维持在 4.84 分，高于行业平均分 4.76 分。目前天猫旗舰店已有千余家具和家居产品，随着线上产品的不断丰富，线上销售增长将促进美克美家业绩进一步提高。

A.R.T.品牌将成为新的利润增长点

随着市场和行业的变化，新的需求和机遇逐步出现。首先，中上层中产阶级家具消费需求升级速度快，成为推动中高端家具市场的重要消费人群，该人群支付能力较大众高，但较美克美家核心群体稍低；其次，中上层中产多居住在公寓房为主，受房屋空间限制，需要更为小巧的家居；第三，90 后逐渐成为主力消费人群，这一群体的整体审美将和 70、80 后有一定差异。

针对新的消费需求变化，公司在品牌策略和产品发展上进行了新的延伸。2010 年，美克家居全资收购 A.R.T.公司。A.R.T.品牌于 2003 年创立于美国加利福尼亚州，主打纯正美式草原派风格，并在这种风格特色基础上融合了现代元素，打造系列精品家居。自 2013 年正式进入中国市场，截止 2016 年第三季度，A.R.T 同比增长约 50-60%，7-9 月新开 10 家店，目前总约 80 家店。

以往，美式家具的特点是大而宽敞，更适应于较大面积的居住空间。A.R.T 借由“小空间很美式”的产品战略，对新产品在尺寸与空间设计上做了调整，推出更加适合 90-150 m²城市中产阶级小巧灵活的户型及空间。因此，A.R.T.在 2016 年秋季发布了 2 套新品“左岸时光”和“莫里印象”。

图 24: 左岸时光



资料来源: A.R.T.官网

图 25: 莫里印象



资料来源: A.R.T.官网

A.R.T 的受众多为中高端收入者,这一群体覆盖面更广,就需求而言,对品牌内涵的纯粹性要求低,对性价比要求高,购物渠道通常是传统家具的大众购买渠道而非品牌零售概念店渠道。

为了更好的服务 A.R.T 的潜在购买者,16 年 12 月 3 日美克与中国红星美凯龙签署战略合作协议。这是美式高端第一品牌和家居流通行业第一品牌之间的合作。红星美凯龙将协助公司在全国范围内招商和入驻、协助公司对加盟商运营进行监管、同等条件下提供优先承租和续租权利、通过大数据系统公司进行市场分析。红星美凯龙对美克家居提供的各类优惠和支持也是对公司未来发展的看好和对整体实力的认同。

多品牌战略打开全渠道

针对人群的多样化和需求的个性化,公司为了更好的抓住细分人群的个性诉求,开拓出不同的风格产品系列。2015 年公司建立了由美克美家、A.R.T.、YVVY、Zest 及美克美家子品牌 Rehome 构成的品牌矩阵。通过不同的品牌定位,覆盖高、中高、中等收入结构的差异化消费群体,同时,通过直营、加盟、线上等多种方式覆盖国内主要城市和地区。

表 5: 美克多品牌战略布局

品牌	渠道	目标人群	价值主张	店面数(截止 2016 年 6 月)
美克美家	直营连锁店、线上旗舰店	中高端收入、开始并有能力追求生活品质、注重细节,注重并懂得享受整体生活、对品牌已有认知度和信赖度的客户群体。	高品味、经典、浪漫、时尚	82 家直营店
A.R.T.	加盟店与自营店相结合	较高端收入,喜欢古典、传统,偏爱欧美风格家具特色,大户型住房拥有者。	新传统、原汁原味、建筑感、可传承	5 家直营店,64 家加盟店
Rehome	直营购物中心店	频次快的家居用品和轻便家具	温馨、雅致、愉悦、	7 家

便捷

Yvvy	直营连锁店	崇尚自由，追求个性，对新鲜体验富有热情的人群，为他们量身打造了“不设限”家居搭配模式	潮、酷、惊喜、独特	4 家
Zest (恣在家)	线上销售	刚性需求客户、首次置家的年轻人、收入相当的改善性置家的人群、补充型置家消费的人群（客房，小孩房，老人房）、新婚人群。	轻松、多彩、活力、百搭	线上

