

房地产行业

测算竣工复苏高度与持续性，挖掘全产业链投资机遇

分析师：盛旭



SAC 执证号: S0260518050001

SFC CE.no: BOF257



021-60750604



shengxu@gf.com.cn

分析师：曾婵



SAC 执证号: S0260517050002

SFC CE.no: BNV293



0755-82771936



zengchan@gf.com.cn

分析师：郭镇



SAC 执证号: S0260514080003

SFC CE.no: BNN906



010-59136622



guoz@gf.com.cn

分析师：赵中平



SAC 执证号: S0260516070005

SFC CE.no: BND271



0755-23953620



zhaozhongping@gf.com.cn

分析师：邹戈



SAC 执证号: S0260512020001



021-60750616



zouge@gf.com.cn

请注意，邹戈并非香港证券及期货事务监察委员会的注册持牌人，不可在香港从事受监管活动。

核心观点：

- 竣工回暖带动后周期产业链景气度提升，复苏幅度看 10pct+，持续性至少有望维持至 2020H2。**
 通过销售面积拟合竣工面积，我们认为 2019-2021 年竣工增速分别为 0.2%、10.4%和 5.9%；从棚户区改造、金融政策节奏和施工周期视角，我们判断房地产竣工回升周期至少持续至 2020H2。预计 19-21 年全装修渗透率分别为 32%、36.5%、41%，精装修趋势化不仅使得房地产下游行业企业收入确认被前置，还影响其业务模式与竞争格局，伴随着竣工持续向好，有望带动后周期产业链景气度回升。
- 建材行业：竣工将趋势性好转，有望成为 2020 年建材行业最重要的基本面主线和投资线索。**
 从历史经验来看，消费建材收入和竣工面积增速高度正相关。精装修渗透率持续提升，B 端市场占比快速提升。采购行为 B 端化，使得消费建材的业务模式也会出现变化。一是消费建材采购行为将提前且更加集中。二是消费建材企业议价能力将减弱。从议价能力和行业格局变化的角度，我们认为石膏板、建筑涂料、板材和定制家具这三个品类更值得关注，看好优质公司全年机会。除消费建材以外，平板玻璃也有望充分受益竣工改善。
- 家电行业：大家电需求将温和复苏，厨电空调受益最大。**
 家电行业中厨电需求主要产生于装修过程，是典型的地产后周期行业；空调由于新房配比较高，地产的拉动也相对大。在竣工回暖的大前提下，预计厨电与白电的终端需求将温和复苏，龙头企业有望展现出更强的竞争能力将在复苏中表现更佳。另外，厨电龙头企业在工程渠道拥有更高的份额，精装修渗透率的提升将使得相关龙头在复苏的过程中时点更早，确定性更强。
- 轻工行业：竣工拉动细分行业增长提速，具体弹性看竞争格局。**
 零售型企业的增长取决于竣工对行业的拉动、细分行业渗透率的提高和市占率的提升，三重因素影响叠加助力龙头公司实现业绩快速增长；工程单企业确定性更强、竞争格局更稳定，在精装修渗透率提升和竣工回暖的背景下将迎来黄金发展期。
- 零售：竣工向好推动景气度提升，助力跨界渠道深化合作**
 2019 年腾讯、阿里巴巴与红星美凯龙与居然之家的合作持续推进，而在当前竣工回暖行业景气度提升的背景下，有望推动跨界平台之间持续深化合作，助力红星美凯龙、居然之家落实流量上的突破，提升对其租户的赋能，增强对租户的吸引力，使得平台价值进一步凸显，最终实现双方合作互赢。
- 风险提示：经济下行超预期；房地产政策超预期；新投产产能超预期；原材料价格大幅上涨；行业竞争压力加大。**

识别风险，发现价值

请务必阅读末页的免责声明

重点公司估值和财务分析表

股票简称	股票代码	货币	最新 收盘价	最近 报告日期	评 级	合理价值 (元/股)	EPS(元)		PE(x)		EV/EBITDA(x)		ROE(%)	
							2019E	2020E	2019E	2020E	2019E	2020E	2019E	2020E
万科 A	000002.SZ	CNY	31.03	2019/10/27	买入	39.60	3.67	4.22	8.46	7.35	7.65	8.70	19.9	18.5
中南建设	000961.SZ	CNY	9.57	2019/10/30	买入	10.78	1.13	1.94	8.47	4.93	5.07	4.79	20.3	25.9
阳光城	000671.SZ	CNY	7.96	2019/10/28	买入	8.89	0.94	1.30	8.47	6.12	11.44	5.74	18.0	20.1
蓝光发展	600466.SH	CNY	7.08	2019/10/26	买入	10.04	1.11	1.72	6.38	4.12	11.73	12.56	22.6	25.8
融创中国	01918.HK	HKD	43.65	2019/10/11	买入	54.70	5.84	7.74	7.48	5.64	9.77	5.83	27.2	26.5
中国海外发展	00688.HK	HKD	29	2019/10/15	买入	32.90	4.58	5.16	6.34	5.62	5.21	4.72	15.0	14.4
旭辉控股集团	00884.HK	HKD	6.3	2019/08/18	买入	6.16	1.00	1.24	6.32	5.07	3.97	3.00	21.6	21.2
兔宝宝	002043.SZ	CNY	7.27	2019/10/30	买入	7.50	0.46	0.57	15.80	12.75	10.49	8.41	17.7	18.0
旗滨集团	601636.SH	CNY	4.7	2019/12/8	买入	5.50	0.49	0.55	9.59	8.55	5.41	4.46	16.1	16.4
三棵树	603737.SH	CNY	78.93	2019/12/14	买入	93.30	2.19	3.11	36.04	25.38	23.94	16.81	23.9	27.0
北新建材	000786.SZ	CNY	23.21	2019/12/14	买入	26.85	0.22	1.79	105.50	12.97	12.87	10.42	2.7	19.4
格力电器	000651.SZ	CNY	65	2019/12/3	买入	72.58	4.70	5.18	13.83	12.55	7.96	6.75	25.97	24.46
海尔智家	600690.SH	CNY	18.6	2019/10/30	买入	19.84	1.47	1.24	12.65	15.00	8.63	6.66	19.52	14.08
美的集团	000333.SZ	CNY	58.08	2019/10/30	买入	73.17	3.44	3.85	16.88	15.09	12.94	10.84	24.37	23.82
老板电器	002508.SZ	CNY	32.04	2019/10/28	买入	34.56	1.69	1.92	18.96	16.69	16.36	13.80	20.93	19.26
华帝股份	002035.SZ	CNY	12.21	2019/11/10	买入	13.91	0.90	1.07	13.57	11.41	9.85	7.68	24.10	22.20
欧派家居	603833.SH	CNY	105.93	2019/10/30	买入	121.00	4.30	4.97	24.63	21.31	18.58	15.70	19.3	18.2
志邦家居	603801.SH	CNY	21.3	2019/08/28	买入	24.65	1.45	1.70	14.69	12.53	11.32	9.47	15.3	16.9
顾家家居	603816.SH	CNY	42.9	2019/10/30	买入	45.03	1.99	2.37	21.56	18.10	19.83	16.43	30.0	19.8
尚品宅配	300616.SZ	CNY	72.28	2019/10/30	买入	86.80	2.76	3.10	26.19	23.32	22.62	19.00	15.7	15.3
索菲亚	002572.SZ	CNY	20.6	2019/11/01	买入	21.93	1.10	1.20	18.73	17.17	15.34	13.61	17.3	15.9
敏华控股	01999.HK	HKD	5.42	2019/11/18	买入	5.6	0.40	0.47	13.55	11.53	10.13	9.00	19.3	18.4
江山欧派	603208.SH	CNY	50.03	2019/08/13	买入	42.24	2.64	3.35	18.95	14.93	15.98	12.10	16.3	17.1

