

# 丰林集团 (601996) \轻工制造

## ——精造筑品质，龙头启新航

投资建议: **推荐**  
 首次覆盖

当前价格: 3.08元  
 目标价格: 3.81元

### 投资要点:

#### 国内人造板材龙头，聚焦主业打造精品

公司具有纤维板、刨花板产能130万立方米，创立伊始始终聚焦人造板市场，产品结构不断优化、技术优势不断抬升，持续抢占中高端板材市场。

#### 国内板材存量竞争，龙头受益产能出清

伴随地产进入下行周期，国内人造板进入存量竞争时代。国内人造板普遍存在大而不强、高度分散竞争格局；2017年，国内人造板企业数因环保关停下降15%，连续平压刨花板产能占比提升5Pct，龙头受益产能出清。

#### 刨花板优势明显，国内市场结构正优化

刨花板主要以次小薪材、三剩物为主，具备原材料获取、木材利用和能源消耗优势，具有更高的性价比。纵观全球市场，欧美等发达国家刨花板产量占比超过60%，美国人造板需求占比超50%，而国内刨花板需求占比仅14%。随着定制家居市场崛起以及刨花板技术改进带动产品品质抬升，刨花板重新被市场接受，成为三大板材中唯一进口和产量快速增长的品种。

#### 聚焦定制家居市场，受益刨花板需求红利

国内定制家居市场体量快速抬升，伴随着品牌效应和产业链优势，行业龙头增速持续高于平均水平。公司聚焦大型定制家居，前五大客户营收占比高达35%，营收增速高于公司平均水平；公司布局新西兰60万立方米刨花板产能，将充分受益下游定制家居产能扩张红利。目前，索菲亚作为公司第二大股东，双方产业链的优化整合将充分释放公司刨花板规模优势。

**投资逻辑：**聚焦规模优势和大客户战略，丰林具有更高的生产成本和销售费用优势，公司净利率和存货周转处于行业领先。当前，公司产能利用率达到100%，供不应求下基于对未来产能投产释放的预期，我们预计公司2018-2020年基本EPS为0.12、0.18和0.22元，综合PEG和PB等指标认为合理目标价在3.81元左右；**首次覆盖，给予“推荐”评级。**

**风险提示：**1) 产能扩张不及预期；2) 刨花板需求、价格不及预期。

### 基本数据

总股本/流通股本 (百万股)	1,149/945
流通A股市值 (百万元)	2,892
每股净资产 (元)	2.25
资产负债率 (%)	27.64
一年内最高/最低 (元)	5.28/2.50

### 一年内股价相对走势



孙会东 分析师

执业证书编号: S0590517080002

电话: 0510-82832186

邮箱: sunhd@glsc.com.cn

### 相关报告

财务数据和估值	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入 (百万元)	1249.09	1301.69	1681.00	2144.00	2310.00
增长率 (%)	8.03%	4.21%	29.14%	27.54%	7.74%
EBITDA (百万元)	160.05	169.52	216.39	286.39	348.68
净利润 (百万元)	88.70	120.22	140.78	207.99	258.48
增长率 (%)	64.42%	35.53%	17.10%	47.74%	24.28%
EPS (元/股)	0.08	0.13	0.12	0.18	0.22
市盈率 (P/E)	39.78	29.35	25.07	16.97	13.65
市净率 (P/B)	1.99	1.88	1.80	1.69	1.58
EV/EBITDA	7.78	16.97	17.49	12.84	10.39

数据来源: 公司公告, 国联证券研究所

## 正文目录

1.	国内人造板材龙头，聚焦主业打造精品	4
1.1.	公司股权结构稳定，聚焦人造板材市场	4
1.2.	产能规模加速升级，刨花板龙头再起航	5
2.	国内板材存量竞争，龙头受益产能出清	6
2.1.	地产景气预期下行，板材市场存量竞争	6
2.2.	环保趋严中小关停，龙头受益产能出清	7
3.	刨花板优势明显，国内市场结构正优化	8
3.1.	对标人造板材市场，刨花板具备竞争优势	8
3.2.	海外刨花板占主导，受益规模和价格优势	10
3.3.	国内刨花需求抬升，结构优化正当时	11
4.	聚焦定制家居市场，受益刨花板需求红利	12
4.1.	地产集中精装提速，龙头市占有望抬升	12
4.2.	定制家居需求向好，捆绑龙头需求红利	13
4.3.	精准刨花板需求扩张，海外布局抢占市场	16
5.	投资逻辑	17
5.1.	行业对比	17
5.2.	推荐逻辑及核心假设	18
5.3.	盈利预测及估值分析	19
6.	风险提示	20

## 图表目录

图表 1:	公司实际控制人为刘一川先生	4
图表 2:	公司股权结构稳定，大股东低位牢固	4
图表 3:	2017 年公司主营人造板业务 (百万元)	4
图表 4:	2017 年公司人造板业务结构 (百万元)	4
图表 5:	公司产品结构不断优化	5
图表 6:	公司主要业务产能明细	5
图表 7:	人造板产业链	6
图表 8:	国内人造板销量和商品房销量增速对比	6
图表 9:	房地产新开工和施工、竣工面积增速	6
图表 10:	国内人造板销量及增速	6
图表 11:	房地产新开工和销售数据 12 月平滑同比 (销售增速向后平滑 6 个月)	7
图表 12:	国内规模以上人造板企业数量	7
图表 13:	2015 年我国人造板企业结构	7
图表 14:	国内人造板大型企业占比	8
图表 15:	国内人造板中型企业占比	8
图表 16:	国内纤维板产能占比	8
图表 17:	国内刨花板产能占比	8
图表 18:	人造板分类及主要优缺点	9
图表 19:	人造板单位产量基本能耗分级指标表 (kgce/m <sup>3</sup> )	9
图表 20:	人造板木材利用率	9
图表 21:	鱼珠 15mm 人造板价格 (元/张)	9
图表 22:	全球人造板产量	10
图表 23:	中国胶合板占全球比重	10

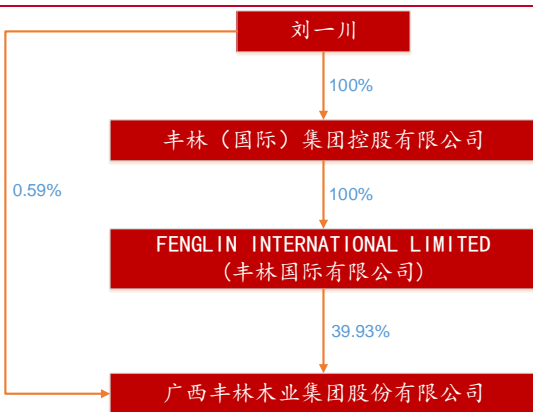
图表 24: 2017 年主要区域人造板产量比例 .....	10
图表 25: 2017 年人造板消费量比例 .....	10
图表 26: 2016 年欧美地区刨花板平均产能 (万立方) .....	11
图表 27: 2016 年其他区域刨花板平均产能 (万立方) .....	11
图表 28: 我国人造板产量同比增速 .....	11
图表 29: 刨花板进口规模 (万立方米) .....	11
图表 30: 我国原木产量和进口量 .....	12
图表 31: 我国锯材产量和进口量 .....	12
图表 32: 全国房地产销售金额市占率 .....	12
图表 33: 全国房地产销售金额同比 .....	12
图表 34: 全国房地产销售面积市占率 .....	13
图表 35: 全国房地产销售面积同比 .....	13
图表 36: 国内精装修市场占比 .....	13
图表 37: 国内精装修规模及同比 .....	13
图表 38: 国内家具行业主营业务收入 (亿元) .....	14
图表 39: 国内定制家居市场规模 (亿元) .....	14
图表 40: 定制家居行业渗透率 .....	14
图表 41: 定制家居行业 CR3 市占率 .....	14
图表 42: 国内主要定制家居市场份额 .....	15
图表 43: 国内主要定制家居企业广告费用 (亿元) .....	15
图表 44: 定制家居上市公司营营收和净利增速 .....	15
图表 45: 国内家具行业营收和净利增速 .....	15
图表 46: 索菲亚柔性生态系统 .....	15
图表 47: 丰林前五大客户营收及占比 (百万元) .....	16
图表 48: 丰林前五大客户营收占比 .....	16
图表 49: 主要定制家居上市公司产能扩张明细 .....	16
图表 50: 丰林人造板产销率 .....	17
图表 51: 丰林人造板产能趋势 (万立方米) .....	17
图表 52: 人造板行业毛利率 .....	18
图表 53: 人造板行业净利率 .....	18
图表 54: 人造板行业销售费用率 .....	18
图表 55: 人造板行业存货周转率 .....	18
图表 56: 公司人造板营收增速 .....	19
图表 57: 公司人造板均价 .....	19
图表 58: 公司业绩拆分及预测 .....	19
图表 59: A 股可比公司估值比较 .....	20
图表 60: 财务预测摘要 .....	21

## 1. 国内人造板材龙头，聚焦主业打造精品

### 1.1. 公司股权结构稳定，聚焦人造板材市场

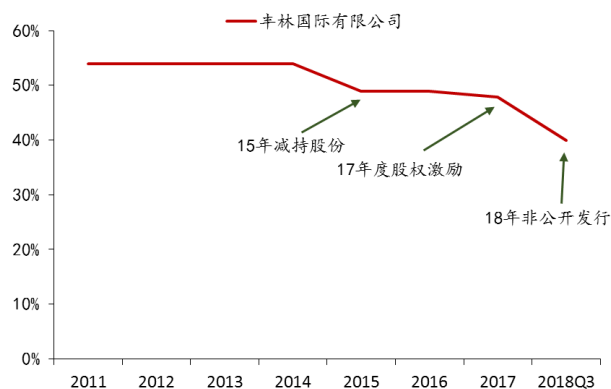
丰林集团是国内最早从事人造板生产的公司之一，是国内人造板龙头企业，先后荣获“最具影响力十大纤维板品牌”、“最具影响力十大刨花板品牌”、“精品人造板”等荣誉称号，是中国林业产业联合会副会长单位，中国林学会木材工业分会副理事长单位。公司控股股东为丰林国际有限公司，实际控制人为刘一川先生，除 2015 年控股股东减持股份外，近年来公司管理层股权激励、新西兰项目定向增发稀释实控人持股比例。公司股权结构稳定、大股东地位牢固，刘一川先生一致行动人王海先生、刘一暉女士 2017 年至今的增持行为，公司实际控制人及一致行动人合计持有公司股份 474,075,690 股，占公司总股本 41.24%。

