

轻工制造

精装房黄金时代，龙头家居迎难而上

评级：增持（维持）

分析师：蒋正山

执业证书编号：S0740518070009

Email: jiangzs@r.qlzq.com.cn

分析师：徐稚涵

执业证书编号：S0740518060001

Email: xuzh01@r.qlzq.com.cn

研究助理：郭美鑫

Email: guomx@r.qlzq.com.cn

研究助理：徐僊

Email: xucai@r.qlzq.com.cn

基本状况

上市公司数	118
行业总市值(百万元)	1020162.04
行业流通市值(百万元)	646287.891

行业-市场走势对比
相关报告
重点公司基本状况

简称	股价 (元)	EPS				PE				PEG	评级
		2017	2018E	2019E	2020E	2017	2018E	2019E	2020E		
欧派家居	125	3.09	3.74	4.49	5.43	40.1	33.4	27.8	23	1.4	买入
志邦家居	39.4	1.46	1.71	2.08	2.51	28.4	23	19	15.7	0.9	买入
帝欧家居	27.3	0.55	0.99	1.36	1.7	51.5	28	20	16	0.5	买入
江山欧派	41	1.7	1.92	2.47	3.09	25.2	21.3	16.6	13.3	0.6	买入

投资要点

■ **精装房驱动力：政策助力、房企推力和需求匹配。**1) 全装修政策逐步落地，2016年政策加快出台。2013年前全装修政策缺乏顶层设计，其后各省市逐步出台落地政策，2016年政策和配套措施落地加快，2017年发布的《建筑业发展十三五规划》明确提出到2020年全装修占比达到30%的目标，政策出台推动全装修普及。2) 供给端①：房企打开限价窗。毛坯房限价政策下获取利润增量是房企提升精装比例的核心驱动力，龙头房企精装率高，地产集中度提升将促进精装房渗透。3) 供给端②：长租公寓成为精装修市场新风口。长租公寓小户型和集中式的特点适合精装修，租售并举的利好政策下，长租公寓机构渗透率的提升将为精装市场提供增量空间。4) 需求端：消费者意愿增强。愿意购买精装房的消费者比例逐年提升。

■ 如何看待精装房景气度的持续性？

■ **复盘海外发展路径：规模化、标准化、个性化。**发达国家精装比例较高，日本、美国、欧洲等地区达到80%以上，目前已形成规模化、标准化、个性化的住宅工业体系。我国精装房渗透率仍处于较低水平，存量翻修和精装修市场将同时增长。**国内现状：精装修渗透率低，城市分化明显。**2018年上半年，我国精装房交付比例仅为23%，仍处于普及阶段。分城市来看，一线城市达到86%；二线城市在50%左右，三四线城市的精装房竣工比例为个位数。二、三、四线城市逐渐成为精装修市场主力，快速发展。**中长期趋势：配套部品市场规模仍具备不断提升空间。**我们测算在不考虑长租公寓带来的增量前提下，预计2020年我国精装房市场规模达400万套。在细分部品上，橱柜、瓷砖等硬装部品的配置率已接近100%，基于一定的出厂价和配置率，精装房各类部品市场规模仍将进一步扩容。

■ 如何看待家居企业在产业链中的定位？

■ **破局零售市场遇冷，加速行业集中。**家居行业集中度低，但B端市场集中度显著提升，上市龙头抢先布局，卡位精装业务。在产业链中我们看好综合实力强、成本优势显著的企业。1) 买方集中，提升供应商进入门槛。与零售市场相比，工装市场买方集中度高，且房企集中度仍处提升通道，龙头房企掌握精装房客流，大买方的集中化采购趋势与品牌要求均将提升市场门槛。2) 成本控制能力是核心。工程业务为家居企业贡献收入的同时，家居企业自身普遍缺乏议价能力，成本管控能力决定工程业务毛利率。3) 工程业务快速发展需要资金实力匹配。地产建设周期长，结算周期长，导致工程业务应收账款较多，企业现金流承压。采用直销模式的公司回款周期普遍较长，范围在8-11个月左右。综合实力较强的家居企业对现金流的强管控力与优质的资金实力将打开工程业务成长空间。

■ **投资建议：机会与挑战并存，看好综合实力强或成本领先的家居企业。**我们认为综合实力强或成本优势领先的龙头企业将在精装修普及浪潮中受益，虽然同样面临利润率下滑、现金流承压的风险，但依靠自身的品牌影响力、资金实力和良好供应链管理，有能力抵抗精装业务带来的负面影响。目前，上市龙头纷纷与万科、恒大等大型房企开展战略合作，提升产能，增强交付能力，在行业集中度提升的过程中分到更多蛋糕。

■ **相关标的：**综合实力强——欧派家居、江山欧派；成本优势——帝欧家居、志邦家居

■ **风险提示：**工程利润率持续下滑、下游房地产市场不景气、全装修政策推进不及预期

内容目录

精装房驱动力：政策助力、房企推力和需求匹配	- 5 -
1) 全装修政策逐步落地，2016 年政策加快出台	- 5 -
2) 供给端 1：房企打开限价窗口	- 6 -
3) 供给端 2：长租公寓成为精装修市场新风口	- 8 -
4) 需求端：消费者意愿增强	- 9 -
如何看待精装房景气度的持续性？	- 10 -
复盘海外发展路径：规模化、标准化、个性化.....	- 10 -
国内现状：精装修渗透率低，城市分化明显	- 11 -
中长期趋势：配套部品市场规模仍具备不断提升空间.....	- 14 -
如何看待家居企业在产业链中的定位？	- 15 -
破局零售市场遇冷，加速行业集中	- 16 -
看好综合实力强、成本优势显著的企业.....	- 19 -
1) 买方集中，提升供应商进入门槛.....	- 20 -
2) 成本控制能力是核心	- 24 -
3) 工程业务快速发展需要资金实力匹配.....	- 25 -
投资建议：关注综合实力强、成本领先的龙头企业	- 26 -
欧派家居：橱柜龙头，工程业务发力	- 27 -
帝欧家居：瓷砖工程龙头，盈利能力优秀	- 27 -
志邦家居：优化客户结构，大宗业务再起航	- 28 -
江山欧派：木门工程业务领军者，深度绑定核心客户	- 29 -
精装修及相关概念界定	- 29 -
风险提示	- 30 -
工程利润率持续下滑的风险	- 30 -
下游房地产市场不景气带来的经营风险.....	- 30 -
全装修政策推进不及预期	- 30 -

图表目录

图表 1：2013 年以来中央关于精装修重要政策梳理	- 5 -
图表 2：各省推进全装修发展相关政策	- 5 -
图表 3：部分省份全装修配套政策梳理	- 6 -
图表 4：开发商通过绑定精装修应对限价政策	- 7 -
图表 5：精装修增厚地产商利润	- 7 -
图表 6：住房租赁建设政策	- 8 -
图表 7：长租公寓标准化租赁过程	- 8 -
图表 8：长租公寓运营模式	- 9 -
图表 9：装修需求结构划分	- 9 -
图表 10：长租公寓精装修市场规模预测	- 9 -

图表 11: 2017 年重点城市消费者精装修接受度	- 9 -
图表 12: 有精装房购买意愿的消费者占比 (%)	- 9 -
图表 13: 日本住宅产业发展三阶段	- 10 -
图表 14: 国内外精装修发展现状对比	- 11 -
图表 15: 发达国家精装渗透率高	- 12 -
图表 16: 我国精装修市场规模变动情况	- 12 -
图表 17: 各线城市精装房比例对比	- 12 -
图表 18: 2017 精装修市场分城市等级项目个数	- 13 -
图表 19: 2017 精装修市场分城市等级项目规模	- 13 -
图表 20: 精装修楼盘装修标准结构	- 13 -
图表 21: 精装房市场空间测算	- 14 -
图表 22: 2018H1 精装修市场部品配置率	- 14 -
图表 23: 精装房市场规模预测的假设条件	- 15 -
图表 24: 精装房部品市场规模预测 (亿元)	- 15 -
图表 25: 家居市场集中度的影响因素	- 16 -
图表 26: 定制橱柜行业集中度低, CR3≈16%	- 16 -
图表 27: 定制橱柜精装房市场 CR3≈24%	- 16 -
图表 28: 木地板行业集中度低, CR3≈10%	- 16 -
图表 29: 木地板精装房市场 CR3≈37%	- 16 -
图表 30: 建筑陶瓷行业集中度低, CR4≈2%	- 16 -
图表 31: 建筑陶瓷精装房市场 CR4≈49%	- 16 -
图表 32: 木门行业集中度低, 2016 年 CR2 < 5%	- 17 -
图表 33: 木门行业精装房市场 CR2≈13.8%	- 17 -
图表 34: 上市家居企业精装业务布局情况	- 17 -
图表 35: 上市家居企业募投项目和其他规划项目	- 17 -
图表 36: 上市家居公司未来产能扩张情况	- 18 -
图表 37: 精装修业务“五力矩阵”	- 19 -
图表 38: 精装修产业链模式	- 20 -
图表 39: 我国房地产行业集中度	- 20 -
图表 40: 2017 前三季度地产 50 强占精装房市场份额	- 20 -
图表 41: 部分大型房企精装修比例	- 21 -
图表 42: 地产综合业绩与精装修市场占比排行榜	- 21 -
图表 43: 开发商采购模式比较	- 21 -
图表 44: 战略采购按招标方式分类	- 22 -
图表 45: 家居企业与地产商签订长期合作协议	- 22 -

图表 46: 地产商招标资格要求	- 23 -
图表 47: 开发企业 500 强首选精装修类品牌	- 23 -
图表 48: 家居公司工程业务毛利率变动情况	- 25 -
图表 49: 家居公司经销商渠道毛利率变动情况	- 25 -
图表 50: 信用政策比较	- 25 -
图表 51: 工程业务应收款项周转天数	- 26 -
图表 52: 应收款项占大宗销售收入比例	- 26 -
图表 53: 精装房对家居行业 and 公司的影响及抵消因素	- 27 -
图表 54: 欧神诺工程业务收入与毛利率变动情况	- 28 -
图表 55: 传统装修和全装修实施对比	- 29 -
图表 56: 全装修配置设施	- 30 -

精装房驱动力：政策助力、房企推力和需求匹配

1) 全装修政策逐步落地，2016 年政策加快出台

- 2013 年以前，全装修政策缺乏顶层设计和配套政策，推进缓慢。**虽然政府出台了一系列推进住宅全装修的政策，包括《关于推进住宅产业化提高住宅质量若干意见》（1999）、《商品住宅装修一次到位实施导则》（2002）、《关于进一步加强住宅装饰装修管理的通知》（2008），但由于缺乏具体的顶层设计，土地、财税、金融等方面也缺少政策支持，政策难以落地，住宅全装修推进缓慢。
- 2013 年后，政策开始具体化、标准化、精确化。**2013 年国务院发布《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》，指导住宅全装修推广工作的开展。2016 年住建部发布《住宅室内装饰装修工程质量验收规范》，通过建立国家行业标准，进一步完善全装修工程质量验收标准。同年，住建部《关于推进住宅全装修工作的意见》提出了推进全装修的具体工作目标和内容。2017 年发布的《建筑业发展十三五规划》则明确提出了 2020 年全装修占比达到 30% 的目标。