资料来源：公司公告，信达证券研发中心

此外，美克还试点了独立设计工作室，以轻资产模式进入样板间使用公司家居产品的在售楼盘。独立设计工作室目的在于，抓住新楼盘客户。样板间对于房屋销售的意义重大，是开发商前期销售布局的重要部分。样板间的设计风格 and 家具品牌将对房屋购买者有着先入为主的认知影响力。美克家居作为相关楼盘样板间家居的提供者，提升了购房者对品牌的认知和接受程度。独立设计工作室在第一时间接触到家居买家，并通过设计等服务来进一步锁定相关消费群体，对交易的最终实现有着重要推动作用。

图 26: YVYV



资料来源：YVYV 官网

图 27: Rehome



资料来源：天猫京东旗舰店

MC+FA：全球第一个实木家具自动化项目

由于高端实木家具个性化的特点以及美克长产品线的独特性。公司供应链面临着交货期压力，这是美克面对的最大挑战，一旦问题得到解决，整体销售和毛利率将进一步提升。当前情况为，在无现货的情况，2015 年平均交货期达到 81 天，高于 30-60 天的行业普遍水平以及美克对客户 60 天交货期的承诺。同时，公司供应链各个环节库存普遍较高，占用资金近 6 亿元。此外，近年来，随着国内“人口红利”优势逐渐退潮，劳动力成本呈现趋势性上升。工人招聘、培训、管理等耗时耗力，是整个劳动密集型生产行业面临的挑战。

美克家居于 2012 年正式启动了美克家居智能制造（MC+FA）项目，该项目的核心是通过供应端制造能力的升级，提升家居

市场端大规模定制商业模式发展趋势下的柔性、个性化的产品交付能力。智能制造项目包括两个含义，一是大规模定制（MC），主要指向是运用业务模式创新，应对整个行业的定制化趋势；二是工厂自动化（FA），在 MC 模式之下利用自动化实现制造系统创新。因此，美克家居的智能制造项目全称叫做 MC+FA 信息化集成。

由于实木家具的工艺复杂，实木家具制造自动化在此前没有先例。美克家居的工厂自动化（FA）项目在全球实木家具制造业是首创。在探索过程中，美克家居给出的是三大解决方案：一是产品的模块化和标准化；二是构建根据销售预测和标准化预测，建立“零部件超市”；三是利用信息化接口实现自动化管理。通过这些手段，美克家居能够降低产品库存、提升产品定制和快速交付的能力。

2015 年 7 月，美克家居智能制造（MC+FA）项目被国家工业和信息化部认定为“家居用品制造智能车间试点示范”项目，成为国家“实施中国制造 2025”战略首批试点示范项目，在 46 个入围企业中，美克家居是家具行业唯一入选的企业。该项目充分借鉴“德国工业 4.0”思维，结合行业特点，广泛应用实现“智慧工厂”和“智能生产”的多项先进技术。项目建成后将取代大量人工作业，实现工厂自动化，从而提高劳动生产效率，大幅度降低人工成本，在效率提升、品质控制方面也将有较大改善，将更好地满足客户个性化、多样化需求，有利于提高综合竞争能力和盈利能力，实现美克家居的数字化非传统增长。公司预计，美克家居的智能工厂升级能够将交付周期从行业平均的 120 天缩短至 5 周。

发展线上渠道，完善客户体验

公司积极推进多品牌+互联网战略，整合互联网、移动互联网、物联网技术，打通用户端到工厂端的全流程信息流，建立 C2M 的实木类家具定制化新模式，实现传统家具行业“互联网+”的突破。在终端渠道将加快 OBO 的整合用户体验，实现在不同的平台间随时切换，在门店里、PC 上、手机上、PAD 上让消费者想在哪买就在哪买的全渠道的布局。

公司将整合互联网、移动互联网、物联网技术，打通用户端到工厂端的全流程信息流，建立 C2M（客厂一体化）的实木类家具定制化新模式，实现传统家具行业“互联网+”的突破。

终端渠道将加快 OBO 的整合用户体验，推进与 IBM 及苹果公司联合开发的 MobileFirst 项目，实现实体店在销售助手、家访设计及动态采购方面的专属 APP 应用，同时融入 VR（虚拟现实）技术为用户打造全新的交互式场景；将利用线上平台扩大销售渠道、传播产品价值主张与生活方式，增强与“美粉”的粘性，快速精准的满足顾客需求，实现无缝的购物体验。公司 OBO 项目既不是线上走向线下，也不是线下走向线上，而是两者之间的融合，为用户创造出一种端到端的、无缝的良好用户体验，即“店商+电商+零售服务商”的运营模式。