图表 1：公司实际控制人为刘一川先生



来源：公司公告、国联证券研究所

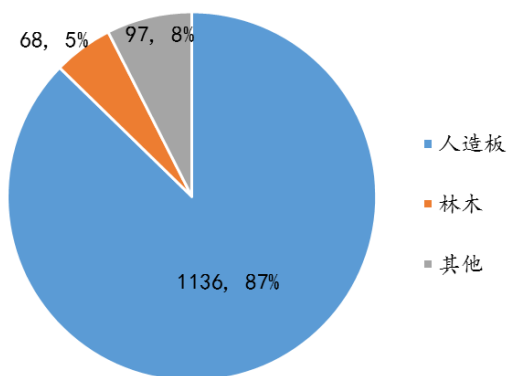
图表 2：公司股权结构稳定，大股东低位牢固



来源：公司公告、国联证券研究所

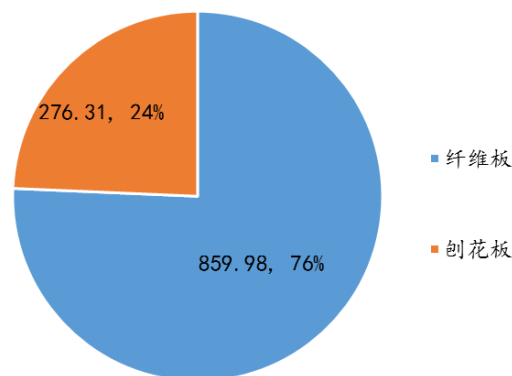
丰林集团自 2000 年创立至今始终聚焦人造板和林木市场，是业内专注于人造板行业的少数上市公司之一，是国内领先的林板一体化产业集团。公司主营营林造林业务和人造板业务，人造板是公司核心业务，2017 年度营收占比超过 87%，其中人造板产品中纤维板营收占比接近 76%；随着刨花板新增产能持续建成投放和新产能业绩爬坡，刨花板业务有望成为公司新的营收增长点。

图表 3：2017 年公司主营人造板业务（百万元）



来源：公司公告、国联证券研究所

图表 4：2017 年公司人造板业务结构（百万元）

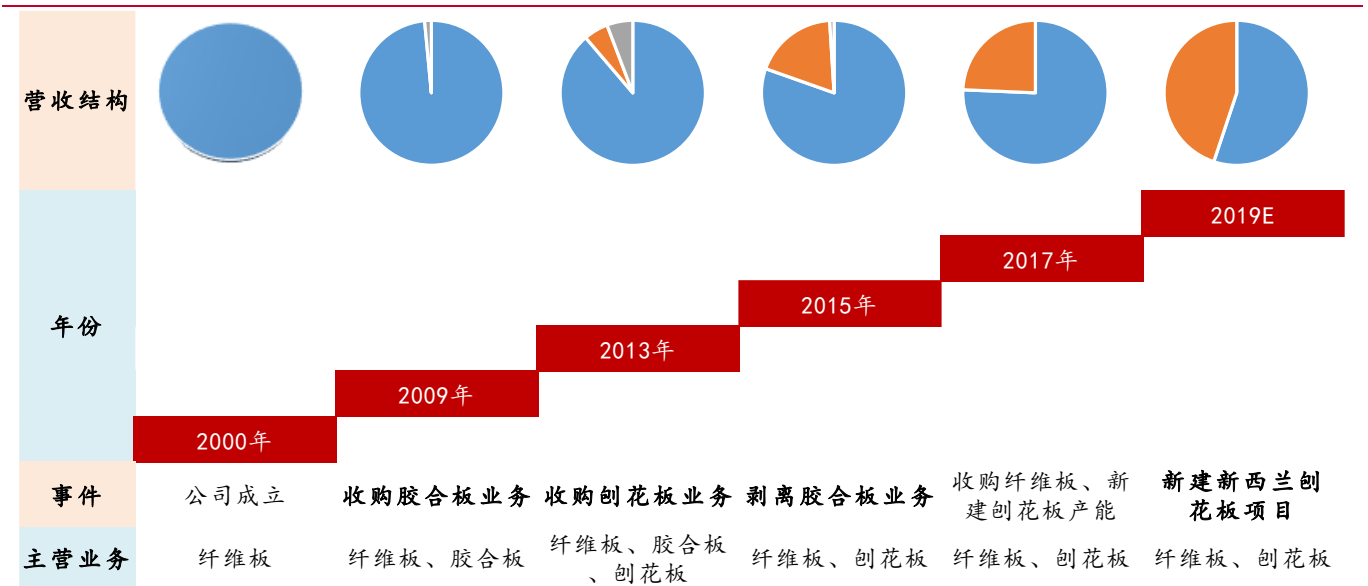


来源：公司公告、国联证券研究所

## 1.2. 产能规模加速升级，刨花板龙头再起航

2011 年上市以来，凭借资本市场的优势，公司兴建明阳工厂纤维板业务、收购亚洲创建(惠州)刨花板业务。2015 年至今，公司加速产能优化升级，剥离胶合板落后产能的同时技改南宁工厂 30 万立方米刨花板产能和投资建设新西兰卡韦劳 60 万立方米刨花板产能。随着新建产能陆续投产，公司将累计具备 70 万吨纤维板产能和 120 万立方米刨花板产能；随着海外刨花板产能爬坡，公司业务结构有望形成以刨花板为主、纤维板为辅的人造板结构体系。

图表 5：公司产品结构不断优化



来源：公司公告、国联证券研究所

截止 2018 年底，公司拥有广西南宁、广西百色和安徽池州 3 家纤维板工厂，合计产能 70 万立方米；广西南宁、广东惠州 2 家刨花板工厂，合计产能 60 万立方米。公司自设立以来始终聚焦人造板市场，依托精造的品质不断占领中高端板材市场。目前，惠州刨花板工厂拥有世界上最先进的超级刨花板生产线，实际烟尘排放量仅为国家标准的 1/12；明阳工厂“丰林”牌无醛添加人造板通过美国加利福尼亚州空气资源委员会（CARB）颁发的 NAF 无醛豁免认证。

图表 6：公司主要业务产能明细

产品类型	生产基地	下属子公司	实际产能	投产时间	备注
纤维板	广西南宁	广西丰林人造板有限公司（明阳工厂）	20 万立方米	2014.3	
	广西百色	广西百色丰林人造板有限公司（百色工厂）	30 万立方米	2013.12	
	安徽池州	安徽池州丰林木业有限公司（池州工厂）	20 万立方米	2018.7	2018 并购
刨花板	广西南宁	广西丰林木业集团股份有限公司（南宁工厂）	40 万立方米	2018.6	
	广东惠州	丰林亚创（惠州）人造板有限公司（惠州工厂）	20 万立方米	2013.10	2013 并购
	新西兰卡韦劳	新西兰丰林（卡韦劳工厂）	60 万立方米	预计 2019 年底	投资兴建
速生林	广西	广西丰林林业有限公司	20 万亩	2007	
林业贸易	江苏盐城	江苏丰林木业有限公司	林业贸易	2018.12	港口优势

来源：公司公告、国联证券研究所

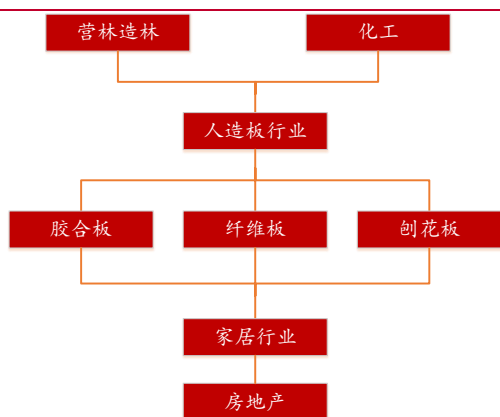


## 2. 国内板材存量竞争，龙头受益产能出清

### 2.1. 地产景气预期下行，板材市场存量竞争

人造板下游主要应用在房地产家居领域，行业需求和地产周期紧密相关。公司生产的纤维板和刨花板，主要应用在地板、家具、木门、装饰等建筑装饰领域。2009年至今，国内房地产市场经过快速发展阶段，商品房销售面积从9.48亿平增长至16.94亿平，累计增长78.69%；与此同时，建筑业装修装饰总产值从4310亿元增长至1.2万亿元，累计增长78.83%；作为地产后市场的建筑装饰，房地产销售规模和建筑业装修产值具有较高的相关度。

图表 7：人造板产业链



来源：国联证券研究所

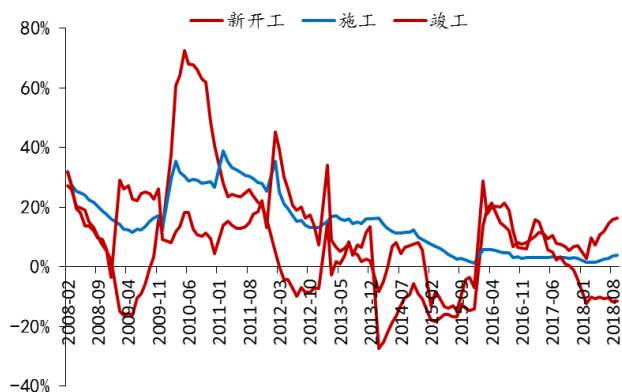
图表 8：国内人造板销量和商品房销量增速对比



来源：Wind、国联证券研究所

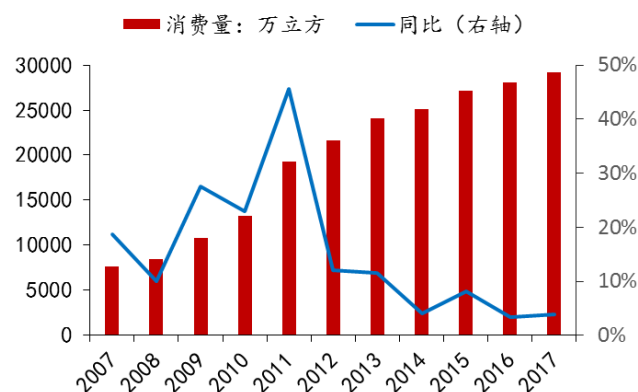
2009年至今，受到房地产市场快速扩张，国内人造板产量持续快速增长。考虑到地产开工到家装滞后效应，2011年国内人造板销量增速达到45.64%。2012年至今，国内人造板市场增速伴随着地产周期持续下行；2016年，国内人造板产量超过3亿立方米，创造历史高位。2017年，受环保关停背景影响，国内人造板产量2.95亿立方米，同比下滑1.85%；地产后周期带动人造板销量2.91亿立方米，创历史新高，同比增长3.9%。

图表 9：房地产新开工和施工、竣工面积增速



来源：Wind、国联证券研究所

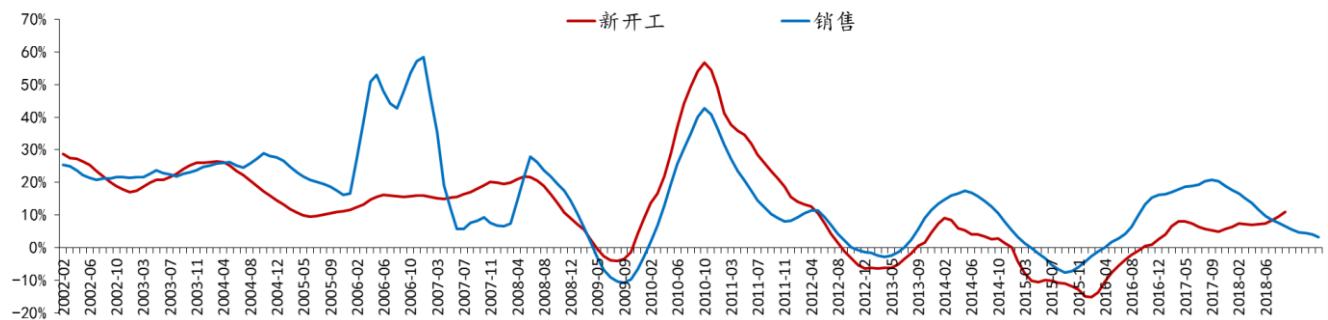
图表 10：国内人造板销量及增速



来源：中国林产工业协会、国联证券研究所

当前,“住房不炒”成为政策着力点,中央经济会议确立“构建房地产市场长效机制,坚决房子是用来住的、不是用来炒的,完善住房市场体系和住房保障体系”。根据我们 2019 年度建材策略的观点,房地产投资增速长期来看预期持续下行。从房地产销售向开工传导机制看,12 个月地产新开工面积和销售面积平滑曲线增速具备 6 个月的时间窗口,考虑到当前销售增速依然为正值、期房销售占比超过 80%,我们认为全国房地产市场有望进入下行区间,新开工面积累计同比增速有望在 19 年上半年保持正值;考虑到时滞效应,短期内家装人造板市场需求有望维持在 3 亿立方米的高位附近波动,长期来看国内人造板市场终将进入存量竞争时代。