数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

备注: (1) 表中估值指标按照最新收盘价计算;

(2) A 股标的合理价值货币单位为人民币, 港股标的合理价值货币单位为港币;

(3) A 股标的 EPS 货币单位为人民币, 港股标的 EPS 货币单位为港币;

(4) 敏华控股 2019、2020 年的公司数据分别对应公司 2020、2021 财年数据。

目录索引

一、投资逻辑.....	6
二、房地产竣工持续回暖，向好发展具备可持续性.....	7
（一）行业竣工面积被低估，实际竣工情况好转可能早于竣工数据好转.....	7
（二）多维度判断竣工增速，不同方法之间相互印证.....	7
三、竣工回暖对后周期的影响程度测算.....	11
（一）全装修政策影响后周期链条，前置下游企业收入确认时点.....	11
（二）地产竣工对后周期行业的影响测算.....	16
四、建材投资机会：消费建材需求环境回暖，看好优质公司全年机会.....	20
（一）消费建材收入和竣工面积增速高度正相关.....	20
（二）平板玻璃基本面存预期差，2020年供需关系有望继续好转.....	20
五、家电投资机会：竣工复苏下价稳量升将成行业主旋律.....	25
（一）销量与价格：销量相关性较为明显，价格走势各有不同.....	25
（二）收入与估值：地产销售对公司收入拉动滞后，但显著影响当期估值.....	27
六、轻工投资机会：竣工拉动细分行业增长提速，具体弹性看竞争格局.....	30
（一）零售型企业：定制家具仍有空间，软体家具拐点初现.....	30
（二）工程型企业：确定性更强竞争格局更稳定，竣工回暖背景下迎来黄金发展期.....	31
七、家居零售投资机会：景气度向好助力深化合作.....	34
（一）红星美凯龙获阿里投资，大数据分析+同城站有效提高客流量.....	34
（二）居然之家推动数字化转型，阿里实现多方位赋能.....	35
八、投资建议.....	36
九、风险提示.....	37

图表索引

图 1: 全国房地产开发、建筑业竣工面积 (亿平米) 10-18 年增幅对比	7
图 2: 通过销售数据拟合竣工增速曲线与历史竣工数据拟合情况	9
图 3: 销售拟合、企业数据、退出施工面积增速水平一致性较好	10
图 4: 土地增值税增速及调整价格增幅后的面积贡献因素	10
图 5: 房地产行业相关上下游产业链梳理	11
图 6: 中国精装修房屋套数及占比	11
图 7: 2018 年精装修商品住宅配套规模及变化	12
图 8: 地产产业链中的建材家居	13
图 9: 2018 年全装修部品配置率	16
图 10: 历年 Q1-Q3 和 Q4 房地产竣工面积占比	17
图 11: 地产需求对内销量拉动比例测算	18
图 12: 伟星新材收入增速和房地产竣工面积增速	20
图 13: 北新建材收入增速和房地产竣工面积增速	20
图 14: 平板玻璃产量和房地产施工增速	21
图 15: 白玻价格和房地产竣工增速 (元/吨)	21
图 16: 玻璃价格和净冷修量 (左轴: 元/吨, 右轴: 吨/天)	23
图 17: 玻璃行业新增产能	23
图 18: 玻璃行业净新增产能和产能冲击率	24
图 19: 家电需求与地产产业链相关性图谱	25
图 20: 商品住宅竣工面积与空调内销出货量同比增速	26
图 21: 商品住宅竣工面积与空调零售均价同比增速	26
图 22: 商品住宅竣工面积与冰箱内销出货量同比增速	26
图 23: 商品住宅竣工面积与冰箱零售均价同比增速	26
图 24: 商品住宅竣工面积与洗衣机内销出货量同比增速	27
图 25: 商品住宅竣工面积与洗衣机零售均价同比增速	27
图 26: 商品住宅竣工面积与彩电内销出货量同比增速	27
图 27: 商品住宅竣工面积与彩电零售均价同比增速	27
图 28: 商品住宅竣工面积与烟机内销出货量同比增速	27
图 29: 商品住宅竣工面积与烟机零售均价同比增速	27
图 30: 2008-2018 年商品住宅销售面积同比与白电龙头内销收入同比	28
图 31: 2008-2018 年商品住宅销售面积同比与厨电龙头内销收入同比	28
图 32: 2008-2019 年商品住宅销售面积同比与家电板块 PE(TTM)绝对估值水平	28
图 33: 2008-2019 年商品住宅销售面积同比与家电板块 PE(TTM)相对估值水平	28
图 34: 2008-2019 年商品住宅销售面积同比与白电龙头 PE(TTM)绝对估值水平	29
图 35: 2011-2019 年商品住宅销售面积同比与厨电龙头 PE(TTM)绝对估值水平	29

图 36: 模拟 2019-2020 年房地产竣工同比增速图, 未来 2 年稳定下半年加速 ..	30
图 37: 2017 年定制衣柜企业市占率	30
图 38: 2017 年定制橱柜企业市占率	30
图 39: 2017 年中国床垫 CR4 (%)	31
图 40: 2018 年中国功能沙发 CR5 (%)	31
图 41: 全装修企业获取订单时点与零售类企业异同.....	32
图 42: 供应商评分体系	33
图 43: 红星美凯龙与阿里的合作推送	35
图 44: 居然之家“双 11”的同城站业务与秒居贷业务	36
表 1: 竣工研究方法及相关结论增速水平一览	8
表 2: 消费建材各细分子行业公司现金流状况、盈利能力和周转率水平	14
表 3: 棚改情况梳理	15
表 4: 建材/家电/轻工行业企业实现收入的时点	17
表 5: 竣工对家电品类增速的影响测算	18
表 6: 竣工对轻工品类增速的影响测算	19
表 7: 平板玻璃行业产能政策	22
表 8: 2010-2014 年新建玻璃产线冷修情况	23
表 9: 部分企业海外布局情况	31

