

家具行业跟踪报告

渠道变革加速，流量获取能力成取胜内核

推荐（维持）

- **为什么选择西南地区家具销售渠道进行跟踪？**近几年，我国西南地区主要省份经济发展速度相对较快，人均 GDP、人均可支配收入增速在全国各省份中排名均靠前；城镇化率提升明显，贵州、西藏、四川、云南、重庆 2018 年城镇化率较 2013 年城镇化率提高比例分别达到 9.7pct、7.4pct、7.4pct、7.3pct、7.2pct，而同期全国平均城镇化率提升 5.85pct；在家具产业链上游的地产销售方面，我国西部地区商品房销售面积同比增速也好于其他地区。此外，我国西南地区主要省份木材产量占全国木材产量 45%以上，在家具生产方面具有资源优势。基于此，我们对具有代表性的西南地区家具销售渠道进行了跟踪调研。
- **西南区家具行业表现好于全国，主要上市公司积极布局西南。**行业层面，我国西南地区家具制造业主营业务收入在全国占比逐年提升，2017 年四川、重庆、贵州、云南家具制造业主营业务收入占全国比重分别为 6.7%、1%、0.6% 和 0.1%，分别较 2007 年提升 3.47pct、0.18pct、0.59pct 和 0.05pct。五年复合增速方面，西南区增速高于全国大部分地区，2012-2017 年云南、贵州、四川和重庆家具制造主营业务收入复合增速分别为 51%、39%、11% 和 6%。**上市公司层面**，我国主要家具上市公司近几年均将西南地区作为重要战略发展区之一，其中欧派家居、索菲亚、尚品宅配均已布局成都生产基地，在收入结构方面，欧派、尚品西南区收入占总收入比重已经达到 10%以上。
- **西南区草根调研总结：渠道变革加速，流量获取能力成取胜内核。**（1）“变”字是我们跑完渠道后的核心感受：品牌定制家具传统客流结构中自然进店客户占到绝对大多数的现象在逐渐变化，家装公司作为前置入口，对客流的分流作用较大。随着 2018 年下半年和 2019 年上半年家具渠道的深刻变化（装修公司推进整包，精装房占比提升），整装、精装房样板间、线上+线下非自然进店客户成为重要来源，不同企业之间因为渠道管理能力差异导致新渠道获客能力差异凸显。（2）我们认为影响定制家具企业未来发展的决定因素将不在于产能端的限制，而在于流量获取能力。随着整装风口的崛起，定制家具龙头企业欧派家居与尚品宅配均已探索与整装公司合作业务模式并获得较快发展。其中，欧派家居渗透入整体家装的途径主要有联营整装全屋定制 mall 店、招商合作家装公司和切入家装公司整装包三种方式；尚品宅配切入家装途径主要为 HOMKOO 整装云&自营整装。规模方面，两家企业整装业务表现亮眼，其中，2018 全年欧派家居整装业务接单业绩突破 3.5 亿元，尚品宅配整装业务实现收入 1.94 亿元。
- **我们短期看到家具产业链前端的电梯等数据开始向好，维持年初看好 2019Q3 交房及终端市场回暖的判断；**从微观反馈来看我们认为今年 Q3 经销商的营销准备以及市场需求都将迎来回暖，终端市场经过 4-6 月份调整后有望迎来高景气。从长期来看我们关注家居公司的渠道管理能力，在市场总量增速放缓背景下，渠道管理优秀的公司有望凭借卖场存量渠道强竞争力和整装等新渠道扩增市场份额。
- **风险提示：**房地产市场大幅波动；家居市场竞争加剧；行业技术升级不及预期。

华创证券研究所

证券分析师：郭庆龙

电话：010-63214658

邮箱：guoqinglong@hcyjs.com

执业编号：S0360518100001

证券分析师：陈梦

电话：010-66500831

邮箱：chenmeng1@hcyjs.com

执业编号：S0360518110002

联系人：葛文欣

电话：010-63215669

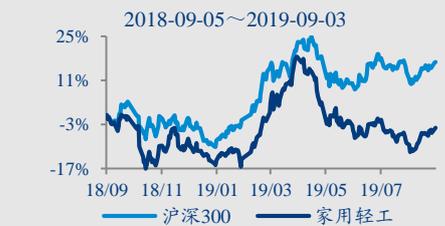
邮箱：gewenxin@hcyjs.com

行业基本数据

		占比%
股票家数(只)	69	1.88
总市值(亿元)	4,155.25	0.68
流通市值(亿元)	2,527.8	0.57

相对指数表现

%	1M	6M	12M
绝对表现	5.27	-2.9	0.51
相对表现	2.44	-5.67	-15.5



相关研究报告

《家具行业深度研究报告：好赛道，好赛马——解析顾家家居的床垫业务》

2019-06-21

《品牌家居的白银时代系列报告（五）：回首看宜家，渠道、产品、供应链三位一体构筑竞争优势》

2019-06-28

《家具行业深度研究报告：复盘来路龙头占优，展望征途前路可期》

2019-07-23

目录

一、经济增速与区位优势明显，西南区家具业新发展具有代表性.....	4
(一) 经济发展速度相对快.....	4
1、人均 GDP 增速：西南区近五年快于全国均值.....	4
2、人均可支配收入：西南区近五年增速在全排名靠前.....	4
3、城镇化率：西南地区提高快.....	5
4、地产销售：西部地区好于其他地区.....	5
(二) 资源禀赋：西南区木材产量占全国产量 45%以上.....	6
二、家具制造业增速全国领先，主要上市公司积极布局西南地区.....	7
(一) 行业整体发展：西南地区家具制造业较快发展.....	7
(二) 主要家具上市公司将西南区作为重要战略布局区之一.....	8
1、产能布局：家具公司积极扩产，西南区为家具公司产能战略布局区之一.....	8
2、收入结构：欧派、尚品西南区收入占比提升至 10%以上.....	9
三、西南区草根调研总结：渠道变革加速，流量获取能力成企业取胜内核.....	12
四、风险提示.....	13