拟定增扩建制造基地，进入定制柜类市场

公司于 2016 年 8 月发布定增预案，拟定增 16 亿用于天津制造基地升级扩建项目，于 2017 年 1 月通过审核。该定增项目向包括控股股东美克集团在内的不超过 10 名特定对象，发行不超过 1.32 亿股，发行底价 12.4 元/股。项目主要建设内容包括新建两条板木定制柜类家具生产线，对两条实木家具生产线进行自动化推广升级改造，同时新建及改造物流库房，实现智能物流。项目实施后可新增板木定制柜类家具产能和实木家具产能，提高物流仓库智能化。同时项目实施使人工效率提升一倍，交付周期大幅缩短，有利于提高成单效率。

近年来，80、90 后已经开始购房并将逐渐成为家居行业消费的主要力量，追求品质和个性的年轻消费群对于物质和精神的需求比较旺盛，更愿意为个性化、高品质的生活买单。定制家具满足了个性化设计需求，独特、有设计感，同时定制家具使房屋空间利用更合理。目前，定制家具占我国整体家具市场份额的 20%-30% 左右，未来有着较可观的市场发展前景。

本次美克家居拟新建两条板木定制柜类家具生产线，将弥补公司定制衣柜的品类缺失现状，提高顾客一站式购物体验，并扩大公司的销售规模。该生产线将集成最先进的制造技术、自动化技术、信息化技术、物流技术，结合美克家居 20 多年的家具行业经验，打造自动化的板木定制柜类家具工厂，项目建成后美克家居产品品类进一步扩大，将更好的满足不同消费需求，同时具备更强的定制化能力，具有很好的市场适应性及竞争能力。有助于实现公司自动、高效、柔性、低耗的制造过程，达到快速响应市场变化、降低制造成本、节省制造资源、减少环境排放的目的，支撑未来的大规模定制。

同时，公司现有物流中心库房布局、存货设施、操作模式比较落后，物流仓储作业处于机械化操作阶段，主要靠人工+设备作业，无法满足未来发展几何式增长需求。项目建成后将大幅提高美克家居的物流仓储能力，实现物流智能化，将提高物流服务的及时性与准确性，提升品牌的终端服务能力，支撑公司未来五年百亿销售目标的实现。根据定增预案测算，项目达产后可实现年销售收入 26.31 亿元，净利润 3.85 亿元，有良好的经济效益。

盈利预测、估值与投资评级

假设：

1、基于 A) 价格带的拉升，带来更多不同消费能力的群体 B) 不同品牌的延伸覆盖不同产品审美需求的群体，C) 门店经过几年调整基本完毕，有望进入新的发展周期，新门店将带来销售增长。D) 线上产品的不断丰富，将推动营收增长，保守估计，假设营收增长率约 15%。

2、供应链的不断完善，将提高供货效率，增加客流量。预计交货周期将逐步缩减至 30 天。

3、2017 年，公司智能制造（MC+FA）项目假设落地投产，营业成本将逐步下降。

4、非公开增发获得中国证监会发行审核委员会审核通过，但尚未实施，出于审慎性原则，我们暂不考虑非公开增发情况。

表 6：公司收入成本拆分

	2014	2015	2016E	2017E	2018E
零售商品					
营业收入（万元）	185,272	220,768	266,946	313,745	369,754
营业成本（万元）	52,817	66,119	84,705	100,223	118,953
毛利（万元）	132,455	154,649	182,241	213,523	250,801
毛利率	71%	70%	68%	68%	68%
批发商品					
营业收入（万元）	63,273	61,285	63,239	65,335	67,638
营业成本（万元）	41,394	42,248	41,782	43,179	44,699
毛利（万元）	21,879	19,037	21,457	22,155	22,939
毛利率	35%	31%	32%	34%	34%
出口产品					
营业收入（万元）	19,068	551	-	-	-
营业成本（万元）	15,986	503	-	-	-
毛利（万元）	3,082	48	-	-	-
毛利率	19,068	551	-	-	-

资料来源：信达证券研发中心

公司逐步落实多品牌战略，通过不同的品牌定位，覆盖高、中高、中、中低等收入结构的差异化消费群体。发展长尾产品，提高客单价。同时积极开拓销售渠道，完善供应链，提升服务质量。智能制造（MC+FA）落地在即，将大幅提高综合竞争能力和盈利能力。我们预计公司 2016-2018 年 EPS 为 0.53 元、0.64 元、0.77 元。公司估值低于行业平均水平，首次覆盖给予“增持”评级。