一、投资逻辑

通过销售面积拟合竣工面积，我们认为 2019-2021 年竣工增速分别为 0.2%、10.4%和 5.9%；从棚户区改造、金融政策节奏和施工周期视角，我们判断房地产竣工回升周期至少持续至 2020H2。首先结合销售与竣工面积比例之间的偏差、以及房地产行业竣工与建筑行业竣工面积增速之间的偏差，我们分析认为实际的竣工数据存在低估，之后通过修正停工率的方式使竣工面积回到合理水平。然后采用 4 种方法多维度判断房地产行业的竣工需求，得到一致结论认为竣工面积增速在 2019 年和 2020 年会逐步提升。

从宏观角度来看，目前房地产周期正在由施工向竣工环节加速切换，施工见顶、竣工见底，且房地产竣工周期至少回升到明年二季度。首先从棚户区改造、金融政策和房地产调控视角分析本轮周期存在持续时间整体更长，韧性更强、竣工周期出现偏晚的特征，然后通过“新开工-竣工”的周期耗时判断得出目前已经接近施工周期尾声。“错峰竣工”可能使得竣工回升周期维持一段较长的时间，并通过施工转竣工的比例测算得出竣工至少好转四个季度至 2020H2 的结论。

竣工回暖后带动后周期行业增长。以地产组的竣工增速测算为基础，考虑非精装房推后下游企业收入兑现时点的影响，测算得到 18 年-5.1%的竣工增速对房地产下游企业 2019 年的收入产生负面影响；但随着竣工持续回暖，后周期行业在 2020 和 2021 年将会受益，实现景气度逐步回升。

建材行业：从历史经验来看，消费建材收入和竣工面积增速高度正相关。精装修渗透率持续提升，使得B端市场占比快速提升，同时消费建材采购行为将提前且更加集中、消费建材企业议价能力将减弱。从议价能力和行业格局变化的角度，我们认为石膏板、建筑涂料、板材和定制家具这三个品类更值得关注，看好优质公司全年机会。平板玻璃一方面行业新建产能趋势性减少，另一方面未来2年行业处于冷修停产高峰期。综合供需来看，我们认为玻璃行业2020年供需关系有望继续好转。

家电行业：细分行业中厨电需求主要产生于装修过程，是典型的地产后周期行业；空调由于新房配比较高，地产的拉动也相对大。在竣工回暖的大前提下，预计厨电与白电的终端需求将温和复苏，龙头企业有望展现出更强的竞争能力将在复苏中表现更佳。另外，厨电龙头企业在工程渠道拥有更高的份额，精装修渗透率的提升将使得相关龙头在复苏的过程中时点更早，确定性更强。

轻工行业：零售型企业的增长受竣工对行业的拉动、细分行业渗透率的提高和市占率的提升的影响；而工程单企业确定性更强且竞争格局更稳定。在精装修渗透率提升的背景下，竣工持续回暖利好龙头企业实现快速增长。展望 2020 年，持续看好工程端企业放量延续，软体企业海外布局显拐点，定制企业受益于行业基本面回暖。

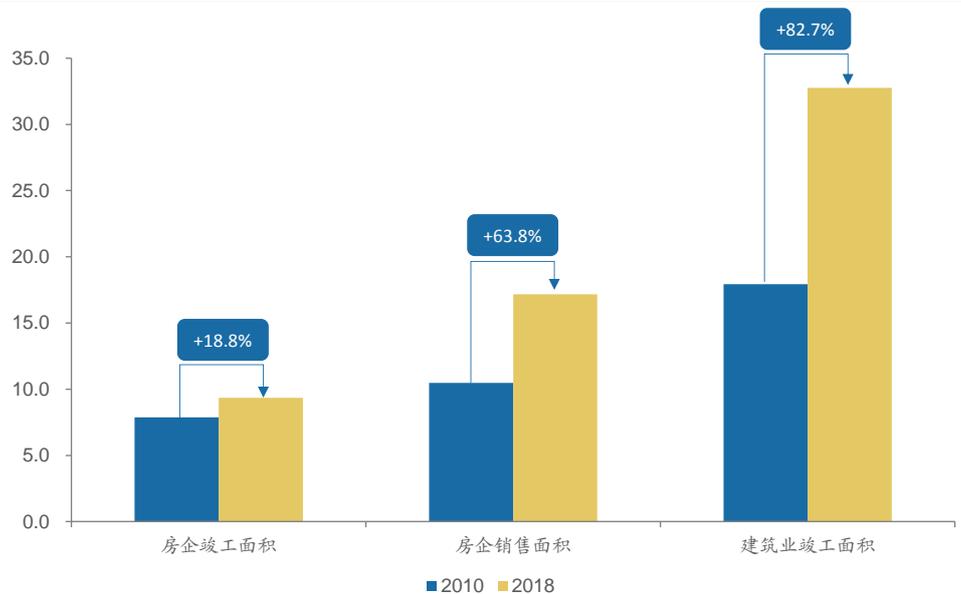
家居零售：腾讯、阿里于 2018 年分别与红星美凯龙与居然之家展开合作，电商龙头抢滩家具行业，意在延伸用户需求覆盖面，增强用户粘性，进一步完善生态圈的闭环，并于 2019 年持续推进。家装行业万亿市场，电商龙头选择家具渠道龙头合作，也是认可两大渠道商平台在行业中地位。而在当前竣工回暖行业景气度提升的背景下，有望推动跨界平台之间持续深化合作，助力红星美凯龙、居然之家落实流量上的突破，提升对其租户的赋能，增强对租户的吸引力，使得平台价值进一步凸显，最终实现双方合作互赢。

二、房地产竣工持续回暖，向好发展具备可持续性

（一）行业竣工面积被低估，实际竣工情况好转可能早于竣工数据好转

由于开发商倾向于延迟办理竣工结算等原因，房地产竣工指标的数据质量不高；房地产行业竣工增幅远小于建筑业竣工增幅说明统计局公布的房地产开发企业竣工面积数据数值偏低。项目竣工和收入结算往往伴随土地增值税的缴纳，导致企业融资压力加剧，即使企业已完成项目建设，他们也倾向于通过延迟办理竣工决算的方式来拖延收入转结，因此房地产竣工指标未能反映真实情况。地产组发现从2010年到2018年房地产开发企业的竣工面积增速仅有18.8%，远低于全国建筑业竣工面积增速82.7%，因此认为2010年统计局公布的房地产开发企业竣工面积数据偏低，而这种规模上的偏差从14年之后表现的更加显著。