图表 1：2013 年以来中央关于精装修重要政策梳理

时间	部门	政策	政策意义
2013	国务院	《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》	国务院层面的行动指引
2016	住房城乡建设部	《住宅室内装饰装修工程质量验收规范》	完善工程质量验收标准，让全装修有“标”可循
2016	住建部	《关于推进住宅全装修工作的意见》	明确全装修范围、工作目标，具体工作内容
2017	住房城乡建设部	《建筑业发展十三五规划》	提出 2020 年新开工全装修成品住宅面积达到 30%

来源：政府官网，中泰证券研究所

- 各地结合自身特点，陆续出台有针对性的全装修政策。**自 2014 年开始，各省市陆续出台全装修政策，从 2016 年开始，政策出台速度明显加快，仅 2017 年就有 7 个省市发布精装修政策。截至 2018 年上半年，全国出台全装修政策的省市达到 19 个。

图表 2：各省推进全装修发展相关政策

地区	时间	政策内容和目标
北京	2015	北京市公租房、经适房、限价房、棚户区改造安置房及自住房全面实施全装修成品交房。
上海	2016	自 2017 年 1 月 1 日起，外环线以内城区新建商品住宅实施全装修比例达到 100%，除奉贤区、金山区、崇明区之外，其他地区应达到 50%。奉贤区、金山区、崇明区实施全装修的比例为 30%，至 2020 年应达到 50%。本市保障性住房中，公共租赁住房的全装修比例为 100%
天津	2017	2018 年 1 月 1 日起，实施装配式建筑的保障性住房和商品住房全装修比例达到 100%。
浙江	2015	到 2020 年底，浙江新建多层和高层住宅将基本实现全装修。
江苏	2017	到 2020 年，全省新建成品住房比例达到 40% 以上，其中设区市新建成品住房比例达到 50% 以上。
四川	2016	2020 年新建住宅全装修率 50%；2025 年新建住宅全装修率 70%。
	2017	到 2022 年底，成都市新开工商品住宅和保障性住房成品住宅面积比例达到 100%。
辽宁	2015	2020 年底，全省新建住宅中全装修面积比例不低于 50%。

	2017	住宅全装修城市中心区新建住宅全部实行全装修，中心区以外地区鼓励实行新建。
安徽	2015	政府投资的新建建筑 2017 年达 100%。
黑龙江	2015	全装修商品房占新建商品房比例提升 10%
山东	2015	2017 年设区城市新建高层住宅实行全装修，2018 年新建高层、小高层住宅淘汰毛坯房。
	2016	2017 年，设区城市新建高层住宅实行全装修；2020 年，新建高层、小高层住宅淘汰毛坯房。
河南	2016	到 2020 年，全省新建商品住宅基本实现无毛坯房。郑州航空港经济综合实验区、郑东新区从 2016 年起，新开工商品住宅全部执行成品房标准。
	2017	从 2018 年 1 月 1 日起，全河南省所有市、县新开工建设商品住宅，全部按照成品住宅设计建设（不含 4 层以下住宅及单套面积大于 200 平方米的住宅）。
广西	2016	到 2020 年底，综合试点城市新建全装修成品房面积比率达到 20% 以上；其他设区市新建全装修成品房面积比率达到 10% 以上。
海南	2016	从 2017 年 7 月 1 日起，各市（县）商品住宅项目全部实行全装修。

来源：政府官网，中泰证券研究所

- **土地、财税、金融等相关配套政策也逐步跟进。**为鼓励和支持房地产企业开发全装修或精装修房，部分省份推出了一些列配套政策，涉及容积率奖励、税收优惠、用地政策、信贷政策等多方面安排。

图表 3：部分省份全装修配套政策梳理

时间	地区	政策	内容
2012	湖南	《全装修住宅、全装修集成住宅容积率奖励办法（试行）》	全装修住宅容积率的奖励幅度为承诺实施全装修住宅建筑面积的 3.0%~5.0%，可在此基础上再增加 1.0%
2014	重庆	《重庆市地方税务局 办公室关于个人住房房产税成品住宅装修费扣除的通知》	成品住宅按建筑面积交易单价扣除 20% 的装修费后，再确认是否属于应税住房；若是应税住房，按扣除装修费后的交易价作为计税依据，并以计税交易单价确定税率档次
2014	江苏	《关于加快推进建筑产业现代化促进建筑产业转型升级的意见》	开发商建成品房的实际装修成本将按规定在税前予以扣除。购买成品房也可享受契税和贷款的优惠。
2017	河南	《关于加快发展成品住宅的指导意见》	开发成品住宅发生的实际装修成本可按规定在税前扣除。成品住宅项目建筑废弃物处置费，可由地方予以减免。
2014	安徽	《关于加快推进建筑产业现代化的指导意见》	差别化用地政策，在土地计划保障等方面予以支持。鼓励金融机构对消费贷款和开发贷款给予利率优惠，开发适合建筑产业现代化发展的金融产品，支持以专利等无形资产作为抵押进行融资

来源：政府官网，中泰证券研究所

2) 供给端①：房企打开限价窗口

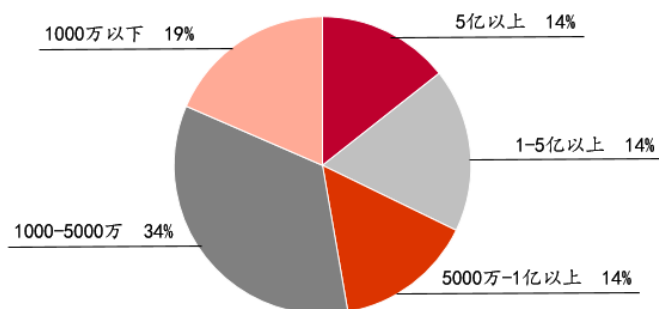
- **获取利润增量是房企提升精装比例的核心驱动力。**1) 短期来看：“限价令”压缩了清水房利润空间，地产商从精装房另寻突破。随着各地限价措施的实施，精装修成为开发商突破限价的主要方式。不过，“政策型”激励最在一个显著问题：由于部分地产商还未建立完善的精装修管理体系，部分精装楼盘暴露出合同条款不明晰、产品质量差、后续保修无法跟上等一系列问题。根据中消协公布的上半年全国消协组织受理投诉的数据，房屋装修类投诉共 5591 件，同比增加 114%。问题集中在装修合同隐患、建材质量差、保修义务难履行等。

图表 4: 开发商通过绑定精装修应对限价政策

城市	限价措施	开发商突破限价措施的方式	限价政策发展方向预判
杭州	政府指导价: 根据地价和市场价指定	增加精装备案价, 增加车位价格, 捆绑车位销售	缓和
嘉兴	政府指导价: 根据市场和土地楼板价指定指导价	精装修: 政府监控的装修标准最高可达 40 万	维持
无锡	新建商品房价格备案后 1 年内不得调高 物价局根据项目成本, 参与制定备案价格	绑车位销售, 精装溢价, 收取价外款	维持
徐州	申报价不得高于同期周边地块同类产品 价格, 审核备案后 3 个月内不得涨价	提高精装修报价, 价外款, 绑定车位销售	维持
南京	分片区限价	通过精装包, 提高装修报价	缓和
郑州	不能高于 2016 年 10 月份市场售价	绑定精装修; 另成立装修公司, 与客户签订装修 合同	缓和
重庆	政府指定最高限价: 综合考量地价和 房价水平	提高精装修报价	缓和
成都	毛坯价不能超过上一期最高价或参照土地 楼板价和周边项目售价限定最高价	精装修: 不能超过毛坯售价的 30%	缓和
西安	相比上期价格涨幅不超过 10%; 参考市场 价, 不考虑地价	捆绑装修; 捆绑车位	维持
福州	政府指导价	提高精装修报价; 捆绑车位; 合同价外款	维持
南昌	在土拍阶段就有整盘的限制备案均价	精装; 团购和捆绑车位	维持
烟台	预售审批限价政策	提高精装修报价	维持
济南	没有明确的限价政策, 政府根据拿地价格 和周边房价评估价格	捆绑精装修和委托第三方装修公司	维持
青岛	分区域指导价	绑定装修、提高车位价格等	维持
石家庄	各区分别出台基准价, 加快被动式超低能 耗建筑发展 (备案房价可上浮 30%)	提高精装修报价; 价外款; 绑定车位销售	维持

来源: 同策研究院, 中泰证券研究所

- 2) 长远来看: 以“精”溢价, 利润最大化是有效的激励因素。**根据 2017 年新浪地产对 200 多家开发企业的调研数据, 开发商实行精装修带来的利润增量十分可观, 47.25% 的开发商增收超过 5000 万, 其中, 有 14% 的开发商增收超过 5 亿元。精装修确实可以增厚地产商利润, 激励地产商提高精装比例。

图表 5: 精装修增厚地产商利润


来源: 新浪地产, 中泰证券研究所 (2017 年)

3) 供给端②：长租公寓成为精装修市场新风口

- “租售并举”，利好政策密集出台。自 2014 年国家首次在《国家新型城镇化规划（2014 - 2020 年）》中提出“租售并举”，政府部门密集出台政策鼓励住房租赁市场发展。全国长租公寓政策累计发布 25 次，38 个城市相继发布地方政策。

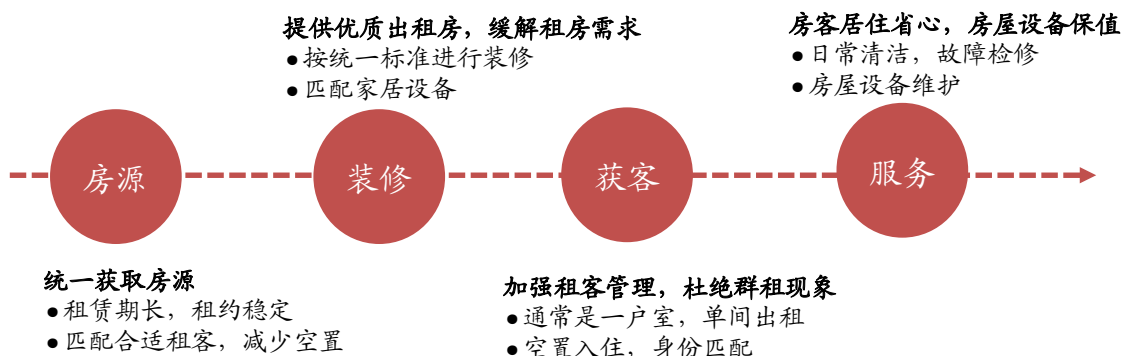
图表 6: 住房租赁建设政策

时间	政策内容
2014.03	《国家新型城镇化规划（2014-2020 年）》中提出了“租售并举”和大力发展“住房租赁市场”。
2015.01	住建部出台《关于加快培育和发展住房租赁市场的指导意见》，提出要用 3 年时间，建设渠道多元、总量平衡、结构合理、服务规范、制度健全的住房租赁市场。
2015.12	中央经济工作会议提出以建立购租并举的住房制度为主要方向，把公租房扩大到非户籍人口。
2016.05	国务院常务会议指出要确定培养和发展住房租赁市场的措施，推进新型城镇化满足群众住房需求。
2016.05	国务院办公厅发布《关于加快培育和发展住房租赁市场的若干意见》，全面部署加快培育发展住房租赁市场工作。
2016.12	中央经济工作会议指出，要坚决加快住房租赁市场立法，加快机构化、规模化租赁企业发展。
2017.05	住建部《住房租赁和销售管理条例（征求意见稿）》发布。
2017.07	九部委出台《关于在人口净流入的大中城市加快发展住房租赁市场的通知》，指出要在人口净流入的大中城市加快发展住房租赁市场，选取部分人口净流入的大中城市开展试点工作。
2017.08	国土部、住建部发布《利用集体建设用地建设租赁住房试点方案》，确定第一批在北京、上海、沈阳、南京、杭州、合肥、厦门、郑州、武汉、广州、佛山、肇庆、成都等 13 个城市开展利用集体建设用地建设租赁住房试点。
2017.12	中央经济工作会议指出，要加快建立多主体供应、多渠道保障、租购并举的住房制度，要发展住房租赁市场特别是长期租赁，保护租赁利益相关方合法权益，支持专业化、机构化住房租赁企业发展。
2018.02	中国人民银行工作会议提出完善住房金融体系，建立健全住房租赁金融支持体系，积极支持棚户区改造等保障性安居工程建设，支持培育和发展住房租赁市场。
2018.03	政府工作报告提出培育住房租赁市场，加快建立多主体供给、多渠道保障、租购并举的住房制度。