表 7：A 股主要家具制造公司估值

	市值（亿元）	2017-1-19		EPS			PE		
		收盘价		2015	2016E	2017E	2015	2016E	2017E
索菲亚	248.31	53.78		1.04	1.44	1.97	51.71	37.37	27.24
曲美家居	74.41	15.37		0.26	0.39	0.52	59.12	39.50	29.42

宜华生活	150.36	10.14	0.42	0.53	0.70	24.14	18.98	14.56
好莱客	87.00	29.01	0.58	0.78	1.07	50.02	37.27	27.03
平均值	140.02	-	-	-	-	46.25	33.28	24.56
美克家居	82.49	12.79	0.46	0.53	0.64	27.80	24.13	19.98

资料来源: Wind, 信达证券研发中心 注: 除美克家居为信达证券研发中心预测外, 其余公司 EPS 与 PE 均取自 wind 一致预期

风险因素

1. 高端以及中高端消费不景气, 消费升级低于预期

公司目标消费人群为中高端以上, 该人群的收入和消费能力将影响公司业绩。

2. 新品牌推广不及预期

新品牌的成功推广, 是公司业绩持续高增长的重要条件之一。若新品牌推广不及预期, 将会影响公司的业绩增速。

3. 房地产市场调控加剧导致家具需求减弱

家具企业消费市场主要来源于人们购买房产后配套购买家具的需求, 受房地产市场住宅销售、商品房交收和二手房交易市场的影响较大。宏观调控力度加大会使消费者购房需求放缓, 不利于房产的正常销售, 从而给家具产品销售、家具行业发展以及家具企业经营产生不利影响。

资产负债表

单位:百万元

会计年度	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
流动资产	2,095.63	2,630.55	3,136.26	3,283.37	3,671.95
货币资金	196.88	451.48	837.58	828.68	1,042.96
应收票据	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应收账款	145.49	105.83	133.61	153.39	176.99
预付账款	260.58	269.92	312.05	353.78	403.73
存货	1,441.91	1,741.64	1,791.35	1,885.85	1,986.60
其他	50.76	61.67	61.67	61.67	61.67
非流动资产	1,900.87	2,188.75	2,391.20	2,629.16	2,882.90
长期投资	0.00	9.47	9.47	9.47	9.47
固定资产	1,167.23	1,175.12	1,318.71	1,679.44	1,891.32
无形资产	333.50	322.62	333.63	347.03	351.34
其他	400.14	681.53	729.38	593.21	630.77
资产总计	3,996.50	4,819.30	5,527.45	5,912.53	6,554.85
流动负债	945.04	1,537.61	1,820.91	1,791.98	1,936.59
短期借款	157.78	376.36	576.36	426.36	426.36
应付账款	197.59	257.64	255.91	290.13	331.10
其他	589.66	903.61	988.64	1,075.49	1,179.13
非流动负债	200.79	226.73	326.73	326.73	326.73
长期借款	200.00	172.90	272.90	272.90	272.90
其他	0.79	53.84	53.84	53.84	53.84
负债合计	1,145.82	1,764.35	2,147.64	2,118.72	2,263.32
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
归属母公司股东权益	2,850.67	3,054.95	3,379.81	3,793.81	4,291.53
负债和股东权益	3996.50	4819.30	5527.45	5912.53	6554.85

重要财务指标

单位:百万元

主要财务指标	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入	2,713.77	2,858.82	3,340.15	3,834.78	4,424.66
同比(%)	1.44%	5.34%	16.84%	14.81%	15.38%
归属母公司净利润	233.57	300.62	339.86	414.00	497.71
同比(%)	35.79%	28.71%	13.05%	21.82%	20.22%
毛利率(%)	58.70%	61.28%	61.69%	62.17%	62.58%
ROE(%)	8.40%	10.18%	10.56%	11.54%	12.31%
每股收益(元)	0.36	0.47	0.53	0.64	0.77
P/E	35	27	24	20	17
P/B	2.90	2.71	2.44	2.17	1.92
EV/EBITDA	18.15	15.96	13.74	11.33	9.79