图 1：全国房地产开发、建筑业竣工面积（亿平方米）10-18 年增幅对比



数据来源：国家统计局、广发证券发展研究中心，来源报告 2019-11-20《挖掘行业及企业数据判断未来地产竣工节奏》

（二）多维度判断竣工增速，不同方法之间相互印证

地产组采用统计局工程面积数据的逻辑自洽关系、统计局销售面积数据的领先关系、龙头房地产企业的竣工与行业竣工关系、房地产行业土地增值税缴纳与竣工关系四种思路，多维度判断房地产行业的竣工需求。通过统计局销售面积数据的领先关系，地产组预测19、20、21年的竣工增速分别为0.2%、10.4%和5.9%。详细逻辑请参见《房地产行业竣工专题研究：挖掘行业及企业数据判断未来地产竣工节奏》。

表 1: 竣工研究方法及其结论增速水平一览

年度	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
统计局原始数据														
竣工面积 (亿平方米)	6.65	7.27	7.87	9.26	9.94	10.14	10.75	10.00	10.61	10.15	9.36			
增速	9.8%	9.2%	8.3%	17.6%	7.3%	2.0%	5.9%	-6.9%	6.1%	-4.4%	-7.8%			
方法 1: 根据开工、施工调整竣工面积														
真实竣工面积 (亿平方米)	6.65	7.27	7.87	9.26	9.94	10.14	10.75	11.42	13.34	15.29	14.56			
增速	9.8%	9.2%	8.3%	17.6%	7.3%	2.0%	5.9%	6.3%	16.8%	14.6%	-4.8%			
方法 2: 根据销售面积数据拟合竣工面积														
销售拟合竣工面积 (亿平方米)				8.42	8.63	10.34	11.71	11.69	13.24	14.32	13.58	13.61	15.02	15.91
增速					2.6%	19.8%	13.2%	-0.2%	13.2%	8.2%	-5.1%	0.2%	10.4%	5.9%
方法 3: 头部企业竣工表现及趋势判断														
企业竣工面积 (万方)			2888	3378	4823	6163	7309	8287	9417	10413	13419	18609		
增速				17.0%	42.7%	27.8%	18.6%	13.4%	13.6%	10.6%	28.9%	38.7%		
增速 (滞后一年)					17.0%	42.7%	27.8%	18.6%	13.4%	13.6%	10.6%	28.9%	38.7%	
方法 4: 土地增值税增速推算竣工增速														
土地增值税增速 (扣除价格影响)	19.0%	7.2%	76.7%	32.0%	12.1%	20.2%	18.6%	-15.8%	8.2%	-3.8%	-2.9%	6.4%		

数据来源: 统计局、开发企业经营数据、财政部、广发证券发展研究中心, 来源报告 2019-11-20《挖掘行业及企业数据判断未来地产竣工节奏》

1. 根据开工、施工调整竣工面积

统计局工程面积指标之间存在自洽关系, 可通过施工、开工、竣工面积之间的差额计算净停工面积, 计算方法如下:

$$N\text{年施工面积} - N\text{年新开工面积} = N-1\text{年施工面积} - N-1\text{年退出施工面积}$$

$$N-1\text{年退出施工面积} = N-1\text{年施工面积} + N\text{年新开工面积} - N\text{年施工面积}$$

$$N-1\text{年退出施工面积} = N-1\text{年竣工面积} + N-1\text{年净停工面积}$$

停工率异常增长, 停工面积应是被高估。 房地产市场从2015年开始进入连续5年增长的阶段, 然而在此期间停工率却异常地屡创新高, 应是源于行业的停工数据被高估。在核定年度退出施工面积不变的条件下, 可通过调低停工面积来确定真实的竣工体量。2014年后停工率随着景气度维持时间的延长而逐步下降, 假设15年-18年年停工率从4%下降至1% (根据此假设15-18年的平均停工率是2.5%, 与09年-13年的平均停工率相同), 结果显示15年-18年的平均竣工面积为13.65亿平方米, 且竣工增速趋势与退出施工面积的趋势也基本相同。

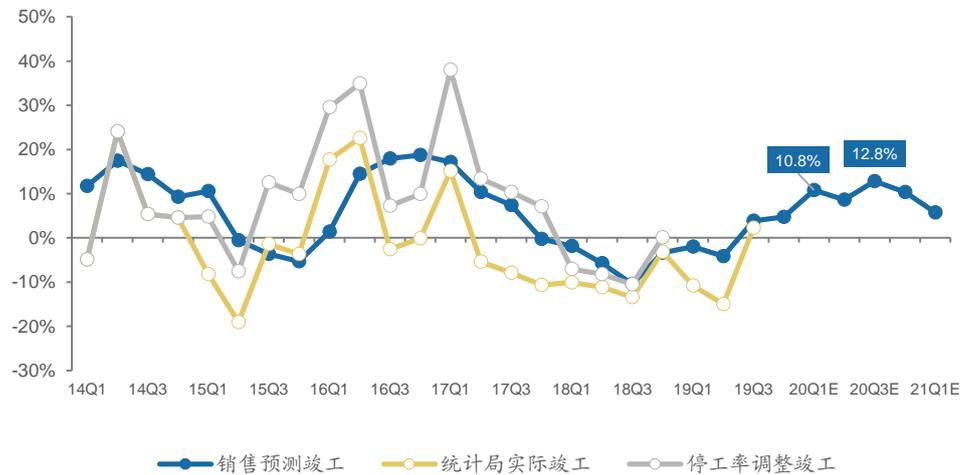
2. 根据销售面积拟合竣工面积

房地产行业销售数据与竣工规模存在领先滞后关系, 地产组通过将当年的现房销售面积、一二线城市在2年前期房的销售面积、三四线在3年前期房的销售面积相加求和, 来推算的当年整体竣工面积。

地产组通过季度数据拟合得到 2019、2020、2021年实际竣工需求同比增速分别为0.2%、10.4%和5.9%, 2020年为主要释放阶段, 而季度的拐点位置在2019年

Q3，高点在2020年Q1和2020年Q3。三四线地产销售滞后一二线城市一年左右，且由于三四线城市偏低的预售标准和更为困难的融资情况，其从销售到竣工所需要的时间被拉长。宏观组认为销售时点并不重合和施工周期差异更大造成的“错峰竣工”可能使得竣工回升周期维持较长的一段时间。通过假设今年维持去年11%的施工转竣工比例（实际上大概率会高于去年），考虑到施工从2018Q2见底回升至今已6个季度，宏观组预计当这部分施工转向竣工将至少支撑竣工好转四个季度至2020H2。