来源:政府官网, 中泰证券研究所

- **从 C2C 到 B2C，长租公寓优势明显。**在当前消费升级背景下，伴随消费主体向 85 后、90 后的转变，租房者对居住的品质要求愈加提高，传统住房租赁服务与新兴需求之间的矛盾凸显。而长租公寓实行统一的管理和装修，同时，部分长租公寓事先还会对客户进行筛选，满足租房者居住需求的同时满足租客的社交需求，为租客提供高品质增值服务，对新兴消费人群具有吸引力。

图表 7: 长租公寓标准化租赁过程



来源:睿信咨询, 中泰证券研究所

- **长租公寓有两类运营模式。**1) **一房东模式：**大型房企基于资金实力和资本运作能力，以自持物业建设长租公寓。2) **二房东模式：**企业租赁各类房源，进行标准化精装修后统一出租，根据房源的集中程度又可分为集中式和分散式。

图表 8：长租公寓运营模式

模式	运作方式	代表企业	精装修需求
一房东模式	房企 将自持物业转化为长租公寓	招商、万科	✓
二房东模式	集中式 集中租赁废旧厂房、办公楼或住宅，改造后用于出租	万科	✓
	分散式 将分散的个人房源集中托管，进行标准化装修后统一出租	自如	✓

来源：中泰证券研究所

- **长租公寓为精装修市场打开增量空间。**由于小户型以及集中式的特点，长租公寓非常适合精装修。根据中国指数研究院的数据，2016 年我国租赁人口约 1.8 亿人，租赁市场以职业二房东和个人房东为主，机构渗透率不到 2%，而美国租赁市场机构渗透率达到 31.7%，美国长租公寓存量规模是中国的近 10 倍。如果对标美国长租公寓渗透率，长租公寓未来将为精装修市场带来 12600 亿元的增量规模。

图表 9：装修需求结构划分



来源：中泰证券研究所

图表 10：长租公寓精装修市场规模预测

未来长租公寓渗透率	10%	20%	30%
装修标准 (元/m ²)	1000	1000	1000
租赁人口 (亿)	1.8	1.8	1.8
人口占比	13%	13%	13%
人均居住面积 (m ²)	25	25	25
现阶段长租公寓渗透率	2%	2%	2%
长租公寓精装修市场规模 (亿元)	3600	8100	12600

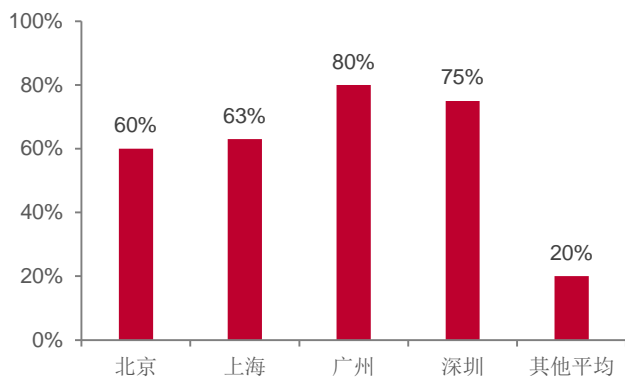
来源：中国指数研究院，中泰证券研究所（2016 年）

4) 需求端：消费者意愿增强

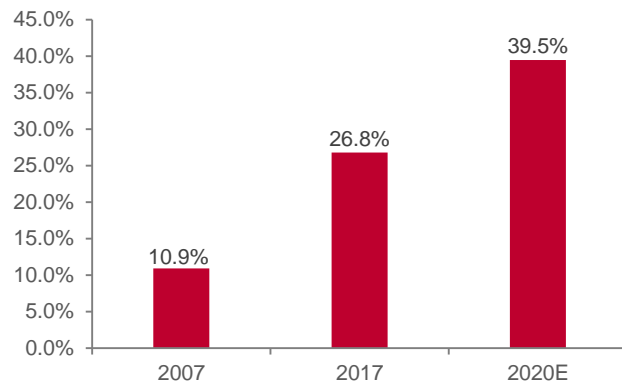
- **消费者购买精装房的意愿增强。**精装修能满足新一代购房者环保和便捷的消费需求，越来越受到消费者青睐。根据奥维云网的调研数据显示，2017 年，愿意购买精装房的消费者比例为 26.8%，较 2007 年提升 15.9%，预计 2020 年可达 39.5%，

图表 11：2017 年重点城市消费者精装修接受度

图表 12：有精装房购买意愿的消费者占比 (%)



来源：全装联，中泰证券研究所



来源：奥维云网，中泰证券研究所

如何看待精装房景气度的持续性？

复盘海外发展路径：规模化、标准化、个性化

- **发达国家多采用“住宅产业化”概念。**与我国情况不同，发达国家并没有“住宅精装修”这一特定词汇，大多是采用“住宅产业化”（Housing Industrialization）的概念。住宅产业化采用工业化方式生产的住宅，可大致等同国内“住宅精装修”的精装房，甚至其标准还要更加的严格、细致、高效。
- **发达国家精装修发展时间早，渗透率高。**发达国家的住宅产业化普遍开始于 20 世纪 60 年代。瑞典是世界上最早推行住宅产业化的国家，日本是世界上最早在工厂里生产住宅的国家，美国也是住宅产业化十分发达的国家。值得关注的是，这些发达国家的新建住宅数量在 20 世纪 60 年代住宅产业化推行之后均迎来了为期约 30 年的快速增长。目前美国、日本、瑞典、法国、德国等发达国家住宅精装修比例达到 80% 以上，且在装修及验收标准、节能材料应用、施工合同细则和纠纷解决机制等方面都做了详细的规定。
- **日本：住宅产业化及部件化的流水线模式。**日本历史上不存在毛坯房向精装房过渡的阶段，住宅装修的发展伴随着装配式建筑发展，起步于二战后的五十年代。从需求端来看，20 世纪 50 年代是日本战后的混乱时代，大量城市住宅被烧毁，以及大量侨民和军人迁回日本，短期内需要成批装修完毕可直接入住的住宅。50 年代末东京成功申办 1963 年夏季奥运会，也引发了一波城市建设高潮。从供给端来看，钢材、非铁水泥、塑料等人工材料的增多使得大量工作集中在工厂，在此基础上通过对部品生产设立工业化流程，可以极大提高建造效率。日本住宅产业化主要分为三个阶段：

图表 13：日本住宅产业发展三阶段

20世纪50年代

材料工业化兴起——KJ部品制度
 所有公营住宅采用“公共住宅用标准部品”（KJ部品系统）。KJ部品的尺寸、材料由公团规定，由日本住宅公团制定生产标准、选用类型。

20世纪60年代

部品大规模开发时代
 全装修构配件与制品采用工业化生产和商品化供应，装修部品进入大规模开发时代。典型代表是家庭浴室的普及，浴缸、浴室热水器、沐浴设备等

20世纪70年代

部品通用体系BL部品制度
 BL部品制度只提出通用部件最低标准，厂家可自行设计、研发符合要求的多样化适用部品。满足对住宅多样化产生要求，后期渐渐向集成化靠拢。

来源：公开资料，中泰证券研究所

- **美国：住宅业主倾向于自行装修，精装修以公寓为主。**在美国，独栋或联排式住宅由于房屋独立性强，很多购房者对交房前的装修要求不高，一般多会选择简装房，即房屋只经过墙壁粉刷、地面找平之类的基本装修，之后再根据个人的爱好，自行选择购买各类构配件和卫浴厨房设备进行精装修。高级公寓则与住宅相反，对精装修的技术和质量要求很高，可进行菜单式精装修，通常由购房者先向建筑师说明其装修意向，然后由双方拟定共同拟定装修菜单，确定设计方案，再由建筑师将设计图交由开发商进行施工，在施工期间，业主可以根据需要，适时的提出阶段性修改意见，更加接近个性化的精装修。美国的部品部件完全实现了标准化、系列化和通用化，且产品种类丰富，数量多达几万种，能够满足消费者的不同需求。
- **欧洲：轻装修，重装饰的装修理念。**在欧洲，如德国和法国，住宅装修上呈现“轻装修、重装饰”的特点，虽然他们也对住宅实行精装修，可以达到直接入住的条件，但只是进行简单装修，而且多体现在厨房和卫生间上，其他诸如客厅、卧室、书房、餐厅，一般不装置顶棚照明，屋顶也没有吊顶，天花板在用石膏线简单装饰后，连屋顶到墙壁，全部用乳胶漆刷白，除此而外，再也见不到其他“像样”的装修。而在室内环境美化方面，他们却表现出了强烈的个性化装饰诉求，主要表现为大量运用软装饰品进行装扮，如窗帘、家具、桌布、艺术品、餐具、鲜花等。

图表 14：国内外精装修发展现状对比

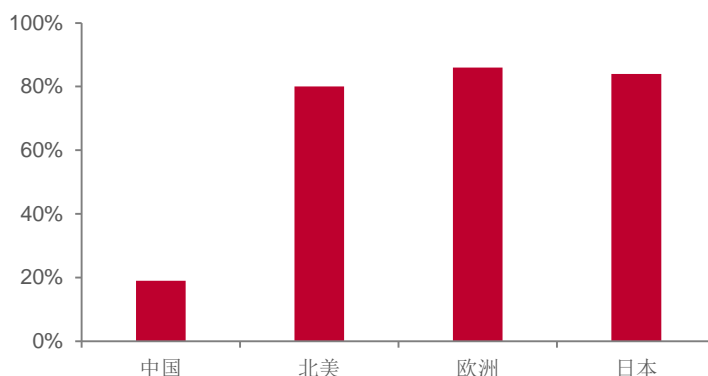
	中国	北美	欧洲	日本
兴起时间	20世纪90年代	20世纪60年代	20世纪50年代	20世纪50年代
发展阶段	成长期	成熟期	成熟期	成熟期
装修特点	逐渐标准化	定制化、个性化	简约化、生态节能	标准化、工业化
涵盖部品	所有空间粉刷完成，厨卫设备基本安装完成，最低配置包括灶台、调理台、洗池台、吊柜淋浴、洗面盆、坐便器等	普通住宅交付接近全装修的状态，交房之后购房者可自行选择购买各类构配件和卫浴厨房设备进行进一步装修	厨卫达到可使用状态，其他空间一般不装置顶棚照明，屋顶没有吊顶，简单装修，软装饰品个性化	墙体、地板、门窗、厨房设备、卫浴设备、中央空调设备、除了吊灯和吸顶灯之外的基本灯具等

