



## 强于大市

公司名称	股票代码	股价(人民币)	评级
志邦家居	603801.SH	19.96	买入
江山欧派	603208.SH	51.50	未有评级
集友股份	603429.SH	34.47	未有评级
欧派家居	603833.SH	111.81	买入
帝欧家居	002798.SZ	23.60	买入
晨光文具	603899.SH	50.20	买入
太阳纸业	002078.SZ	8.28	买入
盈趣科技	002925.SZ	39.90	买入

资料来源：万得，中银国际证券  
以2019年11月4日当地货币收市价为标准

### 主要催化剂/事件

地产竣工明显修复  
HNB 国内市场打开  
废纸限制进口政策进一步收紧

### 相关研究报告

《轻工行业 2019 年半年报综述—关注环比改善子行业》20190904

《轻工行业 2019 年中报前瞻—把握需求稳健品种，关注地产竣工》20190717

《轻工行业 2019 年中期策略—寻找需求稳健和改善标的》20190630

中银国际证券股份有限公司  
具备证券投资咨询业务资格

### 轻工制造

杨志威  
(8621)20328510  
zhiwei1.yang@bocichina.com  
证券投资咨询业务证书编号：S1300515060001

刘凯娜  
(8621)20328510  
kaina.liu@bocichina.com  
证券投资咨询业务证书编号：S1300519050001

# 轻工制造行业 2019 年三季报综述

## 分化加大，关注景气子行业

轻工行业 Q3 整体营收同比增长 4.8%，结束了连续三季度的负增长，其中造纸和包装印刷均由负转正，家具整体收入增长 8.3%，与 Q2 保持不变。文娱用品 Q3 收入同比增长 32.6%，相对于 Q2 提速。盈利方面，造纸 Q3 同比降幅继续收窄至 15%，文娱用品同比增长 44%，环比 Q2 提速，包装印刷、家用轻工均环比改善，而家具行业 Q3 同比增长 9.2%，环比下降。建议关注盈利趋势持续的文化纸、文具、纸包装龙头，以及受益于地产竣工复苏的房企精装修供应商。

### 支撑评级的要点

- **造纸：纸种盈利分化，看好具备海外原材料优势的企业。**造纸行业前三季度收入减少 3.6%，利润减少 38.8%。宏观需求下降导致景气度下降，各纸种价格较去年同期都有明显的下降。但 Q2 起由于下游需求和产业结构的不同，各纸种的盈利能力走势出现了较大的分化。我们测算，由于浆价的下降和纸价的回升，10 月双胶纸和铜版纸吨毛利均已达到了 17 年高点的水平，但箱板瓦楞纸企业的吨毛利仍然在较低的位置。浆价受压于全球经济下行难有起色，而 11 月份废纸下发额度将非常有限，废纸紧缺局面或将在旺季出现，国废价格有上涨压力，先引入海外原材料资源的公司有望受益。
- **家居：工程大宗能力成为核心竞争力。**家居行业 19Q3 实现营收增速 8.0%，环比 19Q2 略升 (+0.3%)，盈利能力整体保持稳健。房地产竣工复苏逻辑得以验证，住宅当月竣工面积增速于 9 月由负转正 (YoY+1.1%)，住宅当月销售面积增速于 7 月开始由负转正 (YoY+3.4%)，并且得以持续，将对于 Q4 家居行业景气度起到一定支撑。定制家居龙头企业 Q3 单季度店面数量减少，以及毛利率环比下降，预示经销商的压力开始向企业传导。精装修趋势下，工程大宗业务能力有望成为家居建材企业的核心竞争力，看好头部房企精装供应商。
- **包装：龙头多元化保增长，集中度提升是趋势。**印刷包装 19 年前三季度实现营收 707 亿，同比增长 4.3%，净利润 57 亿，同比 5.5% 的增长，其中 19Q3 营业收入同比增加 5.1%，净利润同比增加 8.5%，环比均回正。分品类来看，受需求和价格制约，纸包装收入环比继续放缓，金属包装在企业并购下环比有所加快。纸包装龙头和烟标包装龙头在多元化业务进展下表现优异。
- **文娱用品：办公集采带动文具高景气。**文娱用品行业整体表现较好，Q1-3 整体实现了 31.8% 的增长，相对于去年 26.6% 有所增加，单季度来看，Q3 相对于 Q2 有所提速，文具行业增长保持高增速，Q3 实现营收增长 35.2%，办公直采趋势下，晨光、齐心等文具龙头保持高速增长
- **其他家用轻工：精装房供应商增长加速。**其他家用轻工行业整体表现一般，Q1-Q3 整体实现了 8.1% 的增长，相对于去年 32.9% 明显下降，主要与部分企业并购和出口下滑有关。其中的建筑卫浴产业表现较好，Q1/Q2/Q3 分别实现营收增速 15.7%/18.3%/19.4%，由于工程业务的规模效应，其平均毛利率在过去两年里也呈现了逐步走高的趋势。

### 重点推荐

- 必选消费看好成长稳健不断超预期的文具龙头晨光文具；地产产业链竣工复苏逐渐验证，看好交付能力强的厨柜龙头欧派家居、志邦家居，工程业务占比高的帝欧家居，造纸盈利改善有望持续，看好积极布局海外基地的太阳纸业；电子烟禁令利好 HNB，看好 IQOS 二级供应商盈趣科技，建议关注江山欧派、集友股份。

### 评级面临的主要风险

- 废纸政策变动、房地产调控持续升级、家具市场竞争加剧。



## 目录

轻工行业 19 年三季报综述：分化加大，优选景气行业 .....	6
造纸：纸种盈利分化，看好具备海外原材料优势企业 .....	8
印刷包装：龙头多元化业务保障成长，关注行业格局变化 .....	12
家具：零售竞争加剧，大宗能力成关键，静待竣工复苏 .....	14
文娱用品：文具行业保持高景气 .....	19
其他家用轻工：精装房供应商增长加速 .....	20
风险提示 .....	22



## 图表目录

图表 1. 轻工各板块合计收入同比增速状况 .....	6
图表 2. 轻工各板块合计净利润同比增速状况 .....	6
图表 3. 轻工各板块整体毛利率变动状况 .....	6
图表 4. 轻工各板块整体净利率变动状况 .....	6
图表 5. 轻工各板块单季度营收同比增速变动状况 .....	6
图表 6. 轻工各板块单季度净利润同比增速 .....	6
图表 7. 轻工各板块单季度毛利率变动状况 .....	7
图表 8. 轻工各板块单季度净利率变动情况 .....	7
图表 9. 造纸行业收入和净利润变动情况 .....	8
图表 10. 造纸毛利率净利率变动情况 .....	8
图表 11. 各纸种收入增速走势 .....	8
图表 12. 各纸种毛利率走势 .....	8
图表 13. 单季度各纸种收入增速走势 .....	9
图表 14. 单季度各纸种毛利率走势 .....	9
图表 15. 双胶纸价格走势 .....	9
图表 16. 铜版纸价格走势 .....	9
图表 17. 白卡纸价格走势 .....	9
图表 18. 箱板纸价格走势 .....	9
图表 19. 瓦楞纸价格走势 .....	10
图表 20. 阔叶浆外盘价格走势 .....	10
图表 21. 国废价格走势 .....	10
图表 22. 漂针浆外盘价格走势 .....	10
图表 23. 箱板纸行业平均吨毛利走势 .....	10
图表 24. 双胶纸行业平均吨毛利走势 .....	10
图表 25. 铜版纸行业平均吨毛利走势 .....	11
图表 26. 瓦楞箱板纸企业库存天数 .....	11
图表 27. 木浆港口库存天数 .....	11
图表 28. 全球木浆生产商库存天数 .....	11
图表 29. 造纸行业 19Q3 经营状况 .....	11
图表 30. 印刷包装各分类营收增长状况 .....	12
图表 31. 印刷包装各分类净利润增长状况 .....	12
图表 32. 印刷包装各分类毛利率变动状况 .....	12
图表 33. 印刷包装各分类净利率变动状况 .....	12



图表 34. 印刷包装各分类单季度营收增速变动状况 .....	12
图表 35. 印刷包装各分类单季度毛利率变动状况 .....	12
图表 36. 包装印刷行业 19Q3 经营状况 .....	13
图表 37. 家具行业营收和净利润增速变动情况 .....	14
图表 38. 家具行业盈利能力变动情况 .....	14
图表 39. 家具行业单季度营收和净利润增速变动情况 .....	14
图表 40. 家具行业单季度盈利能力变动情况 .....	14
图表 41. 地产竣工面积同比增速有所回升 .....	14
图表 42. 地产销售面积同比企稳 .....	14
图表 43. 家具各分类营收增长状况 .....	15
图表 44. 家具各分类归母净利润增长状况 .....	15
图表 45. 家具各分类单季度营收增长状况 .....	15
图表 46. 家具各分类单季度归母净利润增长状况 .....	15
图表 47. 家具各分类毛利率状况 .....	15
图表 48. 家具各分类归母净利率状况 .....	15
图表 49. 家具各分类单季度毛利率状况 .....	16
图表 50. 家具各分类单季度归母净利率状况 .....	16
图表 51. 定制家具单季度营收同比增速变化 .....	16
图表 52. 定制家具单季度毛利率变化 .....	16
图表 53. 橱柜毛利率变化 .....	17
图表 54. 衣柜毛利率变化 .....	17
图表 55. 橱柜店面数变化 .....	17
图表 56. 衣柜店面数变化 .....	17
图表 57. 橱柜单店提货额对比 .....	17
图表 58. 衣柜单店提货额对比 .....	17
图表 59. 家具行业 19Q3 经营状况 .....	18
图表 60. 文娱用品行业营收增长状况 .....	19
图表 61. 文娱用品行业净利润增长状况 .....	19
图表 62. 文娱用品行业单季度营收增长状况 .....	19
图表 63. 文娱用品行业单季度毛利率状况 .....	19
图表 64. 文娱用品行 19Q3 经营状况 .....	19
图表 65. 其他家用轻工行业营收增长状况 .....	20
图表 66. 其他家用轻工行业净利润增长状况 .....	20
图表 67. 其他家用行业单季度营收增长状况 .....	20
图表 68. 其他家用行业单季度毛利率状况 .....	20



---

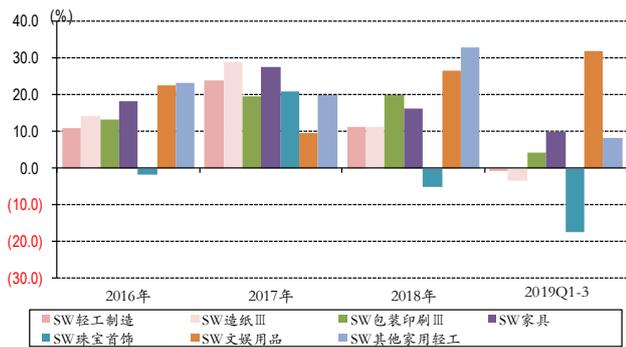
图表 69.其他家用轻工行 19Q3 经营状况 .....	21
附录图表 70.报告中提及上市公司估值表 .....	23