图 2：通过销售数据拟合竣工增速曲线与历史竣工数据拟合情况



数据来源：国家统计局、广发证券发展研究中心，来源报告 2019-11-20《挖掘行业及企业数据判断未来地产竣工节奏》

*销售预测竣工：完全根据现房、一二线期房、三四线期房销售数据拟合

3. 通过头部企业竣工与行业竣工的趋势变化关系判断未来竣工情况

随着房地产行业集中度的提升，头部房地产企业行业中的影响越来越大，企业的**数据趋势也能表现行业未来整体的变化方向**。地产组发现行业退出施工面积增速以及通过销售拟合的停工需求面积数据，与企业竣工面积增速滞后一年的变化规律一致性较高，得到结论企业竣工增速变化领先行业变化一年，所以房企竣工增速从2018年开始拐头向上，2019年公布竣工计划企业口径增速扩大约10个百分点，对于行业而言将传递至2019、2020年。宏观组也得出了相一致的结论，认为计划竣工会对商品房项目走向竣工形成一定的硬性约束，如此庞大的项目体量一旦开始转向竣工，必然会对施工带来不可忽视的负面影响，详细逻辑请参见《宏观经济研究报告：怎样理解这轮房地产周期》。

图 3: 销售拟合、企业数据、退出施工面积增速水平一致性较好



数据来源: 国家统计局、企业经营数据、广发证券发展研究中心, 来源报告 2019-11-20《挖掘行业及企业数据判断未来地产竣工节奏》

4. 通过土地增值税数据判断未来竣工趋势

房地产销售过程中, 土地增值税的清缴主要发生在竣工阶段, 因此土地增值税的发生与竣工的发生有一定的相关性。由于土地增值税的增速水平同时受到对应结算竣工结算面积、结算均价和毛利率的影响, 因此地产组用土地增值税的增速和结算期T-2年房价增速的差值, 作为竣工面积对土地增值税的贡献因素, 得到的结果与通过销售数据拟合的竣工面积数据匹配度较好。

图 4: 土地增值税增速及调整价格增幅后的面积贡献因素

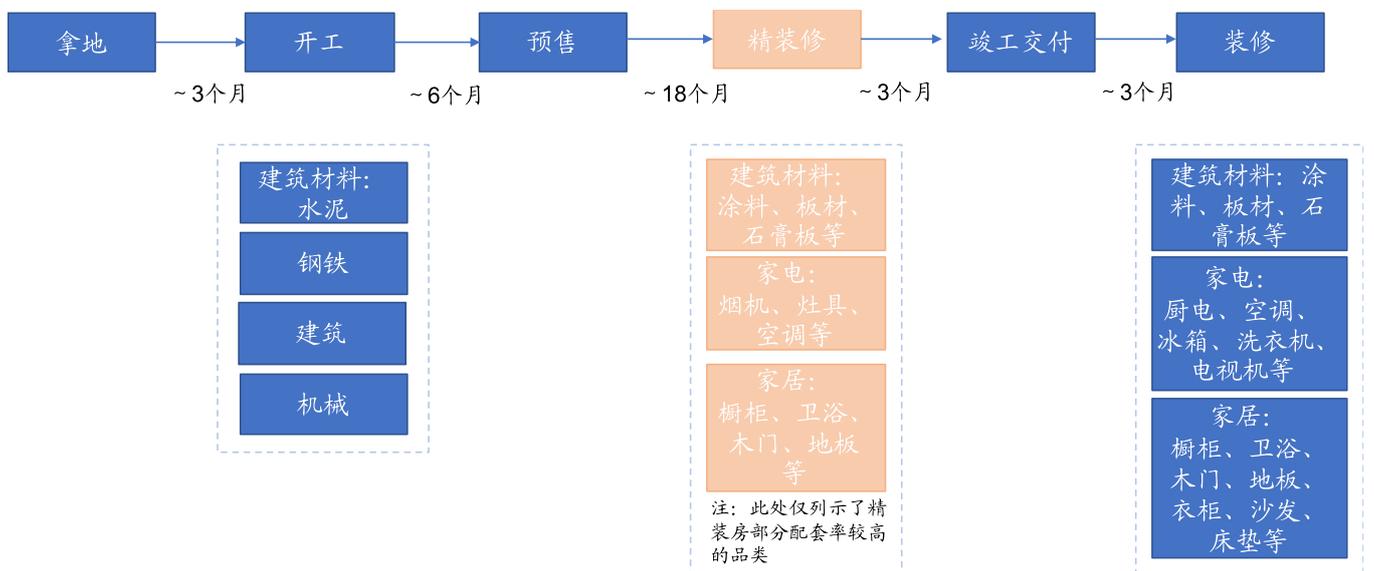


数据来源: 财政部、广发证券发展研究中心, 来源报告 2019-11-20《挖掘行业及企业数据判断未来地产竣工节奏》

三、竣工回暖对后周期的影响程度测算

房地产和其他行业之间关联性较强,预计 2020 年的竣工高峰会带来地产后周期产业链景气度的回升。地产的下游产业链主要包括建材、家电和家居等行业。

图 5: 房地产行业相关上下游产业链梳理

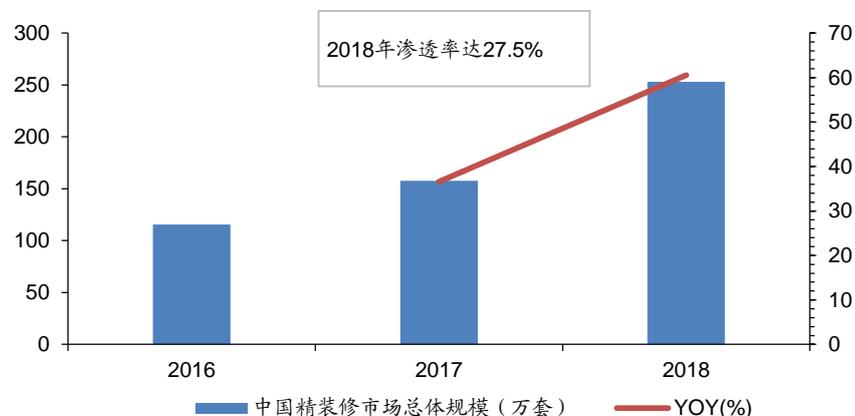


数据来源: 奥维云网、广发证券发展研究中心

(一) 全装修政策影响后周期链条, 前置下游企业收入确认时点

2016 年国家和地方政府开始加速推出全装修相关政策, 2017 年 5 月发布的《建筑业发展十三五规划》, 此外各省、市政府也对辖区内的建筑业交房标准提出了要求。随着全装修逐渐成为趋势, 地产后周期链条上各行业在业务模式、市场格局等方面都在不断演变。