图表 11: 房地产新开工和销售数据 12 月平滑同比 (销售增速向后平滑 6 个月)

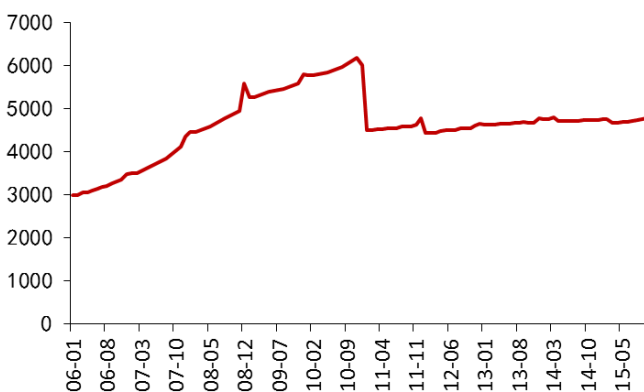


来源: Wind、国联证券研究所

## 2.2. 环保趋严中小关停, 龙头受益产能出清

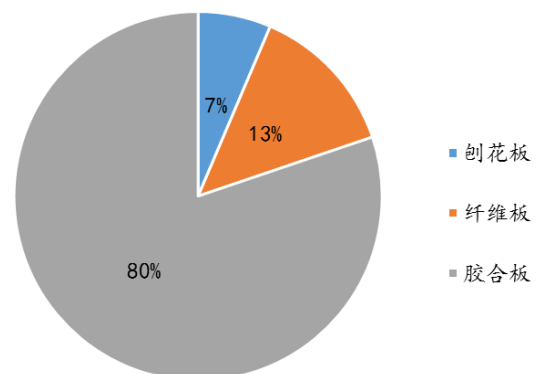
我国大部分人造板行业存在生产规模小、生产设备落后、自动化程度低、环保不达标等问题。截止 2015 年,我国规模以上人造板企业数量超过 4700 多家;根据《中国人造板产业报告 2014》,全国人造板生产企业近 10000 家;行业龙头丰林集团 2017 年人造板产量 73 万立方米,仅占全国总产量 0.25%。从人造板企业结构来看,行业门槛最低的胶合板企业数量最多,占比高达 80%;具备技术和资金壁垒的纤维板和刨花板产能仅占比 13%和 7%。

图表 12: 国内规模以上人造板企业数量



来源: Wind、国联证券研究所

图表 13: 2015 年我国人造板企业结构

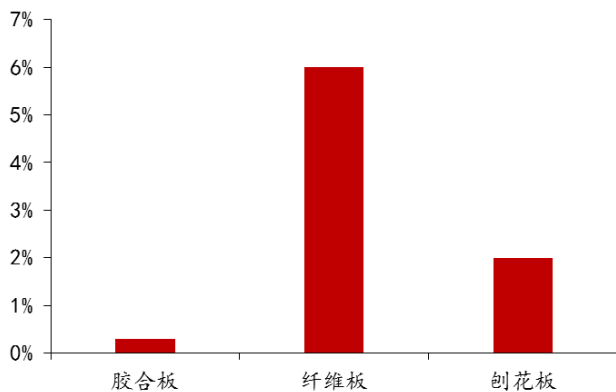


来源: Wind、国联证券研究所

根据《中国人造板产业发展现状》,2016 年全国胶合板、纤维板和刨花板大型企

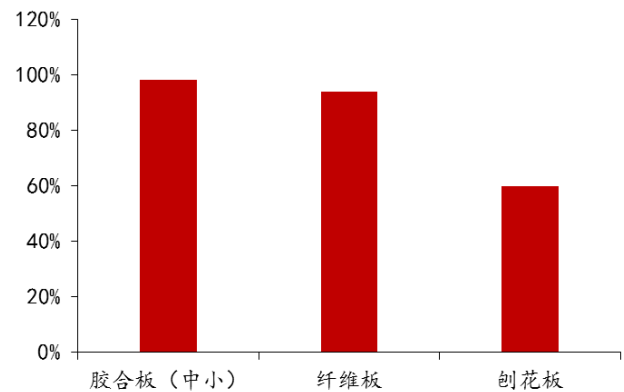
业占比仅 0.3%、6%和 2%，中小企业占绝大多数，其中刨花板小企业占比高达 40%，国内人造板企业仍集中为中小型企业，大而不强局面仍未改变。

图表 14：国内人造板大型企业占比



来源：《中国人造板产业发展现状》、国联证券研究所

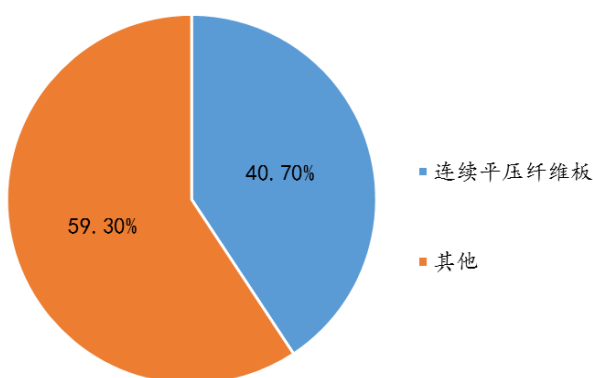
图表 15：国内人造板中型企业占比



来源：《中国人造板产业发展现状》、国联证券研究所

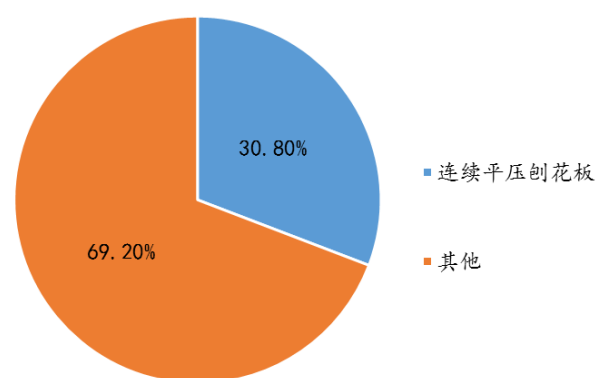
受到环保趋严和落后产能关停影响，国内人造板企业竞争格局开始优化。2017 年，全国关闭胶合板企业累计近 3000 家；关闭、拆除或停产纤维板生产线累计 621 条，淘汰落后生产能力 2296 万立方米/年；关闭、拆除或停产刨花板生产线累计 900 余条，淘汰落后生产能力约 1750 万立方米/年。2017 年，全国共有人造板企业约 6400 余家，同比下降约 15%。行业野蛮发展时代过去，行业发展向高质量转变、龙头受益产能出清。截至 2017 年底，全国保有连续平压纤维板生产线产能 1937 万立方米，约占全国纤维板总生产能力的 40.7%，较上年持平；全国保有连续平压刨花板生产线产能 919 万立方米/年，占全国刨花板总生产能力的 30.8%，同比提高 5 个百分点。

图表 16：国内纤维板产能占比



来源：中国林产工业协会、国联证券研究所

图表 17：国内刨花板产能占比



来源：中国林产工业协会、国联证券研究所

### 3. 刨花板优势明显，国内市场结构正优化

#### 3.1. 对标人造板材市场，刨花板具备竞争优势

人造板主要包括胶合板、纤维板和刨花板构成，主要以木材及其剩余物、棉秆、



甘蔗渣和芦苇等植物纤维为原料，经过加工分离成各种单元材料后施加胶黏剂制作而成，被广泛运用于家具生产、建筑安装等领域。相较于胶合板和纤维板，刨花板具有更高资源利用率，同时隔音性、防潮性和性价比具备优势。综合来看，胶合板、纤维板和刨花板下游需求基本重合，对实木地板、实木木门等高端产品存在着供给协同。

图表 18：人造板分类及主要优缺点

主要区别	胶合板	纤维板	刨花板
生产原料	原木	原木、次小薪材	次小薪材、三剩物
木质单元	中径级或大径级	木质纤维	木刨花或木颗粒
用途	家具、包装、集中箱	家具、装饰、包装	家具、装饰
优点	纹路清晰、不易变形	结构均匀、变形小	隔音性高、握钉力好、防潮性强
缺点	价格较贵	防潮性差、强度不高	内部颗粒结构铣型差

来源：国联证券研究所

从能耗等级来看，相较胶合板、纤维板，刨花板具有更低的能耗指标。对比海外，我国人造板能耗指标要求相对偏低，发达国家刨花板生产能耗在 40-50 kgce/m<sup>3</sup>、纤维板生产能耗约 156 kgce/m<sup>3</sup>。

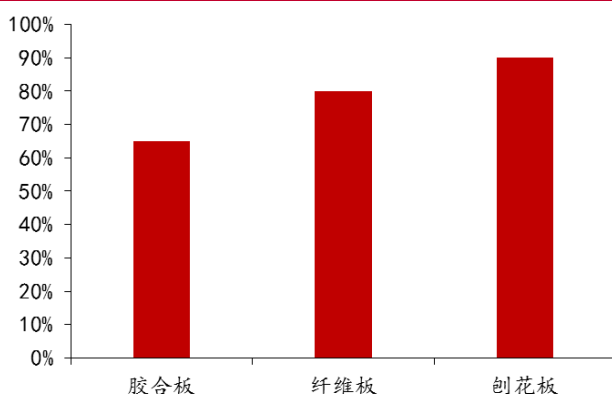
图表 19：人造板单位产量基本能耗分级指标表 (kgce/m<sup>3</sup>)

板种	优秀	良好	合格	备注
胶合板	<200	200-240	240-260	LY/T 1529-2012
纤维板	<320	321-380	381-450	LY/T 1451-2008
刨花板	<120	120-160	160-200	LY/T 1530-2008

来源：《我国刨花板和纤维板比例问题初探》、国联证券研究所

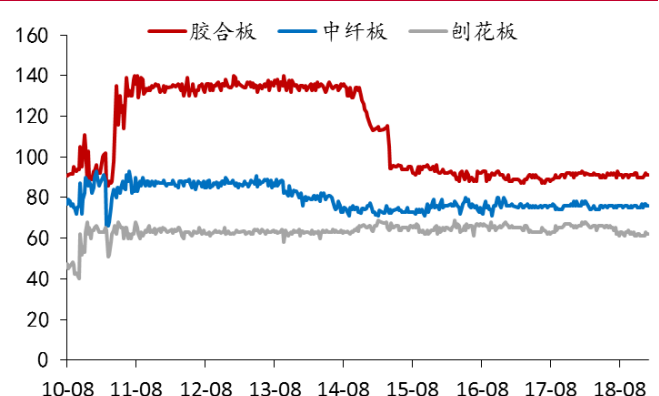
原材料角度，刨花板采用次小薪材和三废物，生产成本具备优势；木材利用率角度，国内刨花板木材利用率可以达到 90%，大型连续平压刨花板生产线原材料利用率更高；设备工艺角度，纤维板采用热磨工艺，木材用量和胶水用量更高。从售价角度来看，原材料低成本、木材高利用率、综合能耗低等优点提升刨花板竞争力，鱼珠木材报价 15mm 刨花板较胶合板价格低近 30 元/张，价格相差 30%。