## 轻工行业 19 年三季报综述：分化加大，优选景气行业

轻工制造行业 19 年三季报整体实现了营业收入 3,572 亿元，同比减少 0.84%，归属上市公司股东的净利润 218 亿元，同比减少 16%。分行业来看，文娱用品行业收入相对于 18 年提速，从 26.6% 增加到 31.8% 外，其余板块均有不同程度降速，家具收入增长 9.8%，包装印刷增长 4.3%，造纸减少 3.6%。利润方面，行业整体相对于 18 年前三季度继续减少 16%，文娱用品增速达到 26.8%，增长仍然稳健。

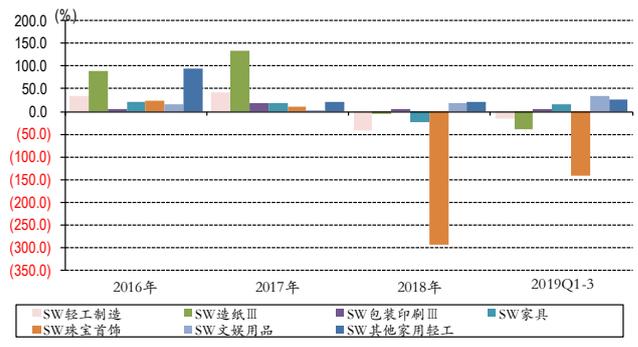
Q3 单季度来看，轻工行业整体营收同比增长 4.8%，结束了连续三个季度的负增长，其中造纸和包装印刷均由负转正，家具整体收入增长 8.3%，与 Q2 保持不变。文娱用品 Q3 同比收入增长 32.6%，相对于 Q2 提速。盈利方面，造纸 Q3 同比降幅继续收窄至 15%，文娱用品同比增长 44%，环比 Q2 提速，包装印刷、家用轻工均环比改善，而家具行业 Q3 同比增长 9.2%，环比下降。

图表 1. 轻工各板块合计收入同比增速状况



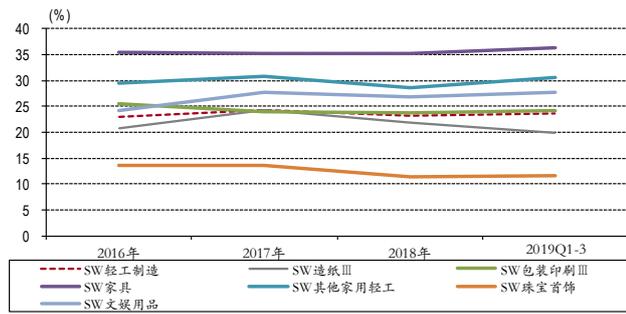
资料来源：万得，中银国际证券

图表 2. 轻工各板块合计净利润同比增速状况



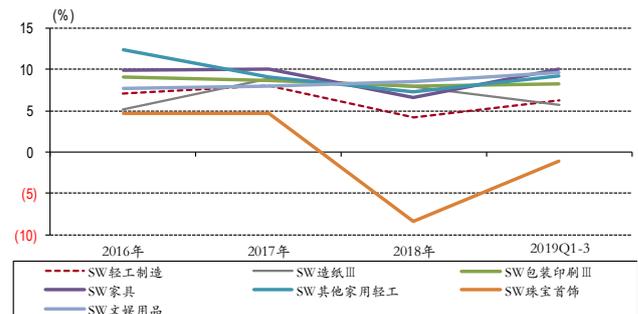
资料来源：万得，中银国际证券

图表 3. 轻工各板块整体毛利率变动状况



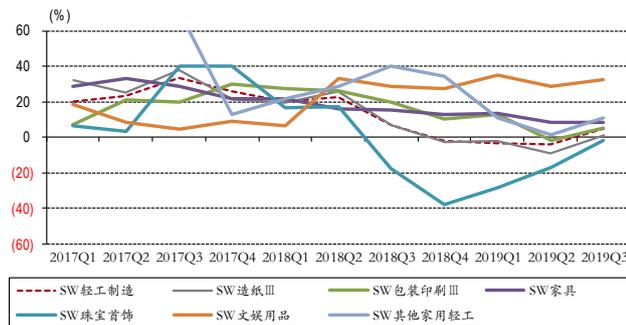
资料来源：万得，中银国际证券

图表 4. 轻工各板块整体净利率变动状况



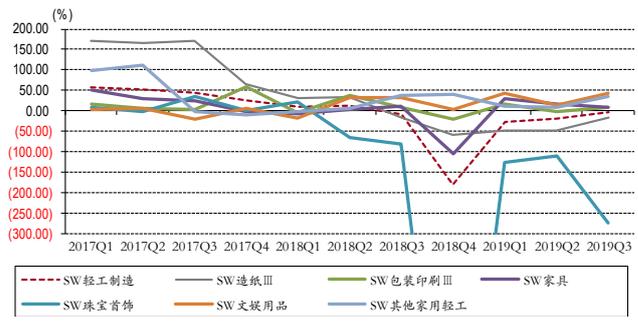
资料来源：万得，中银国际证券

图表 5. 轻工各板块单季度营收同比增速变动状况



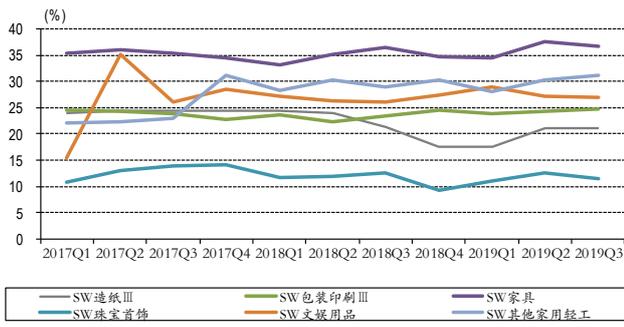
资料来源：万得，中银国际证券

图表 6. 轻工各板块单季度净利润同比增速



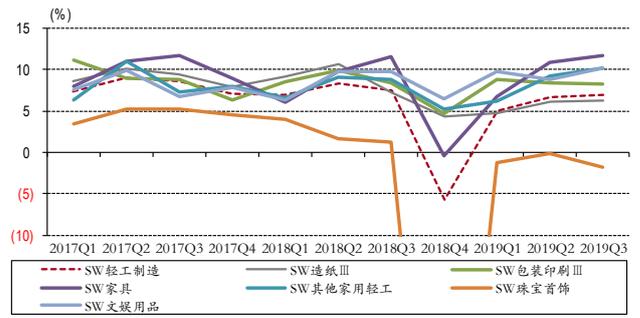
资料来源：万得，中银国际证券

图表 7. 轻工各板块单季度毛利率变动状况



资料来源: 万得, 中银国际证券

图表 8. 轻工各板块单季度净利率变动情况



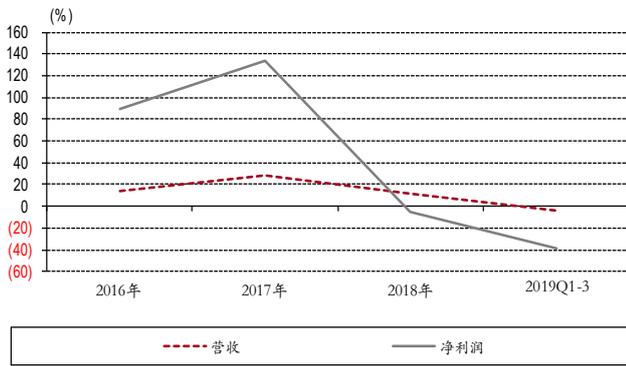
资料来源: 万得, 中银国际证券

## 造纸：纸种盈利分化，看好具备海外原材料优势企业

造纸行业前三季度收入减少 3.6%，利润减少 38.8%。宏观需求下降导致景气度下降，各纸种价格较去年同期都有明显的下降。但 Q2 起各纸种的盈利能力走势出现了较大的分化，虽然原材料浆价和废纸价格均有较大程度的下降，但受新增产能影响，包装用纸价格一路走低，而文化纸价格由于党政印刷需求的增加，供给格局没有大幅扩张，呈现稳步走高趋势，这也导致了文化纸和包装纸吨毛利的差异，我们测算，由于浆价的下降和纸价的回升，10 月双胶纸和铜版纸企业吨毛利均已达到了 17 年高点的水平，但箱板瓦楞纸企业的吨毛利仍然在较低的位置。

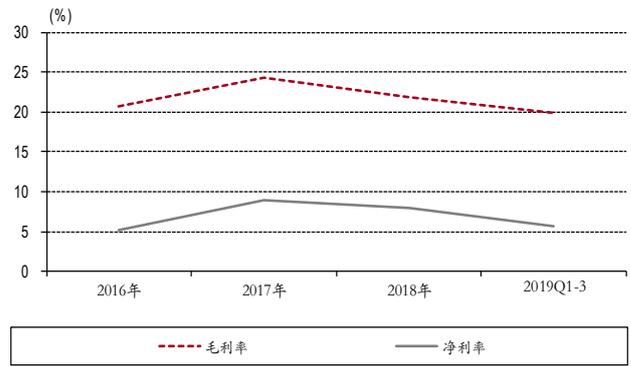
成本方面，受全球经济放缓影响，木浆的国内港口库存和全球木浆生产商库存仍在高位，浆价难有上升行情。而四季度进口废纸额度将进一步收紧，截至 11 月初，据固废中心公布的数据，前 13 批下发量共计 1,148 万吨，较去年全年继续减少 600 万吨，11 月份下发额度将非常有限，废纸紧缺局面或将在旺季出现，国废价格有上涨压力，纸企国废使用比例将被动提升，成本面临压力，率先引入海外原材料资源的公司有望受益。

