

家具行业规模承压明显但利润略有改善，行业集中度提升放缓

——11月行业动态报告

核心观点

● 最新观点

1) 总量观点：18年世界家具总产值4600亿美元，近10年CAGR 3.70%，中美两国分别贡献1060/782亿美元，合计占全球40%。虽然产值位列前二，但中美在全球中的定位截然不同。18年中国以542/509亿美元的出口额/净进口额维持第一大出口国及净出口国，而美国以267/219亿美元的进口额/净进口额维持第一大进口国和净进口国。同时，高端设备与家具品牌均集中于欧美等国。尽管产值世界第一，但中国在全球家具市场中依旧扮演中低端家具制造工厂的身份，未来家具产业亟需转型升级。

2) 结构观点：纵观中美两国市场，深耕家具单品市场的企业在多寡头或寡头格局尚未成型前仍能享受较为可观的增长，但后续增长天花板明显，长期来看难以成为家具行业的龙头企业。而对于追求打造产品矩阵与自建渠道的企业，尽管在单品市场中面临家具单品龙头企业的竞争难以跻身龙头之列，但是通过积极拓宽产品矩阵与拓展渠道的方式为消费者提供一站式采购与购买的体验能够实现企业规模与业绩的不断提升，借助拓展新的市场突破发展瓶颈，借助自建渠道树立品牌，最终成为家具行业乃至家居领域内的龙头企业。

3) 行业发展态势：从集中度出发，相较海外成熟家具市场，我国无论从整体还是细分市场的行业集中度皆与海外差距明显，未来提升空间巨大。目前行业的特点：细分单品市场中的领先企业尚未形成绝对优势，市场格局尚未定型；整体市场，龙头企业对大家居业务的布局已初见成效，领先优势不断扩大。

4) 家具行业的未来：首先，龙头企业在保证优势产品处于领先位置的同时，积极搭建品牌的产品矩阵，借助大家居业务与现有业务间的融合实现品牌知名度的提升，从而支撑企业规模与业绩不断提升。其次，家具企业还可借助日益强大的品牌力迫使资质较差的品牌制造商退出市场，提升行业集中度，巩固自身领先优势，同时借助品牌影响力还可以降低对经销商体系的依赖程度，提升对下游的议价能力，扩大利润空间。

● 投资建议

结合当下内需不振、外需不稳的时代背景，我们推荐关注能够规避贸易战且依靠中国内需市场改善的家具龙头企业，包括：欧派家居(603833.SH)、索菲亚(002572.SZ)、美凯龙(601828.SH)；与此同时，我们建议关注外贸市场占比比较高的软体家具龙头企业，顾家家居(603816.SH)。

● 核心组合

证券代码	证券简称	月涨幅(%)	市盈率 PE(TTM)	市值(亿元)
601828.SH	美凯龙	1.13	9	348.39
603833.SH	欧派家居	-7.88	24	427.31
002572.SZ	索菲亚	-1.04	16	156.56
603816.SH	顾家家居	11.46	21	238.14

资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理，截止2019年11月27日

● 风险提示

中美贸易战升级的风险；地产销售疲软的风险；产能过剩问题加剧的风险。

轻工行业

推荐 维持评级

分析师

李昂

☎：(8610) 83574538

✉：liang_zb@chinastock.com.cn

执业证书编号：S0130517040001

特此鸣谢：

甄唯莹

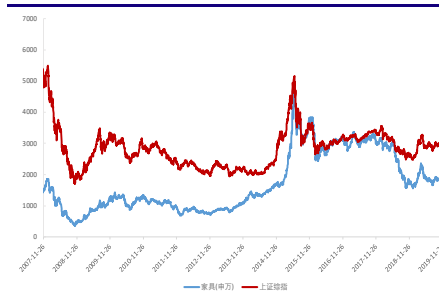
✉：zhenweixuan_yj@chinastock.com.cn

章鹏

✉：zhangpeng_yj@chinastock.com.cn

行业数据

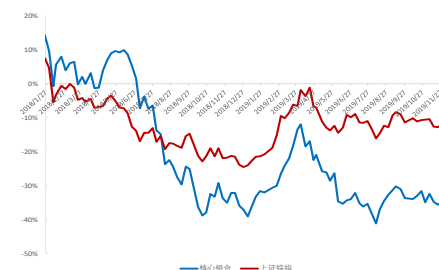
2019.11.27



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

核心组合表现

2019.11.27



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

相关研究

【中国银河研究院_李昂团队】行业动态报告_轻工行业_家具行业景气度持续承压，行业集中度有望进一步提升_20190923

【中国银河研究院_李昂团队】行业动态报告_轻工行业_造纸行业景气度二季度略有回升，纸浆价格回落缓解成本端压力_20190729

【中国银河研究院_李昂团队】行业洞察报告_轻工行业_造纸行业景气度缓慢抬升，去产能进入下半场_20190527

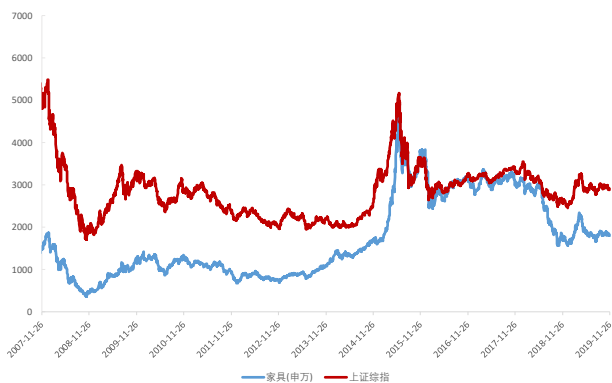
目 录

一、家具行业短期景气度依旧承压，集中度提升将支撑行业长期发展.....	4
（一）供给端：家具制造企业净增加趋势依旧，行业集中度提升遇阻	4
（二）需求端：房地产销售难言回暖，家具需求拐点尚未到来	5
（三）需求端：人均家具消费支出相较发达国家差距犹存，未来提升空间巨大	8
二、产品矩阵与产业链布局成就美国家具龙头，多渠道与多品类并举凸显国内家具企业竞争优势.....	9
（一）产品矩阵与产业链布局双轮驱动，培育行业龙头企业	9
（二）中国家具行业成长看点：竞争格局尚未定型，多渠道拓展初见成效	11
（三）行业财务分析：规模与业绩同比增速持续下行，资产结构逐步优化，净利率提升推动 ROE 上升.....	13
三、家具行业当前存在的问题及建议.....	16
四、家具行业在资本市场中的表现.....	17
（一）行业累计涨跌幅跑输全市场，估值指标处于偏低估的历史百分位	17
（二）市场情绪指标与风险指标：家具行业仍处于低配状态，静待拐点到来	17
五、投资建议	19
（一）配置建议	19
（二）十一月核心关注组合表现回顾	20
六、风险提示	21

行业导语

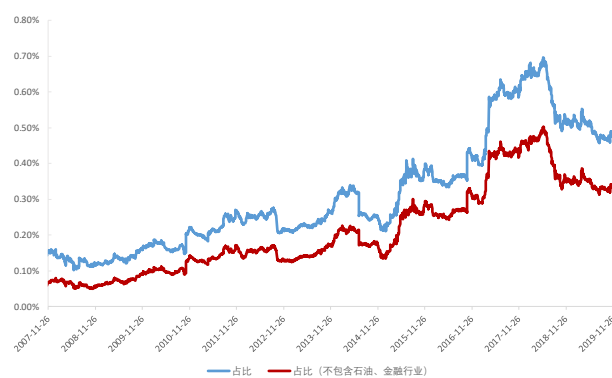
家具行业在国民经济行业分类（GB/T4754-2017）中，指用木材、金属、塑料、竹、藤等材料制作的，具有坐卧、凭倚、储藏、间隔等功能，可用于住宅、旅馆、办公室、学校、参观、亿元、剧场、公园、船舰、飞机、机动车等任何场所的家具的制造。根据材质不同，家具制造企业可以分为：木质家具、竹和藤制家具、金属家具、塑料家具和其他家具制造。上述品类中，木质家具制造企业总数与规模均位列首位，金属家具位列其后，二者合占我国 82.52% 的家具制造企业总数。按照申万行业分类，目前 A 股市场上市的家具制造类公司共有 28 家，主要涵盖了木质家具、其他家具以及部分家纺产品；与之对应，美股分类为“家具和固定装置”，涉及上市公司合计 18 家；全球市场中主要需要关注美国上市的 Herman Millers (MLHR.N)、Steelcase (SCS.N) 和 La-Z-Boy (LZB.N)。通过对比数据可以发现，中国目前家具行业公司占比全市场市值比重仅为 0.33%，扣除石油化工、金融行业高市值公司的影响之后占比为 0.48%。国内上市公司与海外龙头企业相比在市值与营收规模两个方面相比，在营收规模层面仍存在较大的差距，但从市值角度来看略超海外龙头企业。考虑到未来我国经济增速以及人均收入水平仍具有一定上升空间，家具行业龙头有望凭借拓宽产品矩阵与开拓多销售渠道形成的品牌影响力迫使经营不善与品牌力薄弱的企业退出行业，实现下游议价能力与行业集中度的双重提升。

图 1：家具指数与上证综指走势变化趋势



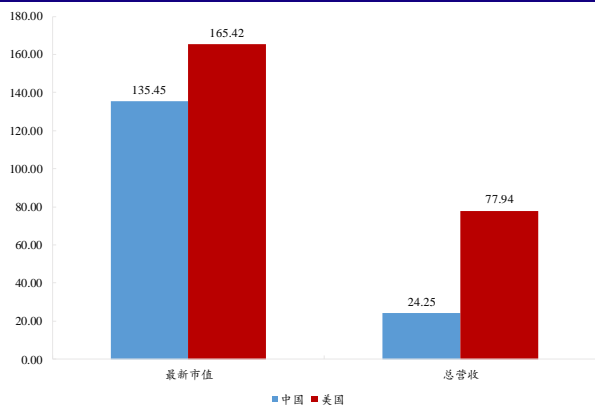
资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

图 2：家具上市公司占比市场总市值走势变化趋势



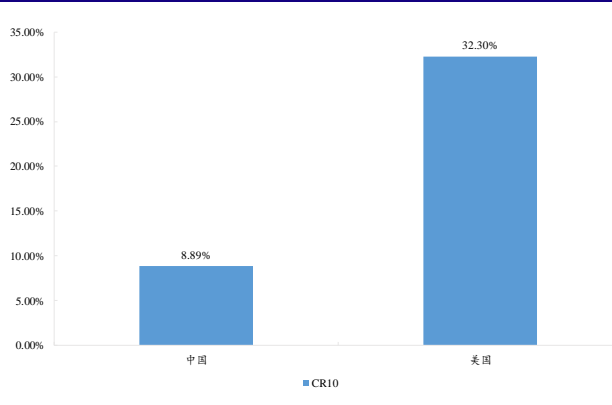
资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

图 3：中美家具行业 CR4 市值与营收规模对比 (亿美元)