图表目录

图表 1: 2013-2018 年人均 GDP 复合增速.....	4
图表 2: 2013-2018 年人均可支配收入复合增速.....	5
图表 3: 主要省份城镇化率与城镇化率近五年提升额.....	5
图表 4: 商品房销售面积（住宅）累计同比.....	6
图表 5: 2017 年中国木材：原木产量分地区分布（单位：万立方米）.....	6
图表 6: 西南主要省份家具制造业主营业务收入占全国家具制造业主营业务收入比重.....	7
图表 7: 2012-2017 年家具制造业主营业务收入复合增速.....	7
图表 8: 四川家具制造业主营业务收入及占比.....	8
图表 9: 家具制造业主营业务收入增速.....	8
图表 10: A 股主要定制家具上市公司基本情况.....	8
图表 11: 索菲亚产品工业布局（2018 年）.....	9
图表 12: 欧派家居生产基地布局（2018 年）.....	9
图表 13: 尚品宅配生产基地布局（2018 年）.....	9
图表 14: 欧派、索菲亚、尚品西南区占比及增速.....	10
图表 15: 欧派家居西南区收入规模及占比.....	10
图表 16: 欧派家居各区域收入增速.....	10
图表 17: 索菲亚西南区收入规模及占比.....	10
图表 18: 索菲亚各区域收入增速.....	10
图表 19: 尚品宅配西南区收入规模及占比.....	11
图表 20: 尚品宅配各区域收入增速.....	11
图表 21: 家具经销商反馈卖场自然进店客流占比下降.....	12
图表 22: 家具新营销渠道.....	12
图表 23: 家具制造业收入增速滞后电梯产量增速.....	12
图表 24: 电梯产量同比增速回升.....	12

一、经济增速与区位优势明显，西南区家具业新发展具有代表性

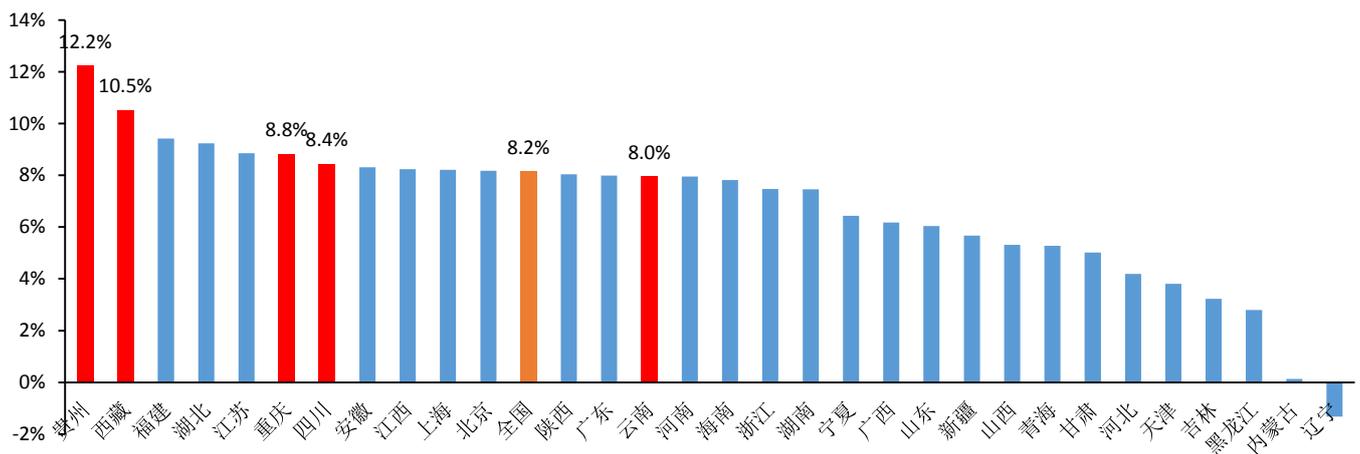
近几年，我国西南地区主要省份经济发展速度相对较快，人均 GDP、人均可支配收入增速在全国各省份中排名均靠前；城镇化率提升明显，贵州、西藏、四川、云南、重庆 2018 年城镇化率较 2013 年城镇化率提高比例分别达到 9.7pct、7.4pct、7.4pct、7.3pct、7.2pct，而同期全国平均城镇化率提升 5.85pct；在家具产业链上游的地产销售方面，我国西部地区商品房销售面积同比增速也好于其他地区。此外，我国西南地区主要省份木材产量占全国木材产量 45% 以上，在家具生产方面具有资源优势。基于此，我们对西南地区家具销售渠道进行了重点跟踪调研。

（一）经济发展速度相对快

1、人均 GDP 增速：西南区近五年快于全国均值

虽然西南地区五个省/直辖市在人均 GDP 绝对值方面与发达省份还有一定差距（2018 年贵州、西藏、重庆、四川、云南年人均 GDP 分别为 4.1、4.3、6.6、4.9、3.7 万元，同期全国平均水平 6.5 万元，北京、上海、天津、江苏分别为 14.0、13.4、12.1 和 11.5 万元），但从增速来看，增速水平除云南外，贵州、西藏、重庆、四川人均 GDP 近五年复合增速均高于全国平均水平。