图表 9. 造纸行业收入和净利润变动情况



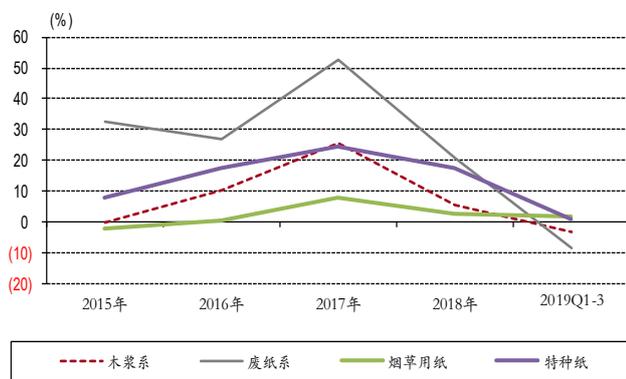
资料来源：万得，中银国际证券

图表 10. 造纸毛利率净利率变动情况



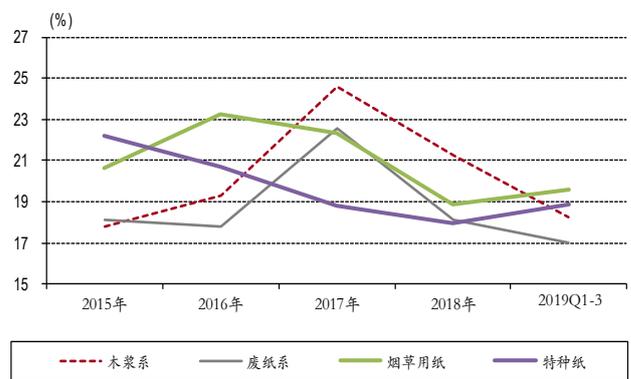
资料来源：万得，中银国际证券

图表 11. 各纸种收入增速走势



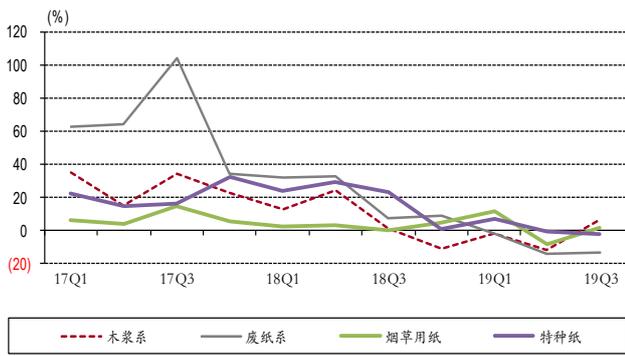
资料来源：万得，中银国际证券

图表 12. 各纸种毛利率走势



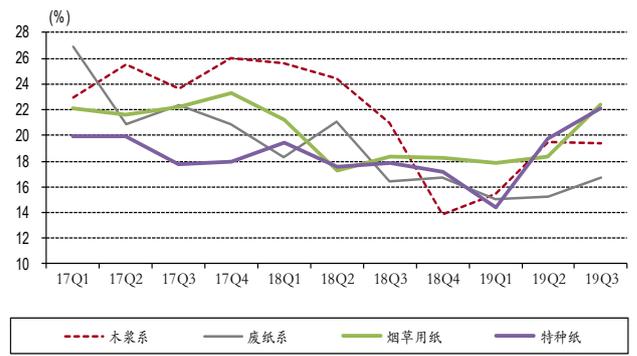
资料来源：万得，中银国际证券

图表 13. 单季度各纸种收入增速走势



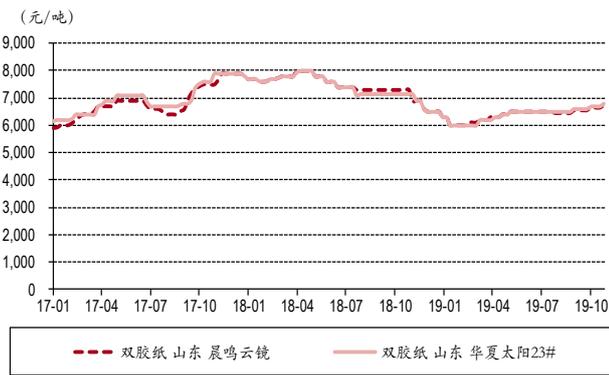
资料来源: 万得, 中银国际证券

图表 14. 单季度各纸种毛利率走势



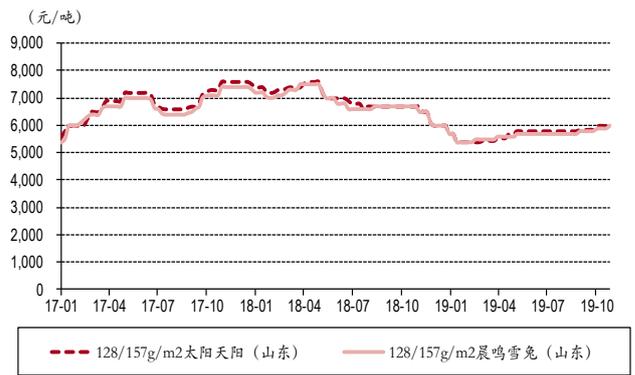
资料来源: 万得, 中银国际证券

图表 15. 双胶纸价格走势



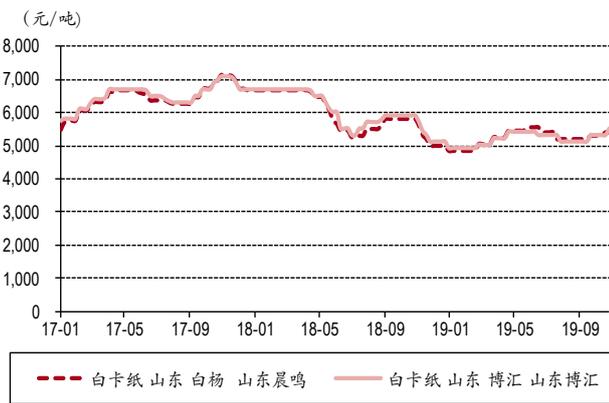
资料来源: 万得, 中银国际证券

图表 16. 铜版纸价格走势



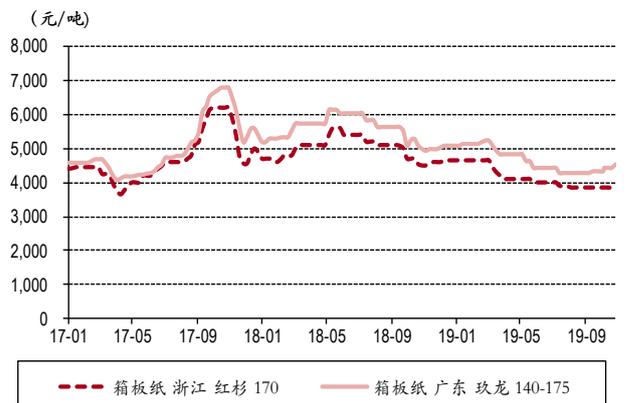
资料来源: 万得, 中银国际证券

图表 17. 白卡纸价格走势



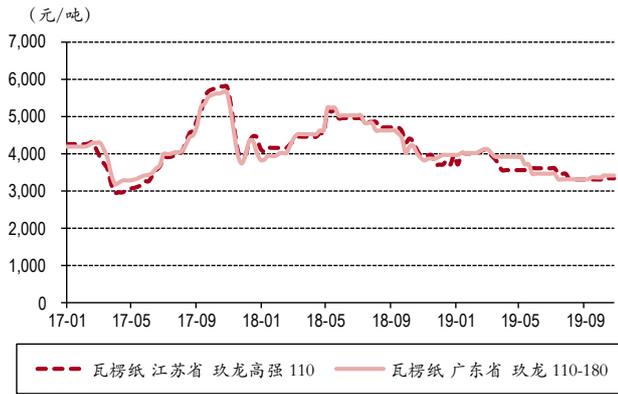
资料来源: 万得, 中银国际证券

图表 18. 箱板纸价格走势



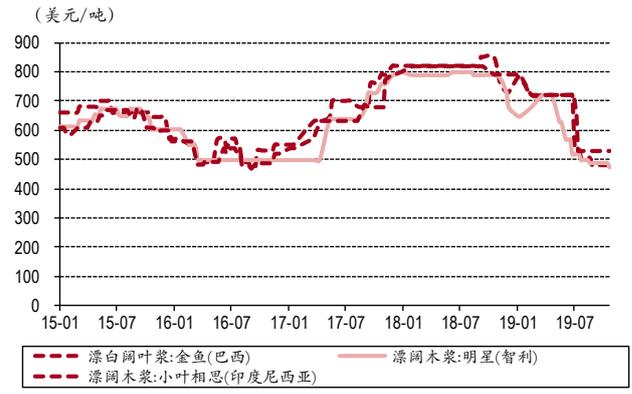
资料来源: 万得, 中银国际证券

图表 19. 瓦楞纸价格走势



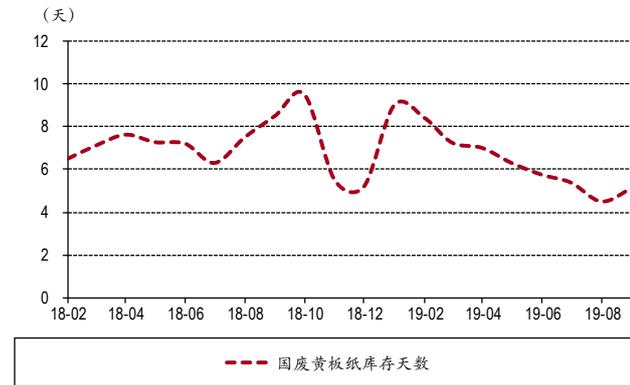
资料来源: 万得, 中银国际证券

图表 20. 阔叶浆外盘价格走势



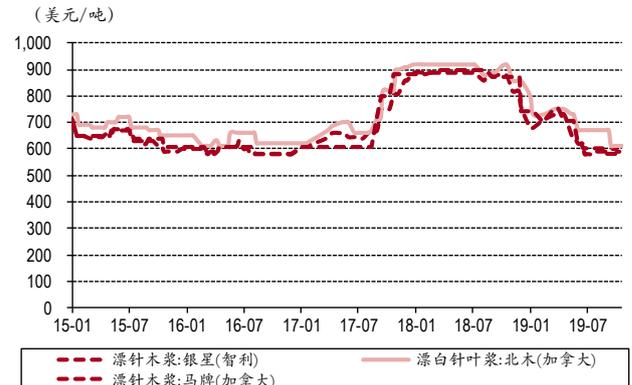
资料来源: 万得, 中银国际证券

图表 21. 国废价格走势



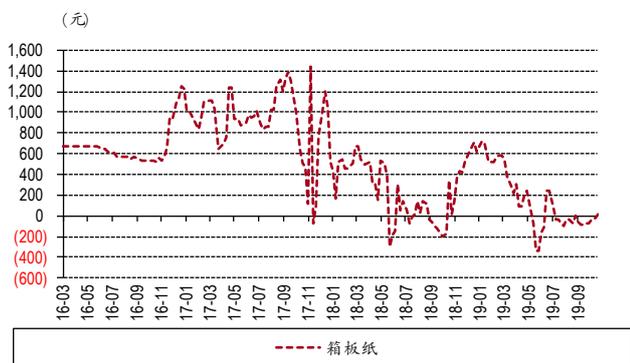
资料来源: 万得, 中银国际证券

图表 22. 漂针浆外盘价格走势



资料来源: 万得, 中银国际证券

图表 23. 箱板纸行业平均吨毛利走势



资料来源: 万得, 中银国际证券

图表 24. 双胶纸行业平均吨毛利走势



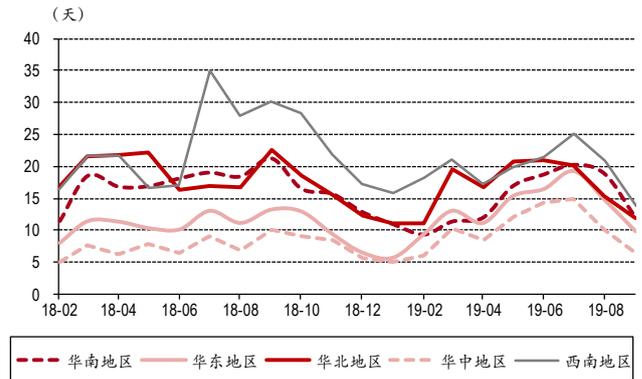
资料来源: 万得, 中银国际证券

图表 25. 铜版纸行业平均吨毛利走势



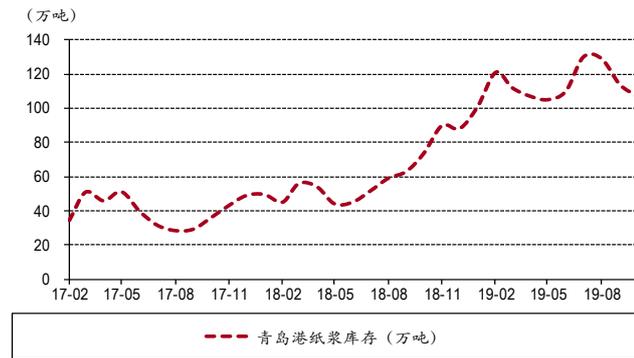
资料来源: 万得, 中银国际证券

图表 26. 瓦楞箱板纸企业库存天数



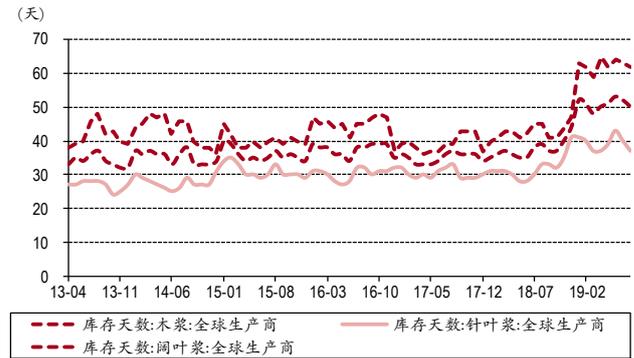
资料来源: 万得, 中银国际证券

图表 27. 木浆港口库存天数



资料来源: 卓创资讯, 中银国际证券

图表 28. 全球木浆生产商库存天数



资料来源: ppcc, 中银国际证券

图表 29. 造纸行业 19Q3 经营状况

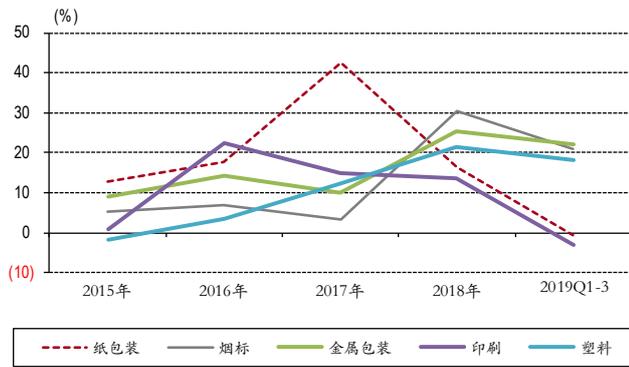