请务必阅读正文最后的中国银河证券股份有限公司免责声明。

图 4：中美家具行业 CR10 对比



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

注: 美国选取前十大中前四大上市企业市值, 非市占率前四, 截止日期 2019/11/27; 营收截止财年3季报

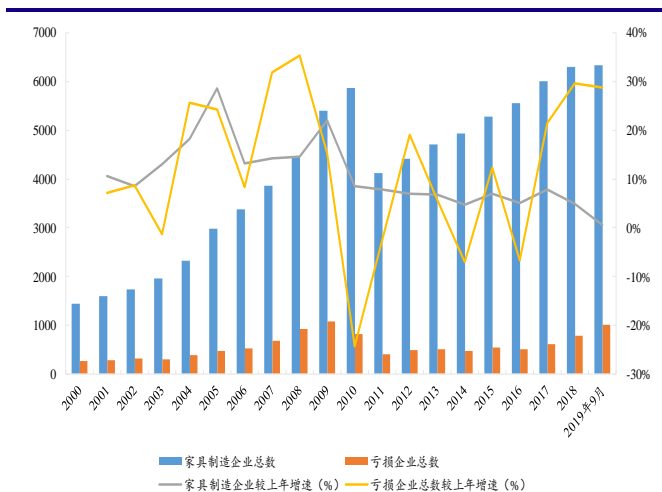
注: 中国 CR10 截止 2019 年三季度数据, 美国为 2018 年数据

一、家具行业短期景气度依旧承压, 集中度提升将支撑行业长期发展

(一) 供给端: 家具制造企业净增加趋势依旧, 行业集中度提升受阻

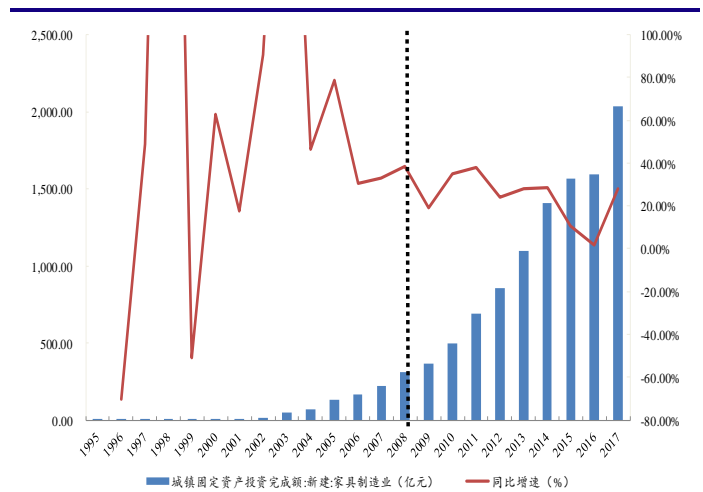
从家具制造企业总数出发, 我国的家具制造企业总数自进入粗放式发展阶段后便持续加速增长。并且, 在 1995 年至 2007 年, 家具制造企业城镇新建固定资产投资完成额同比变化波动较大, 证明在此期间家具供给大多时间处于饱和阶段, 从而引发各大厂商加大投资力度, 造成新增固定资产总额波动较大。这一状况在金融危机过后, 前期家具制造企业数量加速增加可能造成的产能过剩问题受益于我国宏观逆周期调控的力度以及房地产销售的火热拉动并未立即出现。但是, 金融危机过后, 家具制造业的新建固定资产投资总额同比增速趋于稳定并出现稳中带降的趋势, 结合近几年房地产销售受政府调控影响略显疲软, 宏观经济增速已经出现减缓迹象以及家具制造亏损企业总数开始加速增加这三大现象, 我们认为我国家具制造行业现在已经开始出现产能过剩的问题。并且, 在过去 5 年内我国家具制造企业 CR10 仅从 2013 年的 4.54% 提升至 2019 年第三季度的 8.89%, 提升速度缓慢。未来随着家具制造亏损企业数量的不断增多家具制造企业总数或可能出现负增长的情况, 届时行业内的头部企业如若能加大产能布局匹配供给空缺或者通过横向整合积极优化供给格局, 那么头部企业将在主动提升行业集中度的同时加快亏损企业退出行业的速度, 从而形成集中度不断提升的良性循环, 借此化解产能过剩问题。

图 5: 2000-2018 年中国家具制造企业与亏损企业数量 (家)



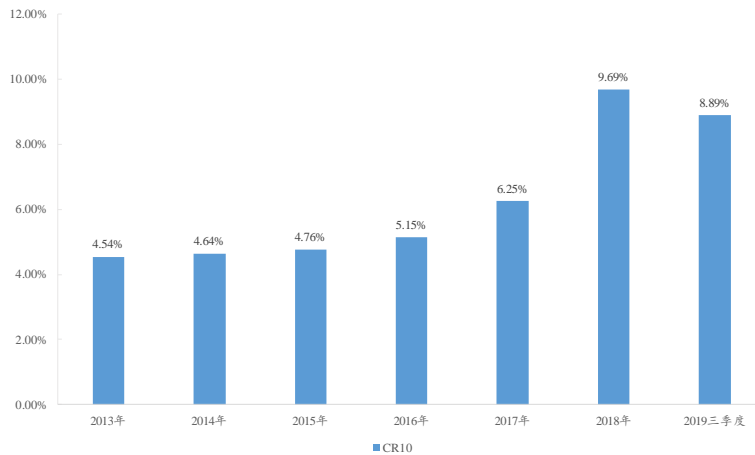
资料来源: 国家统计局, 中国银河证券研究院整理

图 6: 家具制造业城镇固定资产投资完成额及同比变化 (亿元)



资料来源: 国家统计局, 中国银河证券研究院整理

图 7：中国家具行业集中度 CR10 逐步提升 (%)

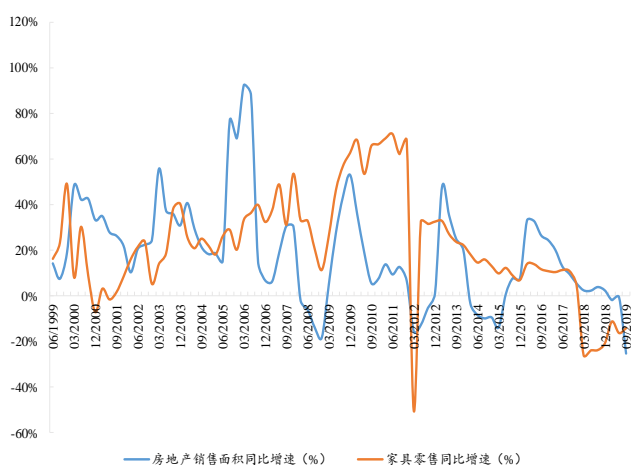


资料来源：Wind, CEIC, 中国银河证券研究院整理

(二) 需求端：房地产销售难言回暖，家具需求拐点尚未到来

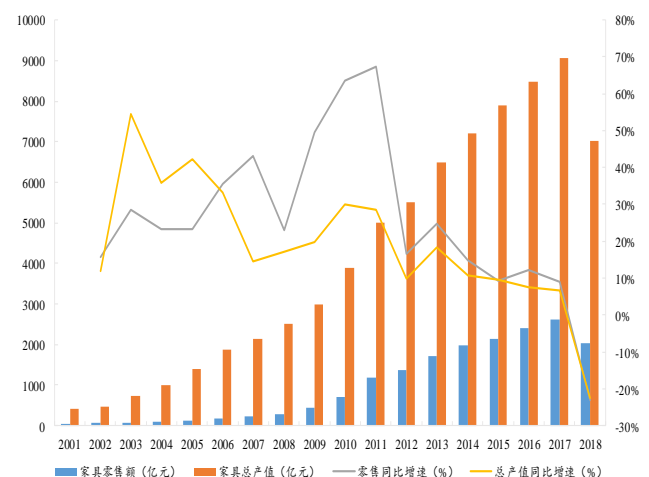
家具作为房地产产业链中的后置环节与房地产销售之间存在紧密的关系。从我国的住宅商品房销售面积与规模上企业家具零售额的季度变化趋势对比来看，家具销售大约滞后于地产销售 8-12 个月，且二者之间呈现高度正相关的关系。从家具零售额和家具总产值之间的对比中可以看出，自 2008 年后，二者之间呈现同周期波动趋势且几乎没有时滞性。通过房地产销售面积、家具零售额与家具总产值三者比较来看，我们可以得出中国家具制造企业的产值与房地产销售间也存在 8-12 月的滞后期。

图 8：住宅销售面积与家具零售季度同比增速对比 (%)



资料来源：CEIC、中国银河证券研究院整理

图 9：家具零售额与家具产值对比 (亿元)

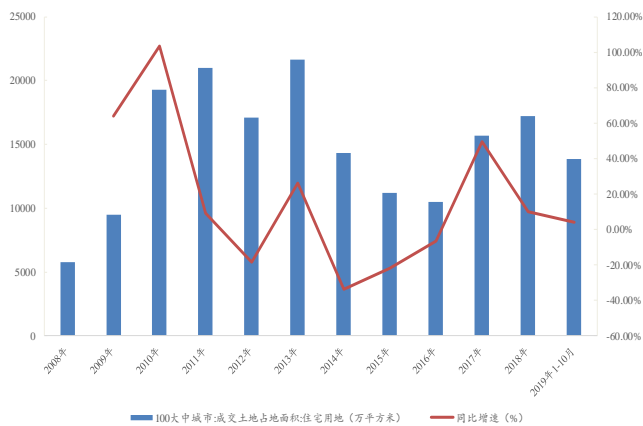


资料来源：CEIC、中国银河证券研究院整理

尽管过去几年内我国持续火热的房地产销售情况推动了我国家具制造企业的规模迅速成

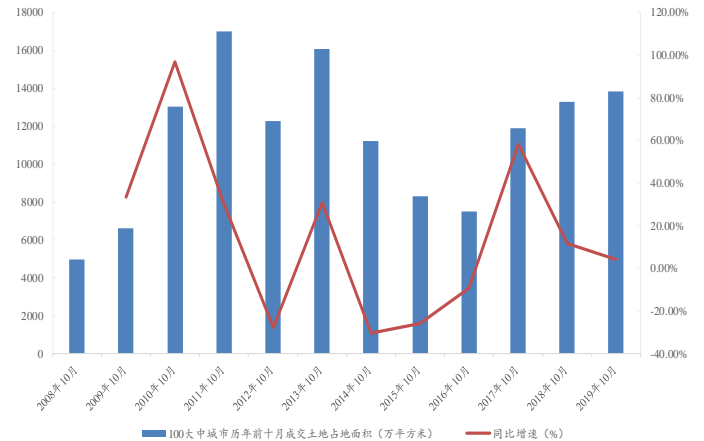
长，但是在进入今年以来，我国的房地产销售出现了明显放缓的迹象。对此现象，我们结合地产投资链条进行分析。首先，从前置数据来看，今年1-10月我国100大中城市住宅土地成交面积同比增速仅为4.16%，相较2017/2018年同一时期同比增速58.27%/11.61%而言大幅放缓。