利润表

单位:百万元

会计年度	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入	2,713.77	2,858.82	3,340.15	3,834.78	4,424.66
营业成本	1,120.90	1,106.82	1,279.54	1,450.65	1,655.50
营业税金及附加	21.86	28.11	29.65	34.04	39.28
营业费用	971.16	1,021.45	1,202.45	1,380.52	1,592.88
管理费用	275.30	285.82	334.02	383.48	442.47
财务费用	20.77	40.48	52.74	46.86	43.66
资产减值损失	7.08	3.35	3.29	2.84	3.83
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	-0.48	-0.52	-0.17	-0.23	-0.31
营业利润	296.22	372.28	438.29	536.16	646.73
营业外收入	14.02	10.90	12.36	12.36	12.36
营业外支出	1.96	5.94	3.47	3.78	4.21
利润总额	308.29	377.24	447.18	544.74	654.89
所得税	74.72	76.63	107.32	130.74	157.17
净利润	233.57	300.62	339.86	414.00	497.71
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
归属母公司净利润	233.57	300.62	339.86	414.00	497.71
EBITDA	475.41	564.83	676.92	807.34	934.17
EPS (摊薄)	0.36	0.47	0.53	0.64	0.77

现金流量表

单位:百万元

会计年度	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
经营活动现金流	-36.82	277.12	534.02	642.88	748.78
净利润	233.57	300.62	339.86	414.00	497.71
折旧摊销	142.81	162.41	181.28	220.02	240.82
财务费用	24.31	25.17	48.46	42.58	38.46
投资损失	0.48	0.52	0.17	0.23	0.31
营运资金变动	-460.00	-230.49	-39.60	-37.78	-33.53
其它	22.01	18.89	3.86	3.82	5.01
投资活动现金流	-211.29	-331.10	-384.46	-459.20	-496.04
资本支出	-211.99	-321.10	-384.29	-458.97	-495.73
长期投资	1.16	0.01	-0.17	-0.23	-0.31
其他	-0.46	-10.00	0.00	0.00	0.00
筹资活动现金流	-4.91	303.97	246.54	-192.58	-38.46
吸收投资	0.00	-0.33	-15.00	0.00	0.00
借款	107.98	426.44	300.00	-150.00	0.00
支付利息或股息	112.01	122.14	38.46	42.58	38.46
现金净增加额	-250.40	257.03	386.10	-8.90	214.28

研究团队简介

郭荆璞，能源化工行业首席分析师。毕业于北京大学物理学院、罗格斯大学物理和天文学系，学习理论物理，回国后就职于中国信达旗下信达证券，现任研究开发中心总经理，首席分析师，覆盖能源化工方向，兼顾一级市场、量化策略。以经济周期模型研究油价和能源价格波动，根据产业周期波动寻找投资机会，熟悉石油、煤炭、天然气产业链，对化肥、农用化学品、纺织化学品、精细化工中间体，以及新能源、汽车轻量化、甲醇经济、碳排放有特别的研究。

李丹，研究助理。伦敦政治经济学院毕业，市场学和信息管理学双硕士，2015年7月加入信达证券研究开发中心。此前为安博思欧洲咨询联盟全球时尚部中国区总监。10年以上消费行业研究经验，主要研究领域为消费企业的品牌战略、营销策略以及企业国际化发展战略的规划和执行。

周贤珮，研究助理，金融学硕士。2015年12月加入信达证券研究开发中心，从事消费行业研究。

机构销售联系人

区域	姓名	办公电话	手机	邮箱
华北	袁 泉	010-63081270	13671072405	yuanq@cindasc.com
华北	张 华	010-63081254	13691304086	zhanghuac@cindasc.com
华北	饶婷婷	010-63081479	18211184073	raotingting@cindasc.com
华北	何 欢	010-63081150	18610718799	hehuan@cindasc.com
华北	巩婷婷	010-63081128	13811821399	gongtingting@cindasc.com
华东	文襄琳	021-63570071	13681810356	wenxianglin@cindasc.com
华东	王莉本	021-61678592	18121125183	wangliben@cindasc.com
华南	刘 晟	0755-82465035	13825207216	liusheng@cindasc.com
华南	易耀华	0755-82497333	18680307697	yiyaohua@cindasc.com
国际	唐 蕾	010-63080945	18610350427	tanglei@cindasc.com

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司(以下简称“信达证券”)具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起 6 个月内。	买入： 股价相对强于基准 20% 以上；	看好： 行业指数超越基准；
	增持： 股价相对强于基准 5% ~ 20%；	中性： 行业指数与基准基本持平；
	持有： 股价相对基准波动在±5% 之间；	看淡： 行业指数弱于基准。
	卖出： 股价相对弱于基准 5% 以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。