证券代码	证券简称	总市值(亿元)	营收 YOY(19Q1-3)	归母净利润 YOY(19Q1-3)	营收 YOY(19Q3)	归母净利润 YOY(19Q3)	销售毛利率 (19Q1-3)	销售毛利率 (19Q3)
002078.SZ	太阳纸业	214.6	1.8	(17.6)	(0.2)	4.4	21.1	23.8
002511.SZ	中顺洁柔	170.8	18.1	40.0	10.2	44.2	38.3	41.4
600567.SH	山鹰纸业	145.3	(4.5)	(42.8)	(0.3)	(34.6)	19.3	17.4
000488.SZ	晨鸣纸业	117.3	(6.3)	(57.0)	9.1	(19.9)	27.1	27.5
603733.SH	仙鹤股份	88.9	12.6	7.1	14.4	81.5	17.0	20.9
600966.SH	博汇纸业	65.1	1.4	(73.1)	20.0	(94.5)	13.4	11.2
600963.SH	岳阳林纸	60.0	(1.9)	(66.3)	10.9	89.1	16.5	19.8
002235.SZ	安妮股份	59.8	(39.5)	30.1	(33.0)	(177.9)	28.8	20.8
600308.SH	华泰股份	50.9	(9.7)	(25.7)	(5.5)	(24.8)	13.0	14.8
000815.SZ	美利云	49.9	(5.8)	(41.9)	(6.5)	111.7	10.8	14.5
600103.SH	青山纸业	47.0	(13.9)	(34.1)	(18.0)	(54.3)	19.6	18.4
600069.SH	银鸽投资	46.0	(26.7)	(1367.8)	(34.3)	(1091.8)	1.7	5.5
600433.SH	冠豪高新	40.9	2.0	6.2	(10.2)	1.3	21.4	27.7
002067.SZ	景兴纸业	34.0	(12.2)	(57.6)	(18.5)	(79.3)	10.0	10.3
603863.SH	松场资源	32.5	(1.3)	(13.2)	(8.2)	(25.2)	22.6	21.3
603165.SH	荣晟环保	30.6	(15.2)	31.8	(25.5)	242.5	16.0	17.7
002521.SZ	齐峰新材	29.1	(12.2)	74.9	(16.5)	317.3	13.3	15.6
002012.SZ	凯恩股份	25.1	2.2	107.6	4.0	171.6	23.7	24.0
600356.SH	恒丰纸业	23.8	10.4	42.7	8.5	47.5	24.9	28.1
600793.SH	宜宾纸业	23.6	4.7	(95.8)	30.3	(7.9)	9.0	12.1
600235.SH	民丰特纸	16.4	(6.9)	(65.0)	(5.3)	(16.6)	14.3	16.8

资料来源: 万得, 中银国际证券

## 印刷包装：龙头多元化业务保障成长，关注行业格局变化

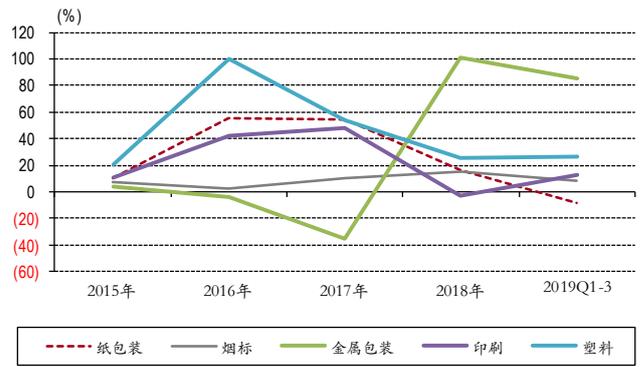
印刷包装 19 年前三季度实现营收 707 亿，同比增长 4.3%，净利润 57 亿，同比 5.5% 的增长，其中 19Q3 营业收入同比增加 5.1%，净利润同比增加 8.5%，环比均回正。分品类来看，受需求和价格制约，纸包装收入环比继续放缓，金属包装在企业并购下环比有所加快。盈利方面，金属包装有一定回升趋势，纸包装龙头企业稳中有升，烟标平均毛利率整体呈现下滑趋势。值得一提的是，纸包装龙头裕同科技和烟标龙头劲嘉股份，凭借在烟酒、社会包装领域的广泛布局，Q3 营收实现了稳健增长，环比加速。