来源：奥维云网（AVC），中泰证券研究所

国内现状：精装修渗透率低，城市分化明显

- **我国精装房渗透率仅为 20%。**相比日本、欧美等发达国家，我国精装修行业发展时间较短，目前仍处于普及阶段。

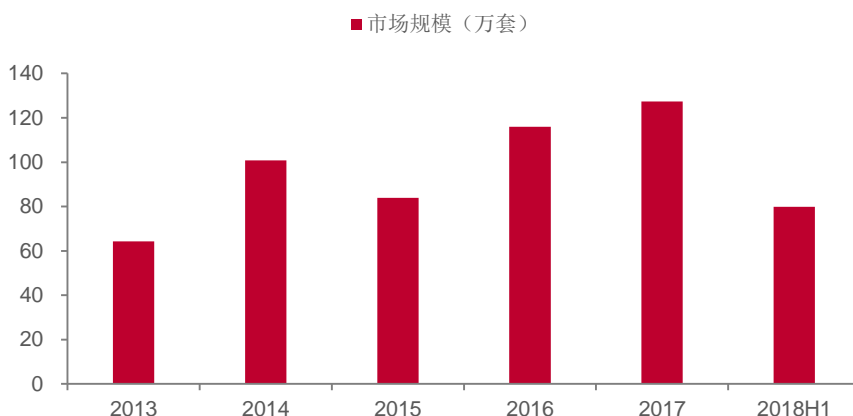
图表 15: 发达国家精装渗透率高



来源：奥维云网（AVC），中泰证券研究所

- **精装修市场规模呈现增长态势。**近年来我国精装修市场规模呈现增势，市场发展较快。2017 年精装修市场受整体政策影响呈现小幅增长趋势，2018 年恢复高增长。据奥维云网（AVC）监测数据显示：2017 年全年精装修新开盘项目 1293 个，整体市场规模 127.4 万套，同比增长 9.9%，2018H1 整体市场规模 79.8 万套，同比增长 29.7%。

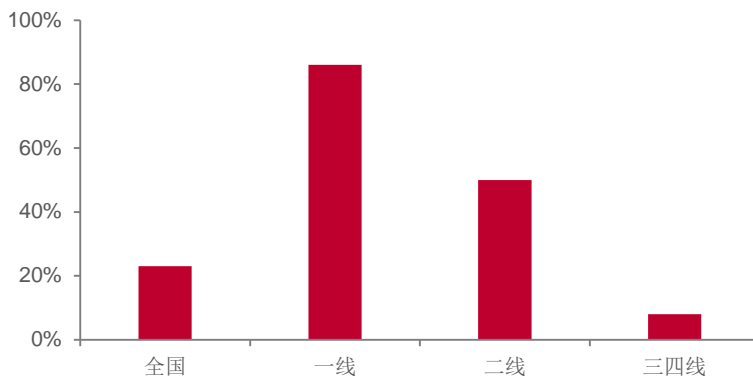
图表 16: 我国精装修市场规模变动情况



来源：奥维云网（AVC），中泰证券研究所

- **一线城市精装率高，低线城市待提升。**根据奥维云网披露的数据，2018 年上半年全国新开盘住宅精装交付比例达到 23%，其中，一线城市达到 86%；二线城市在 50%左右，三四线城市的精装房竣工比例为个位数。

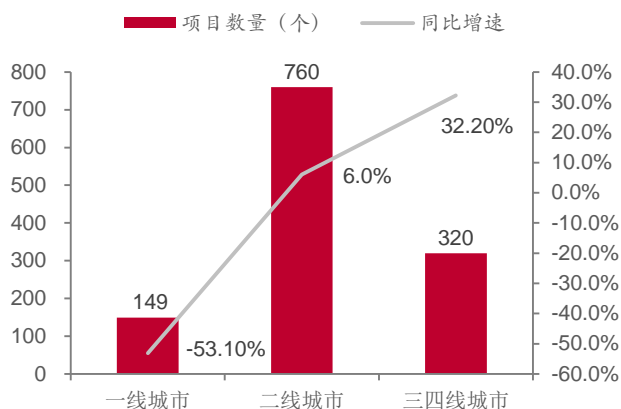
图表 17: 各线城市精装房比例对比



来源：奥维云网 (AVC)，中泰证券研究所

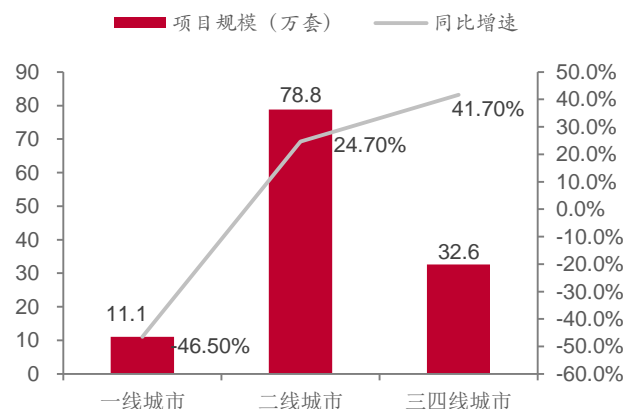
- **二、三、四线城市逐渐成为精装修市场的主力区域。**从精装修整体市场规模来看，根据奥维云网披露的数据，一线城市 2017 年占全国市场 12.1%（按项目数量计算），而二线城市占全国市场的 61.8%，较 2016 年增长 7.3%，主力地位逐渐凸显，全年二线城市精装修市场新开盘项目个数 760 个，同比增长 6.0%，项目规模 78.8 万套，同比增长 24.7%，其中武汉、郑州、成都等城市表现突出。三四线城市精装修市场也在不断升温，2017 年三四线城市占全国市场的 25.6%，增长 5.7%，精装修市场新开盘项目个数 320 个，同比增长 32.2%，项目规模 32.6 万套，同比增长 41.7%。

图表 18: 2017 精装修市场分城市等级项目个数



来源：奥维云网 (AVC)，中泰证券研究所

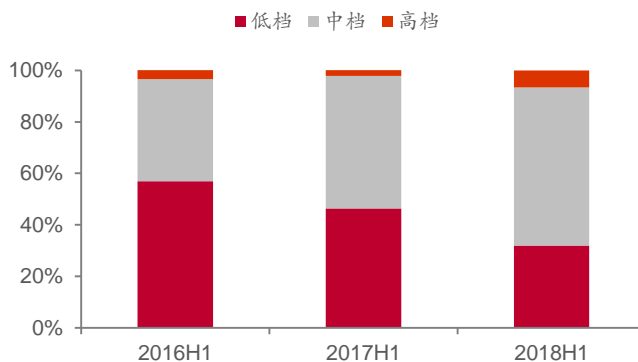
图表 19: 2017 精装修市场分城市等级项目规模



来源：奥维云网 (AVC)，中泰证券研究所

- **装修档次向中档升级，精装部品客单价有望提升。**精装房装修标准可分为低档 (<2000 元/m²)、中档 (2000-5000 元/m²)、高档 (>5000 元/m²) 三个装修档次。根据奥维云网的数据，2018 上半年低档装标楼盘份额为 31.9%，同比减少 14pct；中档装标份额为 61.5%，同比增加 10pct；高档装标份额 6.6%，同比增加 1.3pct。可以看到，精装标准逐渐发展为橄榄型结构，中档装标成为大众主流。

图表 20: 精装修楼盘装修标准结构



来源：新浪地产，中泰证券研究所

中长期趋势：配套部品市场规模仍具备不断提升空间

- 根据国家信息中心发布的预测，假设未来 2019-2020 年住宅销售面积增长率分别为-5.30%、-4.10%。在不考虑长租公寓带来的增量前提下，保守估计，根据住建部十三五规划中提出的计划到 2020 年全装修比例达到 30%来计算，未来 2019-2020 年全装修比例预测值设定为 26%、30%。预计 2020 年我国精装房市场规模达 400 万套。

图表 21：精装房市场空间测算

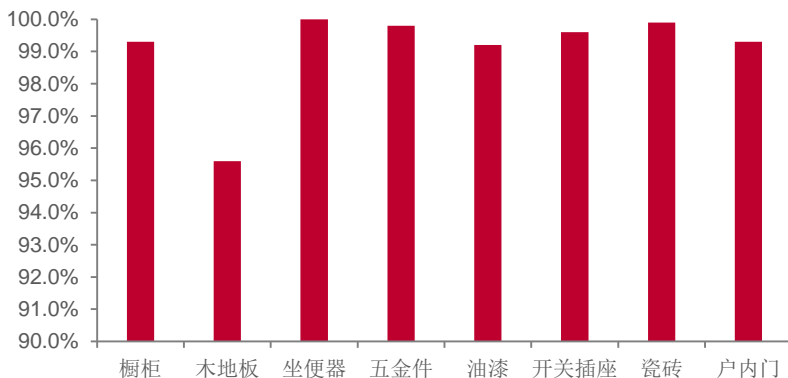
	2015	2016	2017	2018	2019E	2020E
住宅销售面积 (万平方米)	112412.3	137539.9	144789	147929.4	140089.2	134345.5
同比增长	6.87%	22.35%	5.27%	2.17%	-5.30%	-4.10%
单套房平均面积 (平方米)	100	100	100	100	100	100
住宅销售套数 (万套)	1124.1	1375.4	1447.9	1479.3	1400.9	1343.5
精装房比例	14%	16%	20%	23%	26%	30%
精装房套数 (万套)	157.4	220.1	289.6	340.2	364.2	403.0
毛坯房套数 (万套)	966.7	1155.3	1158.3	1139.1	1036.7	940.4

注：2015-2018 年精装房比例、单套房平均面积为估计值。

来源：Wind，国家信息中心，中泰证券研究所

- **硬装部品是精装房标配。**根据奥维云网的数据统计，2018 年上半年橱柜、木地板、卫浴五金、瓷砖及户内门等硬装部品的配置率已接近 100%，精装房渗透率的提升将直接拉动标配产品市场规模的增长。

图表 22：2018H1 精装修市场部品配置率



来源：奥维云网，中泰证券研究所

- **精装部品市场空间广阔。**根据对未来精装房规模的测算结果，假定一定的出厂价和配置率，可以推算未来各年精装房各类部品的市场规模。预计到2020年，橱柜、木门、瓷砖、木地板精装房市场规模可分别达到114亿、179亿、122亿、163亿元，CAGR约为11%；衣柜精装房市场规模达到10亿元，CAGR约为50%。

图表 23: 精装房市场规模预测的假设条件

	出厂价	配置率	依据
橱柜	0.28 万/套房	100%	根据皮阿诺和金牌橱柜招股说明书，2016 年大宗业务模式单位售价为 0.33 万/套和 0.22 万/套，取平均值。
木门	0.44 万/套房	100%	根据江山欧派招股说明书，2016H1 实木复合门工程单价为 0.11 万/套，假设一套房需要 4 樘木门。
瓷砖	0.3 万/套房	100%	参照蒙娜丽莎、欧神诺披露的数据，瓷砖单价在 40-60 元/m ² ，取平均值。假定房屋面积为 100 m ² ，其中 60%使用瓷砖。
木地板	0.4 万/套房	100%	参照大亚圣象披露的数据，2015、2016 年木地板综合单价分别为 89 元/m ² 、105.6 元/m ² ，假设单价为 100 元/m ² 。假定房屋面积为 100 m ² ，其中 40%使用木地板。
衣柜	0.5 万/套房	17-20 年分别为 2%、3%、4%、5%	2017 年衣柜及配套柜客单价 9960 元/单，精装房衣柜配置简单，配套产品少，同时地产商压价，假设大宗业务单价只有 50%。衣柜不是标配，只有高档楼盘、拎包入住公寓会配置。根据奥维云网的统计，2017H1 上半年 5000 元/m ² 以上高档精装占比约 2%