图 10: 08 年至今 100 大中城市住宅土地成交面积 (万 m²)



资料来源: Wind、中国银河证券研究院整理

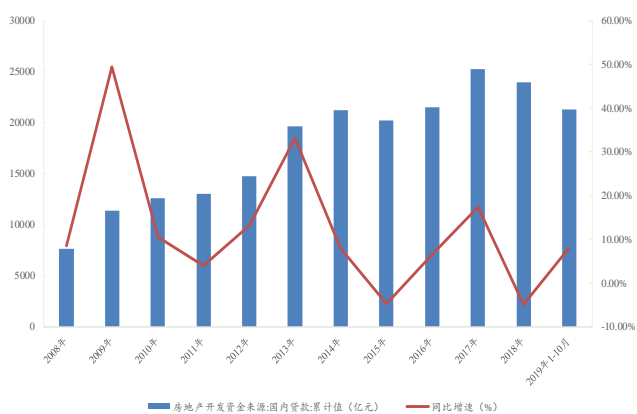
图 11: 100 大中城市 08 年至今 1-10 月累计成交面积 (万 m²)



资料来源: Wind、中国银河证券研究院整理

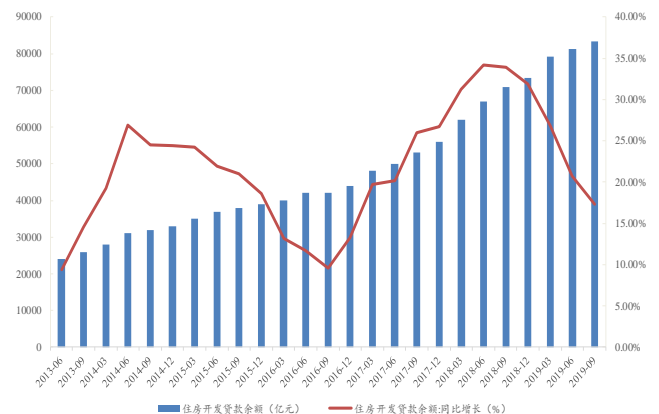
而导致我国房地产企业土储增长放缓的主要原因是地产开发融资渠道受限所致。从融资数据上来看，尽管今年1-10月我国房地产企业获得用于开发的国内贷款总额依旧呈现正增长趋势，1-10月实现累计同比增长7.9%，但这主要是由于18年受调控影响造成的低基数所致，2018年全年国内贷款总额累计同比下降4.9%。另外，从我国住房开发贷款余额走势来看，自2018年Q2以来，住房开发贷款余额的同比增速快速回落，2019Q2的同比增速较2018年时的高点34.20%大幅下滑13.5个百分点，回落至20.70%，2019Q3进一步回落至17.30%。结合开发国内贷款总额与住房开发贷款余额的现状，未来短期内在房地产企业开发贷款融资渠道未放松限制与土地储备步调持续放缓的背景下，地产商增加土地储备的意愿或将持续走弱，这意味着短期内对于开发商而言更加重要的是专注现有项目的开发，表明房企对未来行业发展的信心略显不足。

图 12: 08 年至今年度地产开发国内贷款状况 (亿元)



请务必阅读正文最后的中国银河证券股份有限公司免责声明。

图 13: 13 年至今季度住房开发贷款余额状况 (亿元)

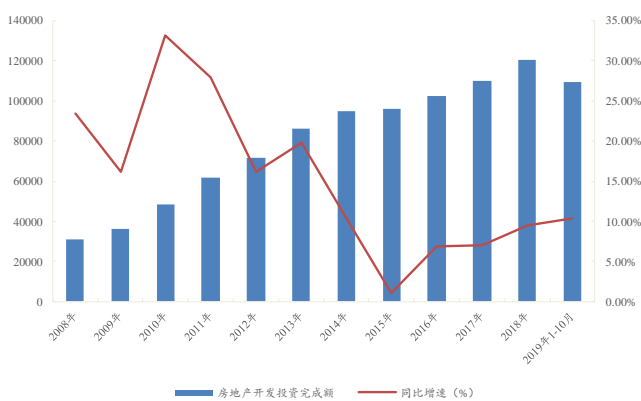


资料来源: Wind、中国银河证券研究院整理

资料来源: Wind、中国银河证券研究院整理

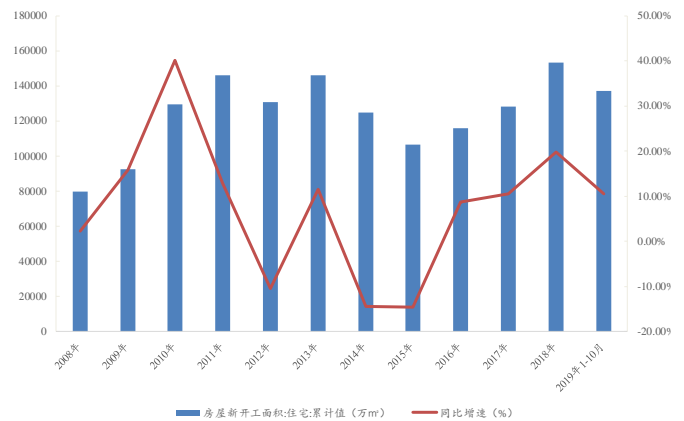
在房企受行业前置指标不理想而产生动摇时,各大房企的经营策略也受到了影响。从房地产开发投资完成额与新开工住宅面积数据来看,开发投资完成额的同比增速较15年低点继续回升,19年1-10月累计同比增长10.3%,证明现有项目的开发进度不断提速。与此同时,今年1-10月住宅新开工面积累计同比增长10.50%,显著低于2018年同期19.00%的水平。在土地储备量与住宅项目开发融资总额均显著放缓的背景下,住宅新开工面积同比增速放缓与开发投资完成额持续提速意味着房企正加速现有项目开发进度,试图缩短回款周期以此缓解自身资金链上的压力。因此,未来在前置指标未出现转好迹象以及房企信心未出现提振的情况下,新开工面积或将进一步放缓甚至可能出现负增长状况。

图 14: 08 年至今年度房地产开发投资完成额 (亿元)



资料来源: Wind、中国银河证券研究院整理

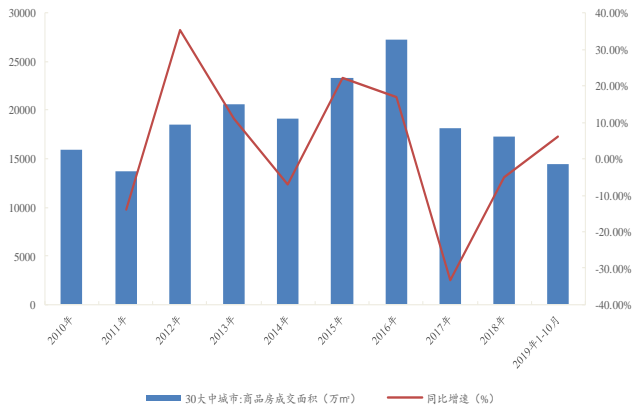
图 15: 08 年至今年度住宅新开工面积 (万 m²)



资料来源: Wind、中国银河证券研究院整理

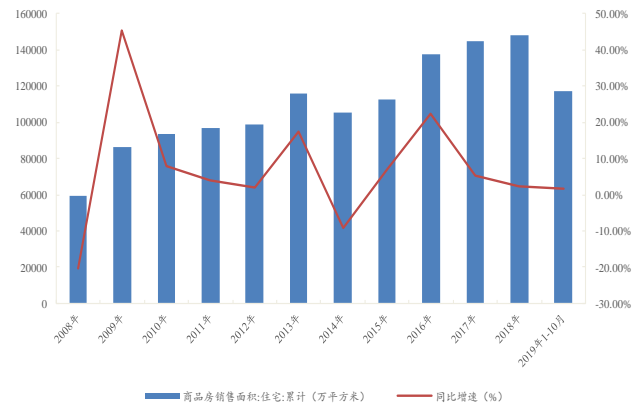
最后,在所有行业前置指标均不理想的状况下,销售情况作为房地产行业发展的同步指标未来发展趋势同样不容乐观。今年以来,我国的房地产销售面积延续了前两年降速增长的趋势,尽管19年1-10月30大中城市商品房累计销售面积实现同比增长6.22%,但主要是受2018年的低基数影响,并且从年初至今的单月数据来看,月度同比增速持续放缓,其中8月份单月更是出现较去年同期-8.86%的负增长。与此同时,全国商品房销售面积同比增速自16年以来持续放缓,19年除5月录得同比正增长外,其余月份均为负增长。结合30大中城市与全国房地产销售情况来看,房地产销售的疲软尽显无余。在行业数据不乐观的基础上,今年7月30日举行的中央政治局会议上再次强调了“不将房地产作为短期刺激经济的手段”的发展目标,而这与2016年底在中央政治局会议上首次提出的“房住不炒”的发展方向高度一致,足以显现出此次国家对房地产调控的决心。综合来看,在土地储备进度放缓、融资渠道受限、新开工进度放缓、销售疲软以及政策持续高压的多重因素影响下,我们预期未来短时间内房地产行业难以出现景气度全面回升的迹象,而这对位处房地产链条后置环节的家具制造企业而言,意味着短期内行业景气度依旧难以出现明显回升。

图 16:10 年至今 30 大中城市年度商品房销售面积(万㎡)



资料来源: Wind、中国银河证券研究院整理

图 17: 08 年至今全国商品房年度销售面积(万㎡)



资料来源: Wind、中国银河证券研究院整理

(三) 需求端: 人均家具消费支出相较发达国家差距犹存, 未来提升空间巨大

尽管直接影响家具制造企业的房地产销售增长将持续受限, 但是我国目前的人均家具消费量与美国这样的发达国家成熟市场相比仍存在一定差距。根据中美家具零售市场规模、人口数量与人均住房面积, 我们可以测算出中美两国居民在家居市场的人均每平方米的家具消费量。截止 2018 年, 美国居民每人每平方米家具消费额为 2.88 美元, 折合人民币 19.76 元。相应地, 中国 2018 年每人每平方米家具消费额仅为 3.36 元, 与美国同期相比差距 5.88 倍, 相较前些年保持的 4 倍左右的水平而言, 差距再次被拉大。

表 1: 中国家具市场每人每平方米消费量测算

年份	2013	2014	2015	2016	2017	2018E
家具零售市场规模 (亿)	1712.50	1966.00	2147.01	2409.80	2624.10	2018.84
人均住房面积 (㎡)	32.90	33.00	33.00	36.60	40.80	43.04
人口 (亿)	13.57	13.64	13.71	13.79	13.86	13.95
每人每平方米家居消费 (元/人/平方米)	3.84	4.37	4.75	4.77	4.64	3.36