图表 30. 印刷包装各分类营收增长状况



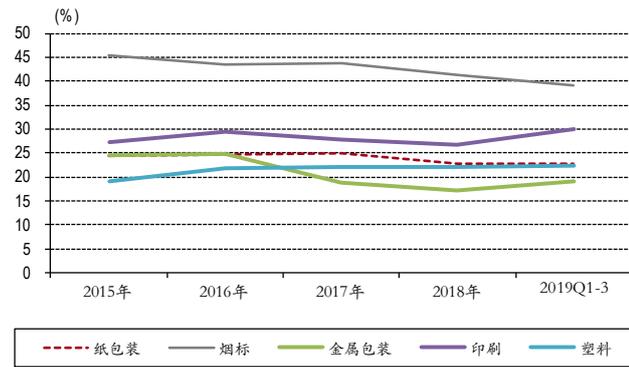
资料来源：万得，中银国际证券

图表 31. 印刷包装各分类净利润增长状况



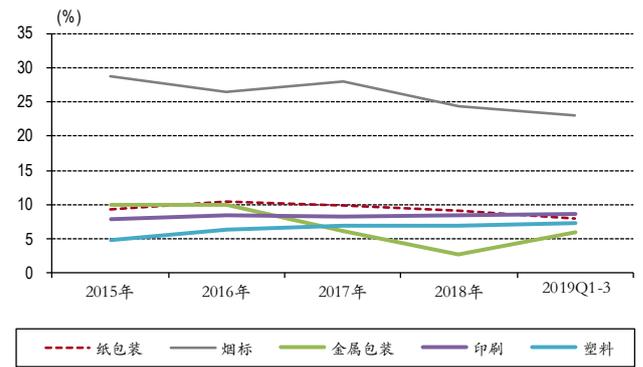
资料来源：万得，中银国际证券

图表 32. 印刷包装各分类毛利率变动状况



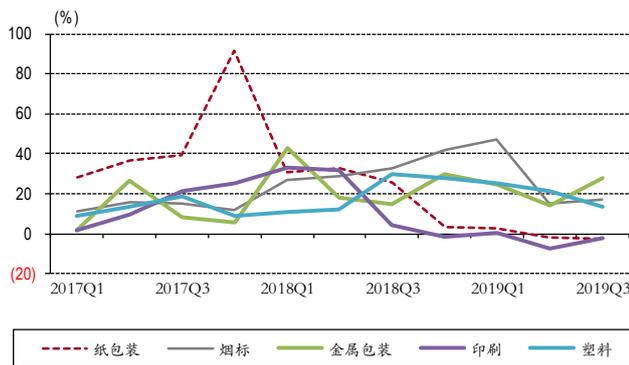
资料来源：万得，中银国际证券

图表 33. 印刷包装各分类净利率变动状况



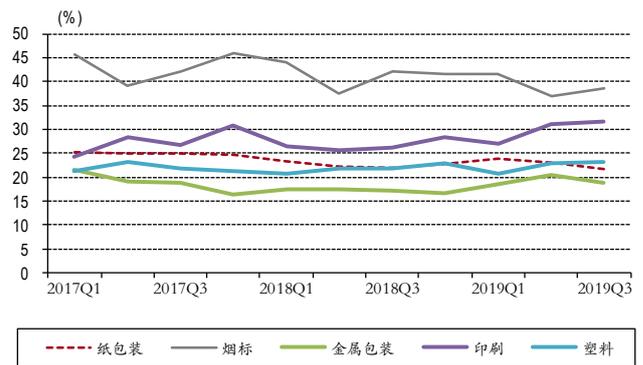
资料来源：万得，中银国际证券

图表 34. 印刷包装各分类单季度营收增速变动状况



资料来源：万得，中银国际证券

图表 35. 印刷包装各分类单季度毛利率变动状况



资料来源：万得，中银国际证券

图表 36. 包装印刷行业 19Q3 经营状况

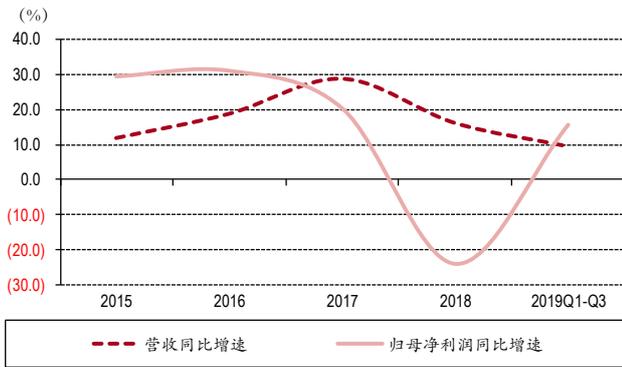
证券代码	证券简称	总市值(亿元)	营收 YOY(19Q1-3)	归母净利润 YOY(19Q1-3)	营收 YOY(19Q3)	归母净利润 YOY(19Q3)
002831.SZ	裕同科技	208.3	16.3	12.1	22.8	13.0
002191.SZ	劲嘉股份	151.0	21.3	23.4	32.8	24.8
002701.SZ	奥瑞金	100.8	3.3	(2.2)	4.6	(16.6)
002303.SZ	美盈森	99.2	2.3	3.1	1.1	15.5
603429.SH	集友股份	91.7	42.9	33.2	16.4	13.8
601515.SH	东风股份	89.8	0.8	0.6	0.2	1.0
002565.SZ	顺灏股份	72.9	(11.3)	15.0	(25.2)	(22.3)
002951.SZ	金时科技	71.4	(14.6)	(8.7)	9.9	39.9
002117.SZ	东港股份	70.1	0.1	5.2	(3.3)	0.2
603687.SH	大胜达	60.3	(1.4)	(6.0)	(6.5)	(31.7)
600210.SH	紫江企业	56.6	(1.8)	3.8	(2.5)	36.6
002243.SZ	通产丽星	54.1	11.3	69.1	13.9	100.4
002585.SZ	双星新材	53.8	14.4	(49.1)	5.5	(49.4)
002522.SZ	浙江众成	53.4	16.0	78.5	13.4	77.1
002803.SZ	吉宏股份	50.5	33.6	76.3	16.4	66.3
002228.SZ	合兴包装	48.2	(9.7)	6.6	(16.0)	(2.0)
002752.SZ	昇兴股份	46.2	14.6	25.0	34.7	425.4
600076.SH	康欣新材	43.7	(17.8)	(4.1)	(23.1)	(5.3)
601968.SH	宝钢包装	43.3	6.6	157.3	14.7	78.6
002014.SZ	永新股份	41.1	11.9	23.9	15.2	36.3
300057.SZ	万顺新材	39.8	3.2	18.0	2.4	24.0
000659.SZ	珠海中富	36.3	(6.7)	(139.5)	(10.4)	(58.0)
002229.SZ	鸿博股份	31.8	(11.9)	24.8	(4.6)	(16.0)
603022.SH	新通联	30.8	1.6	(19.6)	6.3	(6.5)
603058.SH	永吉股份	30.4	4.0	(2.4)	47.8	87.7
002799.SZ	环球印务	29.4	130.2	177.4	237.2	518.8
600836.SH	界龙实业	26.8	(21.7)	(1227.6)	(3.0)	(345.9)
002735.SZ	王子新材	25.9	50.9	8.0	27.9	9.4
000812.SZ	陕西金叶	25.4	2.6	2.0	27.6	7078.3
002846.SZ	英联股份	24.6	64.3	162.5	57.8	103.4
603607.SH	京华激光	24.5	13.4	5.5	12.2	9.8
002599.SZ	盛通股份	22.8	2.4	8.8	2.1	42.6
603499.SH	翔港科技	21.4	(12.9)	(45.2)	(24.8)	(115.1)
002787.SZ	华源控股	20.6	22.2	(21.5)	6.4	12.7
002836.SZ	新宏泽	20.1	71.1	6.3	(5.5)	(56.2)
300501.SZ	海顺新材	19.3	28.3	0.3	30.9	34.3
000695.SZ	滨海能源	17.1	(61.3)	(82.4)	(41.6)	(92.8)

资料来源：万得，中银国际证券

## 家具：零售竞争加剧，大宗能力成关键，静待竣工复苏

家具行业 2019Q1-Q3 实现营收增速 9.5%，较 2018 年明显下滑，其中 19Q3 实现营收增速 8.0%，同比 18Q3 (YoY+15.3%) 有明显下降，环比 19Q2 略升 (+0.3%)；盈利能力方面，毛利率 2019Q1-Q3 为 35.3%，19Q3 为 35.7%，净利率 2019Q1-Q3 为 8.7%，19Q3 为 9.4%，排除 2018 年 Q4 部分公司计提大额商誉减值准备等致亏损导致的异常，相较于 17 年之前毛利率保持稳定，净利率有下降趋势。地产表现上，竣工复苏逻辑得以验证，住宅当月竣工面积增速于 9 月由负转正 (YoY+1.1%)，住宅当月销售面积增速于 7 月由负转正 (YoY+3.4%)，并且得以持续，将对于 Q4 家居行业景气度起到一定支撑。

图表 37. 家具行业营收和净利润增速变动情况



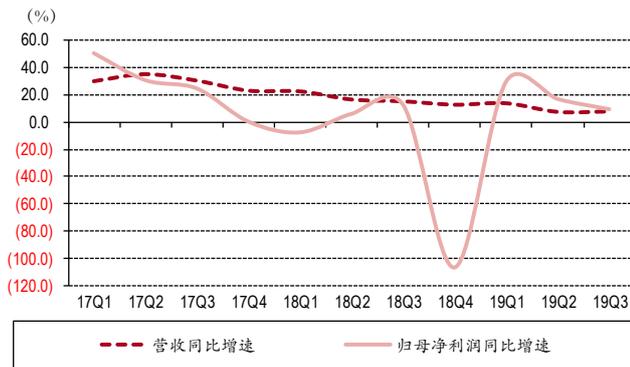
资料来源：万得，中银国际证券

图表 38. 家具行业盈利能力变动情况



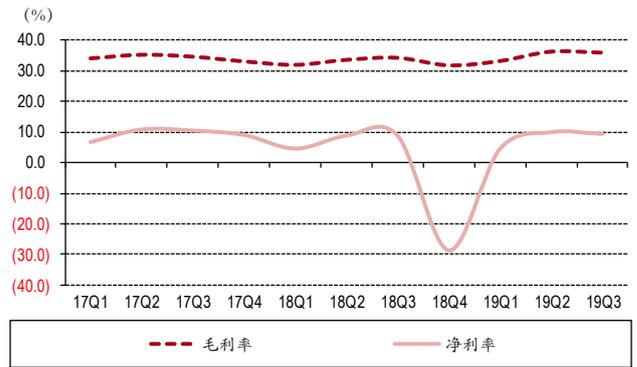
资料来源：万得，中银国际证券

图表 39. 家具行业单季度营收和净利润增速变动情况



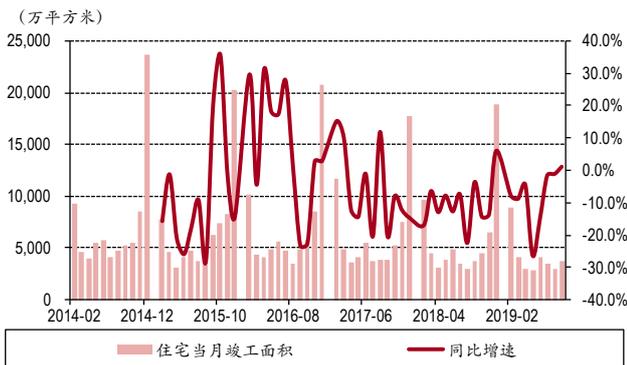
资料来源：万得，中银国际证券

图表 40. 家具行业单季度盈利能力变动情况



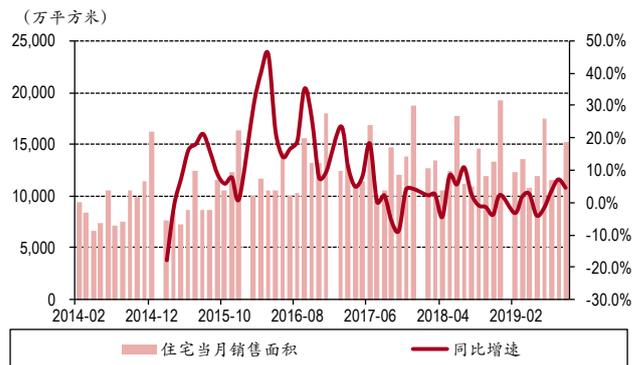
资料来源：万得，中银国际证券

图表 41. 地产竣工面积同比增速有所回升



资料来源：万得，中银国际证券

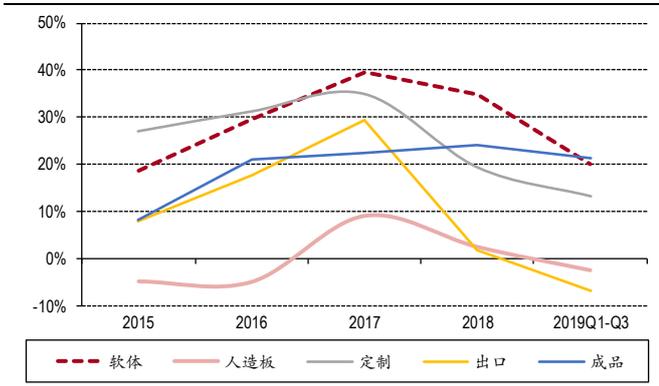
图表 42. 地产销售面积同比企稳



资料来源：万得，中银国际证券

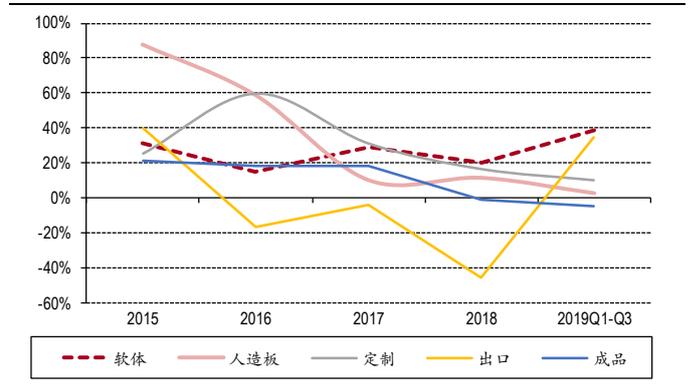
分品类看，受中美贸易摩擦、地产紧缩影响，前三季度各品类营收增速相比2018年皆呈下滑趋势，出口型企业营收持续大幅下行；单季度来看，软体家具、定制家具19Q3营收增速环比19Q2有不同程度的提升，分别由18.9%、13.8%到19.8%、14.7%，呈现一定复苏迹象，这一方面由于行业于18年下半年明显放缓，基数变低，另一方面地产竣工的逐步复苏也提供了一定支撑。