图表 20：人造板木材利用率



来源：国联证券研究所

图表 21：鱼珠 15mm 人造板价格 (元/张)

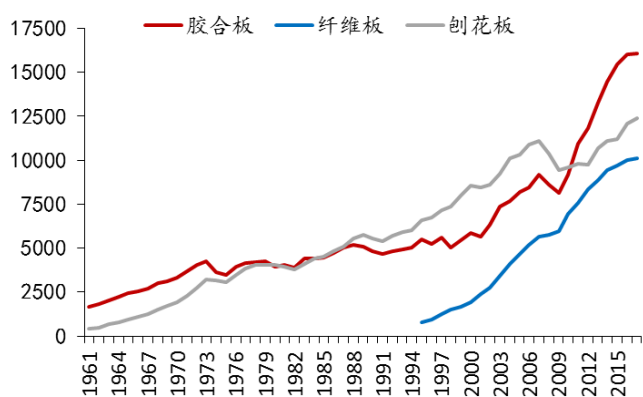


来源：Wind、国联证券研究所

### 3.2. 海外刨花板占主导，受益规模和价格优势

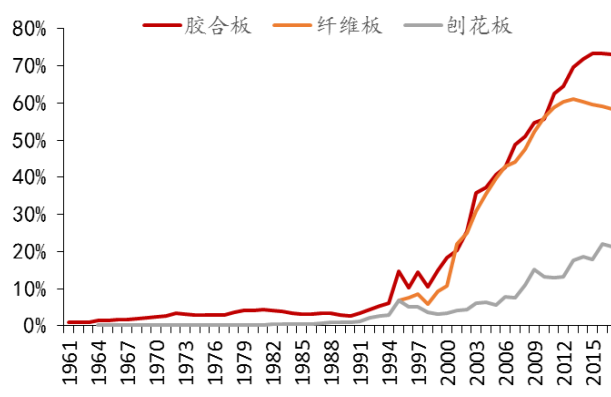
上世纪八十年代以来，全球刨花板产量逐渐超过胶合板产量，人造板和胶合板的产量差逐渐拉大。金融危机以来，胶合板产量持续快速扩张并超过刨花板产量。根据世界粮农组织公布的数据，2017 年全球人造板产量 4.06 亿立方米，其中胶合板、纤维板和刨花板占比分别为 40%、25%和 31%，三类人造板需求基本平衡。作为全球第一大人造板生产国，世界粮农组织统计的中国人造板产量 2.08 亿立方米，占全球总产量 51%；其中胶合板、纤维板和刨花板占比分别为 73%、58%和 21%。2000 年以来，中国胶合板产量持续快速增长和刨花板的发展缺位是全球胶合板产量再次超过刨花板的原因。

图表 22：全球人造板产量



来源：FAO、国联证券研究所

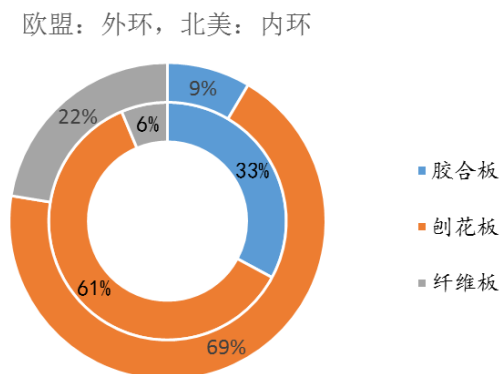
图表 23：中国胶合板占全球比重



来源：FAO、国联证券研究所

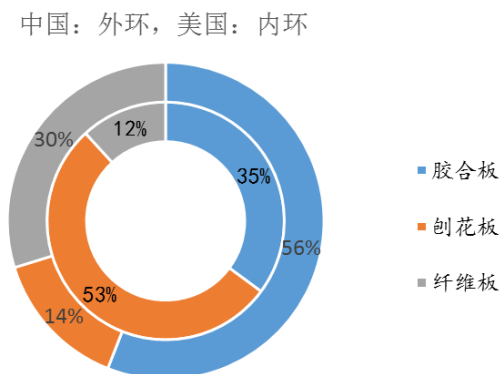
对标欧盟和美国等人造板市场，刨花板需求占市场主导地位。2017 年，欧盟胶合板、纤维板、刨花板产量占比分别为 9%、69%和 22%；美国市场上虽然胶合板占比相对较大，刨花板占比仍超过 60%。对比中美人造板消费结构，美国刨花板消费占比为 53%、胶合板消费占比 35%；中国刨花板消费量占比仅 14%，远低于胶合板消费量和纤维板消费量。对比全球人造板消费结构呈现的变化，刨花板较高的资源利用率和出色的价格优势是需求快速增长的主要原因。

图表 24：2017 年主要区域人造板产量比例



来源：FAO、国联证券研究所

图表 25：2017 年人造板消费量比例

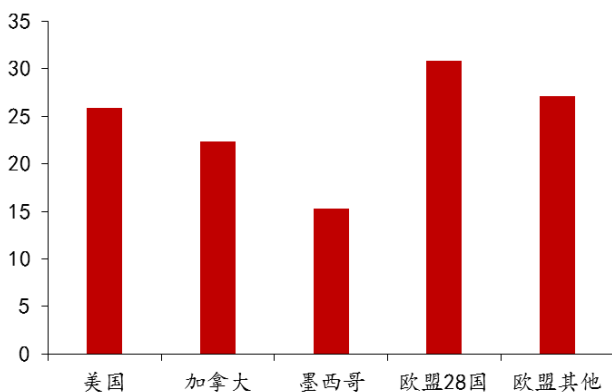


来源：FAO、国联证券研究所

### 3.3. 国内刨花需求抬升，结构优化正当时

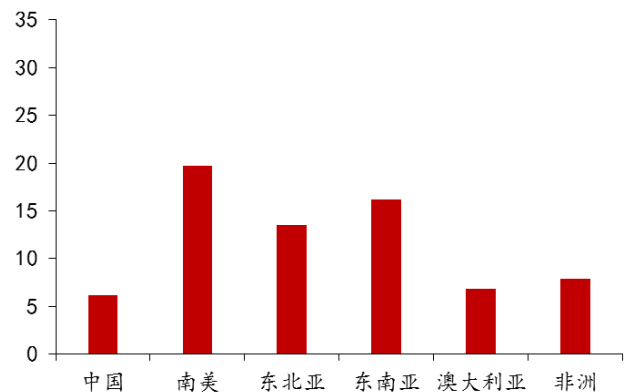
我国人造板市场以胶合板为主，刨花板消费量占比最少。国内刨花板发展滞后的主要原因在于生产工艺落后、质量差和环保不达标等因素。对比国内外主要市场刨花板单线平均产能，欧美主要市场产能超过 25 万立方/年，亚非等地区平均产能亦超过 10 万立方/年。根据中国林产工业协会公布的数据，2016 年全国 320 家刨花板生产企业保有刨花板生产线 337 条，年产能合计 2081 万立方米，平均单条产能年产能仅为 6.18 万立方米，远低于欧美发达市场、亦低于东南亚、非洲等发展市场。

图表 26: 2016 年欧美地区刨花板平均产能(万立方)



来源:《全球刨花板增长》、国联证券研究所

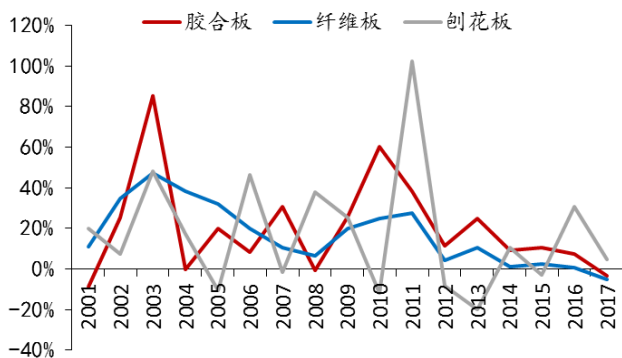
图表 27: 2016 年其他区域刨花板平均产能(万立方)



来源:《全球刨花板增长》、国联证券研究所

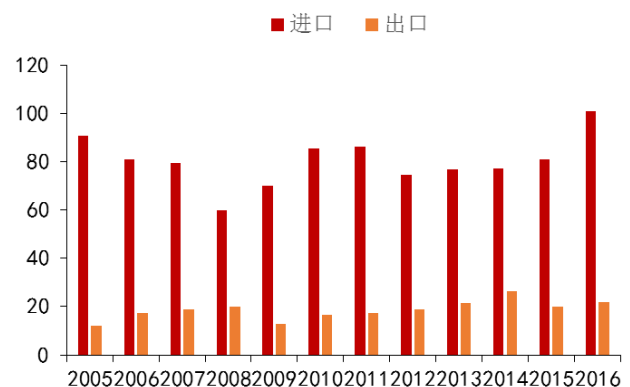
近年来，伴随着国外先进生产线的引入和国内工艺水平的提升，中国的刨花板质量不断提升被市场重新接受，许多家具生产企业又重新选用刨花板为原料。2017 年，我国刨花板产量 2778 万立方米，同比增长 4.82%，增速较胶合板和纤维板分别高出 8 个百分点和 10 个百分点。从进出口数据来看，刨花板是三大板材中唯一进口量大于出口量的板中。根据《国内外人造板产业发展与市场分析》，2017 年我国刨花板进口量达到 71.11 万吨，同比增长 21%。我们认为，国内人造板市场伴随着房地产周期的下行进入成熟阶段，存量博弈下具备生产工艺优势、规模效益优势、产品品质优势的刨花板龙头有望逐渐被市场接受和认可。

图表 28: 我国人造板产量同比增速



来源: Wind、国联证券研究所

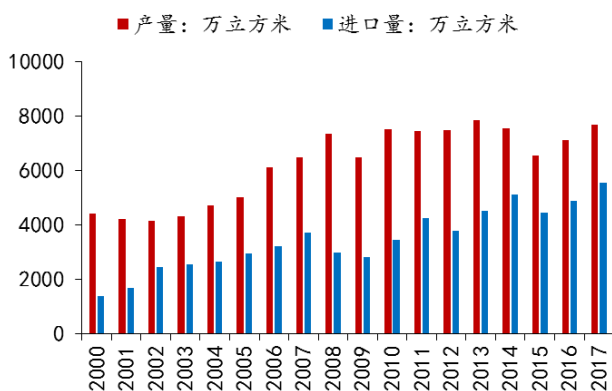
图表 29: 刨花板进口规模(万立方米)