来源：公司招股说明书，公司年报，公司公告，中泰证券研究所

图表 24: 精装房部品市场规模预测 (亿元)

	橱柜	木门	瓷砖	木地板	衣柜
2017E	81	127	87	116	3
2018E	96	151	103	137	5
2019E	103	162	110	147	7
2020E	114	179	122	163	10
CAGR	11%	11%	11%	11%	50%

来源：中泰证券研究所

如何看待家居企业在产业链中的定位？

破局零售市场遇冷，加速行业集中

- **精装修业务的发展有望改善行业格局。**从进入壁垒来看，精装修业务对企业的综合实力提出了更高的要求，进入门槛明显提升；从供给端来看，标准化的批量生产容易形成规模效应；从需求端来看，客流量向地产商聚拢。以上三方面的趋势决定了未来 B 端市场集中度将持续提升，加速整个家居行业的洗牌。

图表 25: 家居市场集中度的影响因素

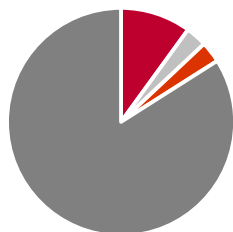
	C 端市场	B 端市场
进入门槛	属于技术门槛相对较低的的劳动密集型制造业，中小企业低价低质竞争，“劣币驱逐良币”	对企业的综合实力提出了较高要求，从劳动密集转向技术、资本密集，“强者为王”
规模效应	需求多样，品类繁多，产品非标化，难以实现标准化生产	按统一标准设计，批量生产，容易形成规模效应
客流集中度	渠道分散，地域分散，地方性品牌众多	直接面向房企，客流量集中，且随着地产集中度的提升，客流量将进一步向头部聚拢

来源：中泰证券研究所

- **家居行业集中度低，但 B 端市场集中度显著提升。**家居行业是典型的“分散型”产业，头部企业的市占率不高，存在大量中小企业，也正因如此，很少有家居企业能在精装房普及过程中起主导力量。而在精装房部品市场，市场集中度发生了显著地提升，根据奥维云网披露的数据，2018 年 1-2 月，定制橱柜精装房市场 CR3 达到 24%，木地板 CR3 达到 37%，建筑陶瓷 CR4 更是达到 49%。

图表 26: 定制橱柜行业集中度低，CR3 ≈ 16%

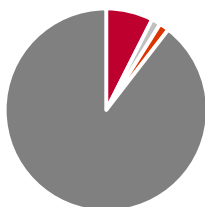
■ 欧派家居 ■ 志邦股份 ■ 金牌橱柜 ■ 其他



来源：前瞻产业研究院，中泰证券研究所（2016 年）

图表 28: 木地板行业集中度低，CR3 ≈ 10%

■ 大亚圣象 ■ 菲林格尔 ■ 德尔未来 ■ 其他

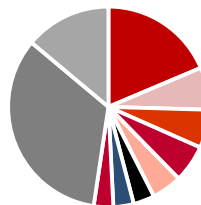


来源：Wind，公司年报，公司招股说明书，中泰证券研究所（2016 年）

图表 30: 建筑陶瓷行业集中度低，CR4 ≈ 2%

图表 27: 定制橱柜精装房市场 CR3 ≈ 24%

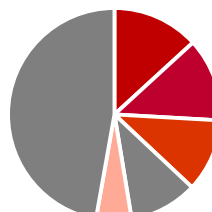
■ 欧派 ■ 柏厨 ■ 雅科波罗 ■ 现代家居 ■ 华帝
■ 美好家 ■ 海尔 ■ 金牌 ■ 其他 ■ 未定



来源：奥维云网，中泰证券研究所（2018 年 1-2 月）

图表 29: 木地板精装房市场 CR3 ≈ 37%

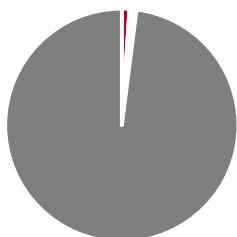
■ 圣象 ■ 大自然 ■ 世友 ■ 生活家 ■ 北美枫情 ■ 其他



来源：奥维云网，中泰证券研究所（2018 年 1-2 月）

图表 31: 建筑陶瓷精装房市场 CR4 ≈ 49%

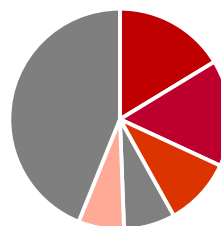
■ 东鹏控股 ■ 欧神诺 ■ 蒙娜丽莎 ■ 悦心健康 ■ 其他



来源：中国产业信息网，Wind，中泰证券研究所（2016年）

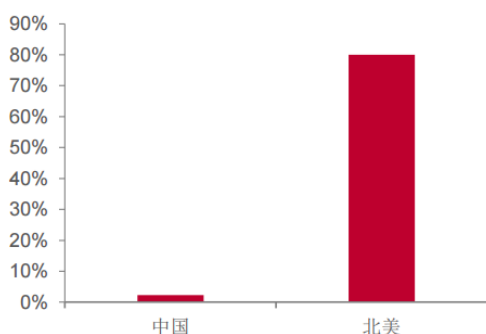
图表 32：木门行业集中度低，2016 年 CR2 < 5%

■ 蒙娜丽莎 ■ 马可波罗 ■ 欧神诺 ■ 东鹏 ■ 冠珠 ■ 其他



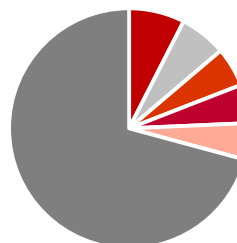
来源：奥维云网，中泰证券研究所（2018 年 1-2 月）

图表 33：木门行业精装房市场 CR2 ≈ 13.8%



来源：中国木材与木制品流通协会、Bloomberg、中泰证券研究所

■ 金凯 ■ 金大 ■ 新多 ■ 华晨 ■ 华平 ■ 其他



来源：奥维云网，中泰证券研究所（2018 年 1-2 月）

- **上市龙头抢先布局，卡位精装业务。**精装房作为家居企业新的业绩增长点，可以对冲房地产行业下行压力，逐渐受到各大家居企业的重视。龙头企业纷纷采取行动，积极发展精装房业务。具体措施包括：1) 与大型地产商建立战略合作，方便今后的业务拓展。2) 提升产能。各大龙头企业的新建产能基本会在一到两年内投产，届时中小型企业将进一步受到龙头挤压。

图表 34：上市家居企业精装业务布局情况

公司	主要客户	工程业务规模 (亿元)		工程业务收入占比	
		2016	2017	2016	2017
欧神诺	前三大：碧桂园、万科、恒大等	10.33	14.53	57%	61%
大亚圣象	万科、保利地产、中海地产等在内近 60 家地产商	10.07	14.1	15%	20%
欧派家居	与保利地产、和记黄埔、华润、万科等 70 多个大型开发商形成合作	5.72	9.64	8%	10%
志邦股份	恒大、新城控股、绿地控股、龙湖、万科等	2.48	3.96	16%	19%
索菲亚	金茂、复地、金科等；与恒大合资建厂，享有恒大优先采购权	1.09	2.37	2%	4%
金牌橱柜	金茂、复地、金科、中骏、泰禾、华润等	0.73	1.24	7%	9%
皮阿诺	恒大、万科等；与恒大合资设立生产基地，享有恒大优先采购权	0.83	-	13%	-
江山欧派	恒大、万科、中海、世贸、金地、万达等；与恒大合资设厂	-	-	-	-
尚品宅配	在尝试与房地产公司开展合作	-	-	-	-

来源：公司年报，公司招股说明书，公开资料，中泰证券研究所

图表 35：上市家居企业募投项目和其他规划项目

	项目名称	设计年产能	预计投产日期
欧派家居	清远生产基地（二期）：厨柜、衣柜		建设期：2年
	无锡生产基地（二期）：衣柜、木门		建设期：2年
	成都欧派智能家居建设项目		建设期：2年
	天津厨柜生产线建设项目	15万套	2017年1月
	清远厨柜生产线建设项目	15万套	2018年12月
	清远衣柜生产线建设项目	30万套	2018年12月
	清远木门生产线建设项目	60万樘	2019年6月
	无锡生产基地（一期）建设项目	厨柜：10万套 衣柜：30万套	2018年6月
	广州：抽油烟机、燃气灶	抽油烟机：50万套 燃气灶：50万套	2018年12月
志邦股份	合肥：木门及家居配套	50万套	
	合肥：整体衣柜	28万套	
	合肥：整体厨柜	20万套	2017年下半年
	合肥：定制衣柜	12万套	2017年下半年
金牌厨柜	江苏金牌整体厨柜建设项目	7万套	2017年已投产
	江苏金牌整体厨柜扩建项目	6万套	2017年已投产
	厦门整体橱柜三期项目工程	6万套	2017年已投产
皮阿诺	中山阜沙产能扩建项目	定制厨柜：4万套	建设期：2年
		定制衣柜：4万套	
	天津静海产能建设项目一期	定制厨柜：8万套	建设期：2年
		定制衣柜：5万套	
河南兰考工厂		2018年8月	
我乐家居	全屋定制智能家居系统项目	全屋定制家具：174万平方米	2017年已投产
		实木家具：8.3万平方米	
索菲亚	恒大索菲亚河南兰考家居项目第一期		2018年投产
江山欧派	江山木门	120万套	2018年起陆续投产
	江山实木复合门	30万套	
	江山定制柜类	20.5万套	
	江山模压门	30万套	
欧神诺	江西景德镇瓷片生产线	1000万平方米	3年内完成
	江西景德镇仿古砖和抛釉砖生产线	125万平方米	
	广西藤县瓷砖生产线	5000万平方	

来源：公司年报，公司招股说明书，公开资料，中泰证券研究所

图表 36：上市家居公司未来产能扩张情况

公司	产品	原产能/年	新增产能/年
欧派家居	橱柜	50	40
	衣柜	73	60
	木门	15	60

	抽油烟机	0	50
	燃气灶	0	50
志邦股份	橱柜	20	20
	衣柜	3	40
	木门	0	50
金牌橱柜	橱柜	13.5	19
皮阿诺	橱柜	6.5	12
	衣柜	2.5	9
我乐家居	橱柜	7.3	全屋定制+174 万平方米 实木家具+8.3 万平方米
	衣柜	2.3	
	全屋定制	0.35	
索菲亚	衣柜	21.5 万单/月	
	橱柜	214 单/天	
江山欧派	实木复合门	20	150
	模压门	80	30
	定制柜类	0	20.5
大亚圣象	中高密度板及刨花板	185	
	地板	5200	
欧神诺	陶瓷装饰砖	600	
	瓷砖	600	瓷砖:
	高档内墙砖	500	+6125 万平方米
	高档仿古砖	300	

注：新增产能由募投产能和规划产能加总得到

来源：公司年报，公司招股说明书，公开资料，中泰证券研究所

看好综合实力强、成本优势显著的企业

- 精装业务门槛升级，对企业综合实力要求较高。精装修业务要求企业拥有一定的品牌附加值、稳定的生产能力和交付能力，对企业的产能和供应链管理提出了较高要求。由于量大利薄，账期较长，具备成本优势和资金实力的企业更有竞争力。