图表 43. 家具各分类营收增长状况



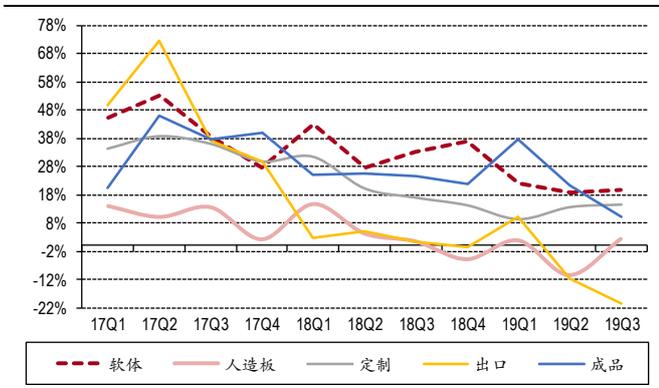
资料来源：万得，中银国际证券

图表 44. 家具各分类归母净利润增长状况



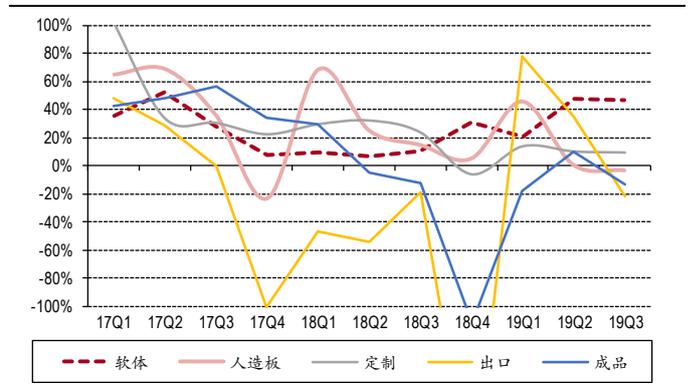
资料来源：万得，中银国际证券（注：已剔除部分资产重组等导致的异常数据）

图表 45. 家具各分类单季度营收增长状况



资料来源：万得，中银国际证券

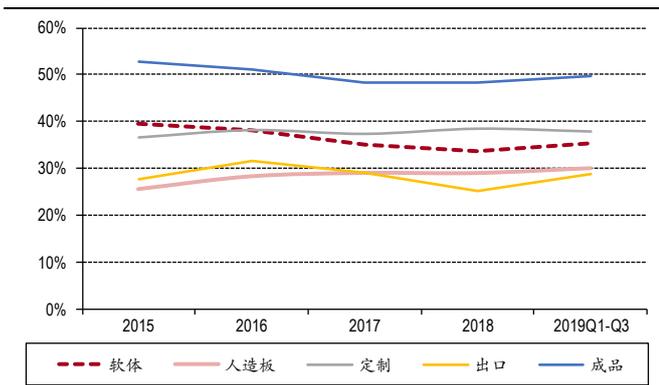
图表 46. 家具各分类单季度归母净利润增长状况



资料来源：万得，中银国际证券（注：已剔除部分资产重组等导致的异常数据）

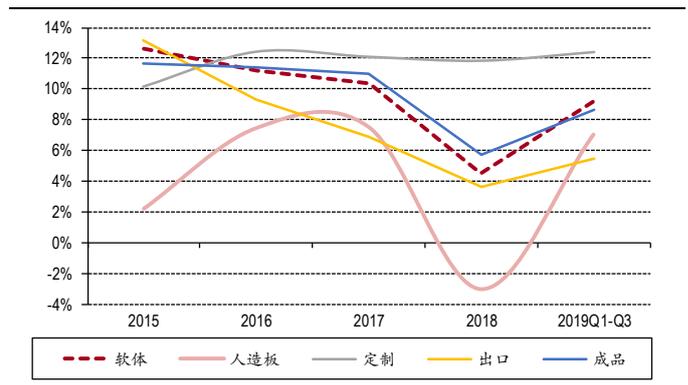
盈利能力方面，受益于原材料价格下降，软体家居前三季度毛利率同比略有提升，定制、成品家居整体保持稳健。单季度来看，软体家具、人造板、出口企业受原材料价格下降、人民币贬值等影响，19Q3毛利率同比分别提升1.1%、1.4%、3.7%，而定制家具19Q3环比、同比皆下降1.1%。

图表 47. 家具各分类毛利率状况



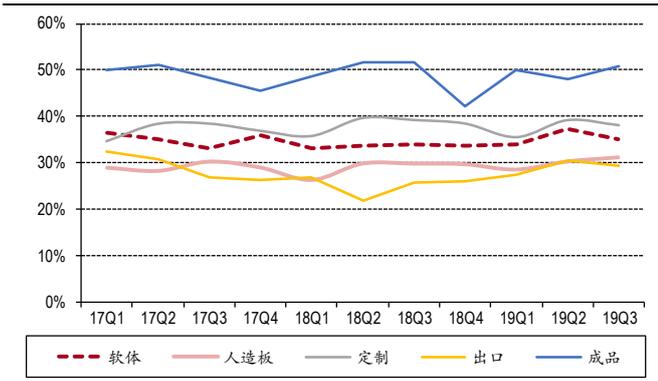
资料来源：万得，中银国际证券

图表 48. 家具各分类归母净利率状况



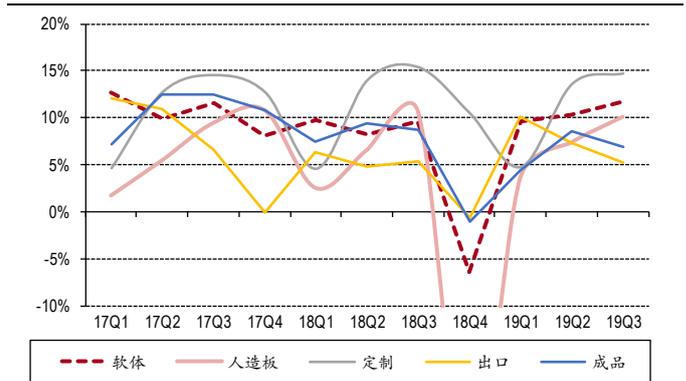
资料来源：万得，中银国际证券

图表 49.家具各分类单季度毛利率状况



资料来源: 万得, 中银国际证券

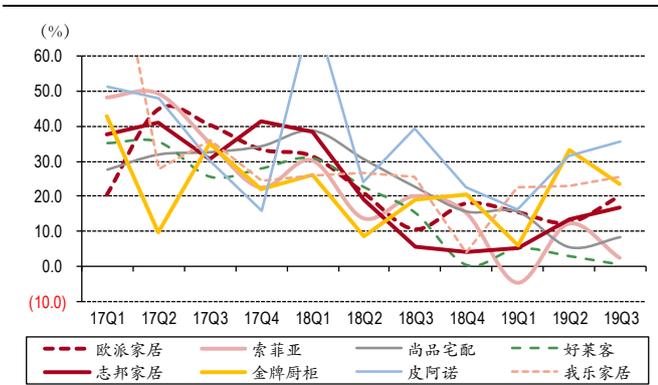
图表 50.家具各分类单季度归母净利率状况



资料来源: 万得, 中银国际证券

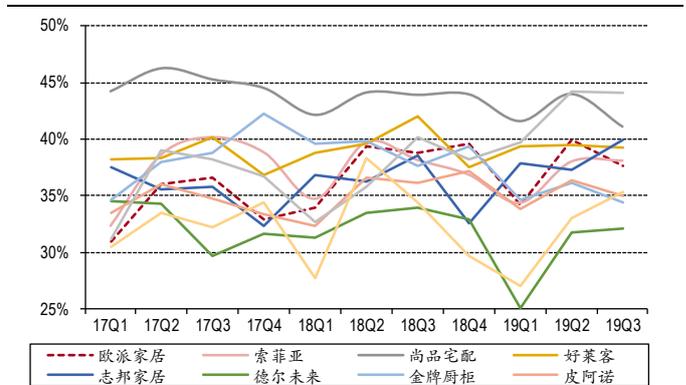
聚焦定制家具板块, 欧派、志邦、金牌 19Q3 单季度营收增速分别为 20.1%、16.9%、23.5%, 同比 18Q3 分别提升 9.4%、11.4%、4.4%, 另外 5 家企业 19Q3 营收增速较去年同期下降, 我们认为主因这三家皆是主营橱柜拓展全屋定制的企业, 一方面占比更小的衣柜业务尚有拓展空间, 另一方面其橱柜业务具备更强的制造业交付能力, 在精装渗透率提升的当下, 在对头部房企供应商竞争中存在优势, 大宗业务快速增长保证了成长性。

图表 51.定制家具单季度营收同比增速变化



资料来源: 万得, 中银国际证券

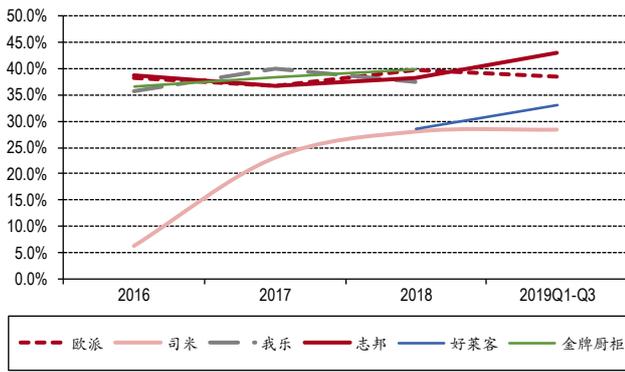
图表 52.定制家具单季度毛利率变化



资料来源: 万得, 中银国际证券

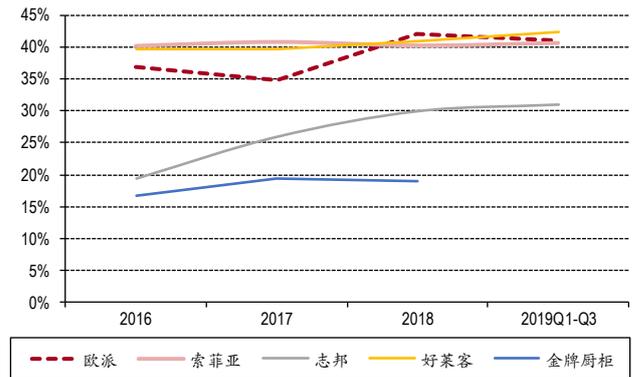
各公司橱柜业务除司米、好莱客因规模效应扩大毛利率有所提升, 志邦因大宗业务统计口径变化毛利率不可同比, 欧派毛利率较 2018 年略降。各公司衣柜业务毛利率基本维稳, 其中, 志邦、好莱客同比与环比 2018 年有所提升, 欧派同比提升 0.9%, 索菲亚环比提升 0.3%。因此整体上定制家具企业毛利率仍然保持稳健, 但值得警惕的是, 在地产低景气下行业竞争加剧, 龙头公司开始更大力度补贴经销商, 欧派家居的毛利率环比开始下降, 当前行业处于 40%左右的毛利率, 龙头厂商的降价补贴行为为将可能对行业产生影响。