来源: FAO、国联证券研究所

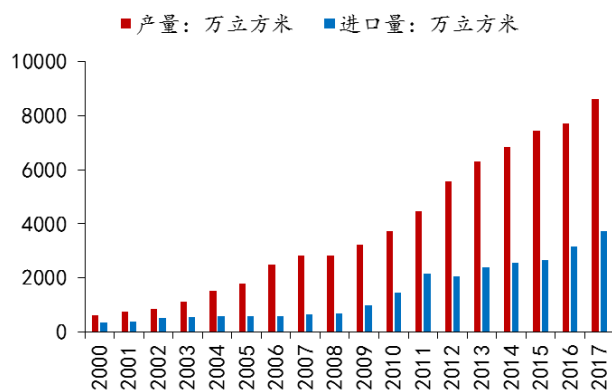
考虑到胶合板生产对所用的木材原材料要求较高,面临着所需大径级的原木数量减少和价格上升的困难。2017年,我国原木产量7670万立方,进口量5540,进口占比高达72%;我国锯材产量8602万立方,进口量3739万立方,占比42%。作为木材资源稀缺性的国家,胶合板占比过高加重木材消耗。相对胶合板和纤维板,刨花板对原材料的要求更低,先进的刨花板生产设备使所有的原料均可以充分利用,基本可以实现零浪费。随着刨花板工艺和消费者认可度抬升,刨花板替代需求逐步抬升增强行业市场空间,刨花板国内消费规模有望持续快速增长。

图表 30: 我国原木产量和进口量



来源: Wind、国联证券研究所

图表 31: 我国锯材产量和进口量



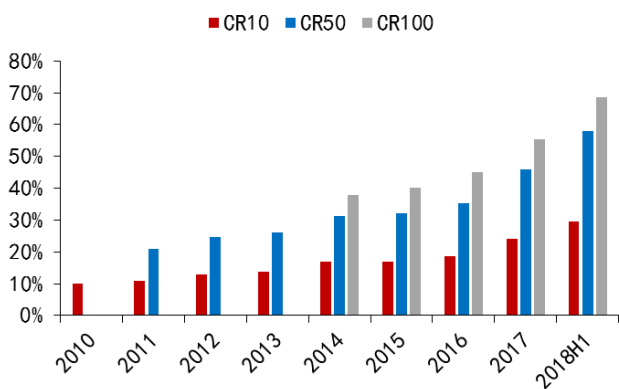
来源: Wind、国联证券研究所

## 4. 聚焦定制家居市场, 受益刨花板需求红利

### 4.1. 地产集中精装提速, 龙头市占有望抬升

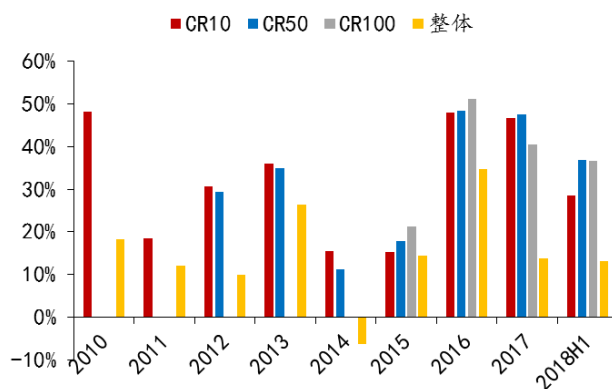
下游房地产集中度抬升和精装修市场的发展, 进一步提升家装产业链龙头公司市场份额。2018上半年, 全国房地产企业销售金额CR10、CR50和CR100分别为29.54%、57.94%和68.56%, 地产销售面积集中度分别为21.14%、38.15%和45.07%, 行业集中度进一步提升。从销售增速来看, 房地产TOP10、TOP50、TOP100销售增速分别为28.56%、36.87%和36.7%, 大幅超过全国整体销售13.2%的增速; 销售面积增速差距更大, TOP50房地产销售面积增速高出全国平均值近40个百分点。

图表 32: 全国房地产销售金额市占率



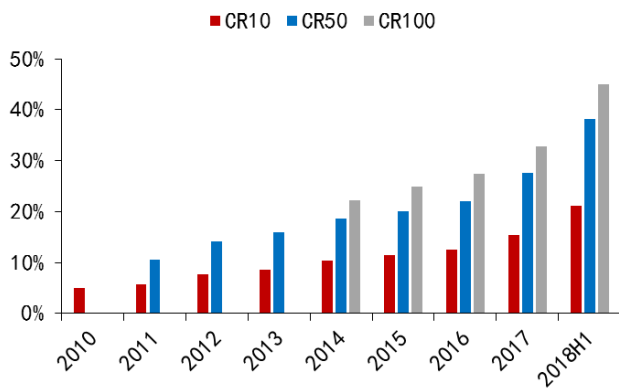
来源: Wind、国联证券研究所

图表 33: 全国房地产销售金额同比



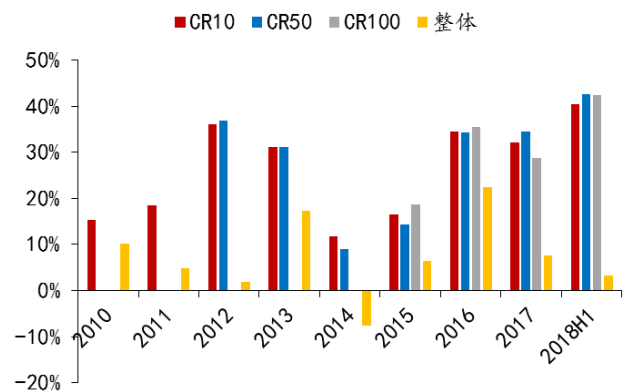
来源: Wind、国联证券研究所

图表 34：全国房地产销售面积市占率



来源：Wind、国联证券研究所

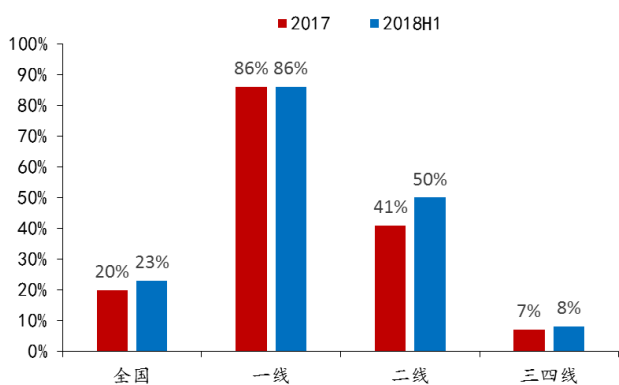
图表 35：全国房地产销售面积同比



来源：Wind、国联证券研究所

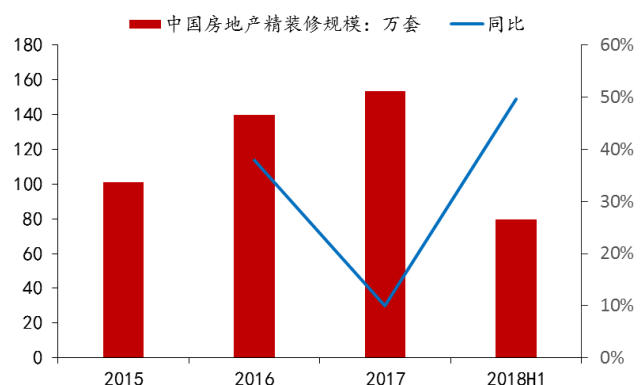
2018H1，橱柜、瓷砖、木地板、乳胶漆、户内门、开关插座等建材部件配套率超过 95%，大型房企精装修已经涉及衣柜部件。2018 上半年，国内地产精装修渗透率进一步提升，国内精装修新开盘项目 804 个，同比增长 31.2%；精装修市场规模 79.8 万套，同比增长 49.7%。房地产调控政策加速地产精装修市场占比，精装修市场规模快速增长，具有品牌效应的定制家居龙头和规模效应的人造板龙头有望受益。

图表 36：国内精装修市场占比



来源：奥维云网、国联证券研究所

图表 37：国内精装修规模及同比



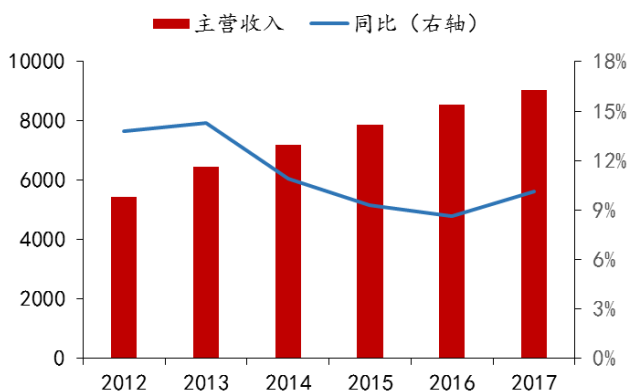
来源：奥维云网、国联证券研究所

## 4.2. 定制家居需求向好，捆绑龙头需求红利

根据国家统计局和中国建材家居产业报告，2017 年国内家具行业市场规模 9056 亿元，同比增长 10%；定制家具在家具市场的份额仍然较小，定制家具占我国家具市场的份额还不足 20%。另据产业信息网数据，2016 年全国定制橱柜市场规模 1125 亿元，同比增长 12.5%；定制衣柜市场规模 607 亿元，同比增长 24.5%；两者合计市场规模达到 1732 亿元，叠加定制木门以及其他定制家居，行业总规模预计达到 1800 亿元。考虑到 2017 年全国家具行业营收同比仅增长 10%，定制家居规模增速大幅超过家具整体市场。近年来，定制橱柜、定制衣柜市场体量快速抬升，产业已经进入了快速增长阶段，正不断吞噬着传统成品家具市场的市场份额。

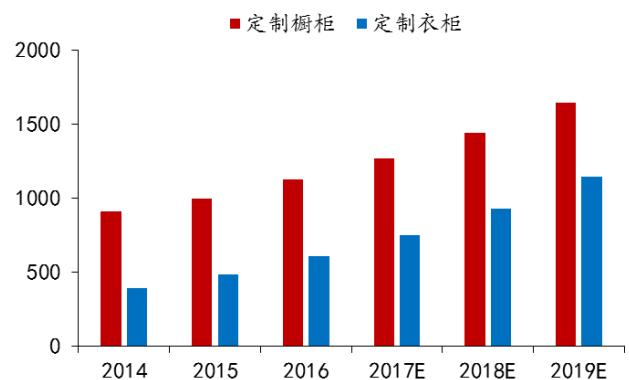


图表 38: 国内家具行业主营业务收入 (亿元)



来源: 国家统计局、国联证券研究所

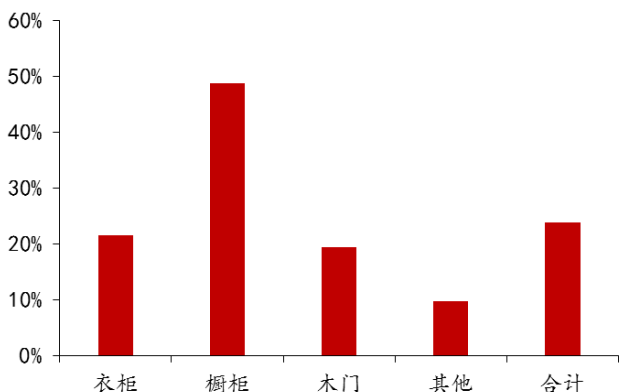
图表 39: 国内定制家居市场规模 (亿元)