图表 1：2013-2018 年人均 GDP 复合增速

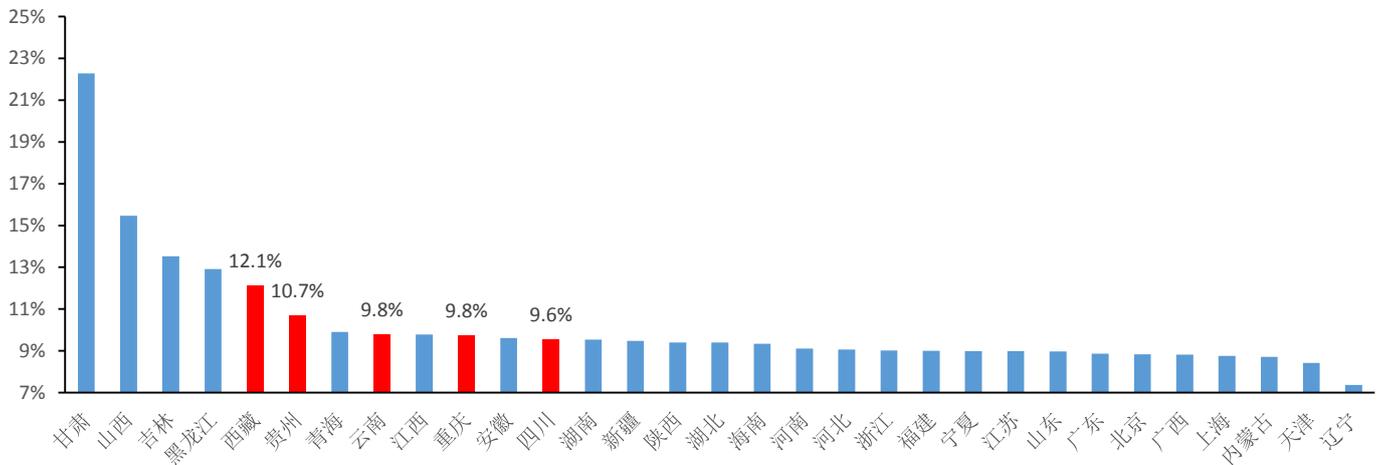


资料来源：Wind，华创证券

2、人均可支配收入：西南区近五年增速在全排名靠前

2018 年重庆、四川、云南、贵州、西藏人均可支配收入分别为 2.6、2.2、2.0、1.8、1.7 万元/年。但是增速方面，西南地区五个省/直辖市在人均可支配收入近五年复合增速均在 9.5% 以上，在全国主要省份中排名靠前。

图表 2: 2013-2018 年人均可支配收入复合增速



资料来源: Wind, 华创证券

3、城镇化率：西南地区提高快

2018 年我国城镇化率达到 59.58%，目前南地区五个省/直辖市仅有重庆城镇化率高于全国平均水平，为 65.5%；四川、云南、贵州、西藏城镇化率分别为 52.29%、47.81%、47.52%和 31.14%。

从近五年城镇化率提升速度来看，西南区增速高于全国大部分地区。2018 年城镇化率较 2013 年城镇化率提高比例方面，贵州、西藏、四川、云南、重庆分别达到 9.7、7.4、7.4、7.3、7.2pct，而同期全国平均城镇化率提升 5.85pct。

图表 3: 主要省份城镇化率与城镇化率近五年提升额

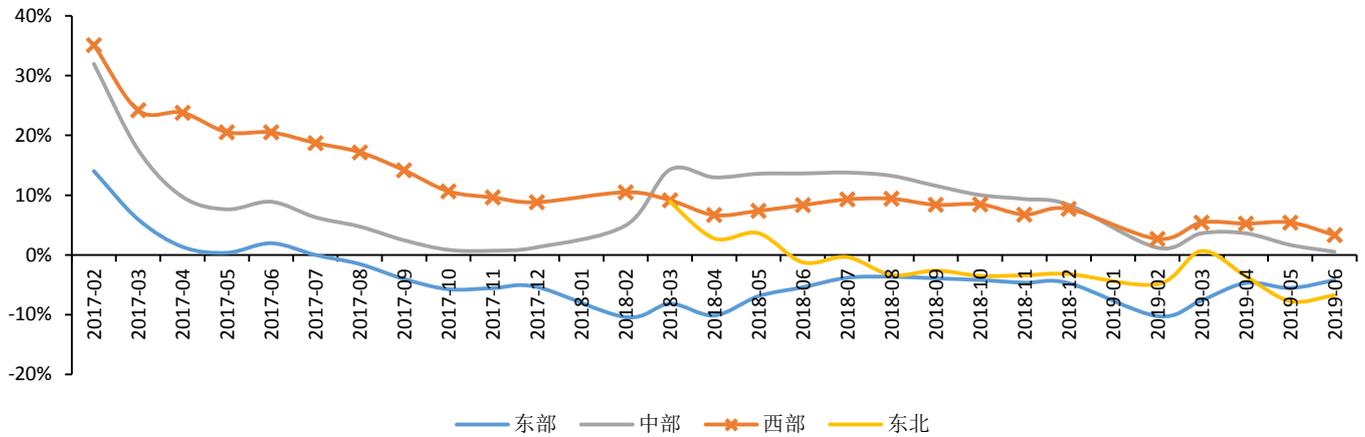


资料来源: Wind, 华创证券

4、地产销售：西部地区好于其他地区

从商品房（住宅）销售面积同比增速来看，近两年，我国西部地区表现要好于东部、东北和中部地区。2019 年上半年，我国东部、中部、西部、东北地区商品房（住宅）销售面积累计同比分别为-4.23%、+0.52%、+3.33%和-6.73%。