图表 53. 橱柜毛利率变化



资料来源: 万得, 中银国际证券

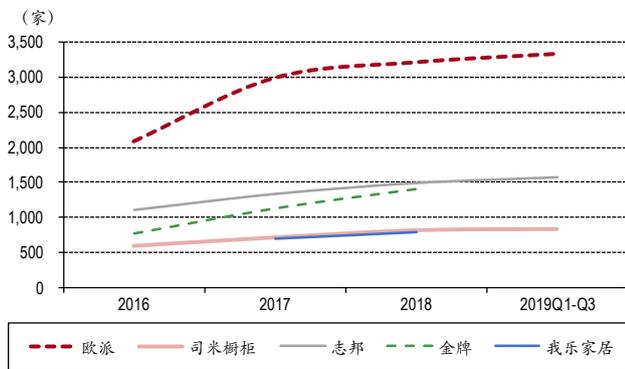
图表 54. 衣柜毛利率变化



资料来源: 万得, 中银国际证券

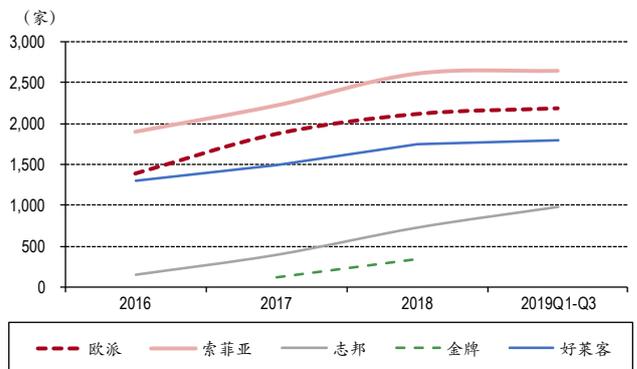
2019 年前三季度, 各企业橱柜、衣柜店面数仍在增加, 但速度有所放缓, 仅部分公司的大家居店在加速开店, **19Q3 单季部分企业净增店面数为负, 如欧派的橱柜、衣柜店分别-9、-58, 索菲亚衣柜店(不含大家居融合店)-19, 好莱客-20。**19Q1-Q3 橱柜、衣柜店单店提货额除渠道优质的欧派略有上升, 跨品类品牌如司米橱柜、志邦衣柜有所增加, 其余或维稳或略降。

图表 55. 橱柜店面数变化



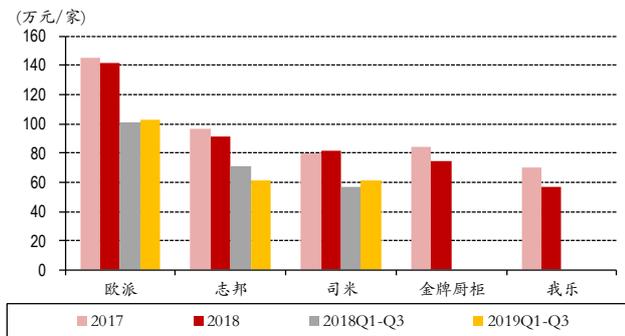
资料来源: 万得, 中银国际证券

图表 56. 衣柜店面数变化



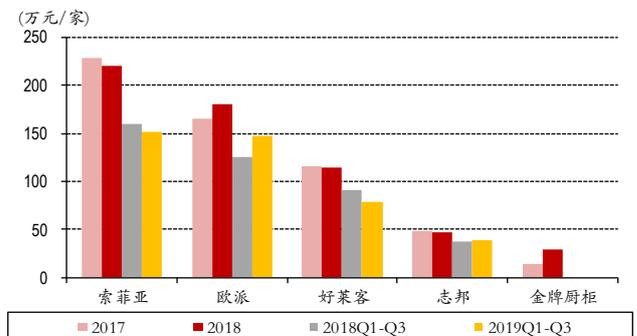
资料来源: 万得, 中银国际证券

图表 57. 橱柜单店提货额对比



资料来源: 万得, 中银国际证券

图表 58. 衣柜单店提货额对比



资料来源: 万得, 中银国际证券

图表 59.家具行业 19Q3 经营状况

证券代码	证券简称	总市值(亿元)	营收 YOY(19Q1-Q3)	归母净利润 YOY(19 Q1-Q3)	营收 YOY(19Q3)	归母净利润 YOY(19Q3)
603833.SH	欧派家居	452.5	16.3	14.8	20.1	14.7
603816.SH	顾家家居	218.6	21.6	16.8	17.9	18.3
002572.SZ	索菲亚	155.9	4.0	4.1	2.4	1.9
300616.SZ	尚品宅配	143.7	9.0	14.5	8.4	1.4
600337.SH	美克家居	72.8	5.2	5.1	1.7	5.2
600978.SH	宜华生活	47.7	(30.9)	(74.5)	(44.9)	(97.3)
000910.SZ	大亚圣象	62.3	0.1	5.8	4.2	3.2
603898.SH	好莱客	43.6	2.5	(14.8)	0.6	(10.5)
603848.SH	好太太	56.8	(4.8)	(5.8)	(14.9)	(16.1)
002240.SZ	威华股份	38.0	(7.6)	(35.6)	(10.9)	(70.8)
002489.SZ	浙江永强	76.8	15.6	418.2	(14.1)	101.5
603008.SH	喜临门	54.5	13.1	80.3	16.9	267.5
603801.SH	志邦家居	43.7	12.9	14.5	16.9	13.1
002631.SZ	德尔未来	48.2	3.4	(29.0)	2.9	(35.6)
603180.SH	金牌厨柜	38.7	22.7	10.8	23.5	7.5
603818.SH	曲美家居	36.0	78.1	(15.7)	39.4	(65.7)
603313.SH	梦百合	54.5	25.4	135.9	28.9	52.2
603661.SH	恒林股份	40.1	16.1	70.3	14.9	29.2
603389.SH	亚振家居	17.0	(7.0)	(99.5)	5.5	(268.7)
002853.SZ	皮阿诺	27.1	29.7	21.2	35.6	20.2
000663.SZ	永安林业	17.2	(2.3)	45.2	35.7	64.6
603600.SH	永艺股份	35.6	4.4	93.8	6.3	98.1
603326.SH	我乐家居	29.3	24.1	47.0	25.6	12.2
603226.SH	菲林格尔	46.6	(8.8)	2.7	4.3	10.9
603208.SH	江山欧派	38.2	55.1	66.6	58.9	95.9
603709.SH	中源家居	20.3	20.5	(3.5)	17.8	(53.5)

资料来源: 万得, 中银国际证券

## 文娱用品：文具行业保持高景气

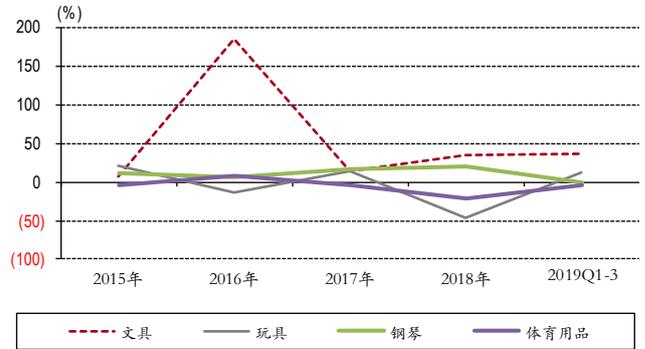
文娱用品行业整体表现较好，Q1-3 整体实现了 31.8% 的增长，相对于去年 26.6% 有所增加，单季度来看，Q3 相对于 Q2 有所提速，文具行业增长保持高增速，Q3 实现营收增长 35.2%，办公直采趋势下，晨光、齐心等文具龙头保持高速增长，钢琴增长平缓，但钢琴企业在艺术教育方面布局不断进行。毛利率方面，文具整体受集采扩大影响有所下降，钢琴有所回落。

图表 60. 文娱用品行业营收增长状况



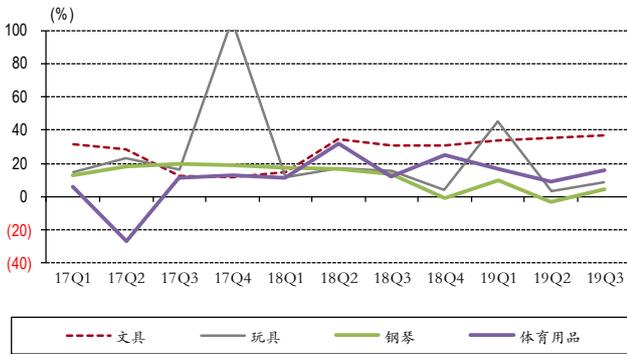
资料来源：万得，中银国际证券

图表 61. 文娱用品行业净利润增长状况



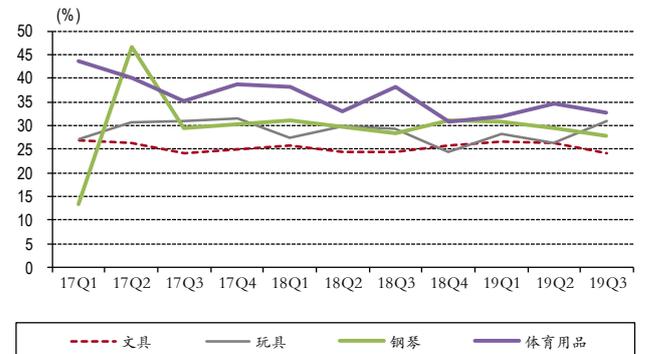
资料来源：万得，中银国际证券

图表 62. 文娱用品行业单季度营收增长状况



资料来源：万得，中银国际证券

图表 63. 文娱用品行业单季度毛利率状况



资料来源：万得，中银国际证券

图表 64. 文娱用品行 19Q3 经营状况

证券代码	证券简称	总市值(亿元)	营收 YOY(19Q1-3)	归母净利润 YOY(19Q1-3)	营收 YOY(19Q3)	归母净利润 YOY(19Q3)
603899.SH	晨光文具	461.8	29.8	28.4	33.0	32.2
002678.SZ	珠江钢琴	111.9	3.1	6.2	4.7	6.2
002301.SZ	齐心集团	95.1	58.0	31.0	58.1	48.6
002605.SZ	姚记科技	56.3	130.2	244.3	99.7	280.8
002575.SZ	群兴玩具	44.7	163.6	(448.7)	494.5	735.6
300651.SZ	金陵体育	35.3	20.6	0.8	26.1	(9.2)
002348.SZ	高乐股份	32.4	(10.1)	(41.8)	(9.1)	(13.5)
603398.SH	邦宝益智	32.2	56.0	99.7	19.8	33.7
300703.SZ	创源文化	20.8	17.8	48.3	18.5	34.8
300329.SZ	海伦钢琴	19.0	3.9	(6.8)	4.3	(1.1)
002862.SZ	实丰文化	16.4	1.2	(22.9)	14.2	1.9
002899.SZ	英派斯	16.4	5.3	(9.6)	5.9	(3.1)