来源: 产业信息网、国联证券研究所

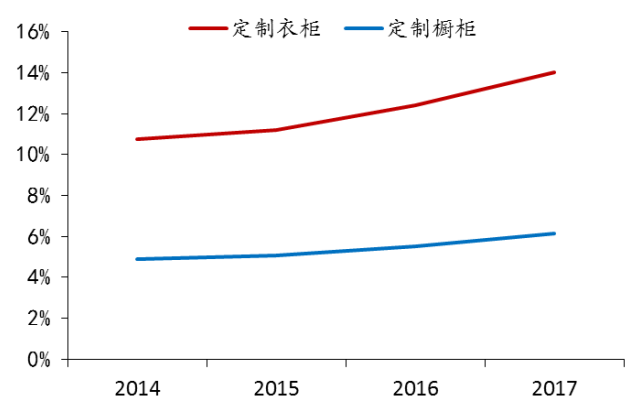
定制家居渗透率低、市场集中率低,龙头企业有望强者恒强。目前,国内定制家居在家具行业渗透率仍较低,整体渗透率约 20%-30%;考虑到对于行业市场空间估算方法的不同,定制橱柜市场渗透率在 50%-60%左右、定制衣柜市场渗透率约在 20%-30%左右,定制家居市场潜力仍较大。从行业集中度角度来看,定制橱柜 CR3 市占率仅为 6.15%、定制衣柜 CR3 市占率为 14.04%,定制家居市场仍较为分散。

图表 40: 定制家居行业渗透率



来源:《家居产业智能制造的现状与发展趋势》、国联证券研究所

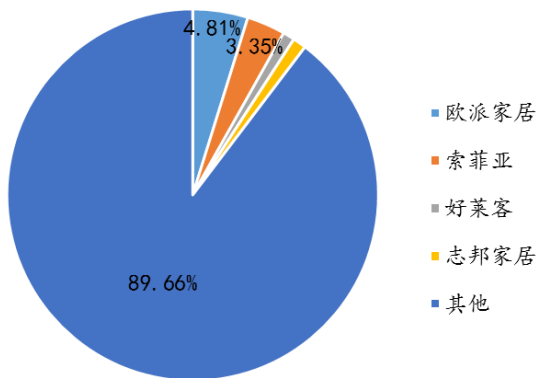
图表 41: 定制家居行业 CR3 市占率



来源: 公司公告、国联证券研究所

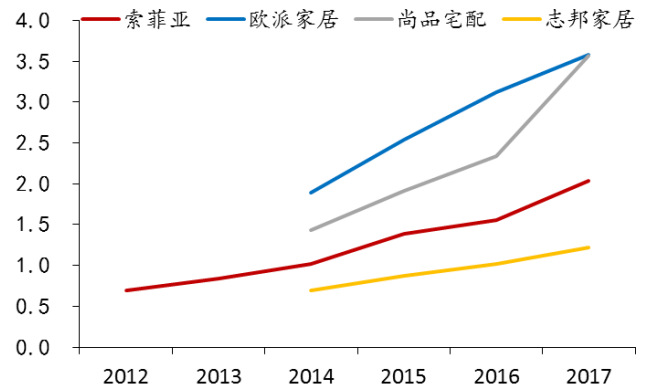
根据我们统计的 2017 年主要上市公司定制衣柜、定制橱柜销售额来看,龙头市占率仍较低,欧派家居、索菲亚、好莱客、志邦家居等企业合计市占率约为 10%,市场集中度仍较低;于此同时,近年来,索菲亚、欧派和尚品等龙头公司不断加大广告力度。随着定制家居市场认可度不断抬升,龙头企业依托品牌效应、产业链整合能力,市场规模仍将保持较快增长。近年来,国内定制家居上市公司营收规模和净利水平快速扩张,2018Q1-3,上市定制家居公司营收整体增长 21.71%、净利整体增长 29.4%。相较国内家具制造业 1-11 月整体营收增速 5.7%、净利增速 5.5%,定制家居市场仍在快速扩张中。我们认为,国内家具市场高速增长时代虽然过去,定制家居行业依托于更美观的设计、更优的品质和更放心的服务,市场规模有望持续快速扩张;龙头公司依托于完整的产业链结构和品牌效应,有望持续较快发展。

图表 42：国内主要定制家居市场份额



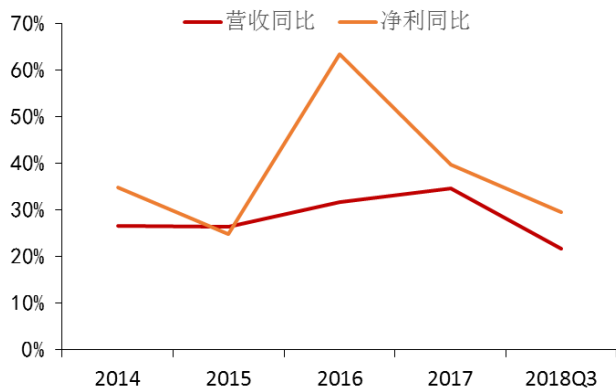
来源：公司公告、国联证券研究所

图表 43：国内主要定制家居企业广告费用（亿元）



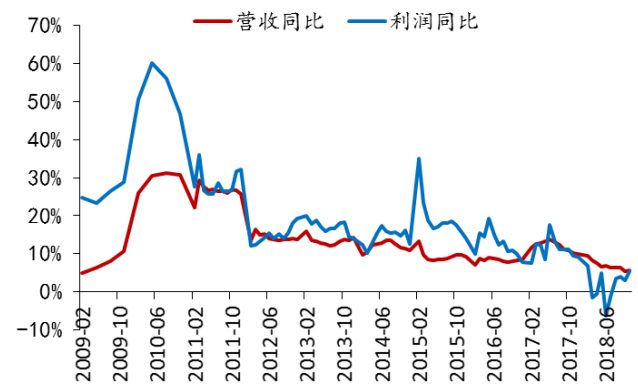
来源：公司公告、国联证券研究所

图表 44：定制家居上市公司营营收和净利增速



来源：Wind、国联证券研究所

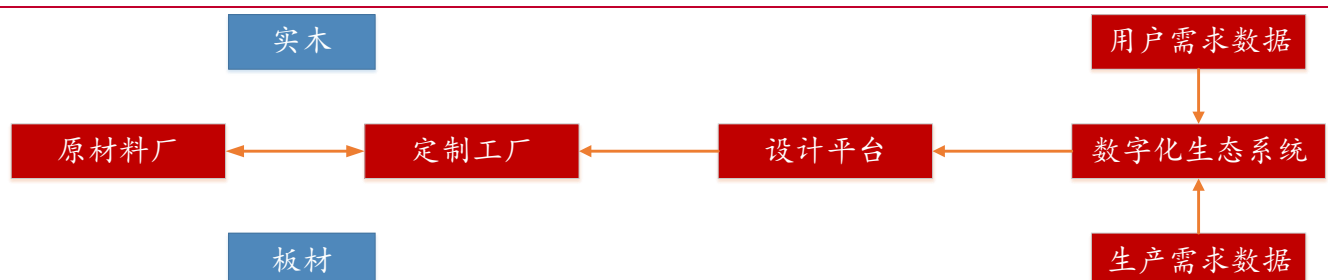
图表 45：国内家具行业营收和净利增速



来源：Wind、国联证券研究所

绑定索菲亚、欧派等定制家居龙头，切入定制家居产业链。相对于传统的家具产业链，定制家居产业链更加注重上下游的协同。定制家居龙头在追求产业链产品协同开发设计能力、柔性制造能力和精确获取客户需求能力的同时，对上游的人造板材在产品品质、交付能力、研发能力提出了更大的要求。我们认为，在国内人造板市场大而不强的混战时期，依托定制家居打造上下游一体链条、专注人造板聚焦消费升级将成为龙头公司核心竞争优势。目前，公司与欧派、索菲亚、好莱客、志邦等龙头公司建立业务合作关系，有望充分受益定制家居发展红利。

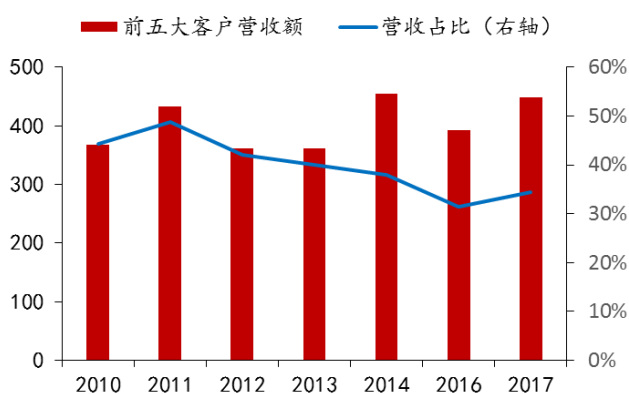
图表 46：索菲亚柔性生态系统



来源：公司公告、国联证券研究所

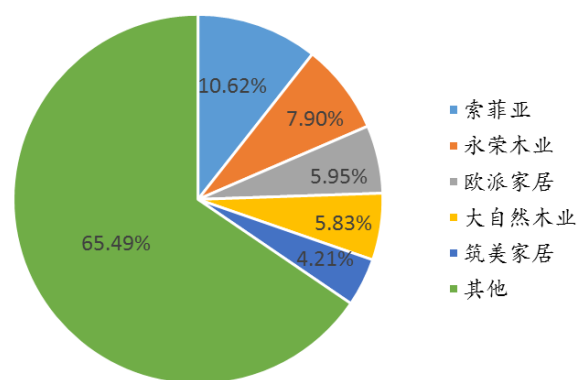
2017年，公司聚焦大型定制家居厂商战略取得显著成果。公司前五大客户营收额4.49亿元，占公司总营收额比重34.51%，相较2016年提高3个百分点；前十大客户营收占比接近60%，直销客户销售额占比接近65%。从营收增速来看，前五大客户营收同比增长14.26%，高出公司整体营收增速10个百分点。2017年，公司在索菲亚、欧派家居等龙头定制家居企业销售金额2.16亿元，占公司总营收比重16.57%。2018年6月，公司非公开发行股份募集资金投资新西兰60万立方米刨花板项目，索菲亚入资2.2亿元持有公司股份5.68%，成为公司第二大股东。索菲亚作为公司第一大客户，随着双方产业链整合不断深化，公司业务规模有望持续受益定制家居龙头索菲亚的发展。

图表 47：丰林前五大客户营收及占比（百万元）



来源：公司公告、国联证券研究所

图表 48：丰林前五大客户营收占比



来源：公司公告、国联证券研究所

### 4.3. 精准刨花板需求扩张，海外布局抢占市场

公司布局新西兰年产60万立方刨花板项目，绑定下游龙头需求有望持续释放。2017年，公司非公开发行股份募集资金投资新西兰60万立方米刨花板项目，项目投产后公司刨花板产能合计110万立方米、纤维板产能60万立方米，满足国内市场需求。近几年，欧派家居、尚品宅配、皮阿诺、金牌橱柜、志邦股份、我乐家居等定制家居龙头纷纷募集资金用于定制衣柜、定制橱柜的产能扩张。2016年，索菲亚营收43亿消耗刨花板43.3万立方米；按照国内定制家居238亿元营收测试，定制家居上市公司消耗刨花板228万立方米，占国内总需求8%；定制家居行业消耗1800万立方米，占国内总产量70%。随着未来2年内国内定制家居产能持续投放，将直接拉动上游刨花板的市场需求，刨花板需求存在边际供需紧缺的可能性。