资料来源: CEIC, 国家统计局, 中国银河证券研究院整理

表 2: 美国家具市场每人每平方米消费量测算

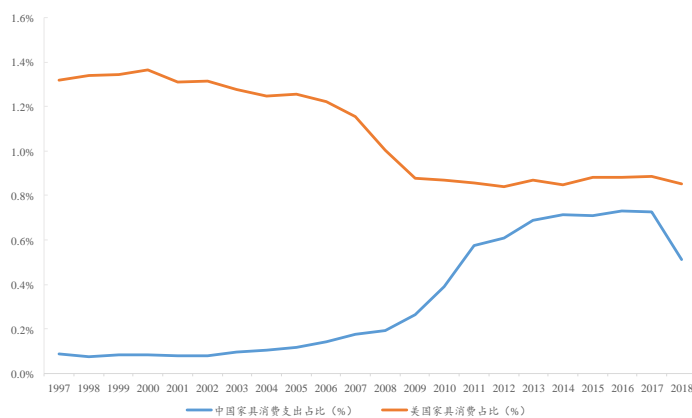
年份	2013	2014	2015	2016	2017	2018E
家具零售市场规模 (亿美元)	508.86	532.76	573.09	589.59	598.98	636.76
人均住房面积 (平方米)	67 (假设维持恒定)					
人口 (亿)	3.16	3.19	3.21	3.23	3.26	3.3

每人每平方米家居消费额 (美元/人/平方米)	2.40	2.49	2.66	2.72	2.74	2.88
每人每平方米家居消费额 (美元/人/平方米)	14.66	15.26	17.29	18.91	17.91	19.76
美国/中国之间的差距 (倍)	3.82	3.49	3.64	3.96	3.86	5.88

资料来源: CEIC, 中国银河证券研究院整理

观察中美两国居民家具消费支出占人均总支出的比重, 我们可以看出中国目前尚未达到发达国家成熟市场的水平, 并且从发展历程上来看, 我国的家具支出占比仍处于增长通道中, 而美国这样的发达经济体早已进入下降通道, 并已经维持在稳定的水平。基于此, 我们预计未来伴随着我国整体经济实力进一步向成为发达国家靠拢, 我国居民在家具消费方面的支出占比有望进一步提升, 并最终保持在一个相对合理的水平。

图 18: 中美两国居民家具消费人均支出占比对比



资料来源: 国家统计局, 美国商务部, 美国经济分析局, 中国银河证券研究院整理

二、产品矩阵与产业链布局成就美国家具龙头, 多渠道与多品类并举凸显国内家具企业竞争优势

(一) 产品矩阵与产业链布局双轮驱动, 培育行业龙头企业

历经近百年的发展, 美国家具市场已经步入相对成熟阶段, 整体市场的集中度较高。截止 2018 年美国家具行业 CR5 达到 20.4%, CR10 达到 32.3%, CR25 达到 47.6%, 这一水平相较于 2015 年就已经实现的 CR5 19.10% 的水平而言变化不大。

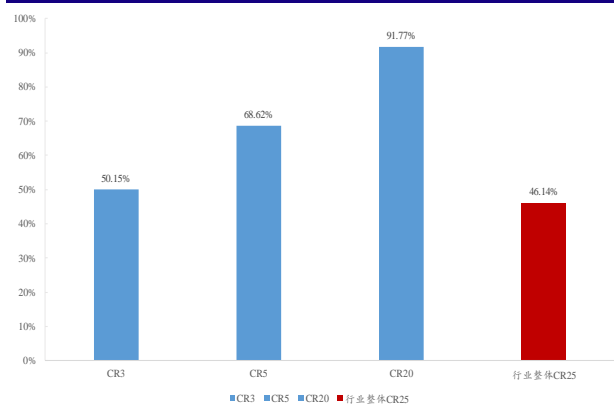
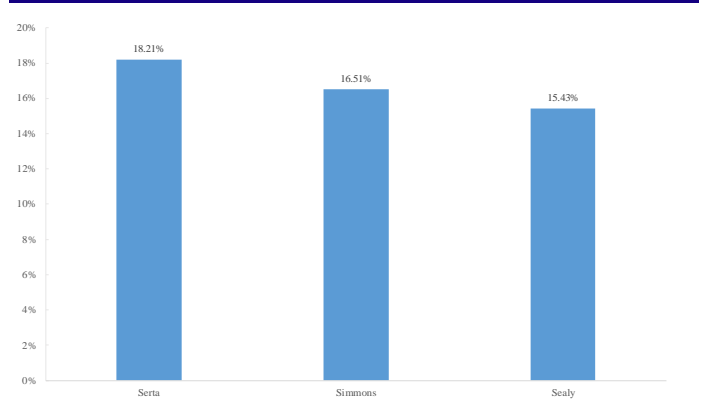
从龙头公司来看, 美国本土家具制造企业 Ashley Homestore 在 2015 年就以 4.78% 的市场份额牢牢占据美国家具制造行业销售额第一的位置, 并且在 2018 年 Ashley Homestore 进一步将其自身的市场份额提升至 6.80%。尽管 Ashley Homestore 依旧没有对其竞争对手形成压倒性优势, 但凭借其包罗万象的产品类别以及其在全球共计拥有超过 900 家直营品牌零售店这两大优势逐步拉开与其他竞争对手之间的差距, 巩固其在美国家具行业内绝对龙头的宝座。

表 3：2018 年美国家具制造龙头企业

No.	企业名称	主营产品	销售额(亿美元)	市占率(%)
1	Ashley Furniture Homestore	全屋定制, 包括沙发、床具、桌椅、储物柜等	52.1	6.8%
2	Steelcase Inc.	全球第一大办公家具制造商, 包括 Steelcase、Turnstone 和 Coalesse 三大子品牌	30.6	4.0%
3	Andersen Corp.	全球门窗制造厂商	25.0	3.3%
4	Master Brand Cabinets	定制橱柜与以及各类储藏柜	23.9	3.1%
5	Herman Miller	全球门窗制造厂商, 19 个国家 111 家工厂	23.8	3.1%
6	Jeld-Wen Inc.	全球办公家具制造商, 主要包括办公室、教育机构 and 住宅使用的家具	21.5	2.8%
7	Haworth Inc.	办公家具, 包括可移动隔断、座椅等	20.4	2.7%
8	American Woodmark Corp	橱柜、梳妆台以及装饰用品的制造与销售	17.0	2.2%
9	HNI Corp.	办公室家具和壁炉两大产品	17.0	2.2%
10	Masonite International Corp	门窗制造商, 全球超过 50 座工厂和仓储设施	14.3	1.9%
	CR5		155.35	20.4%
	CR10		245.5	32.3%
	CR25		362.5	47.6%

资料来源: Furniture Today, 中国银河证券研究院整理

从各细分品类的角度来看, 美国部分家具单品市场已出现多寡头垄断的状况, 但受家具单品规模所限, 难以成为行业内的绝对龙头。以其中集中度最高的床垫行业为例, 截止 2018 年, 美国的床垫制造企业 CR3 达到 50.15%, CR5 达到 68.62%, CR20 达到 91.77%。其中龙头企业有三家, 分别占床垫市场份额的 18.21%/16.51%/15.43%, 三者合计占比超过 50%, 多寡头格局明显。然而, 2018 年床垫三大巨头合计销售额仅为 41.48 亿美元, 不及 Ashley Homestore 在 2018 年实现的 49.7 亿美元的销售, 凸显出细分家具单品市场龙头成长天花板过低的弊端。

图 19：2018 年美国床垫行业市场集中度情况 (%)

图 20：2018 年美国床垫制造行业前三大龙头企业市占率 (%)


资料来源: Furniture Today, 中国银河证券研究院整理

资料来源: Furniture Today, 中国银河证券研究院整理

未来在美国居民消费观念不发生巨大改变以及行业内部不出现龙头企业相互吞并整合的情况下, 单一家具品类龙头制造商的发展依旧难以超越产品矩阵齐全的家具制造商, 具备产品矩阵优势以及渠道优势的家具龙头企业将进一步扩大领先优势, 巩固自身龙头地位。

(二) 中国家具行业成长看点: 竞争格局尚未定型, 多渠道拓展初见成效

相较于已经步入成熟阶段的美国家具市场, 我国家具市场整体市场集中度偏低, 竞争格局尚未明朗。截止 2018 年, 我国家具制造企业 CR10 仅为 9.69%, 尽管相较 2013 年的 4.54% 有一定提升, 但是相较于美国相对成熟市场 2018 年 CR10 达到 31.1% 的水平而言, 仍然存在巨大差距。

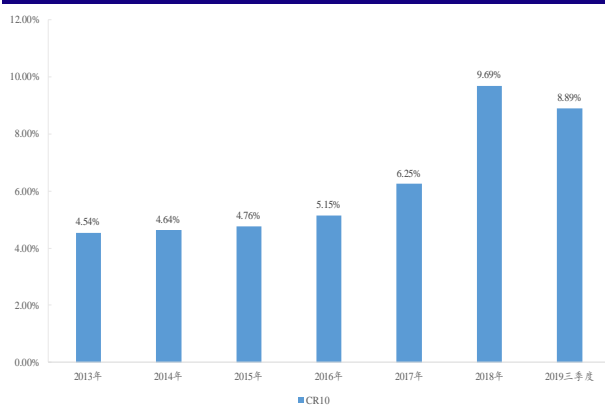
表 4: 2015 年世界主要国家家具制造业行业集中度

行业集中度	美国 (2018)	德国	法国	中国 (2018)
行业龙头	6.8	6.3	5.3	1.6
CR5	20.4	18.4	14.2	6.6
CR10	32.3	26.1	20.5	9.7

资料来源: 深圳家具开发研究院, 中国银河证券研究院整理

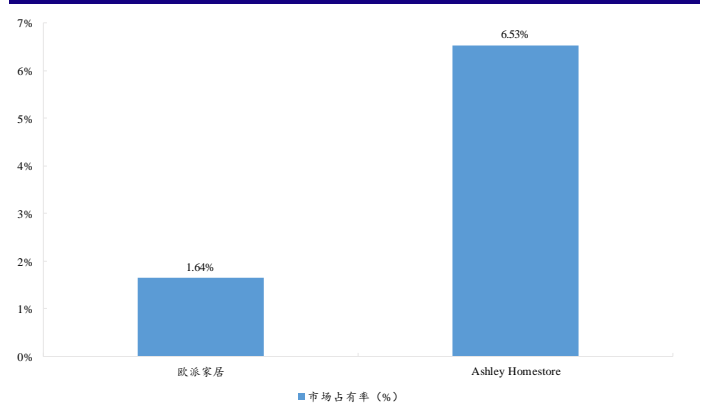
从龙头企业上来看, 由于整体市场集中度偏低, 并且企业之间的差距并不明显, 因此近五年以来龙头企业的位置不断易主。近两年来, 中国家具制造行业市占率第一的企业均为欧派家居, 2018 年市占率仅为 1.64%, 尽管相较 2013 年的 0.61% 有较为明显的提升, 但是与美国成熟市场的龙头企业市占率 6.53% 的水平相比, 差距依然巨大。