图表 37：精装修业务“五力矩阵”

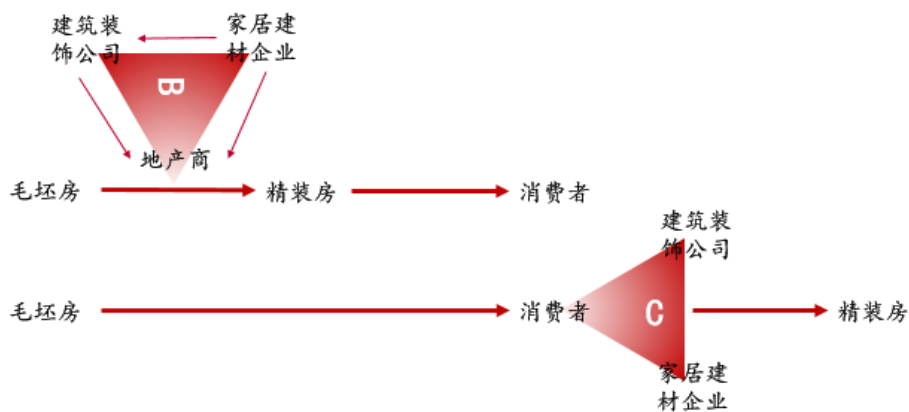


来源：中泰证券研究所

1) 买方集中, 提升供应商进入门槛

- 与零售市场相比, 工装市场买方集中度高。精装修产业链的参与者主要包括地产开发商、建筑装饰公司和家居建材企业。地产商依托自身平台, 将下游主材供应商以及中游建筑装饰企业进行整合。家居建材企业的买方不再是零售市场分散的消费者, 而是拥有较强资源整合力的房地产企业, 买方数量明显减少, 集中度提高。

图表 38: 精装修产业链模式

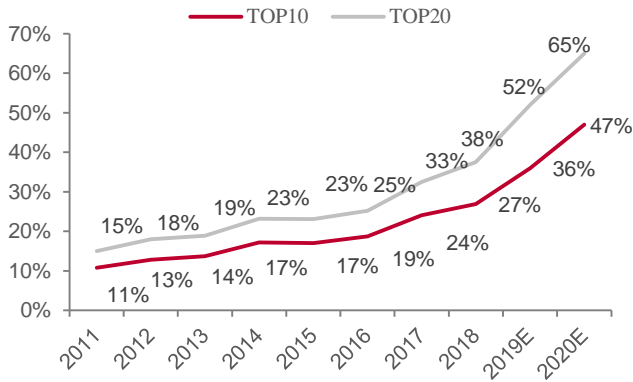


来源: 中泰证券研究所

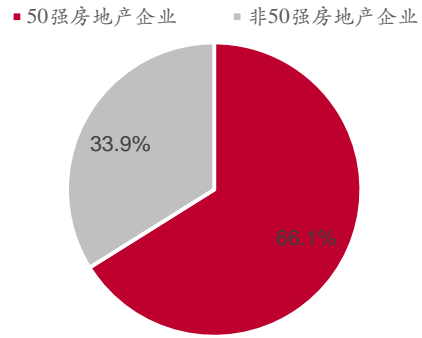
- 地产行业的分化整合进一步加强买方集中度。国内地产市场正处集中度上行通道, TOP100 房企各梯队集中度均有较大幅度的提升。克而瑞数据显示, 2018 年, TOP10 和 TOP20 房企集中度达到 26.9%和 37.5%, 同比提升 2.7 和 5 个百分点, TOP100 房企集中度 66.7%, 提升幅度高达 11.3 个百分点。这表明地产行业份额集中性更强, 更向大型品牌房企靠拢。从长期来看, 随着市场调控压力持续和规模房企竞争优势的体现, TOP100 房企仍将保持规模分化的格局。据克尔瑞预测, 2020 年 TOP10 和 TOP20 房企的集中度将分别达到 47%和 65%。
- 龙头房企掌握精装修主要客流。精装修市场, 从房地产开发商竞争格局来看, 2017 年前三季度全装修市场 50 强规模 51.9 万套, 占据 66.1% 的份额, 非 50 强规模 26.7 万套, 份额为 33.9%。房地产市场经过激烈竞争已趋于成熟, 产生了众多综合实力雄厚的房企, 诸如碧桂园、万科、恒大、保利地产等等, 其中 2017 年地产综合业绩排名前 7 的地产商在精装修市场中也占据了前 7 名的位置。购房者对于房企品牌有一定的倾向性, 区域开发商受地产大环境影响, 2017 年开发商数量萎缩下降较明显, 精装修市场开发商强者恒强局面。

图表 39: 我国房地产行业集中度

图表 40: 2017 前三季度地产 50 强占精装房市场份额

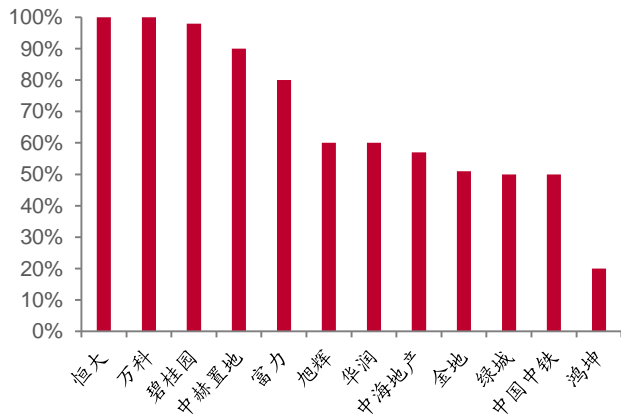


来源：克而瑞，中泰证券研究所



来源：全装联，中泰证券研究所

图表 41：部分大型房企精装修比例



来源：中国产业信息，中泰证券研究所

图表 42：地产综合业绩与精装修市场占比排行榜

地产综合业绩排行榜		地产精装修市场份额排行榜	
TOP10 房企	累计业绩	TOP10 房企	精装修市场份额
碧桂园	5500.1	恒大	16.3%
万科	5239.0	碧桂园	13.6%
恒大	5131.6	万科	12.7%
融创	3620.0	融创	3.3%
保利	3150.1	保利地产	2.9%
绿地	3042.1	中海地产	2.0%
中海	2013.7	绿地	2.0%
龙湖	1560.3	富力	1.3%
华夏幸福	1538.0	金地	1.2%
华润置地	1512.0	美的地产	1.1%

来源：克而瑞，全装联，中泰证券研究所（2017年）

- **从“一笔买卖”到“战略集采”：房企采购集中化。**地产开发商目前有三种材料采购模式：传统招标采购、战略招标采购以及合资建厂供应。
 - 1) 传统采购，按单一项目签订采购合同，关注低价（合理最低价评标法）。
 - 2) 战略采购，针对多个项目，通过建立评价标准体系，对供应商分类管理、分级管理。
 - 3) 合资建厂，恒大在2016年设立河南恒大家居产业园有限公司，子公司与家居企业设立合资公司，在河南兰考建设家居产业园，产品直接配套恒大精装房项目。目前已有皮阿诺、索菲亚、江山欧派、喜临门、曲美、大自然家居等企业入驻。

图表 43：开发商采购模式比较

采购模式	开发商类型	项目个数	采购频率	质量控制	合同期限	合作紧密度
传统采购	中小开发商	一个	一次性	事后控制	短期	低
战略采购	大型开发商	多个	多批次	事前控制	中、长期	中
合资建厂	恒大	多个	多批次	全程控制	长期	高

来源：CNKI，公司公告，中泰证券研究所

- **随着精装修的推进，地产商有望进一步加强战略采购。**随着国内开发商

对成本控制和管理效率的日益重视，500强房企越来越看重战略采购，根据优采网的数据统计，2018年上半年共有17家500强开发商在60个以上的行业分类发起战略集采合作，精装修所需部品表现突出；发布战略中标共687条，涉及69个行业，608家企业。

- **战略采购按招标方式可分为公开招标、邀请招标和独家议标。**1) 公开招标，地产开发商公开发布招标公告，所有符合招标条件的供应商都可参与竞争。2) 邀请招标，开发商选择一定数目的供应商参加招标竞争，特邀供应商一般不少于3家，一般来自地产开发商内部的合格供应商名单。3) 独家议标，开发商与一家供应商直接开展一对一的谈判以达成交易。

图表 44：战略采购按招标方式分类

	选择范围	竞争程度	中标价格	持续时间	成本
公开招标	公开	激烈	合理最低价	长	高
邀请招标	合格供应商名单	有限	不一定最低	较短	较低
独家议标	独家	低	议价能力	短	低

来源：《房地产开发与管理实战模拟》，中泰证券研究所

- **战略采购按协议类型可分为集中采购协议、长期合作协议。**1) 集中采购协议：地产开发商综合针对多个项目，对同一类产品进行集中采购。与普通的采购合同类似，会有明确的项目需求、技术要求、供货价格、交货日期等关键条款。2) 长期合作协议，地产开发商与供应商就某一产品的供应签署长期合作协议，具体项目有采购需求时，可依据协议条款直接确定具体项目采购合同。长期合作协议期一般在2-3年左右。

图表 45：家居企业与地产商签订长期合作协议

	合作地产商	合作内容	协议期限
大亚圣象	龙湖地产	木地板	2017-2018
	融侨集团	木地板	2017-2019
	中国金茂	木地板	2016-2019
	首创股份	木地板	2017-2018
	景瑞地产	实木复合地板	2017-2019
	龙湖地产	木地板	2017-2019
江山欧派	中国恒大	户内门	2017-2019
	万科	PVC覆膜户内门	2017-2019
	碧桂园	木门	2017-2022
	绿地控股	户内门	2017-2018
	保利地产	PVC木质户内门	2015-2018
	路劲基建	户内门	2018-2019
	金科股份	精装C标户内门	2017-2019
	旭辉集团	PVC覆膜户内门	2016-2018
	新城控股	室内门	2016-2018
金牌橱柜	美的地产	橱柜、浴室柜、玄关柜	2017-2018
	正荣集团	橱柜	2016-2018

	鲁能置业	橱柜	2016-2018
	中国国贸	橱柜	2015-2018
	新力置地	橱柜	2017-2019
志邦橱柜	首创股份	中端橱柜	2017-2018

来源：优采网，中泰证券研究所

- 战略采购按实施主体可分为单个房企和多个房企结成的采购联盟两种方式。**1) 单个房企开展战略采购，采购协议适用于该企业集团开发的所有项目。2) 采购联盟，多个房企以采购联盟的名义组织某类产品的战略采购，由供应商与联盟成员分别单独签署采购协议，或者供应商与联盟成员共同签订采购协议。供应商与所有联盟成员形成战略合作关系。采购联盟的典型代表是成立于 2016 年底的采筑网，由万科、中城投资、中天集团等联合发起。
- 战略采购对供应商的资格要求较高。**通过部分已公开的招标信息可以看出，战略采购对供应商有较高的资质要求，地产供应商会对企业规模、行业地位、品牌力、合作经验、服务网络等多方面提出要求。

图表 46：地产商招标资格要求

	投标资格要求
正荣地产橱柜全国战略采购	近三年累计主营业务收入大于 5 亿元 近三年与 3 个及以上主流地产开发商有战略合作 有全国施工能力 合资、国产一线、二线品牌
采筑整体台盆联合招标	所处平台排名前 20 有大型房地产集团战略合作经验 定位为主流品牌 在全国范围内有齐全的服务网络
中南置地项目精装工程	与 top20 房企有长期合作，有战略合作为佳 标杆企业公开评级的优秀供应商成员
协信远创地产室内木地板	近三年与地产 top100 至少 3 家企业有战略合作协议