图表 4: 商品房销售面积 (住宅) 累计同比

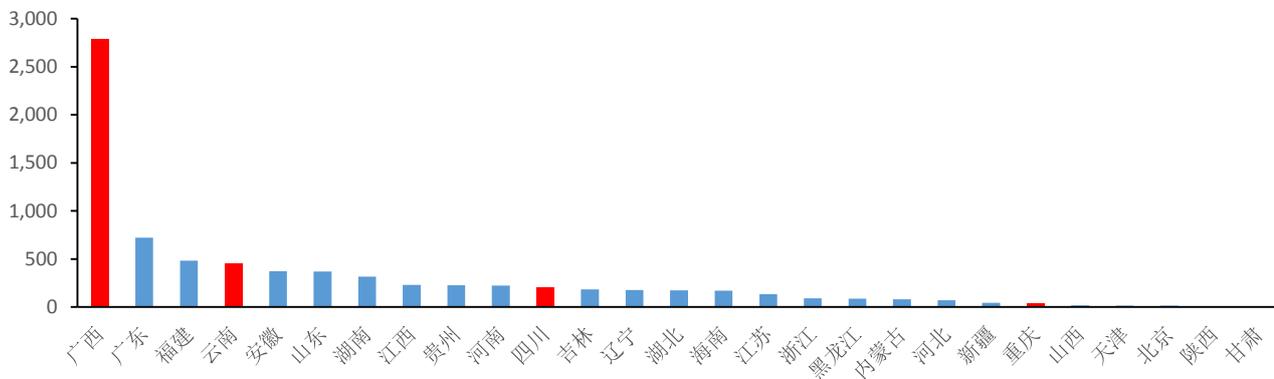


资料来源: Wind, 华创证券

(二) 资源禀赋: 西南区木材产量占全国产量 45%以上

西南地区主要省份木材产量占全国木材产量的 45%以上, 在家具生产方面具有资源优势。其中, 2017 年广西、云南、四川、重庆木材原木产量分别为 2791、452、202、41 万立方米, 占全国总产量的 36.4%、5.9%、2.6%和 0.5%。

图表 5: 2017 年中国木材: 原木产量分地区分布 (单位: 万立方米)



资料来源: Wind, 中国林业年鉴, 华创证券

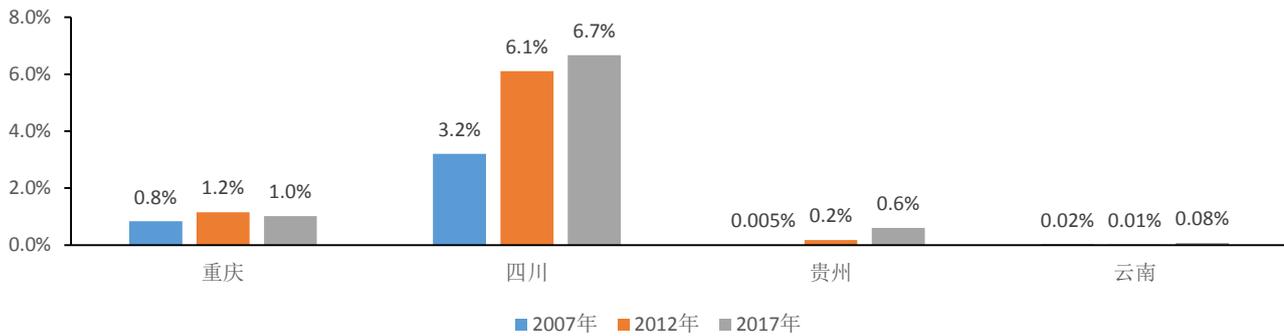
二、家具制造业增速全国领先，主要上市公司积极布局西南地区

行业层面，我国西南地区家具制造业主营业务收入在全国占比逐年提升，2017年四川、重庆、贵州、云南家具制造业主营业务收入占全国比重分别为6.7%、1%、0.6%和0.1%，分别较2007年提升3.47pct、0.18pct、0.59pct和0.05pct。五年复合增速方面，西南区增速高于全国大部分地区，2012-2017年云南、贵州、四川和重庆家具制造主营业务收入复合增速分别为51%、39%、11%和6%。上市公司层面，我国主要家具上市公司近几年均将西南地区作为重要战略发展区之一，其中欧派家居、索菲亚、尚品宅配均已布局成都生产基地，在收入结构方面，欧派、尚品西南区收入占总收入比重已经达到10%以上。

（一）行业整体发展：西南地区家具制造业较快发展

西南地区家具制造业主营业务收入在全国占比逐年提升。国际统计局数据显示，2017年四川、重庆、贵州、云南家具制造业主营业务收入分别为586.1、89.0、52.4、6.6亿元，占全国比重分别为6.7%、1%、0.6%和0.1%，占比较2007年提升明显，其中2007年四川、重庆、贵州、云南家具制造业主营业务收入占全国比重分别为3.2%、0.8%、0.005%和0.024%。