图 6: 中国精装修房屋套数及占比

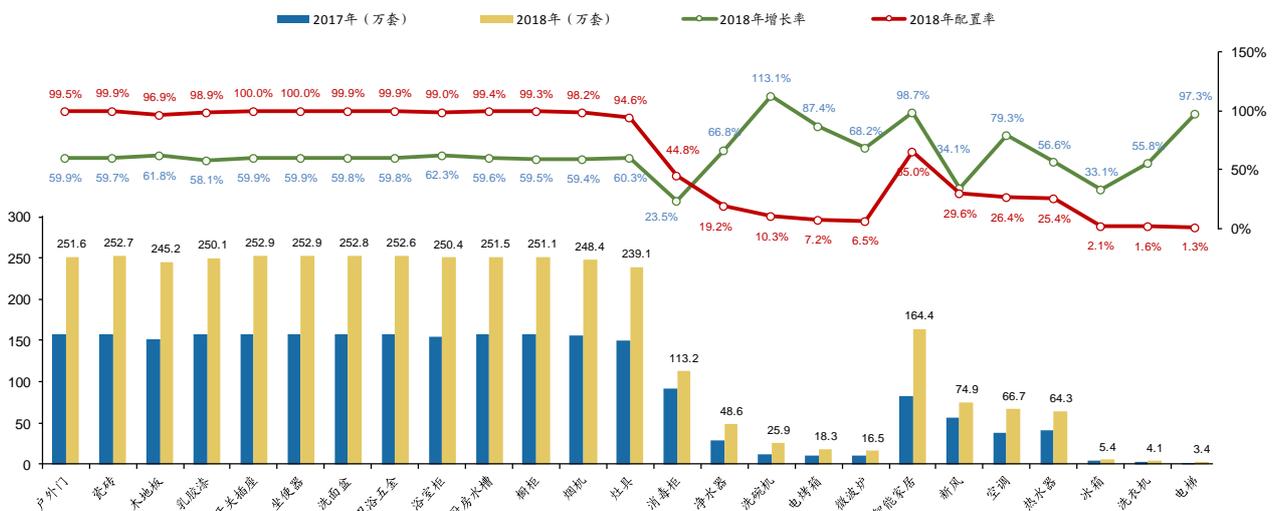


数据来源: 奥维云网、广发证券发展研究中心, 来源报告 2019-03-31《定制倒春寒后迎盛夏, 全装链条确定性更高》

1. 建材行业：精装修渗透率持续提升带来业务模式变化

精装修渗透率提升将带来下游装修建材采购模式发生变化。根据 2018 年住建部颁布《装配式建筑评价标准》的定义，全装修是指“建筑功能空间的固定面装修和设备设施安装全部完成，达到建筑使用功能和性能的基本要求”。目前精装修房屋还没有统一的交付标准，但根据定义，若需达到建筑使用功能和性能的基本要求，建材相关产品的配置要求理论上应该不可缺少。根据奥维云网统计，精装修房屋中不同产品如建材、轻工、家电等配置率并不相同，其中硬装部分的建材产品的配置率最高，基本在 95% 以上。这样装修材料的采购方从个人业主或工长或家装公司转向开发商，B 端市场占比快速提升。

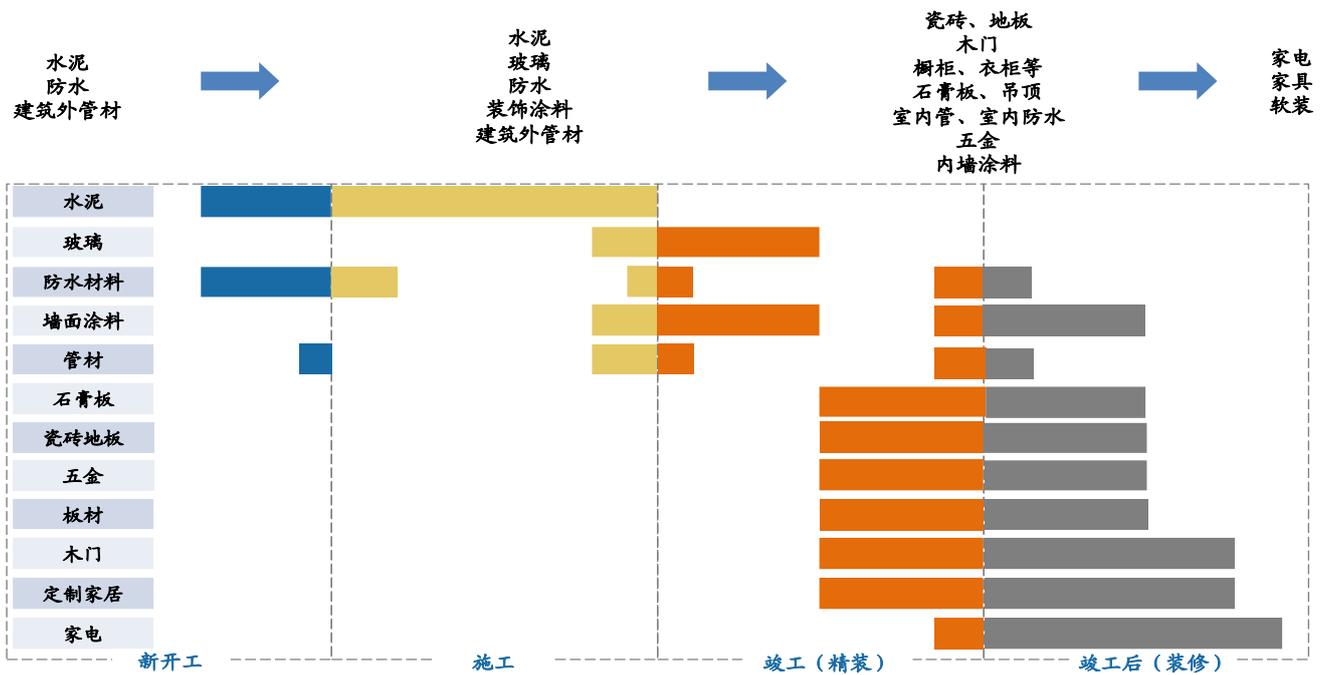
图 7：2018 年精装修商品住宅配套规模及变化



数据来源：奥维云网、广发证券发展研究中心，来源报告2019-12-15《2020年投资策略：赛道优势明显，需求有亮点》

精装修渗透率快速提升带来采购行为B端化，使得消费建材的业务模式出现变化。变化之一是消费建材采购行为将提前且更加集中。毛坯房交付，交付后业主方会根据自身需求来决定什么时候装修，装修相对于竣工交付有一定滞后时间，从而消费建材的需求也将有所滞后；精装房交付，装修时间将提前，和竣工基本保持同步，采购也将更加集中。