来源：优采网，采筑网，中泰证券研究所

- 龙头房企看重供应商品牌影响力。**房企对采购品牌的重视程度要具体分类。对于地方性的小地产商来说，开发精装房更多是为了促进销售，品牌并非主要考量指标，而对全国性的大型开发商而言，选择有品牌影响力的部品能够彰显产品品质，从而获取更高的产品溢价。根据优采网 2017 年推出的中国房地产开发企业 500 强首选品牌研究报告，家居大品牌成为地产商们的首选项。

图表 47：开发企业 500 强首选精装修类品牌

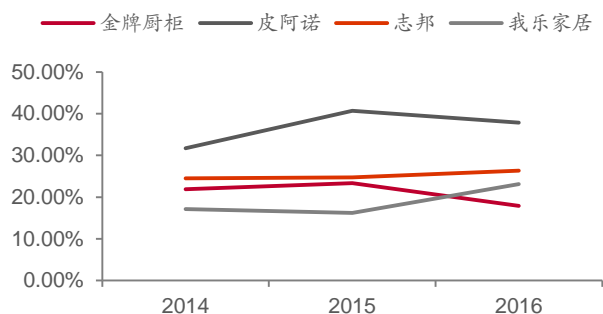
品类	品牌	战略合作
地板	圣象集团	当代置业、龙湖地产、融侨集团、中国金茂、首创股份
	书香门第	中国海外、保利地产、中国恒大、旭辉集团、万科

	和邦盛世	中国恒大、万科、富力地产、世贸房产
	大自然家居	当代置业
	生活家	绿城中国、葛洲坝
	北美枫情	保利地产、旭辉集团、金地集团、中粮集团、协信集团
门类	王立安防科技	金科集团
	步阳集团	当代置业、金科股份
	盼盼安居	当代置业
	群升集团	首创股份、葛洲坝
	江山欧派	中国恒大、万科、碧桂园、绿地控股、保利地产
橱柜	金牌厨柜	禹洲地产、金科股份、美的地产、正荣集团、鲁能置业
	欧派	/
	皮阿诺	新城控股
	中意集团	首创置业、绿城股份
	博洛尼	葛洲坝
	志邦橱柜	首创股份、蓝光实业
	我乐家居	/
卫浴	科勒中国	首创股份、绿城中国、蓝光实业、中国恒大
	TOTO	葛洲坝
	美标中国	蓝光实业、葛洲坝
	箭牌卫浴	万达集团、中国恒大、碧桂园、绿地控股
	乐家中国	蓝光实业、SOHO 中国
	汉斯格雅	首创股份、葛洲坝

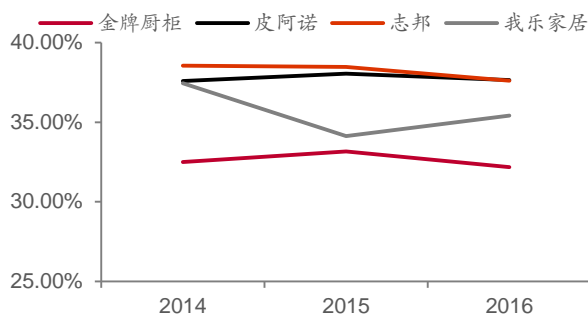
来源：优采网，中国房地产测评中心，中泰证券研究所

2) 成本控制能力是核心

- **总体来看，家居企业对地产商的议价能力弱，但地产商对关键部件的价格敏感度低。**1) **家居企业自身的议价能力**：精装部品市场买方的集中度高；而且地产商资金实力雄厚，具有一定的后向一体化能力，例如恒大能和家居企业合资建立生产基地；加上精装业务订单规模大，对家居企业的经营业绩有较大影响。我们认为家居企业自身缺乏议价能力。
- **2) 地产商对采购部件的价格敏感度**：精装房项目的成本管理一般采用限额原则。差异化小的非关键部件采用价格更低的产品，在客户容易感知的部位选用品牌产品以彰显价值。橱柜、瓷砖、地板、卫浴等是消费者看得到的“门面”，因此我们认为在地产商愈发看重产品品质的趋势下，对这几类硬装部件的价格敏感度相对较低。
- **毛利率存在下滑风险**。以志邦、金牌厨柜、皮阿诺和我乐家居四家公司为例，工程业务毛利率平均水平在 25% 左右，而这四家公司对应的经销商渠道毛利率平均在 35% 左右。随着工程业务规模的扩大，综合毛利率可能被拖累。
- **成本控制能力决定毛利率水平**。针对议价能力上的弱势，家居企业有两种策略保证毛利率水平，一是差异化战略，二是依靠成本优势。目前来看，我国精装房仍聚焦于快速普及阶段，差异化、个性化时代还未到来，工程业务毛利率主要取决于企业的成本控制能力。

图表 48: 家居公司工程业务毛利率变动情况


来源: 公司招股说明书, 中泰证券研究所

图表 49: 家居公司经销商渠道毛利率变动情况


来源: 公司招股说明书, 中泰证券研究所

3) 工程业务快速发展需要资金实力匹配

- **家居企业开展工程业务有两种渠道: 自营渠道和工程代理商渠道。**自营渠道是指企业(总部)直接向地产开发商进行销售, 工程代理商渠道是指各区域经销商向地产开发商进行销售。直销渠道下, 公司往往要全面负责产品设计、生产、运输、安装等环节。在代理商渠道下, 家居公司主要负责生产, 其他环节全部或部分地外包给代理商完成。
- **自营渠道的回款周期较长。**根据公司招股说明书披露, 直销模式下, 家居公司收取一部分合同款, 剩余款项根据工程进度结算, 通常存在一定信用期。工程验收后客户通常会保留 5%左右的合同款作为质保金, 待工程验收完工后 1-2 年内支付给家居公司。而在代理商模式下, 公司一般在产品出货前取得货款, 欧派家居要求经销商提前支付保证金, 实际在安排订单时就已经取得货款。

图表 50: 信用政策比较

	代表企业	信用政策
直销	皮阿诺、江山欧派、我乐家居	大宗客户预付一定比例的合同款, 然后 根据工程进度结算 除质保金外的剩余合同款, 待工程验收后, 通常情况下, 大宗用户保留 5%左右的合同款作为质保金, 待工程验收完工后 1-2 年内支付给家居公司。
代理商	欧派	工程业务客户向公司支付一定比例的货款外, 经销商需按照销售货款扣除安装费用和预收大宗客户货款后的差额向公司支付保证金。 公司在安排大宗客户业务订单生产时实际已收到全额货款。
	金牌橱柜	下单前工程代理商支付货款的 30%, 出货前支付该笔货款的 70% ; 经授权的个别代理商, 下单前支付货款的 30%, 出货前支付货款 40%, 剩余 30%的货款给予 1 个月信用期
直销+代理商	索菲亚	(1) 直销模式: 按照合同规定先收取一定比例的货款, 然后 按照计划安排量度、设计、生产、发货、安装和收取货款。 (2) 代理商模式: 先款后货

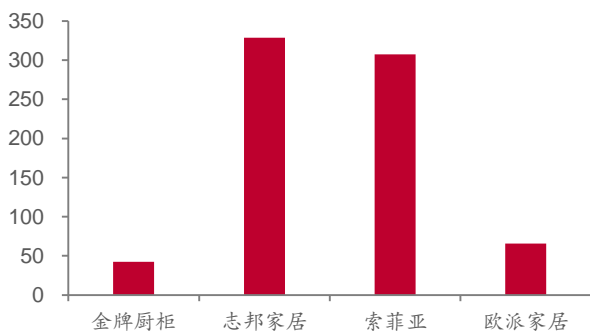
志邦

- (1) 直销模式：对于广州恒大，下单结算货款 10%，到货结算货款 20%，安装验收结算货款 70%，上述各期结算款均在 6 个月内以商业承兑汇票支付。
- (2) 代理商模式：在收取工程经销商全款后，公司按照订单安排生产。

来源：公司招股说明书，公司年报，中泰证券研究所

- **直营渠道应收账款周转天数在 8-11 个月左右。**家居企业的应收账款主要是由工程业务引起。随着工程业务规模的不断增加，应收账款压力也日益增加。考虑到工程业务应收款项还包括大宗客户开具的应收票据，我们用应收款项周转天数和应收款项占大宗销售收入指标来衡量工程业务的回款时效。可以看到，采用代理商模式的公司应收账款回收速度更快，欧派家居工程业务应收账款的回收周期在 60 天左右，金牌厨柜周转天数在 40 天左右。而采用到直销模式的公司回款周期普遍较长，范围在 8-11 个月左右。综合实力较强的家居企业对现金流的强管控力与优质的资金实力将打开工程业务成长空间。

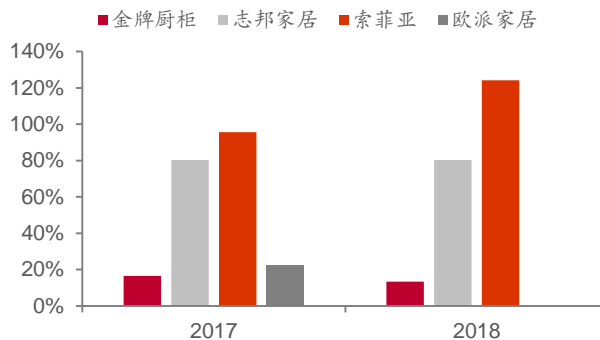
图表 51：工程业务应收款项周转天数



注：假设应收款项均由工程大宗业务产生，欧派家居为 2017 年数据，其他均为 2018 年数据。

来源：公司公告，中泰证券研究所

图表 52：应收款项占大宗销售收入比例



来源：公司公告，中泰证券研究所

投资建议：关注综合实力强、成本领先的龙头企业

- **既是挑战，也是机会，长期看好龙头企业的发展。**总结全文，精装房普及对家居企业的正面影响主要有两点：1) 工程业务收入的快速增长，对冲地产下行压力；2) 行业集中度提升，龙头企业在未来可以分到更多蛋糕，形成强者恒强的正向循环。
- **精装房的负面影响主要是利润率下滑和现金流压力。**短期来看，龙头企业依托自身行业地位优先选择利润率更高的项目，同时加强自身的成本控制能力。长期来看，随着行业集中度提升，龙头企业规模壮大，对地产商的议价能力有提升空间，同时存量房市场的发展提升零售业务占比，综合利润率有望回升。由于地产建设周期长，结算周期长，家居公司工程业务的应收账款压力将持续存在，公司可以鼓励工程代理商承接精装

项目，缩短应收账款回款周期，一定程度上缓解应收账款压力。

图表 53: 精装房对家居行业和公司的影响及抵消因素

	精装房影响	短期抵消因素	长期抵消因素
行业	行业集中度提升 (+)		
	工程收入快速增长 (+)	地产增速放缓 (-)	地产增速放缓 (-)
公司	应收账款压力 (-)	发展工程代理商渠道 (+)	发展工程代理商渠道 (+)
	毛利率下滑 (-)	谨慎选择精装项目 (+) 提高成本控制能力 (+)	行业集中度提升增强议价能力 (+) 存量房增长，零售业务占比回升 (+)