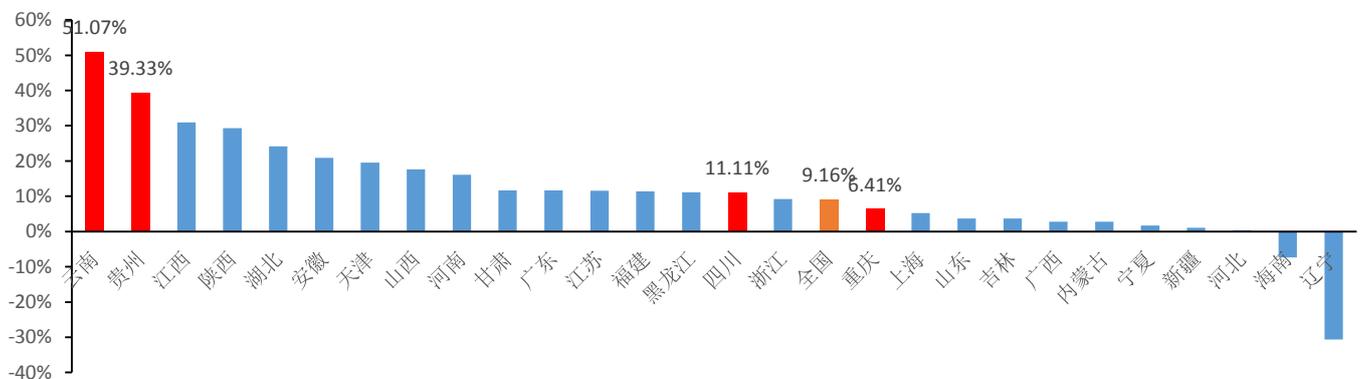
图表 6：西南主要省份家具制造业主营业务收入占全国家具制造业主营业务收入比重



资料来源：Wind，国家统计局，华创证券

从2012-2017家具制造主营业务收入五年复合增速来看，西南区增速高于全国大部分地区。其中云南、贵州最为突出，复合增速分别为51%和39%，四川和重庆复合增速分别为11%和6%。

图表 7：2012-2017年家具制造业主营业务收入复合增速



资料来源：Wind，华创证券

注：天津、内蒙古、黑龙江为2011-2016年5年复合增速

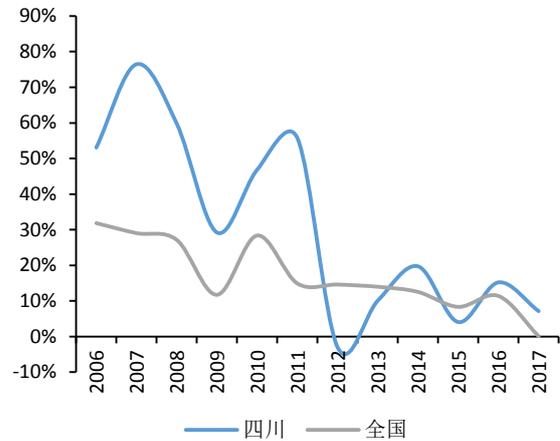
数据显示，四川地区家具制造业在西南区处于领先地位，在全国家具制造业中的重要性加强，收入占比呈提升趋势，且主营业务收入增速快于全国平均水平。

图表 8：四川家具制造业主营业务收入及占比



资料来源：Wind，华创证券

图表 9：家具制造业主营业务收入增速



资料来源：Wind，华创证券

(二) 主要家具上市公司将西南区作为重要战略布局区之一

我国定制家具企业众多，具有一定规模形成全国销售网络的定制家具企业大多成立于上世纪 90 年代末本世纪初，除索菲亚和好莱客之外，大部分定制家具企业集中在 2017 年 A 股上市。主要家具上市公司近几年均将西南地区作为重要战略发展区之一。

图表 10：A 股主要定制家具上市公司基本情况

公司名称	成立日期	上市日期	省份	2018 年营业总收入 (亿元)	2018 年归母净利润 (亿元)	近五年收入 GAGR	近五年业绩 GAGR	市值 (亿元, 20190904)
欧派家居	1994-07-01	2017-03-28	广东省	115.09	15.72	23.57%	45.69%	504.19
索菲亚	2003-07-15	2011-04-12	广东省	73.11	9.59	32.60%	31.40%	178.13
尚品宅配	2004-04-19	2017-03-07	广东省	66.45	4.77	41.41%	32.50%	172.06
好莱客	2007-04-09	2015-02-17	广东省	21.33	3.82	26.84%	30.61%	46.19
志邦家居	2005-04-04	2017-06-30	安徽省	24.33	2.73	20.20%	29.82%	45.25
金牌厨柜	1999-01-26	2017-05-12	福建省	17.02	2.10	24.83%	46.87%	40.38
我乐家居	2006-06-19	2017-06-16	江苏省	10.82	1.02	18.27%	20.42%	26.41
皮阿诺	2005-06-14	2017-03-10	广东省	11.10	1.42	21.44%	20.90%	28.99

资料来源：Wind，华创证券

1、产能布局：家具公司积极扩产，西南区为家具公司产能战略布局区之一

索菲亚：公司上市以来持续推进产能建设，产品运输半径快速扩大。截至 2018 年底，已经形成华南、华东、华北、西部、华中、恒大索菲亚六大全屋定制家具生产基地和齐齐哈尔木门生产基地。

图表 11: 索菲亚产品工业布局 (2018 年)



资料来源: 公司年报, 华创证券

欧派家居: 已经在 2018 年底形成清远、天津、无锡、成都四大主要生产基地, 形成辐射华南、华北、华东、华西的全国性生产能力。

尚品宅配: 在位于佛山的华南生产基地基础上, 进行江苏无锡华东生产基地建设与成都崇州西南生产基地建设, 不断完善全国布局。

图表 12: 欧派家居生产基地布局 (2018 年)