资料来源：万得，中银国际证券

## 其他家用轻工：精装房供应商增长加速

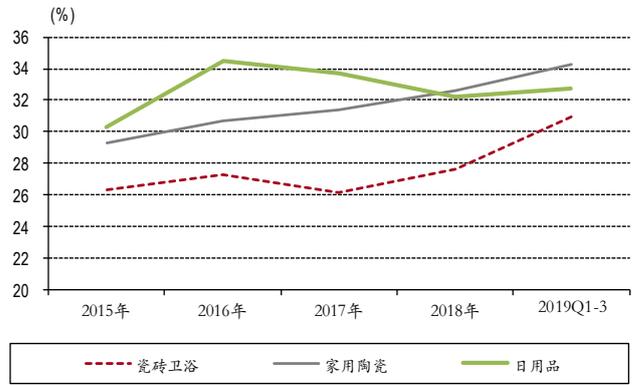
其他家用轻工行业整体表现一般，Q1-3 整体实现了 8.1% 的增长，相对于去年 32.9% 明显下降，主要与部分企业并购和出口下滑有关。其中的建筑卫浴产业表现较好，Q1/Q2/Q3 分别实现营收增速 15.7%/18.3%/19.4%，帝欧家居是多家头部房企的瓷砖供应商，海鸥住工、惠达卫浴的整装卫浴也在逐步与地产商对接，由于工程业务的规模效应，其平均毛利率在过去两年里也呈现了逐步走高的趋势。

图表 65. 其他家用轻工行业营收增长状况



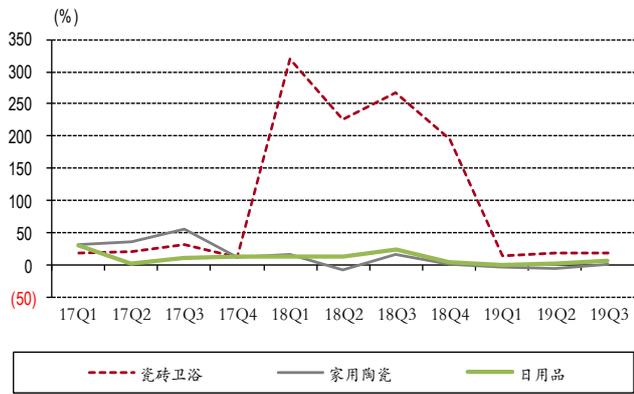
资料来源：万得，中银国际证券

图表 66. 其他家用轻工行业净利润增长状况



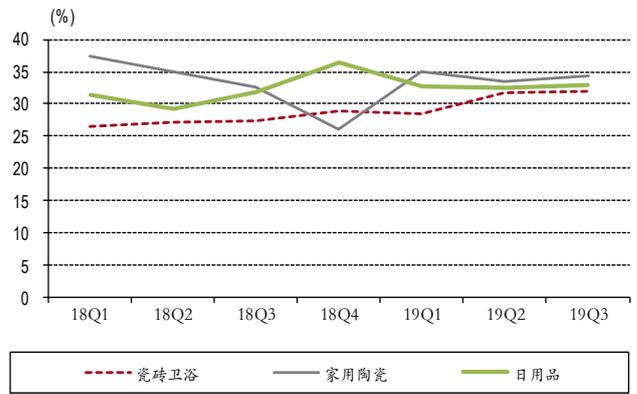
资料来源：万得，中银国际证券

图表 67. 其他家用行业单季度营收增长状况



资料来源：万得，中银国际证券

图表 68. 其他家用行业单季度毛利率状况



资料来源：万得，中银国际证券

图表 69.其他家用轻工行 19Q3 经营状况

证券代码	证券简称	总市值(亿元)	营收 YOY(19Q1-3)	归母净利润 YOY(19Q1-3)	营收 YOY(19Q3)	归母净利润 YOY(19Q3)
002798.SZ	帝欧家居	90.9	29.5	57.2	28.4	69.6
603992.SH	松霖科技	81.1	(4.4)	0.3	4.7	(28.0)
600439.SH	瑞贝卡	38.3	(3.1)	(0.4)	(0.6)	5.7
002084.SZ	海鸥住工	35.3	16.3	211.9	21.1	1086.1
600135.SH	乐凯胶片	35.2	(4.4)	23.2	(3.2)	115.2
603385.SH	惠达卫浴	35.0	7.6	13.2	8.6	2.7
002790.SZ	瑞尔特	28.0	12.4	12.6	1.6	(15.1)
603021.SH	山东华鹏	26.2	(3.3)	(717.9)	3.3	(1333.3)
603059.SH	倍加洁	25.7	11.8	13.3	10.4	3.1
002615.SZ	哈尔斯	23.2	0.5	10.8	5.2	15.4
600735.SH	新华锦	21.9	6.7	18.3	21.8	14.0
603838.SH	四通股份	21.9	(4.4)	(3.1)	1.6	46.2
002571.SZ	德力股份	20.1	6.4	205.1	16.2	244.0
300729.SZ	乐歌股份	20.0	3.3	(10.9)	0.9	15.1
603268.SH	松发股份	19.6	0.2	(18.0)	0.6	5.5
300640.SZ	德艺文创	18.0	13.4	50.9	17.1	28.9

资料来源: 万得, 中银国际证券



## 风险提示

废纸政策变动、房地产调控持续升级、家具市场竞争加剧。

附录图表 70. 报告中提及上市公司估值表

公司代码	公司简称	评级	股价 (元)	市值 (亿元)	每股收益(元/股)		市盈率(x)		最新每股净资产 (元/股)
					2018A	2019E	2018A	2019E	
<b>造纸</b>									
000488.SZ	晨鸣纸业	未有评级	4.88	117	0.86	0.59	5.6	8.2	5.86
002511.SZ	中顺洁柔	买入	13.05	171	0.31	0.46	42.0	28.4	2.93
002078.SZ	太阳纸业	买入	8.28	215	0.86	0.84	9.6	9.9	5.29
600567.SH	山鹰纸业	未有评级	3.17	145	0.70	0.41	4.5	7.8	3.03
<b>包装印刷</b>									
002701.SZ	奥瑞金	未有评级	4.28	101	0.10	0.34	44.7	12.6	2.47
002014.SZ	永新股份	未有评级	8.16	41	0.45	0.53	18.2	15.5	3.52
002228.SZ	合兴包装	增持	4.12	48	0.20	0.23	20.7	17.9	2.45
601515.SH	东风股份	未有评级	6.73	90	0.56	0.58	12.0	11.6	3.07
002191.SZ	劲嘉股份	增持	10.31	151	0.50	0.60	20.8	17.1	4.58
603429.SH	集友股份	未有评级	34.47	92	0.43	0.78	79.5	44.3	4.03
002303.SZ	美盈森	未有评级	6.48	99	0.26	0.27	24.7	24.0	3.27
300057.SZ	万顺新材	未有评级	5.97	40	NA	NA	NA	NA	4.96
002229.SZ	鸿博股份	未有评级	6.38	32	0.01	0.00	618.2	NA	3.35
002599.SZ	盛通股份	未有评级	4.15	23	0.23	0.28	18.3	15.1	3.07
002831.SZ	裕同科技	未有评级	23.75	208	1.08	1.24	22.0	19.1	6.84
002117.SZ	东港股份	未有评级	12.84	70	0.47	0.54	27.3	23.9	2.89
<b>家具</b>									
603008.SH	喜临门	未有评级	15.14	60	-1.11	1.02	(13.6)	14.9	6.54
002572.SZ	索菲亚	买入	17.24	157	1.05	1.16	16.4	14.9	5.57
000910.SZ	大亚圣象	未有评级	11.68	65	1.31	1.42	8.9	8.2	8.55
600337.SH	美克家居	未有评级	4.05	72	0.25	0.28	15.9	14.3	2.55
600978.SH	宜华生活	未有评级	3.19	47	0.26	0.00	12.2	NA	5.75
603818.SH	曲美家居	增持	7.39	36	-0.12	0.44	(61.2)	16.7	3.07
603898.SH	好莱客	未有评级	14.10	44	1.23	1.26	11.4	11.2	7.82
002853.SZ	皮阿诺	未有评级	17.91	28	0.91	1.17	19.6	15.3	7.23
300616.SZ	尚品宅配	买入	71.95	143	2.40	2.90	30.0	24.8	16.71
603208.SH	江山欧派	未有评级	51.50	42	1.89	2.58	27.3	19.9	15.23
603313.SH	梦百合	买入	17.10	55	0.58	1.13	29.6	15.1	6.22
603180.SH	金牌厨柜	未有评级	59.02	40	3.13	3.63	18.9	16.3	15.53
603801.SH	志邦家居	买入	19.96	45	1.22	1.42	16.3	14.1	8.21
603326.SH	我乐家居	未有评级	13.14	30	0.45	0.59	29.2	22.4	3.96
603816.SH	顾家家居	买入	36.48	220	1.64	1.91	22.2	19.1	8.48
603833.SH	欧派家居	买入	111.81	470	3.74	4.32	29.9	25.9	20.87
002798.SZ	帝欧家居	买入	23.60	91	0.99	1.50	23.9	15.7	9.04
<b>文教娱乐</b>									
300329.SZ	海伦钢琴	未有评级	7.49	19	0.21	0.28	34.8	26.4	3.72
002094.SZ	青岛金王	未有评级	5.07	35	0.15	0.43	33.5	11.9	4.60
603899.SH	晨光文具	买入	50.20	462	0.88	1.12	57.2	44.6	4.28
002925.SZ	盈趣科技	买入	39.90	183	1.78	2.04	22.5	19.6	8.35

资料来源: 万得, 中银国际证券

注: 股价截止日 2019 年 11 月 4 日, 未有评级公司盈利预测来自万得一致预期

## 披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券股份有限公司同时声明，将通过公司网站披露本公司授权公众媒体及其他机构刊载或者转发证券研究报告有关情况。如有投资者于未经授权的公众媒体看到或从其他机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券股份有限公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

## 评级体系说明

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

### 公司投资评级：

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

### 行业投资评级：

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

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

## 风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券股份有限公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券股份有限公司的机构客户；2) 中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券股份有限公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券股份有限公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券股份有限公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人士，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券股份有限公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券股份有限公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券股份有限公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券股份有限公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券股份有限公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

## 中银国际证券股份有限公司

中国上海浦东  
银城中路 200 号  
中银大厦 39 楼  
邮编 200121  
电话: (8621) 6860 4866  
传真: (8621) 5888 3554

## 相关关联机构:

### 中银国际研究有限公司

香港花园道一号  
中银大厦二十楼  
电话: (852) 3988 6333  
致电香港免费电话:  
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065  
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065  
新加坡客户请拨打: 800 852 3392  
传真: (852) 2147 9513

### 中银国际证券有限公司

香港花园道一号  
中银大厦二十楼  
电话: (852) 3988 6333  
传真: (852) 2147 9513

### 中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区  
西单北大街 110 号 8 层  
邮编: 100032  
电话: (8610) 8326 2000  
传真: (8610) 8326 2291

### 中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury  
London EC2R 7DB  
United Kingdom  
电话: (4420) 3651 8888  
传真: (4420) 3651 8877

### 中银国际(美国)有限公司

美国纽约市美国大道 1045 号  
7 Bryant Park 15 楼  
NY 10018  
电话: (1) 212 259 0888  
传真: (1) 212 259 0889

### 中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z  
新加坡百得利路四号  
中国银行大厦四楼(049908)  
电话: (65) 6692 6829 / 6534 5587  
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371