图表 49：主要定制家居上市公司产能扩张明细

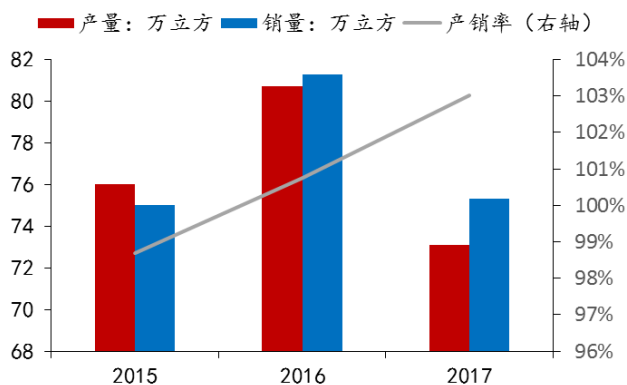
上市公司	序号	募投项目	投资金额	产能
欧派家居	1	橱柜生产线	6 亿元	30 万套
	2	衣柜生产线	3.41 亿元	30 万套
	3	木门生产线	2.83 亿元	60 万樘
皮阿诺	1	橱柜生产线	1.53 亿元	4 万套
	2	衣柜生产线		4 万套
	3	橱柜生产线	2.04 亿元	8 万套

	4	衣柜生产线		5万套
金牌橱柜	1	整体橱柜	1.38亿元	6万套
	2	整体橱柜	1.6亿元	7万套
	1	整体橱柜	3.38亿元	20万套
志邦家居	2	定制衣柜	1.32亿元	12万套
	1	全屋定制家具生产线		174万平方米
我乐家居	2	实木家具生产线	4.05亿元	8.3万平方米
	3	台面加工线		8.3万平方米
	1	智能制造生产线	8.23亿	

来源：公司公告、国联证券研究所

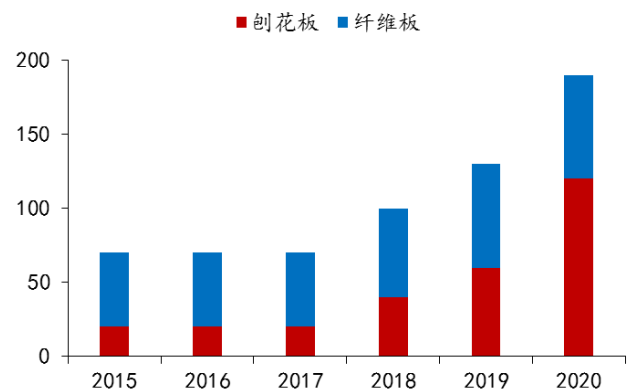
近两年来公司产销率达到 100%，产能利用率已达到饱和状态；2018Q4 公司南宁技改 40 万立方米刨花板项目已经投产并达到满产状态、池州技改 20 万立方米纤维板产销率超过 90%，公司 19 年满产产能将达到 130 万立方，同比增长 30%；随着 2020 年新西兰 60 万立方米刨花板项目投产，公司总产能将达到 190 万立方米。伴随着公司产能的不断扩张，公司将充分受益定制家居需求红利。

图表 50：丰林人造板产销率



来源：公司公告、国联证券研究所

图表 51：丰林人造板产能趋势 (万立方米)



来源：公司公告、国联证券研究所

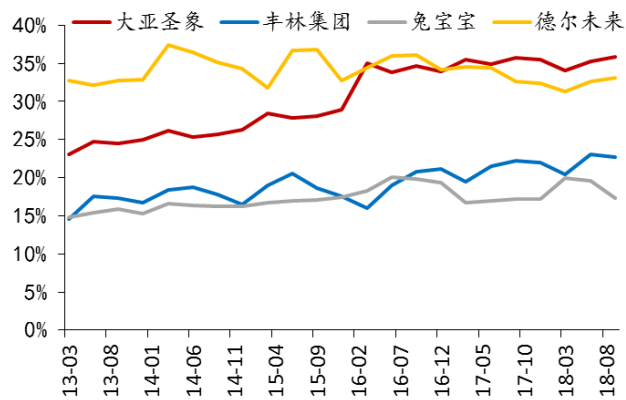
## 5. 投资逻辑

### 5.1. 行业对比

目前，国内人造板行业上市主要为丰林集团、大亚圣象、兔宝宝和德尔未来；对标相关上市公司财务指标，大亚圣象和德尔未来毛利率最高，这与两者具有较高比例的地板零售业务相关；2018Q1-3，丰林集团毛利率 21.87%，较兔宝宝高出 4.8 个百分点。从净利率来看，丰林集团 2018Q1-3 净利率 10.33%，超过大亚圣象、兔宝宝和德尔未来。当前，丰林聚焦大客户战略、绑定下游定制家居龙头能大范围缩减公司销售成本和综合物流成本等销售费用，2018Q1-3 公司销售费用率 7.81%，仅为大亚圣象和德尔未来的一半；公司人造板满产满销，存货周转率与大亚相差不多。综合来看，丰林聚焦索菲亚等定制家居龙头客户，毛利率水平处于行业中位；较高的存货周转和较低的销售费用，公司净利率近年来持续增长，处于行业领先地位。我们认为，

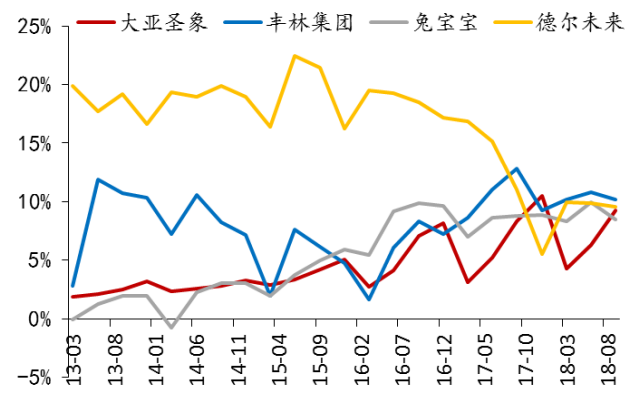
随着技改项目投产和新西兰新建项目投产,公司规模效应下具有更强的成本管控能力和市场扩展能力,公司综合盈利能力有望进一步提升。

图表 52: 人造板行业毛利率



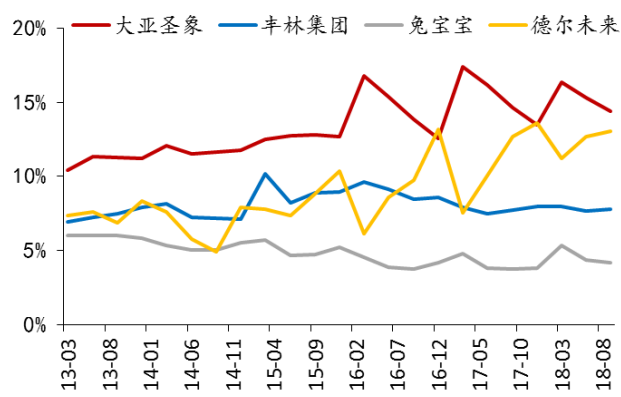
来源: 公司公告、国联证券研究所

图表 53: 人造板行业净利率



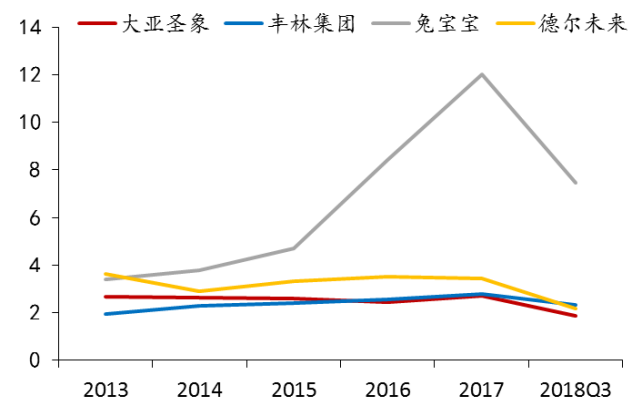
来源: 公司公告、国联证券研究所

图表 54: 人造板行业销售费用率



来源: 公司公告、国联证券研究所

图表 55: 人造板行业存货周转率



来源: 公司公告、国联证券研究所

## 5.2. 推荐逻辑及核心假设

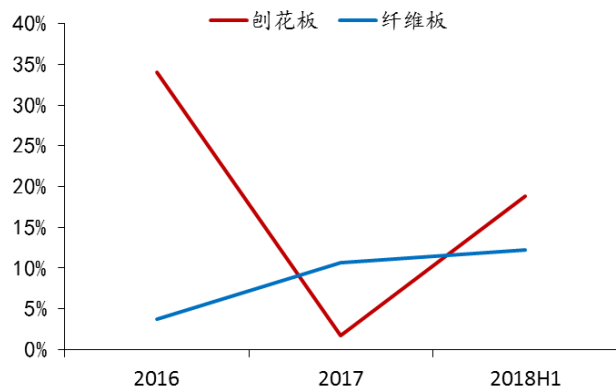
作为国内最早从事人造板的龙头企业,公司专注于人造板的研发、生产和销售,具备产能规模优势和产品品牌优势;紧跟市场需求结构,不断调整产品结构,剥离胶合板业务、加码刨花板产能,强化超强刨花板、可饰面刨花板等高端产品,不断拓展装饰领域;聚焦定制家居客户,产能利用率超过 100%,下游需求具备支撑。公司股权结构稳定,伴随着新增产能投放、产品结构优化升级,公司量价具备较大的成长空间。基于此,我们假设如下:

(1) 产能结构调整,平均售价有望稳步抬升。基于投产时间的因素,我们分别估算具备较为稳定生产的纤维板(阳明、百色)、刨花板(惠州)工厂的营收增速和平均售价情况;2016-2018H1,公司纤维板有效产能维持在 50 万立方米、刨花板有效产能维持在 20 万立方米,价格上涨推动子公司营收持续快速抬升;纤维板作为公司基础业务,价格小幅抬升、成本优势下净利率稳步抬升。近年来,公司大力发展刨花板业务,产品结构不断优化、上半年平均售价抬升幅度较大;此外,南宁 40 万立



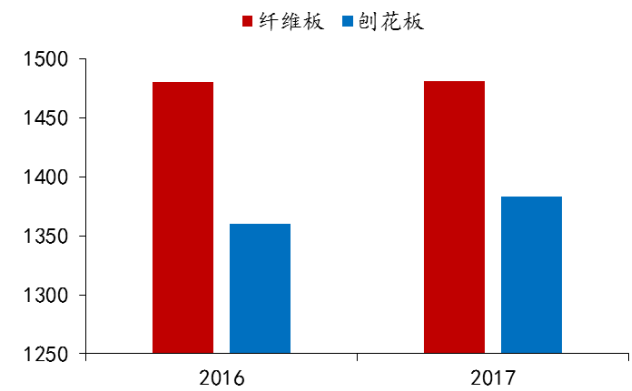
方超强刨花板项目具备更低的能耗和更优的性能、新西兰工厂高端刨花板项目推进，有望推动公司平均售价持续稳步抬升；