资料来源: 公司年报, 华创证券

图表 13: 尚品宅配生产基地布局 (2018 年)



资料来源: 公司调研, 华创证券

2、收入结构: 欧派、尚品西南区收入占比提升至 10%以上

西南区收入规模及占比: 欧派>索菲亚>尚品。其中, 收入规模方面, 2018 年欧派家居、索菲亚、尚品宅配西南区收入规模分别为 15.57 亿、8.94 亿和 5.41 亿。西南区收入占公司收入比例方面, 2018 年欧派家居、索菲亚、尚品宅配西南区收入占比分别为 13.53%、12.23%和 8.14%。

西南区收入增速, 尚品>欧派>索菲亚。尚品宅配和欧派家居近五年西南区收入复合增速分别为 56.30%和 28.18%,

且均超过公司整体营业总收入近五年复合增速水平。

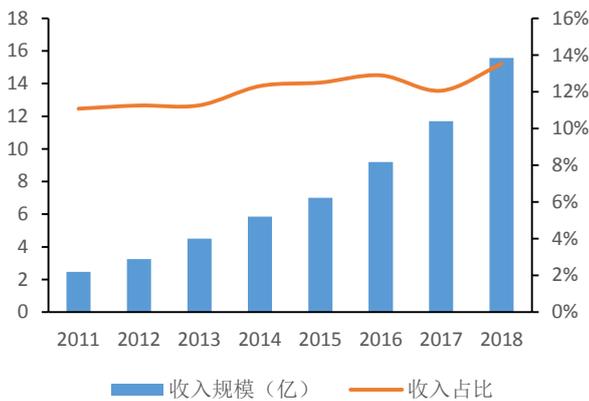
图表 14: 欧派、索菲亚、尚品西南区占比及增速

公司名称	2018年营业总收入 (亿元)	2018年西南区收入 (亿元)	西南区收入占比	近五年收入 GAGR	近五年西南区收入 GAGR
欧派家居	115.09	15.57	13.53%	23.57%	28.18%
索菲亚	73.11	8.94	12.23%	32.60%	25.43%
尚品宅配	66.45	5.41	8.14%	41.41%	56.30%

资料来源: Wind, 华创证券

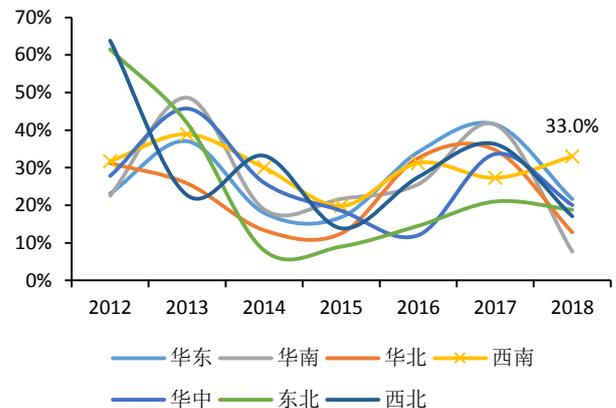
具体来看, 欧派家居西南区收入占比由 2011 年的 11.1% 提升至 2018 年的 13.5%, 且增速水平在全国各区域中处于较高水平。索菲亚西南区收入占比由 2011 年的 13.5% 下降至 2018 年的 12.2%, 且增速水平在全国各区域中处于较低水平。尚品宅配西南区收入占比由 2012 年的 5.5% 提升至 2018 年的 8.1%, 且增速水平在全国各区域中处于较高水平。