图 21: 中国家具制造行业集中度情况 (%)



资料来源: Wind, CEIC, 中国银河证券研究院整理

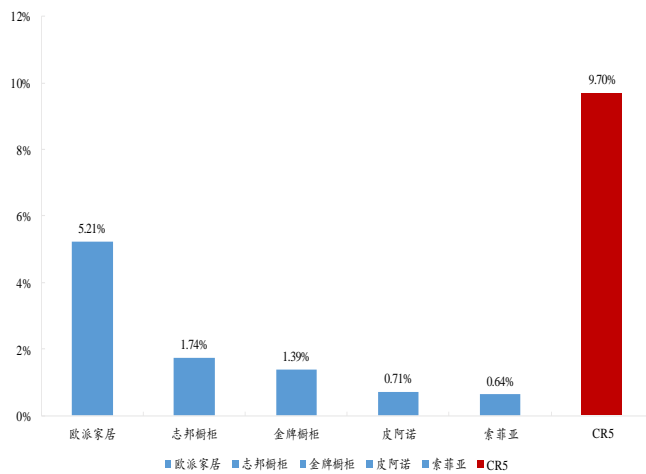
图 22: 2018 年中美两国家具制造龙头企业市占率对比 (%)



资料来源: Wind, Furniture Today, 中国银河证券研究院整理

从细分品类来看，中国与美国市场的情况在个别方面存在相似之处。首先，中国与美国都面临着家具单品市场的集中度远高于行业整体集中度的情况。但是，与美国单品市场集中度远超行业整体集中度的状况不同的是，中国的细分单品市场尚未产生绝对龙头，因此单品市场的集中度也整体市场相比差距并不大。举例来看，截止 2018 年，中国的定制橱柜行业市场 CR5 仅为 9.70%，与我国整体家具市场 2018 年 CR5 6.63%的水平相比差距并不明显。尽管目前来看，定制橱柜领域内，欧派家居有着一定的领先优势，但是与美国床垫行业龙头企业市占率 18.21%的水平相比，差距依然巨大。

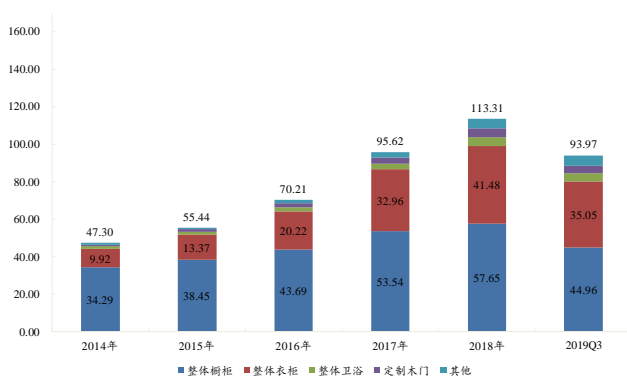
图 23：中国定制橱柜行业 2018 年市场集中度情况 (%)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

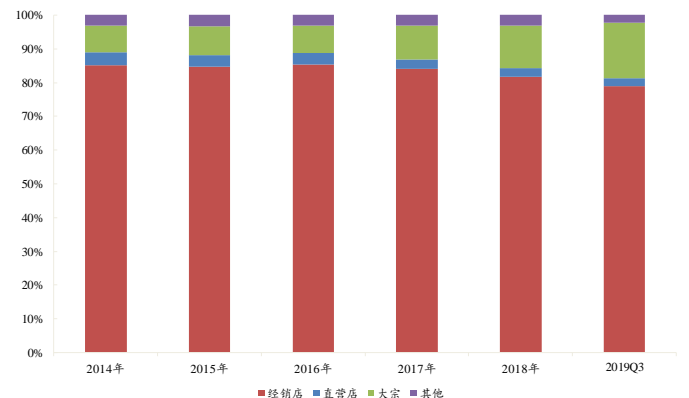
虽然中美两国的龙头企业在市占率上存在一定差异,但是从经营模式和公司发展战略角度上来看较为相似。欧派家居与索菲亚等国内家具龙头企业均已开始涉足全品类家居用品领域,并积极开拓除经销商体系以外的销售渠道,而欧派家居业凭借着在大家居领域以及大宗业务渠道建立起的优势一举超过索菲亚,牢牢把控住了我国家具制造企业的头把交椅,证明拓展渠道的尝试已经初见成效。

图 24：欧派家居收入按产品拆分情况 (亿人民币)



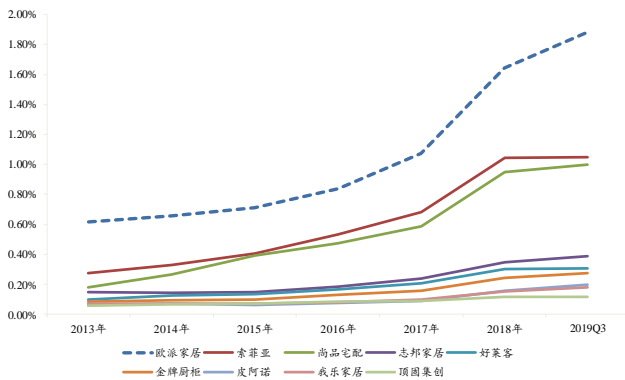
资料来源: Wind, CEIC, 中国银河证券研究院整理

图 25：欧派家居销售额渠道占比情况 (%)



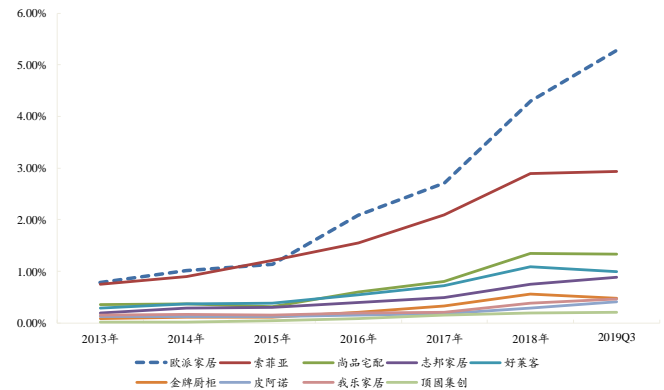
资料来源: Wind, Furniture Today, 中国银河证券研究院整理

图 26: 我国家具行业营收市占率情况 (%)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

图 27: 我国家具行业利润总额市占率情况 (%)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

通过对比中美两国家具制造行业如今的竞争格局，我们可以得到关于我国家具行业未来发展的两点启发：

1) 家具细分单品市场的发展天花板明显，因此就算在成就多寡头甚至寡头格局后依旧难以在行业整体竞争中脱颖而出。但是，短期内在多寡头或寡头格局尚未成型前，深耕家具单品市场仍将为企业带来可观的增长。

2) 而对于尝试形成产品矩阵的家具制造企业而言，其在各个细分家具单品市场中都会遭受来自该市场内龙头企业的挤压，因此在细分单品市场中难以打破现有龙头的垄断，较难形成强大的品牌认知度。但是，通过积极拓宽产品矩阵与拓展多渠道为下游消费者提供一站式采购与购买的体验方式能够实现企业销售规模的快速提升，并支撑企业在整个家具行业的范畴下不断向上突破，最终成为整个家具制造业乃至家居领域内的龙头企业。

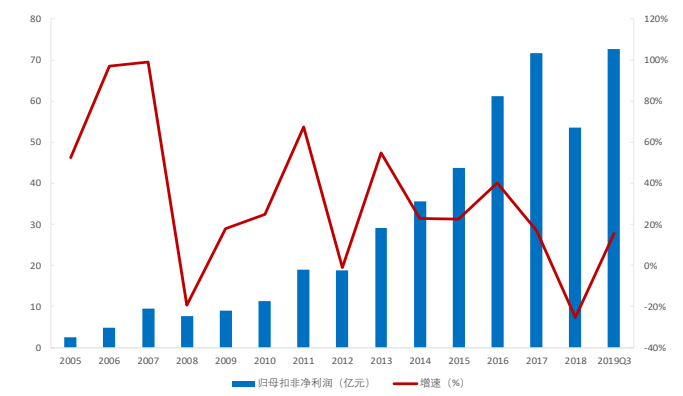
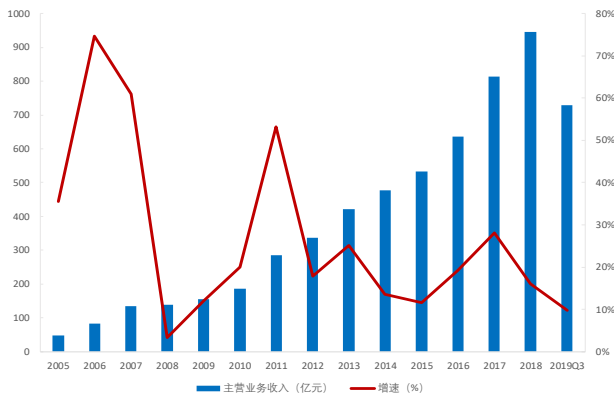
（三）行业财务分析：规模与业绩同比增速持续下行，资产结构逐步优化，净利率提升推动 ROE 上升

1. 利润表：前三季度营收同比增速持续承压，净利同比增速略有好转

截止 2019 年前三季度，家具行业合计实现主营业务收入 729.14 亿元，同比增速为 9.80%，行业整体增速自 2017 达到近五年高点后下滑呈现逐年下滑的趋势；行业合计实现归母扣非净利润为 72.60 亿元，在 2018 年全年出现负增长的低基数基础上实现 16% 的同比增长。从过去十年的表现来看，行业整体的营收与扣非净利增速在 2011 年触及顶峰后，增长放缓的迹象愈发严重，甚至于 2018 年录得金融危机以来首次扣非净利同比负增长。从季度表现来看，2019 年单季度营收同比增长来看，前三季度分别为 13.82%/16.00%/8.27%，扣非净利同比增长分别为 22.57%/17.22%/12.95%，营收与归母净利同比增速环比放缓证明行业整体并非真正意义上开始回暖，而造成我国家具行业近年来增长乏力甚至到如今难以回暖的主要原因是政府对房地产市场的管控效果显著所致。在前置需求增长受限的情况下，作为房地产后置需求的家具行业难以依靠自身实现持续性回暖。另外，“730”政治局会议上再次强调“不将房地产作为短期刺激

经济的手段”的发展目标，而这与 2016 年底在中央政治局会议上首次提出的“房住不炒”的发展方向高度一致，足以显现出此次国家对房地产调控的决心。综合来看，在前置房地产需求增长受限与政策持续高压并存的情况下，我们预期短时间内我国的家具制造行业规模与业绩增长仍将继续承压。