图 8：地产产业链中的建材家居



数据来源：广发证券发展研究中心，来源报告2019-12-15《2020年投资策略：赛道优势明显，需求有亮点》

备注：柱状长度代表各行业在地产产业链的需求占比

变化之二是消费建材企业议价能力将减弱。毛坯房交付，厂商对面的是“小”的业主或工长或家装公司，且业主的意见（对应为品牌）起到很大作用，厂商的议价能力强；精装房交付，厂商对面的是“大”的开发商，业主只能被动接受，而开发商更加追求性价比，厂商的议价能力变弱。由于不同品类，行业格局、品牌关注度、进入壁垒等不一样，使得不同品类的厂商议价能力也不一样。这里通过对比各消费建材细分子行业的3个维度财务指标（盈利能力、运营周转率和现金流状况），来衡量其相对下游的议价能力：可以看到石膏板企业对下游的议价能力最强，因其格局高度集中，北新建材一家独大；管材次之，主要由于行业集中度相对较高，同时伟星新材专注于零售市场（议价能力较强）；然后是建筑涂料，SKU多有定制属性，建筑涂料的质量和性能容易被消费者感知，且外墙涂料是面子工程容易受地产商较重视，因此地产商会更倾向于选择产品质量更好、品牌力更强的建筑涂料，厂商相对下游议价能力较强，同时对上游的议价能力也较强；再次之是瓷砖，瓷砖产品比较同质化，终端消费者更看重装饰性能，品牌力偏弱，不过2B业务能提升瓷砖厂商库存周转率，同时规模扩大后能提升对上游议价能力；最后是防水和五金。

表 2: 消费建材各细分子行业公司现金流状况、盈利能力和周转率水平

指标	时间	石膏板	防水		建筑涂料		瓷砖		管材			五金
		北新建材	东方雨虹	科顺股份	三棵树	亚士创能	蒙娜丽莎	帝欧家居	伟星新材	永高股份	中国联塑	坚朗五金
经营现金流/净利润	2018	1.12	0.67	-1.07	1.20	1.36	0.76	0.16	0.98	1.70	1.80	0.19
	2019Q3	/	-1.30	-0.36	-0.12	1.51	2.83	0.66	0.79	0.93	0.72	-0.69
	16-18 三年平均	1.14	0.42	-0.06	0.97	0.53	0.99	0.88	1.19	1.78	1.25	0.30
毛利率	2018	35.3%	34.6%	31.4%	40.0%	29.5%	36.8%	35.0%	46.8%	23.6%	26.2%	38.0%
	2019Q3	34.6%	36.5%	33.7%	39.1%	33.4%	36.7%	35.9%	46.8%	25.1%	28.7%	40.3%
	16-18 三年平均	35.6%	38.3%	39.7%	42.0%	32.4%	35.9%	32.1%	46.7%	24.7%	26.3%	39.0%
营业利润率	2018	24.1%	12.9%	7.2%	7.9%	4.8%	13.0%	10.1%	25.5%	5.6%	13.6%	5.0%
	2019Q3	21.6%	15.1%	9.8%	8.8%	5.4%	13.7%	11.8%	26.3%	8.5%	15.5%	8.7%
	16-18 三年平均	23.1%	14.2%	13.7%	7.9%	8.6%	12.1%	9.9%	24.5%	5.6%	13.6%	7.5%
应收账款周转率	2018	58.74	2.62	2.17	4.59	2.29	4.62	4.72	14.95	5.30	10.79	3.29
	2019Q3	26.82	2.52	2.31	3.47	2.12	4.79	2.98	11.11	4.90	8.82	2.49
	16-18 三年平均	49.47	2.56	2.07	5.48	2.66	4.50	4.86	14.61	5.40	11.38	3.85
应付账款周转率	2018	9.52	4.27	2.24	2.49	2.47	2.17	4.20	9.65	3.60	5.63	4.06
	2019Q3	7.35	4.07	2.39	2.44	2.05	1.82	2.76	10.52	3.72	4.12	4.28
	16-18 三年平均	7.81	5.64	2.16	2.97	2.79	2.53	10.05	8.91	3.60	5.53	4.79
存货周转率	2018	6.40	4.99	8.13	9.51	8.16	2.53	7.20	4.10	4.55	5.19	2.98
	2019Q3	5.98	5.04	8.15	8.43	9.84	2.41	5.53	3.14	4.13	4.16	3.00
	16-18 三年平均	5.36	5.57	6.96	9.94	8.53	2.46	4.62	4.10	4.55	5.11	3.15
营运资本周转率	2018	4.21	3.31	2.31	33.76	2.06	1.81	4.95	2.45	7.56	8.12	1.97
	2019Q3	6.65	3.84	2.37	/	3.09	1.94	5.44	2.12	6.14	9.61	2.44
	16-18 三年平均	4.78	3.23	2.65	29.62	3.02	5.27	2.38	2.50	8.10	8.53	1.89

数据来源: 公司年报、Wind、广发证券发展研究中心, 来源报告 2019-12-15 《2020 年投资策略: 赛道优势明显, 需求有亮点》

2. 家电行业: 精装促需求部分前置, 棚改或助力次级市场

顺着整个开工—预售—竣工—装修的链条可以看到家电需求通常产生于整条价值链的最末端, 整体滞后于商品房预售近 2 年, 滞后于竣工交付近一个季度。而近年精装修渗透率的提升以及棚改政策的推进或将在本轮竣工复苏周期中对时点与结构产生影响。

精装修: 精装房由开发商统一装修, 因此家电需求会前置于竣工交付。截止至 2018 年精装房渗透率已达到 17%, 其中烟灶配套率超过 95%, 新风与空调 (大部分为中央空调) 配套率近 30%, 相关龙头来自工程渠道收入增速复苏的时点将会领先于零售渠道。而来看长期来看, 下游客户由 C 端消费者转为 B 端地产商将使得:

(1) **提供整合市场良机:** 以厨电为主高配套率家电目前零售市场集中度仍较为分散。专业的 B 端客户对供应商售后服务、专业程度、产品一致性等要求更高, 有利于龙头企业进行市场整合。奥维云网数据显示 2019H1 老板电器油烟机工程渠道市场份额高达 37.8% 稳居行业第一, 远超其零售市场份额;

(2) 现金周期拉长: 2B 业务通常需要供应商具备较强的资金实力, 项目垫资情况较多。同时专业客户相比于 C 端消费者具备更强的议价能力。长期看工程渠道的崛起将拉长相关企业整体的现金回收周期。

棚户区改造: 棚改政策在过去几年快速推进并于 2019 年开始放缓。其中货币化安置的部分拉动了商品房整体的销售, 占近年商品房销售 20%左右。实物安置的部分交付周期偏长导致需求后置, 与精装房一起熨平了整个家电需求复苏的周期。考虑到棚改项目更多落地在三四线城市, 本轮复苏周期中次级市场或迎来相对更为良好的表现。