图表 15: 欧派家居西南区收入规模及占比



资料来源: Wind, 华创证券

图表 16: 欧派家居各区域收入增速



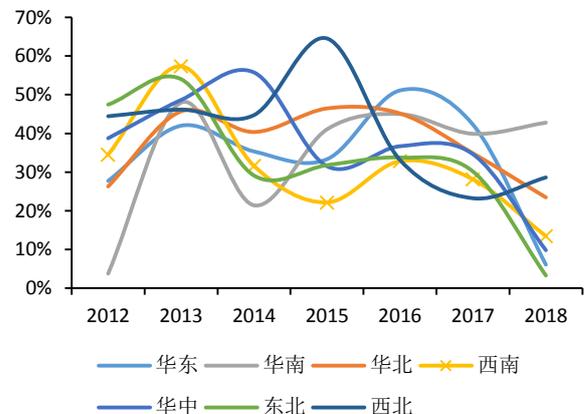
资料来源: Wind, 华创证券

图表 17: 索菲亚西南区收入规模及占比



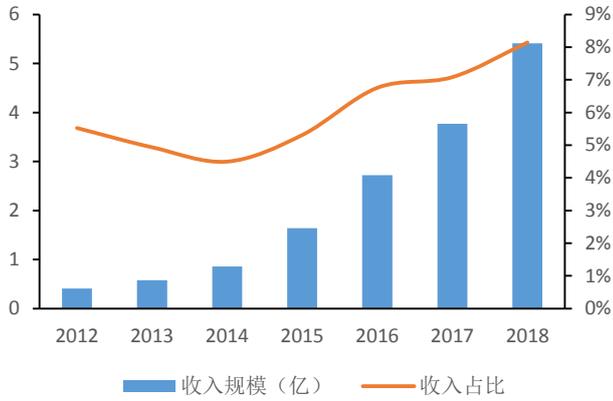
资料来源: Wind, 华创证券

图表 18: 索菲亚各区域收入增速



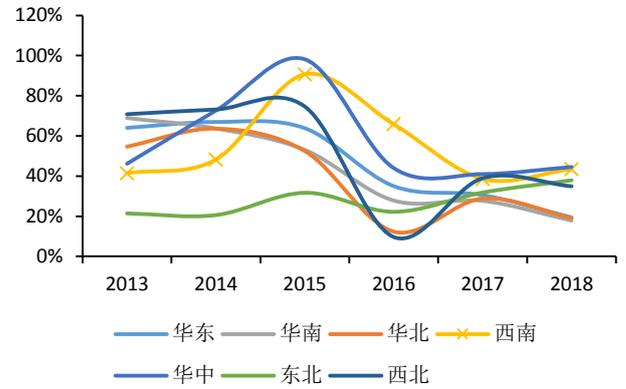
资料来源: Wind, 华创证券

图表 19: 尚品宅配西南区收入规模及占比



资料来源: Wind, 华创证券

图表 20: 尚品宅配各区域收入增速

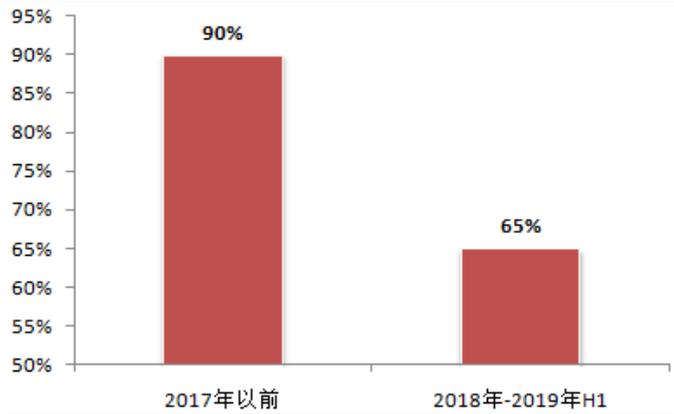


资料来源: Wind, 华创证券

三、西南区草根调研总结：渠道变革加速，流量获取能力成企业取胜内核

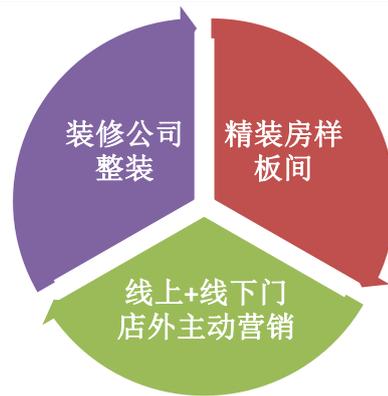
“变”字是我们跑完渠道后的核心感受：品牌定制家具传统客流结构中自然进店客户占到绝大多数的现象在逐渐变化，家装公司作为前置入口，对客流的分流作用较大。随着 2018 年下半年和 2019 年上半年家具渠道的深刻变化（装修公司推进整包，精装房占比提升），整装、精装房样板间、线上+线下非自然进店客户成为重要来源，不同企业之间因为渠道管理能力差异导致新渠道获客能力差异凸显。

图表 21：家具经销商反馈卖场自然进店客流占比下降



资料来源：渠道调研，华创证券

图表 22：家具新营销渠道

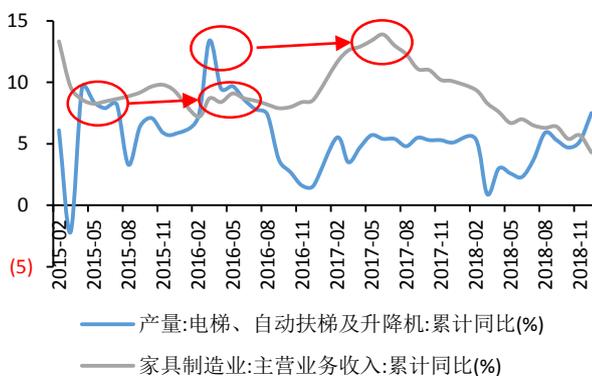


资料来源：渠道调研，华创证券

随着整装风口的崛起，定制家具龙头企业对于这一新渠道格外重视，纷纷布局各自与整装渠道相关的业务模式，探索整装时代定制家具流量趋势。欧派家居与尚品宅配均已探索与装修公司合作业务模式并获得较快发展。其中，欧派家居渗透入整体家装的途径主要有联营整装全屋定制 mall 店、招商合作家装公司和切入家装公司整装包三种方式；尚品宅配切入家装途径主要为 HOMKOO 整装云&自营整装。规模方面，两家企业整装业务表现亮眼，其中，2018 全年欧派家居整装业务接单业绩突破 3.5 亿元，尚品宅配整装业务实现收入 1.94 亿元。

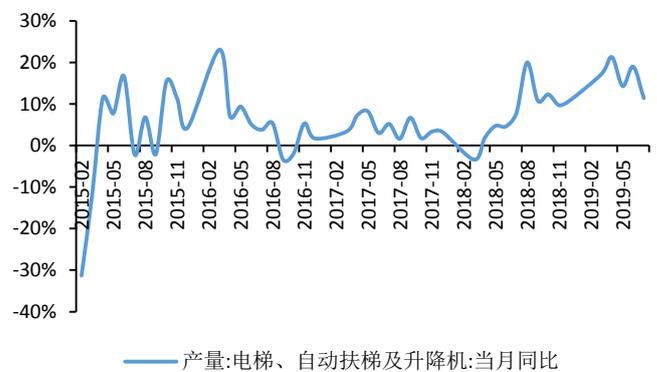
与此同时，我们短期看到家具产业链前端的电梯等数据开始向好，我们维持年初看好 2019Q3 交房及终端市场回暖的判断；从微观反馈来看我们认为今年 Q3 经销商的营销准备以及市场需求都将迎来回暖，终端市场经过 4-6 月份调整后有望迎来高景气。从长期来看我们关注家居公司的渠道管理能力，在市场总量增速放缓背景下，渠道管理优秀的公司有望凭借卖场存量渠道强竞争力和整装等新渠道扩增市场份额。