图表 56：公司人造板营收增速



来源：公司公告、国联证券研究所

图表 57：公司人造板均价



来源：公司公告、国联证券研究所

(2) 公司满产满销，基于新西兰新增产能投放预期，预计公司 2018-2020 年有效产能分别为 100 立方米、130 立方米、140 立方米；2021 年新西兰项目满产后，公司累计产能达到 190 万立方米；

(3) 伴随着公司产能规模的扩张，规模效应下假设公司人造板单立方米制造费用小幅下滑、速生林业务规模和毛利率保持平稳波动。

### 5.3. 盈利预测及估值分析

综合以上假设，我们预计公司纤维板售价维持不变、刨花板售价小幅抬升、制造费用小幅下滑、其余业务维持稳定。基于此，我们预测公司 2018-2020 年净利润分别为 1.41、2.08、2.58 亿元，基本 EPS 分别为 0.12、0.18 和 0.22，2019-2020 年 PE 分别为 16.97 和 13.65。

图表 58：公司业绩拆分及预测

主要指标	2017A	2018E	2019E	2020E
销量：万立方	75.30	100	130	140
均价：元/立方	1512.99	1516.00	1518.46	1525.00
成本：元/立方	1184.12	1178.00	1173.00	1168.00
营业收入：百万元	1139.28	1516.00	1974.00	2135.00
营业成本：百万元	891.64	1178.00	1524.90	1635.20
毛利率	21.74%	22.30%	22.75%	23.41%

来源：国联证券研究所

伴随着公司产能持续投放和产品结构不断优化，公司业绩有望持续高增长。因此，我们采用 PEG 和 PB 等相对估值方法，以行业龙头大亚圣象和兔宝宝为对标可比公

司。可比公司 2019 年平均 PEG 为 0.42、平均 PB 为 2.04；分别给与丰林对应的 PEG 和 PB 估值，对应目标价 3.81 和 4.75 元。综合两种估值方法，我们给予公司 2019 年目标价 3.81 元。首次覆盖，给予“推荐”评级。

**图表 59：A 股可比公司估值比较**

可比公司	收盘价		EPS			PEG			PB
	2019-01-24	2017A	2018E	2019E	2020E	2018E	2019E	2020E	
大亚圣象	10.51	1.19	1.43	1.65	1.92	0.36	0.41	0.33	1.44
兔宝宝	5.24	0.42	0.47	0.57	0.71	0.94	0.43	0.30	2.63
平均						<b>0.65</b>	<b>0.42</b>	<b>0.32</b>	<b>2.04</b>
丰林集团	<b>3.08</b>	<b>0.13</b>	<b>0.12</b>	<b>0.18</b>	<b>0.22</b>		<b>0.34</b>	<b>0.63</b>	<b>1.32</b>

来源：Wind、国联证券研究所

注：除丰林集团外，其他可比公司估值均采用 Wind 一致预期数据

## 6. 风险提示

- 1) 公司产能扩张不及预期；
- 2) 刨花板需求不及预期；
- 3) 产品价格不及预期；

**图表 60: 财务预测摘要**

资产负债表						利润表					
单位:百万元	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E	单位:百万元	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
货币资金	622.23	503.77	336.20	458.48	548.14	营业收入	1249.09	1301.69	1681.00	2144.00	2310.00
应收账款+票据	324.69	284.07	502.09	500.61	579.72	营业成本	984.38	1015.09	1297.00	1644.90	1756.20
预付账款	9.53	34.98	21.89	50.23	26.77	营业税金及附加	11.71	13.90	17.65	22.51	24.26
存货	408.89	324.31	612.51	575.59	692.90	营业费用	107.18	104.00	134.48	160.80	161.70
其他	6.02	56.20	56.20	56.20	56.20	管理费用	77.83	98.24	122.71	150.08	154.77
<b>流动资产合计</b>	<b>1371.36</b>	<b>1203.32</b>	<b>1528.88</b>	<b>1641.11</b>	<b>1903.72</b>	财务费用	-6.54	-3.30	14.60	-0.50	-5.34
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	资产减值损失	35.04	-2.29	0.00	0.00	0.00
固定资产	533.12	505.47	444.78	384.09	583.81	公允价值变动收益	-3.31	0.00	0.00	0.00	0.00
在建工程	2.28	274.11	274.11	274.11	0.00	投资净收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
无形资产	200.49	196.63	191.85	187.06	182.28	其他	0.00	0.00	51.50	49.50	49.50
其他非流动资产	73.02	104.91	104.55	104.20	104.20	<b>营业利润</b>	<b>36.18</b>	<b>76.04</b>	<b>146.05</b>	<b>215.71</b>	<b>267.92</b>
<b>非流动资产合计</b>	<b>808.91</b>	<b>1081.11</b>	<b>1015.29</b>	<b>949.47</b>	<b>870.29</b>	营业外净收益	54.49	48.24	0.00	0.00	0.00
<b>资产总计</b>	<b>2180.27</b>	<b>2284.43</b>	<b>2544.17</b>	<b>2590.58</b>	<b>2774.02</b>	<b>利润总额</b>	<b>90.68</b>	<b>124.28</b>	<b>146.05</b>	<b>215.71</b>	<b>267.92</b>
短期借款	0.00	0.00	77.11	0.00	0.00	所得税	0.33	3.75	5.27	7.72	9.43
应付账款+票据	135.45	114.08	224.01	204.76	253.02	<b>净利润</b>	<b>90.34</b>	<b>120.53</b>	<b>140.78</b>	<b>207.99</b>	<b>258.48</b>
其他	62.94	81.86	71.79	92.29	75.53	少数股东损益	1.64	0.31	0.00	0.00	0.00
<b>流动负债合计</b>	<b>198.39</b>	<b>195.93</b>	<b>372.91</b>	<b>297.05</b>	<b>328.55</b>	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>88.70</b>	<b>120.22</b>	<b>140.78</b>	<b>207.99</b>	<b>258.48</b>
长期带息负债	186.52	186.52	186.52	186.52	186.52						
长期应付款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00						
其他	0.22	0.22	0.22	0.22	0.22						
<b>非流动负债合计</b>	<b>186.74</b>	<b>186.74</b>	<b>186.74</b>	<b>186.74</b>	<b>186.74</b>						
<b>负债合计</b>	<b>385.13</b>	<b>382.67</b>	<b>559.65</b>	<b>483.79</b>	<b>515.29</b>						
少数股东权益	22.34	22.65	22.65	22.65	22.65						
股本	468.91	958.18	1149.48	1149.48	1149.48						
资本公积	715.19	260.00	68.70	68.70	68.70						
留存收益	588.69	660.92	743.68	865.95	1017.89						
<b>股东权益合计</b>	<b>1795.13</b>	<b>1901.76</b>	<b>1984.52</b>	<b>2106.78</b>	<b>2258.73</b>						
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>2180.27</b>	<b>2284.43</b>	<b>2544.17</b>	<b>2590.58</b>	<b>2774.02</b>						

现金流量表					
单位:百万元	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
净利润	76.74	121.43	140.78	207.99	258.48
折旧摊销	76.62	55.31	65.82	65.82	79.17
财务费用	12.09	12.48	4.52	4.86	1.59
存货减少	-42.13	84.58	-288.20	36.91	-117.30
营运资金变动	80.56	45.54	-105.06	-25.60	-24.16
其它	36.08	3.83	0.00	0.00	0.00
<b>经营活动现金流</b>	<b>239.96</b>	<b>323.17</b>	<b>-182.14</b>	<b>289.98</b>	<b>197.79</b>
资本支出	47.62	308.23	0.00	0.00	0.00
长期投资	50.74	75.68	0.00	0.00	0.00
其他	170.74	6.89	0.00	0.00	0.00
<b>投资活动现金流</b>	<b>72.38</b>	<b>-377.02</b>	<b>0.00</b>	<b>0.00</b>	<b>0.00</b>
债权融资	-0.10	-28.80	77.11	-77.11	0.00
股权融资	0.00	45.10	0.00	0.00	0.00
其他	-114.75	-63.67	-62.54	-90.58	-108.12
<b>筹资活动现金流</b>	<b>-114.85</b>	<b>-47.37</b>	<b>14.57</b>	<b>-167.69</b>	<b>-108.12</b>
<b>现金净增加额</b>	<b>197.18</b>	<b>-107.65</b>	<b>-167.57</b>	<b>122.28</b>	<b>89.66</b>

主要财务比率					
	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
<b>成长能力</b>					
营业收入	8.03%	4.21%	29.14%	27.54%	7.74%
EBIT	54.07%	36.90%	31.83%	46.49%	22.19%
EBITDA	7.26%	5.92%	27.65%	32.35%	21.75%
归属于母公司净利润	-35.35%	35.53%	17.10%	47.74%	24.28%
<b>获利能力</b>					
毛利率	21.19%	22.02%	22.84%	23.28%	23.97%
净利率	7.23%	9.26%	8.38%	9.70%	11.19%
ROE	5.00%	6.40%	7.18%	9.98%	11.56%
ROIC	2.85%	4.49%	8.00%	9.59%	11.64%
<b>偿债能力</b>					
资产负债	17.66%	16.75%	22.00%	18.68%	18.58%
流动比率	6.91	6.14	4.10	5.52	5.79
速动比率	4.82	4.20	2.31	3.40	3.51
<b>营运能力</b>					
应收账款周转率	3.89	4.64	3.39	4.34	4.03
存货周转率	2.41	3.13	2.12	2.86	2.53
总资产周转率	0.57	0.57	0.66	0.83	0.83
<b>每股指标(元)</b>					
每股收益	0.08	0.13	0.12	0.18	0.22
每股经营现金流	0.21	0.28	-0.16	0.25	0.17
每股净资产	1.54	1.63	1.71	1.81	1.95
<b>估值比率</b>					
市盈率	39.78	29.35	25.07	16.97	13.65
市净率	1.99	1.88	1.80	1.69	1.58
EV/EBITDA	7.78	16.97	17.49	12.84	10.39
EV/EBIT	14.93	25.19	25.14	16.68	13.44

数据来源: 公司报告、国联证券研究所

### 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

### 投资评级说明

股票 投资评级	强烈推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 20%以上
	推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 10%以上
	谨慎推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 5%以上
	观望	股票价格在未来 6 个月内相对大盘变动幅度为-10%~10%
	卖出	股票价格在未来 6 个月内相对大盘下跌 10%以上
行业 投资评级	优异	行业指数在未来 6 个月内强于大盘
	中性	行业指数在未来 6 个月内与大盘持平
	落后	行业指数在未来 6 个月内弱于大盘

### 一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属国联证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“国联证券”）。未经国联证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为国联证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，国联证券不因收件人收到本报告而视其为国联证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但国联证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并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、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，国联证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，国联证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

国联证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。国联证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。国联证券的资产管理部、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

### 特别声明

在法律许可的情况下，国联证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到国联证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

#### 无锡

国联证券股份有限公司研究所  
 江苏省无锡市太湖新城金融一街 8 号国联金融大厦 9 层  
 电话：0510-82833337  
 传真：0510-82833217

#### 上海

国联证券股份有限公司研究所  
 上海市浦东新区源深路 1088 号葛洲坝大厦 22F  
 电话：021-38991500  
 传真：021-38571373

### 分公司机构销售联系方式

地区	姓名	固定电话
北京	管峰	010-68790949-8007
上海	刘莉	021-38991500-831
深圳	薛靖韬	0755-82560810