来源：中泰证券研究所

- 我们建议关注具备综合实力强和成本领先的龙头企业，龙头企业虽然同样面临利润率下滑、现金流承压的风险，但依靠自身的品牌影响力、资金实力和良好供应链管理水平和，有能力抵抗精装业务带来的负面影响，在行业格局变化中抓住发展机会，蜕变为真正的家居大企业。

欧派家居：橱柜龙头，工程业务发力

- **橱柜是精装房“门面”，地产商对价格相对不敏感。**橱柜作为精装房主体部品，能够有力彰显精装房档次和质量，基于这样的重要性，地产商对价格相对不那么敏感，更关注品牌品质与精装房档次的匹配度，有利于橱柜企业开展良性竞争。
- **公司工程业务快速增长，毛利率高于行业平均水平。**公司目前与保利地产、和记黄埔、华润、万科等 70 多个大型开发商形成合作，2018 年上半年实现工程业务收入 6 亿元，同比增长 78%，占公司总营收的 12%，工程业务毛利率约 30%，高于行业平均水平。
- **具备五大综合实力，护航工程业务。**1) 生产交付能力：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。随着未来募投项目和规划项目的建成，生产交付能力将进一步提升。2) 供应链管理能力和成本控制能力：柜类产品非标准化，十分影响制造费用和生产效率。公司信息化系统建设项目正稳步推进，借助高柔性制造与工业互联网提高生产效率。3) 品牌实力和资金实力：欧派是橱柜领域的龙头，具有一定的品牌影响力。公司拥有良好的现金流，并通过代理商渠道发展工程业务，应收账款问题得到有效控制。

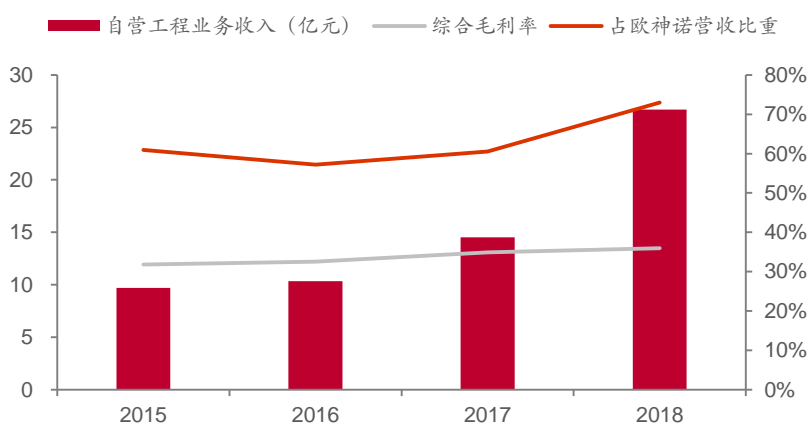
帝欧家居：瓷砖工程龙头，盈利能力优秀

- **收购欧神诺，切入工程渠道。**帝王家居以零售为主，工程领域起步较晚，2017 年，公司通过收购欧神诺迅速打入工程市场。欧神诺是中高端瓷砖著名品牌，2018 年实现工程业务收入 26.7 亿元，同比增长 84%，占其营业收入的 73%（提升 12pct.）。
- **与欧神诺协同互补，发力工程渠道：**欧神诺具有深厚的工程业务基础，与大型地产商建立了战略合作关系，2018 年前三大客户分别为碧桂园、

万科和恒大。欧神诺拥有工装自营服务团队和完整的服务体系，能够快速响应开发商的需求，在工程市场具备较强的竞争力。公司有望借助欧神诺的工程渠道优势，大力开拓与工程客户的合作。

- **瓷砖生产的规模效应显著，工程业务盈利能力强。** 瓷砖生产成本主要由材料成本（坯料和釉料）、能源成本、人工成本和制造费用构成，其中，能源成本占比显著高于其他家居品类，根据公司招股说明书披露，2016年东鹏和蒙娜丽莎的能源成本分别占营业成本的 27%和 23%。能源成本属于固定成本，瓷砖行业因而具有显著的规模效应。虽然企业议价能力弱，但精装修业务带来的规模效应也同样显著，成本费用下降对工程利润率有较强支撑。

图表 54：欧神诺工程业务收入与毛利率变动情况



注：左纵坐标代表工程业务收入，右纵坐标代表综合毛利率和工程业务占比

来源：公司公告，中泰证券研究所

- **扩充产能，交付能力再提升：**欧神诺现有佛山三水、江西景德两大生产基地，年产能超过 2000 万平米，景德镇基地大规模自动化生产线改造和广西藤县生产基地也在建设当中，预计未来新增产能 6125 万平方米/年，可满足公司未来工程业务的快速扩张。

志邦家居：优化客户结构，大宗业务再起航

- **主动优化大宗客户结构，2019 年有望发力。**受地产销售承压和自身优化大宗业务客户结构影响，2018 年公司整体橱柜业务全年实现收入 19.28 亿元，同比增长 2.74%，其中，大宗业务渠道实现收入 3.1 亿元，同比减少 21.6%。
- **定制衣柜业务提供新增长点，木门业务孵化中。**2018 年公司定制衣柜业务实现收入 4.3 亿元，同比激增 91.62%，截至 2018 年底，公司定制衣柜专卖店新增 331 家达到 726 家，预期 2019 年衣柜渠道仍处于高速拓展期，带动整体衣柜收入保持中高速增长。此外，公司木门业务逐渐孵化，以整体橱柜为依托，定制衣柜和木门联动的定制家居转型战略初见成效。
- **显著受益地产竣工周期修复，静待大宗与整装业务发力。**2018 年公司

对大宗业务的客户结构进行了调整，导致全年大宗业务对业绩增长贡献有限。2019 年公司将着力推进大宗业务，而通过近一年的客户结构优化，公司纳入了保利、新城、绿地等账期相对较短、比较优质的地产商，将促进 2019 年工程业务的放量。另外，公司在集团层面成立了整装事业部，主打高性价比的 IK 子品牌以开拓家装流量。预期 2019 年公司大宗与整装业务齐发力、衣柜业务仍处红利释放期，有望显著受益地产竣工周期修复及二手房成交回暖。

江山欧派：木门工程业务领军者，深度绑定核心客户

- **深度绑定核心地产商，工程渠道持续发力。**江山欧派目前开发的 20 余家地产客户均为 TOP50 客户，同时与恒大签订的采购意向合同使得业绩具备一定确定性。公司与恒大合资成立恒大欧派公司，双方合作协议中恒大承诺在 2017-2019 年向江山欧派采购总额不少于 10 亿元，2017-2021 年意向采购总额约 20 亿元，此外公司还与万科等著名房地产企业建立合作关系。公司工程渠道业务是公司收入主要来源且增长迅速，奠定公司业绩增长坚实基础。
- **加强生产管理夯实内功。**公司与德国 HOMAG、意大利 MAKOR 等国际一流装备制造企业合作引进 CNC 加工中心、电脑镗刻中心和自动流水线等。通过缩短加工和交货周期、提高规模化生产能力等方式夯实内功，为提升公司实力扫清障碍。
- **开展定制柜类业务，引流效应初显。**公司计划 2019 年投产年产 20.5 万定制柜类项目，主要面向 B 端客户。项目完全达产后预计带来 1.44 亿元年利润，中长期看公司有望借此强化对地产商服务，加深与地产商合作关系。

精装修及相关概念界定

- **我国政策中明确规定“全装修”的概念。**2002 年 6 月，建设部颁布《商品住宅装修一次到位实施细则》，首次明确“全装修房”是指房屋交钥匙前，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的集合式住宅。
- **推行全装修住宅的根本目的：**逐步取消毛坯房，直接向消费者提供全装修成品房可以有效规范装修市场，促使住宅装修生产从无序走向有序，实现节能、节水、节材和环保等多方面成效，同时开发住宅装修新材料新品将带动相关产业发展，提高效率，缩短工期，保证质量，降低造价。

图表 55：传统装修和全装修实施对比

装修流程	传统装修	全装修
装修时间	个体分散，时间在毛坯房或初装修交房后	统一组织，时间在土建完成以后购房者入住之前
装修设计	装修设计 and 土建设计脱节	统一招标，和土建设计相衔接和协调
施工组织	多由小规模装修企业甚至马路游击队进行施工	住宅开发商招标，严格把关装修施工企业资质
材料采购	购房者自行采购	由住宅开发单位统一组织对装修材料和部品进行招标

装修监理	大多数无	由住宅开发单位选定监理公司进行装修监理
质量验收	购房者自行验收	开发商首先验收，购房者对照样板间标准进行验收。
保修、保险和维护	多数无法得到正常保修和维护，无保险。	由住宅开发单位和装修公司实行统一的质量保证和保修制度

来源：《商品住宅装修一次到位实施细则》，中泰证券研究所

- **全装修配置范围：**参照上海、北京和浙江省各自出台的《全装修住宅室内装修设计标准》，全装修的配置范围主要包括功能空间和厨房、卫浴系统，主要涉及各类建筑材料和家居硬装产品。

图表 56：全装修配置设施

类别	基本设施	可选设施
功能空间	地墙、吊顶灯固定面 门窗系统	
厨房	橱柜 操作台、橱柜 设备 灶具、排油烟机、洗涤池、龙头、热水器 灯具 顶灯	消毒柜、微波炉、洗碗机、烤箱等
卫生间	洁具 坐便器、淋浴区、洗浴龙头、洗脸盆及龙头 卫浴五金 毛巾杆、镜子、厕纸架 电气设备 排气扇 灯具 顶灯	洁身器 镜柜、浴巾架 取暖器、电热水器、电话 镜前灯

来源：政府公告，中泰证券研究所

- **精装修与全装修：**全装修与精装修是两个相似但是不同的概念。我国官方政策文件中推行的一直都是全装修，而地产开发商在实际运作过程中往往运用“精装修”的概念，但目前市场对精装修没有一个统一的定义。一般而言，全装修指的是装修范围，精装修指的是装修档次和规格，使用品牌家具和高级材料，装修的完成度相较全装修也更高，有些甚至能达到拎包入住的程度。全装修更注重基础设施和硬装的完整，相当于低标准的精装修。

风险提示

工程利润率持续下滑的风险

- 由于地产开发商的议价能力强，如果精装房市场的竞争加剧，家居公司的议价能力将进一步削弱，导致公司毛利率持续下滑。

下游房地产市场不景气带来的经营风险

- 地产行业受调控的大环境下，房地产、装饰装修行业等需求变化不确定性仍会导致公司未来销售情况具有一定不确定性。

全装修政策推进不及预期

- 如果精装修政策推进不及预期，工程业务收入的增长将受到影响。

投资评级说明:

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上
备注: 评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价 (或行业指数) 相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准; 新三板市场以三板成指 (针对协议转让标的) 或三板做市指数 (针对做市转让标的) 为基准; 香港市场以摩根士丹利中国指数为基准, 美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准 (另有说明的除外)。		

重要声明:

中泰证券股份有限公司 (以下简称“本公司”) 具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料, 反映了作者的研究观点, 力求独立、客观和公正, 结论不受任何第三方的授意或影响。但本公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断, 可能会随时调整。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改, 投资者应当自行关注相应的更新或修改。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用, 不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议, 本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户, 不构成客户私人咨询建议。

市场有风险, 投资需谨慎。在任何情况下, 本公司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。

投资者应注意, 在法律允许的情况下, 本公司及其本公司的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, 并可能为这些公司正在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。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权, 任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发, 需注明出处为“中泰证券研究所”, 且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。