图表 23：家具制造业收入增速滞后电梯产量增速



资料来源：Wind，华创证券

图表 24：电梯产量同比增速回升



资料来源：Wind，华创证券

四、风险提示

房地产市场大幅波动；家居市场竞争加剧；行业技术升级不及预期。

轻工组团队介绍

组长、首席分析师：郭庆龙

英国伦敦大学管理学硕士。曾任职于兴业基金、招商证券。2018年加入华创证券研究所。

分析师：陈梦

北京大学工学硕士。曾任职于民生证券。2018年加入华创证券研究所。

助理研究员：葛文欣

南开大学经济学硕士。2018年加入华创证券研究所。

华创证券机构销售通讯录

地区	姓名	职务	办公电话	企业邮箱
北京机构销售部	张昱洁	北京机构销售总监	010-66500809	zhangyujie@hcyjs.com
	杜博雅	高级销售经理	010-66500827	duboya@hcyjs.com
	张菲菲	高级销售经理	010-66500817	zhangfeifei@hcyjs.com
	侯春钰	销售经理	010-63214670	houchunyu@hcyjs.com
	侯斌	销售经理	010-63214683	houbin@hcyjs.com
	过云龙	销售经理	010-63214683	guoyunlong@hcyjs.com
	刘懿	销售助理	010-66500867	liuyi@hcyjs.com
广深机构销售部	张娟	所长助理、广深机构销售总监	0755-82828570	zhangjuan@hcyjs.com
	王栋	高级销售经理	0755-88283039	wangdong@hcyjs.com
	汪丽燕	高级销售经理	0755-83715428	wangliyan@hcyjs.com
	罗颖茵	高级销售经理	0755-83479862	luoyingyin@hcyjs.com
	段佳音	销售经理	0755-82756805	duanjiayin@hcyjs.com
	朱研	销售经理	0755-83024576	zhuyan@hcyjs.com
	花洁	销售经理	0755-82871425	huajie@hcyjs.com
	包青青	销售助理	0755-82756805	baqingqing@hcyjs.com
上海机构销售部	石露	华东区域销售总监	021-20572588	shilu@hcyjs.com
	张佳妮	高级销售经理	021-20572585	zhangjianian@hcyjs.com
	潘亚琪	高级销售经理	021-20572559	panyaqi@hcyjs.com
	沈颖	销售经理	021-20572581	shenyin@hcyjs.com
	汪子阳	销售经理	021-20572559	wangziyang@hcyjs.com
	柯任	销售经理	021-20572590	keren@hcyjs.com
	何逸云	销售经理	021-20572591	heyiyun@hcyjs.com
	蒋瑜	销售助理	021-20572509	jiangyu@hcyjs.com
	施嘉玮	销售助理	021-20572548	shijiawei@hcyjs.com

华创行业公司投资评级体系(基准指数沪深 300)

公司投资评级说明:

强推: 预期未来 6 个月内超越基准指数 20%以上;
推荐: 预期未来 6 个月内超越基准指数 10% - 20%;
中性: 预期未来 6 个月内相对基准指数变动幅度在-10% - 10%之间;
回避: 预期未来 6 个月内相对基准指数跌幅在 10% - 20%之间。

行业投资评级说明:

推荐: 预期未来 3-6 个月内该行业指数涨幅超过基准指数 5%以上;
中性: 预期未来 3-6 个月内该行业指数变动幅度相对基准指数-5% - 5%;
回避: 预期未来 3-6 个月内该行业指数跌幅超过基准指数 5%以上。

分析师声明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此作以下声明:

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断; 分析师对任何其他券商发布的所有可能存在雷同的研究报告不负有任何直接或者间接的可能责任。

免责声明

本报告仅供华创证券有限责任公司(以下简称“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。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的, 但本公司不保证其准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断。在不同时期, 本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司在知晓范围内履行披露义务。

报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成本公司对具体证券买卖的出价或询价。本报告所载信息不构成对所涉及证券的个人投资建议, 也未考虑到个别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, 自主作出投资决策并自行承担投资风险, 任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的预期收入可能会波动。

本报告版权仅为本公司所有, 本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用本报告的任何部分。如征得本公司许可进行引用、刊发的, 需在允许的范围内使用, 并注明出处为“华创证券研究”, 且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

证券市场是一个风险无时不在的市场, 请您务必对盈亏风险有清醒的认识, 认真考虑是否进行证券交易。市场有风险, 投资需谨慎。

华创证券研究所

北京总部	广深分部	上海分部
地址: 北京市西城区锦什坊街 26 号 恒奥中心 C 座 3A 邮编: 100033 传真: 010-66500801 会议室: 010-66500900	地址: 深圳市福田区香梅路 1061 号 中投国际商务中心 A 座 19 楼 邮编: 518034 传真: 0755-82027731 会议室: 0755-82828562	地址: 上海浦东银城中路 200 号 中银大厦 3402 室 邮编: 200120 传真: 021-50581170 会议室: 021-20572500