图 28: 家具行业公司历年主营业务收入 (亿元) 与同比增速 (%) **图 29: 家具行业公司历年归母扣非净利 (亿元) 与同比增速 (%)**



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

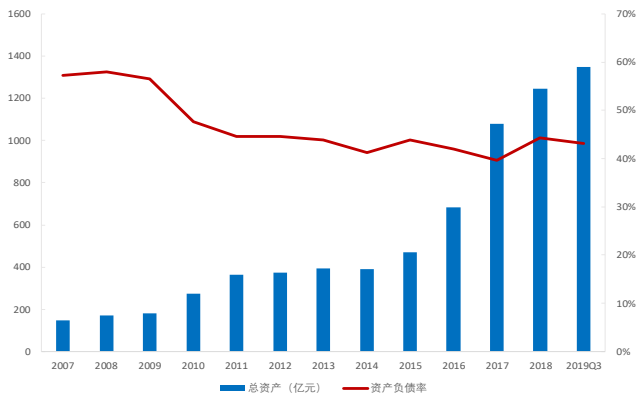
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

2. 资产负债表: 资产结构优化效果显著, 资产周转效率下滑风险加大

截止 2019 年前三季度, 家具行业公司总资产合计为 1347.46 亿元, 除去 2017 年多家家具企业密集上市造成的行业总资产激增外, 行业整体保持稳定的扩张, 体现了家具行业的规模逐步扩大, 生产线等固定资产日益完善稳步发展的趋势。行业总体的资产负债率从 2009 年开始呈现快速下滑直至近年来维持的 40% 附近, 截止 2019 年前三季度家具行业的总体资产负债率为 43.08%, 相较 2018 年达到的近五年峰值 44.34% 下滑 1.26 个百分点, 整体资产结构得到优化, 流动性有所提升。

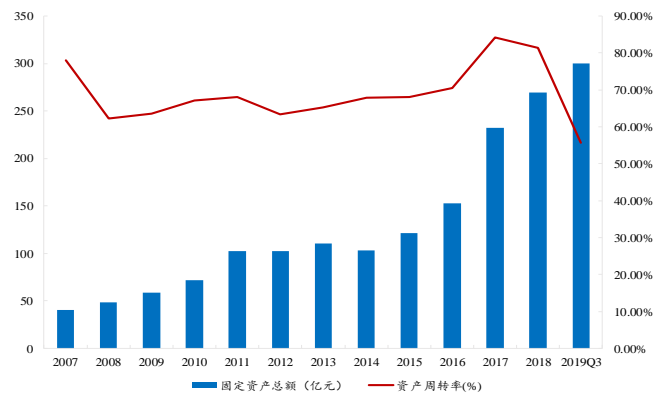
对于家具企业而言, 固定资产总额与资产周转能力体现了公司的生产能力和资产利用效率。从这两个数据来看, 资产周转率在 2017 年结束了长达 5 年的加速增长趋势, 增速开始放缓。至于固定资产总额, 近年来行业整体对于生产线的投入呈现波动上升的趋势, 而 2017 年的激增主要是由于家具企业密集上市所致, 剔除该影响后, 整体行业对于固定资产的投入增长明显放缓。并且, 在营收增速持续下滑的趋势以及各大企业新建产能陆续投产的在背景下, 家具制造企业的资产周转效率出现明显承压迹象, 我们预计未来家具龙头企业对于固定资产的投入或将得以延续, 但中小型企业或在受迫于提升周转效率而选择调整新建产能进度。

图 30: 家具行业公司历年总资产 (亿元) 与资产负债率 (%)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

图 31: 家具行业公司历年固定资产总额 (亿元) 与资产周转率 (%)

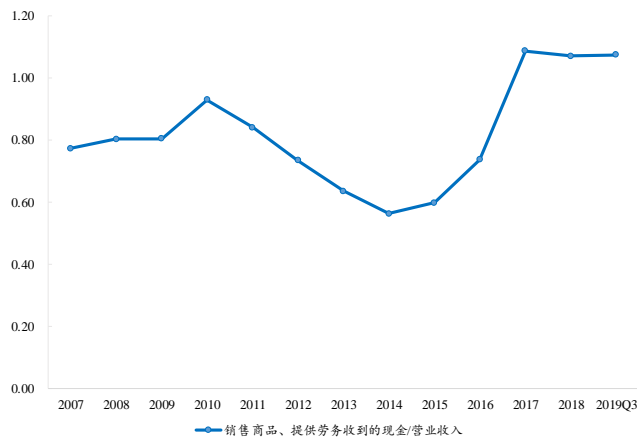


资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

3. 现金流量表: 经营回款效率保持健康水平, 收入/现金比例稳定

家具行业的收入现金比例持续在在 2014 年见底后持续抬升, 主要是由于家具企业更多地开始采用先款后货的方式降低了应收账款带来的风险, 并且在生产端采用定制化生产模式减少了库存, 因此现金流入情况与销售收入之间的比值在过去两年以及 2019 年上半年一直维持在 1 左右, 证明行业整体盈利质量以及持续造血能力较强。

图 32: 家具行业公司历年收入现金比情况



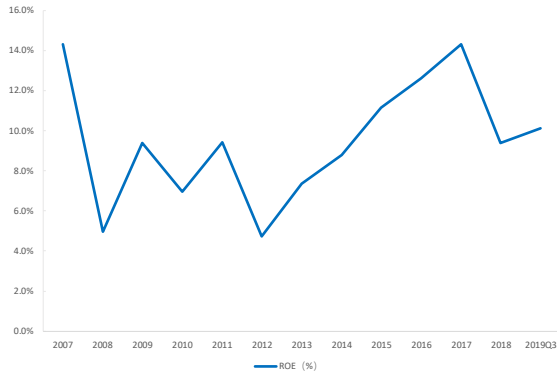
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

4. 杜邦分析: 销售净利率上升助力 ROE 略微提升

家具行业的 ROE 整体呈现出较强的波动性, 自 2012 年开始家具行业的 ROE 出现持续提升, 但在 2017 年触及高点后又急转直下。将 ROE 进行拆分, 总资产周转率表现较为平稳, 而权益乘数在 2015 年行业整体降低资产负债率后同样保持稳定; 因此, ROE 的变动更多的受到销售净利率的影响。截止 2019 年前三季度, ROE 受销售净利率回暖达到 10.11%, 相较去年

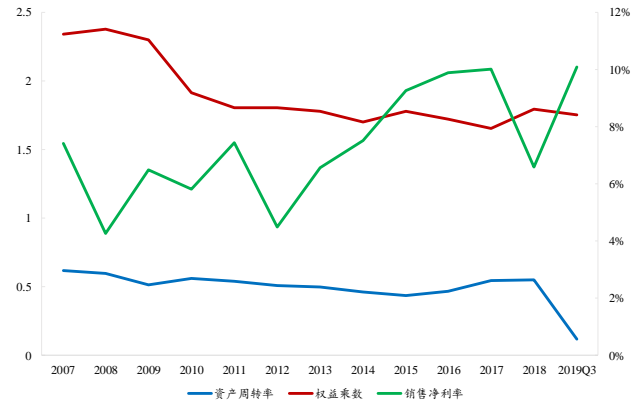
同期 9.51% 的水平有所提升。具体拆分情况，2019 年前三季度家具行业整体权益乘数为 1.65 倍，总资产周转率为 0.12，销售净利率水平为 10.10%，较去年同期 9.52% 的水平提升明显。

图 33：家具行业公司历年 ROE (%)



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

图 34：家具行业公司历年 ROE 拆分 (%)



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

三、家具行业当前存在的问题及建议

通过下表对当前家具行业所存在面临的问题以及对应的建议进行梳理：

表 5：家具行业当前存在的问题及建议

问题描述	解决建议
<p>1. 市场集中度偏低，产能过剩问题凸显</p> <p>我国家具行业整体集中度偏低，并且已经初步出现产能过剩的问题。近年来，家具行业新进企业数量增速显著放缓，亏损企业数量加速增加，意味着行业即将面临产能过剩带来的诸多负面影响，拖累行业良性发展。</p>	<p>行业内龙头企业通过拓宽产品矩阵，积极树立品牌，再形成规模化生产后，逼迫行业内部资质较差的企业主动退出，加快行业集中度提升的步伐，缩短行业步入成熟期的过程。</p>
<p>2. 过度依赖经销商体系，管理与对其议价能力备受考验</p> <p>我国的家具制造企业由于发展前期自建渠道的成本过高且效率过低，因此主要采取全国招募经销商的模式销售家具产品。历经近 20 余年的发展，我国家具制造企业对经销渠道普遍具有极强的依赖性，大部分企业的经销渠道销售额占比过半。过度依赖经销商带来的问题就是由于经销商与品牌制造商之间并非利益共同体，因此对经销商的管理容易出现较大漏洞，造成消费者心目中的品牌形象受损。同时，企业在发展前期与困难时期均需要向经销商大幅让利，以保障自身经营所需，因此对经销商的议价能力有限。</p>	<p>近几年我国家具行业正处于内需外供双重受限的困难时期，借此机会，国内家具龙头企业可以通过加大对直营渠道以及大宗业务渠道的投入力度，逐步降低对经销体系的依赖度，以此解决企业未来发展道路上可能会面临的问题。</p>
<p>3. 境外出口比重较高，易受贸易战影响</p> <p>中国家具行业自加入 WTO 后迎来了超高速发展期，符合我国改革开放中期作为世界工厂的历史角色。然而，当下全球贸易格局正朝着分崩离析的方向发展，这对于我国一大部分以</p>	<p>对于出口导向型家具企业来说，以下几个发展方向或可助其渡过难关：1) 拓展除美国以外的新的海外市场，例如欧洲等国家；2) 拓展国内市场，</p>

出口为主要销售渠道的家具企业而言，无疑是重大打击。并且，加大对国内业务的投入；3) 在具备成本优势的海
 美国作为中国最主要的家具出口国之一正与我国之间开展贸 外国家设立工厂，在实现规避贸易战同时延续自身
 易战，进一步压迫我国家具行业的发展空间。 产品的成本优势。

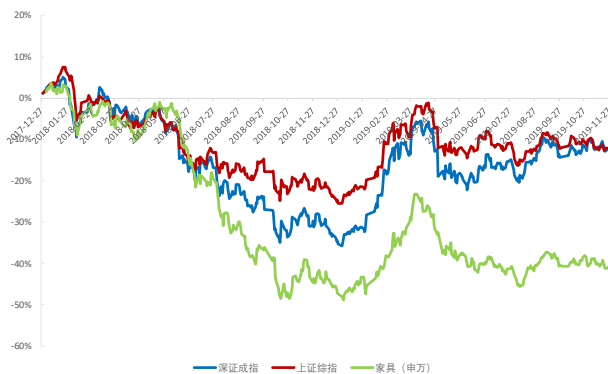
资料来源：中国银河证券研究院整理

四、家具行业在资本市场中的表现

(一) 行业累计涨跌幅跑输全市场，估值指标处于偏低估的历史百分位

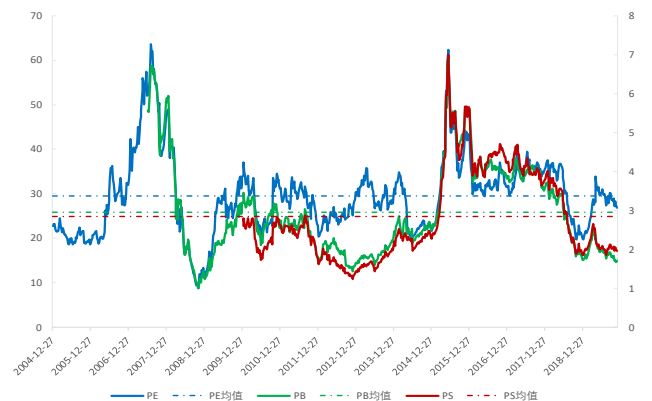
2018 年年初至今（2019.11.27）申万家具指数下滑 40.93%，跑输上证综指（-12.22%）和深证成指（-12.61%）；2019 年年初至今申万家具指数上涨 12.39%，跑输上证综指（16.41%）和深证成指（33.27%）。家具行业总体表现与其 PE 变化趋势较为契合，而 PB、PS 和 PE 的近期数值除 PE 外均低于历史均值水平，分别对应百分位水平 8.20%/23.91%/37.47%，属于较为低估的估值水平。

图 35：SW 家具指数 2018 年年初至今累计涨跌幅



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

图 36：SW 家具行业指数与估值指标

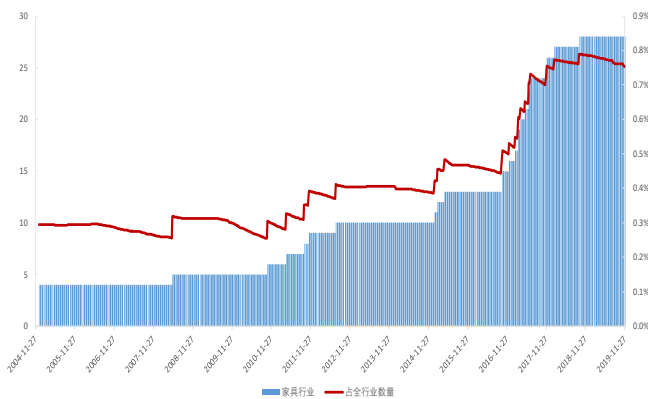


资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

(二) 市场情绪指标与风险指标：家具行业仍处于低配状态，静待拐点到来

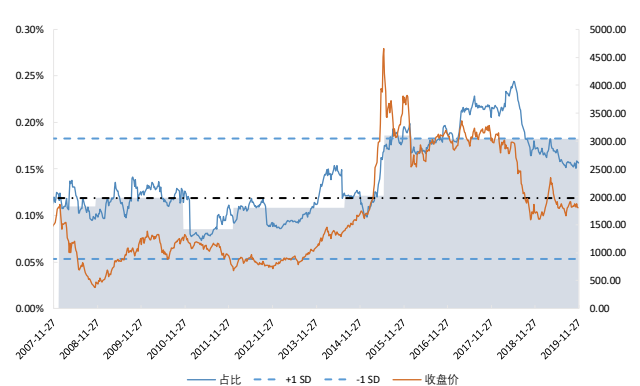
家具行业的上市公司数量增长主要出现在 2011 年与 2017 年这两年内，因此家具行业的上市公司数量占比除这两年外均呈现下滑的态势，截止 2019 年 11 月 27 日，家具行业上市公司为 28 家，占比全市场比例为 0.75%；家具行业与全行业流通市值的比值为 0.16%。尽管近期市值占比略有下降，但长期来看整体板块规模依旧处于上升通道内，当前表现高于全时间段范围的中位数水平。

图 37: SW 家具行业上市公司数量与全行业比例情况



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

图 38: SW 家具行业流通市值与全行业流通市值比例情况



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

家具行业内的上市公司贡献全 A 股的营收占比总体呈现上升趋势，这与公司市值占比的不断提升的长期趋势基本保持一致，2019Q3 家具行业上市公司共实现总营业收入 729.14 亿元，贡献全市场营收比例为 0.20%。净利润的贡献占比情况自 2012 年开始不断攀升，但由于近两年受地产销售疲软导致费用增加使得销售净利率下滑而有所回落，截止 2019Q3 家具行业上市公司合计贡献业绩 73.61 亿元，占比全市场仅为 0.21%。

目前（2019.11.27）家具行业占全行业成交金额的比值分别为 0.37%，换手率与全行业的比值为 1.29 倍，成交金额相比中位数水平处于较高百分位水平，而换手率与其中位数水平相比则处于较低的百分位水平。此外，我们将指数的 1/PE 处理为投资收益率，由此通过比较 1/PE 与 10 年期国债年化收益率获得差值可视作投资超额收益，当前家具行业的风险溢价为 0.54%，处于历史均值附近，未来的下行风险较弱，该指标自今年 1 月初触及 1 倍标准差的偏离值之后逐步滑落至行业历史均值与中位数水平，并在此之后企稳反弹，目前尚未出现过度偏离均值与中位数的状况。

Beta 值衡量了家具行业对市场的敏感程度，与全 A 的 beta 值进行对比后，如果比例大于 1，则说明系统性风险高于全市场；反之亦然。家具行业的 beta 与全市场 beta 的比例普遍大于 1，中位数为 1.04，证明家具行业属于顺周期行业；目前（2019.11.27）家具行业 and 全行业 beta 值的比值为 1.02，处于行业中位数水平附近。

图 39: SW 家具行业营业收入与全行业比例情况

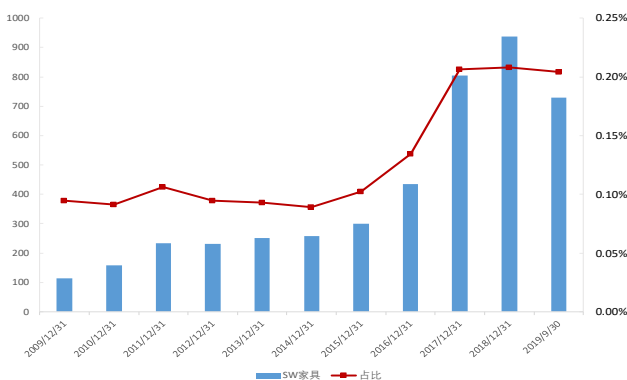
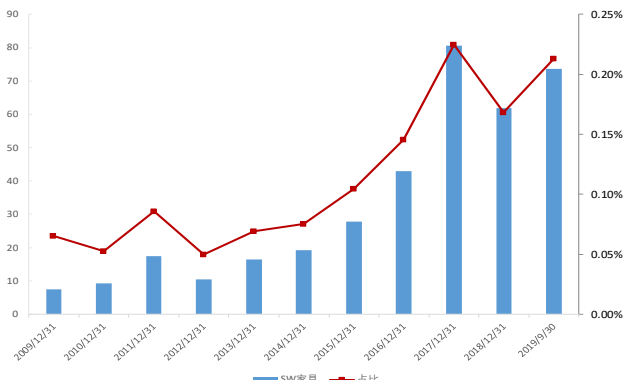
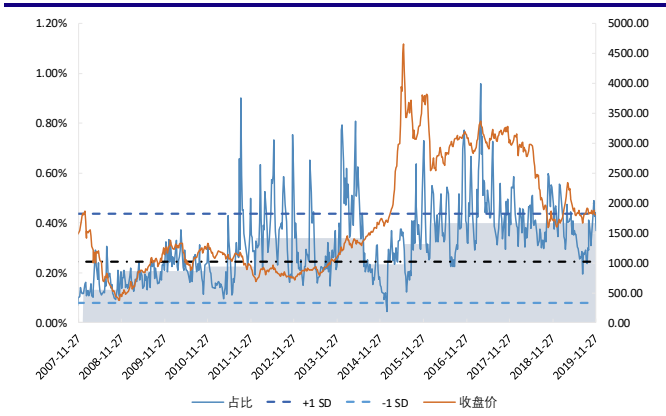


图 40: SW 家具行业净利润与全行业比例情况



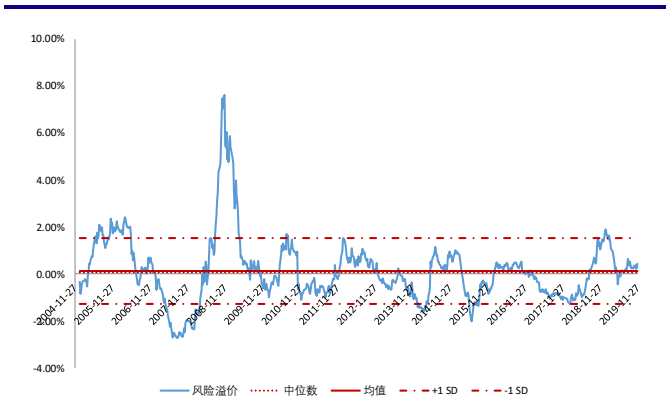
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

图 41: SW 家具行业成交额与全行业比例情况



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

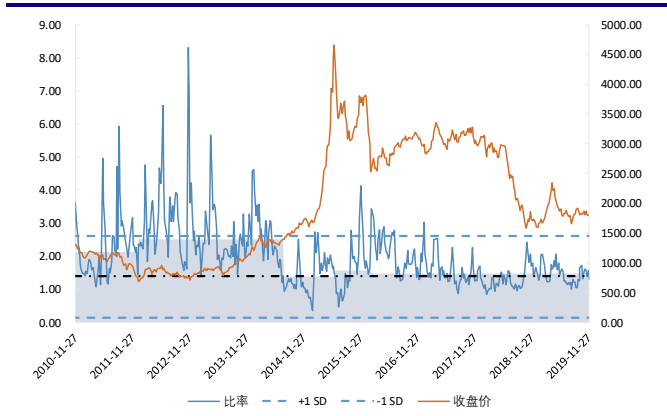
图 43: SW 家具行业风险溢价走势情况



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

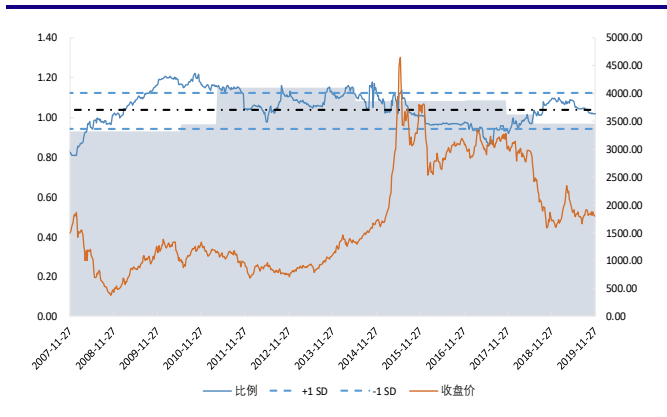
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

图 42: SW 家具行业换手率与全行业比例情况



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

图 44: SW 家具行业 beta 值与全行业比例情况



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

五、投资建议

(一) 配置建议

我国的家具制造企业不仅担负着满足庞大的内部需求,还需要在全球家具贸易中扮演最核心的角色,并且中美两国在家具贸易领域早已形成深度绑定,截止 2018 年中国对美出口的家具总额占家具出口总额的 25%,而美国从中国进口的家具占美国家具进口总额的 55%。然而,自去年 8 月美国首次提出将家具列入加征 25%关税的贸易清单中,到今年 5 月正式实施贸易清单,再到今年 8 月宣布将家具从新一轮加征 10%关税的贸易清单中剔除,上述种种事件无疑对中美两国的家具贸易产生了巨大的负面影响。尽管,10 月 11 日中美两国宣布达成“实质性第一阶段协议”,但就协议的具体内容、协议签订的日期,以及是否撤回之前已经实施的加征关税条款等事项均未得到官方确认。基于此,未来中美贸易战如何发展或将依旧处于高度不确定的状态中,而我国以出口为导向的家具制造企业在未来数月乃至较长时间内仍将承受不确

定性带来的巨大压力。

表 6：中美贸易战对家具制造企业的影响

时间	事件
2018 年 8 月	家具产品首次被列入 2000 亿美元，加征 25%关税的贸易清单中，计划于 2019 年 1 月 1 日实施。
2019 年 5 月	计划于 2019 年 1 月 1 日实施的 2000 亿美元贸易清单正式生效。
2019 年 8 月	大部分家具产品被从新一轮的 3000 亿美元，加征 10%关税的贸易清单中删除，包括木制和金属框架的椅子以及塑料制品，但是生产家具所需的金属配件等零部件并未从中移除。
2019 年 10 月	中美双方宣布达成“实质性第一阶段协议”

资料来源：USTR，公开资料整理，中国银河证券研究院整理

基于对全球经济与贸易形势的研判，我们的核心推荐配置是能够在规避贸易战的同时，最大程度依靠中国内需市场改善的家具产业链龙头企业；与此同时，我们建议关注外贸业务占比较高的家具产业链企业。我们相信在短时间内中国长期以来建立起的全球家具贸易霸主地位难以被他国所撼动，因此如若中美贸易战出现缓和或终止，那么外贸业务占比较高的家具龙头企业亦将具备一定的投资价值，但是短期内确定性较高的仍将是依靠内需改善驱动的家具体产业链龙头企业。

我们推荐的标的包括能够规避贸易战且依靠中国内需市场改善的家具行业龙头企业，美凯龙（601828.SH）、欧派家居（603833.SH）、索菲亚（002572.SZ）；与此同时，我们建议关注外贸业务占比较高的软体家具龙头企业，顾家家居（603816.SH）。

（二）十一月核心关注组合表现回顾

表 7：核心关注组合

证券代码	证券简称	推荐理由	权重	年初至今累计 涨跌幅 (%)	月涨跌幅 (%)
601828.SH	美凯龙	智慧零售配合“自营+委管”双轮驱动的家具体卖场龙头企业。公司未来或能借助品牌效应与连锁家具卖场在渠道中占比不断提升的东风，辅以适时的横向整合，成就在家具体零售渠道商中的绝对霸主地位。	25%	-0.87	0.85
603833.SH	欧派家居	产品矩阵与渠道优势明显的家具龙头企业。未来公司一方面可通过强大的经销体系打造自身品牌影响力，另一方面可依靠整体家居业务的布局与多渠道发展的战略进一步丰富产品矩阵与销售网络，成为能够为零售与企业客户提供一站式家居购物体验的家居龙头。	25%	28.76	-7.64
002572.SZ	索菲亚	多品类拓宽产品矩阵的定制衣柜龙头企业。未来公司将很快能够享受到产品矩阵拓宽后所带来的规模与业绩的加速增长，结合自身在定制	25%	6.08	0.58

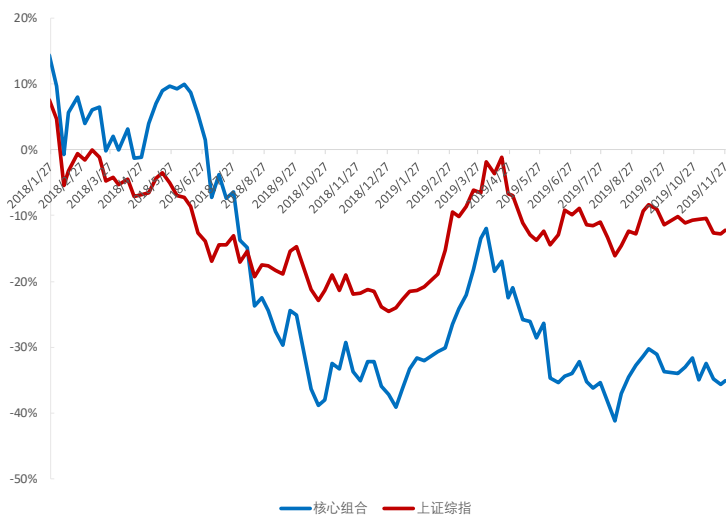
衣柜领域的领先优势跻身大家居龙头企业之列。

内贸外销齐头并进的软体家具龙头企业。公司在中美贸易战开始前便积极与国外品牌制造商和家具零售商达成深度合作，并积极在海外进行布局，因此贸易战对公司影响有限。并且，公司正努力推动内贸业务的渠道建设，效果显著。内销与外贸双轮驱动下，公司未来有望成为中国软体家具龙头企业。

603816.SH 顾家家居 25% 22.96 8.82

资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理, 截止 2019 年 11 月 27 日

图 45: 核心组合 2018 年年初至今收益率变动



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理, 截止 2019 年 11 月 27 日

六、风险提示

房地产销售持续低迷的风险；贸易战恶化的风险；行业产能过剩问题加剧的风险。

插图目录

图 1: 家具指数与上证综指走势变化趋势	3
图 2: 家具上市公司占比市场总市值走势变化趋势	3
图 3: 中美家具行业 CR4 市值与营收规模对比 (亿美元)	3
图 4: 中美家具行业 CR10 对比	3
图 5: 2000-2018 年中国家具制造企业与亏损企业数量 (家)	4
图 6: 家具制造业城镇固定资产投资完成额及同比变化 (亿元)	4
图 7: 中国家具行业集中度 CR10 逐步提升 (%)	5
图 8: 住宅销售面积与家具零售季度同比增速对比 (%)	5
图 9: 家具零售额与家具产值对比 (亿元)	5
图 10: 08 年至今 100 大中城市住宅土地成交面积 (万 m ²)	6
图 11: 100 大中城市 08 年至今 1-10 月累计成交面积 (万 m ²)	6
图 12: 08 年至今年度地产开发国内贷款状况 (亿元)	6
图 13: 13 年至今季度住房开发贷款余额状况 (亿元)	6
图 14: 08 年至今年度房地产开发投资完成额 (亿元)	7
图 15: 08 年至今年度住宅新开工面积 (万 m ²)	7
图 16: 10 年至今 30 大中城市年度商品房销售面积 (万 m ²)	8
图 17: 08 年至今全国商品房年度销售面积 (万 m ²)	8
图 18: 中美两国居民家具消费人均支出占比对比	9
图 19: 2018 年美国床垫行业市场集中度情况 (%)	10
图 20: 2018 年美国床垫制造行业前三大龙头企业市占率 (%)	10
图 21: 中国家具制造行业集中度情况 (%)	11
图 22: 2018 年中美两国家具制造龙头企业市占率对比 (%)	11
图 23: 中国定制橱柜行业 2018 年市场集中度情况 (%)	12
图 24: 欧派家居收入按产品拆分情况 (亿人民币)	12
图 25: 欧派家居销售额渠道占比情况 (%)	12
图 26: 我国家具行业营收市占率情况 (%)	13
图 27: 我国家具行业利润总额市占率情况 (%)	13
图 28: 家具行业公司历年主营业务收入 (亿元) 与同比增速 (%)	14
图 29: 家具行业公司历年归母扣非净利 (亿元) 与同比增速 (%)	14
图 30: 家具行业公司历年总资产 (亿元) 与资产负债率 (%)	15
图 31: 家具行业公司历年固定资产总额 (亿元) 与资产周转率 (%)	15
图 32: 家具行业公司历年收入现金比情况	15
图 33: 家具行业公司历年 ROE (%)	16
图 34: 家具行业公司历年 ROE 拆分 (%)	16
图 35: SW 家具指数 2018 年年初至今累计涨跌幅	17
图 36: SW 家具行业指数与估值指标	17
图 37: SW 家具行业上市公司数量与全行业比例情况	18
图 38: SW 家具行业流通市值与全行业流通市值比例情况	18
图 39: SW 家具行业营业收入与全行业比例情况	18

图 40: SW 家具行业净利润与全行业比例情况18
图 41: SW 家具行业成交额与全行业比例情况19
图 42: SW 家具行业换手率与全行业比例情况19
图 43: SW 家具行业风险溢价走势情况19
图 44: SW 家具行业 beta 值与全行业比例情况19
图 45: 核心组合 2018 年年初至今收益率变动21

表格目录

表 1: 中国家具市场每人每平方米消费量测算8
表 2: 美国家具市场每人每平方米消费量测算8
表 3: 2018 年美国家具制造龙头企业10
表 4: 2015 年世界主要国家家具制造业行业集中度11
表 5: 家具行业当前存在的问题及建议16
表 6: 中美贸易战对家具制造企业的影响20
表 7: 核心关注组合20

评级标准

银河证券行业评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6—12 个月，行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 20%及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报。该评级由分析师给出。

中性：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）与交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）低于交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 10%及以上。该评级由分析师给出。

银河证券公司评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6—12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 20%及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：是指未来 6—12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%—20%。该评级由分析师给出。

中性：是指未来 6—12 个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：是指未来 6—12 个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%及以上。该评级由分析师给出。

李昂，商贸零售行业分析师。2014 年 7 月加盟银河证券研究院从事社会服务行业研究工作，2016 年 7 月转型商贸零售行业研究。英国埃塞克斯大学学士，英国伯明翰大学硕士。本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位和执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券，银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。银河证券认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。客户不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

银河证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。银河证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部份，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给银河证券客户的，属于机密材料，只有银河证券客户才能参考或使用，如接收人并非银河证券客户，请及时退回并删除。除银河证券官方网站外，银河证券并未授权任何公众媒体及其他机构刊载或者转发公司发布的证券研究报告。特提醒公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告。

所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为银河证券的商标、服务标识及标记。

银河证券版权所有并保留一切权利。

联系

中国银河证券股份有限公司 研究院

深圳市福田区金田路 3088 号中洲大厦 20 层

上海浦东新区富城路 99 号震旦大厦 31 层

北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座

公司网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

深广地区：崔香兰 0755-83471963 cuixianglan@chinastock.com.cn

上海地区：何婷婷 021-20252612 hetingting@chinastock.com.cn

北京地区：耿尤繇 010-66568479 gengyouyou@chinastock.com.cn