表 3: 棚改情况梳理

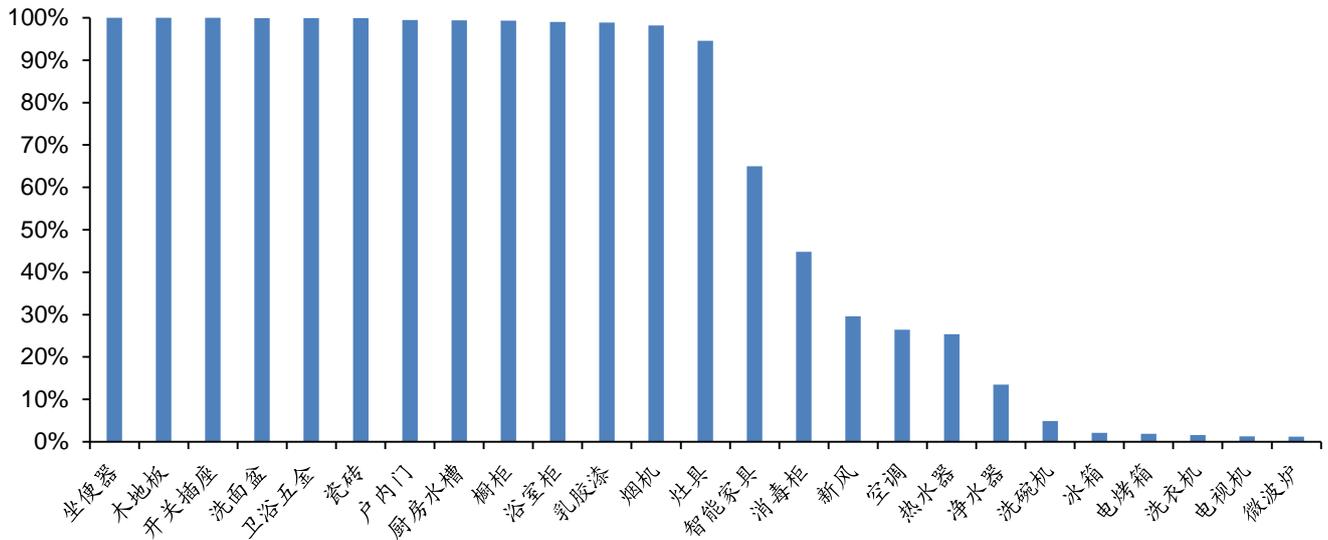
	2016A	2017A	2018A	2019M1-7
棚改建设计划 (万套)	600	600	580	285
棚改实际执行 (万套)	606	609	626	/
货币化安置比例	49%	60%	40%	40%
货币化占商品房销售比例	21%	25%	17%	8%
实物安置数量 (万套)	309	244	376	171

数据来源: 奥维云网、国家统计局、住建部、广发证券发展研究中心

3. 轻工行业: 政策加速全装修推进, 家居部品受益集中度提升

家居类产品 (橱柜、卫浴等) 在全装修市场上的配置率较高, 市场发展空间广阔。全装修市场针对不同的项目配套的部品产品的配置情况不统一, 大部分项目墙面、地面、卫生间和厨房都全部装修交付, 小部分项目会在此基础上增加家电。如果按配套率细分, 相关住宅部品可以被大致分为三个等级。建材、厨电、橱柜、卫浴产品等一级配套品配置率在 95%以上, 消毒柜等二级配套品配置率在 20%-70%, 净水器、电视机等三级配套品配置率在 0-20%。

图 9：2018 年全装修部品配置率



数据来源：奥维云网、广发证券发展研究中心、来源报告2019-12-08《2020年投资策略：挖掘行业景气与政策拐点，追随精装竣工与集采趋势》

（二）地产竣工对后周期行业的影响测算

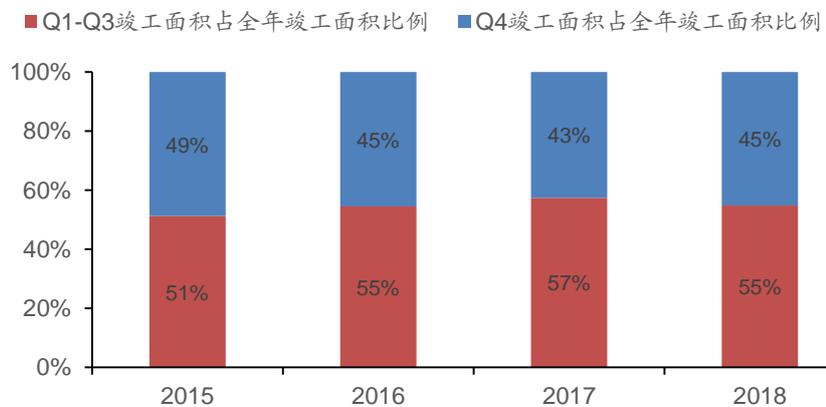
由于产业链下游行业兑现收入的时点与是否为精装房直接相关，随着精装修渗透率逐年提升，在测算房地产竣工对行业增长拉动情况时不能忽略精装房对企业实现收入的影响。从竣工交付到装修完成需要约3个月，当年竣工的精装房在当年即可实现收入，当年Q1-Q3竣工的非精装房也可在当年确认收入，但Q4竣工的非精装房在次年Q1才能确认收入。年底是房地产企业竣工交付的密集期，从2015年-2018年，Q4房地产竣工面积占全年竣工面积的比例分别是49%、45%、43%、45%，四年间该占比的平均值为46%。假设未来3年Q1-Q3有54%的房企竣工交付，Q4有46%的房企竣工交付。竣工增速采用地产组通过销售面积拟合竣工面积增速，2018-2021年的竣工增速分别为-5.1%、0.2%、10.4%和5.9%。

表 4: 建材/家电/轻工行业企业实现收入的时点

竣工时点的精装/非精装房	收入实现时点	
2018Q1-Q3 的精装房	2018 Q1-Q3	
2018 Q1-Q3 的非精装房	2018 Q2-Q4	-
2018Q4 的精装房	2018 Q4	
2018 Q4 的非精装房	2019 Q1	属于 2019 年的收入
2019 Q1-Q3 的精装房	2019 Q1-Q3	
2019 Q1-Q3 的非精装房	2019 Q2-Q4	
2019 Q4 的精装房	2019 Q4	
2019 Q4 的非精装房	2020 Q1	属于 2020 年的收入
2020 Q1-Q3 的精装房	2020 Q1-Q3	
2020 Q1-Q3 的非精装房	2020 Q2-Q4	
2020 Q4 的精装房	2020 Q4	
2020 Q4 的非精装房	2021 Q1	属于 2021 年的收入
2021 Q1-Q3 的精装房	2021 Q1-Q3	
2021 Q1-Q3 的非精装房	2021 Q2-Q4	
2021 Q4 的精装房	2021 Q4	
2021 Q4 的非精装房	2022 Q1	-

数据来源: 广发证券发展研究中心

图 10: 历年Q1-Q3和Q4房地产竣工面积占比



数据来源: 国家统计局、广发证券发展研究中心

2016年国家和地方政府开始加速推出全装修相关政策, 2017年5月发布的《建筑业发展十三五规划》提出到2020年, 城镇绿色建筑占新建建筑比重达到50%, 新开工全装修成品住宅面积达到30%。根据往期报告《整装深度: 定制龙头收入再次加速的第二增长极》, 预计2019-2021年全装修渗透率分别为25%、30%、35%。

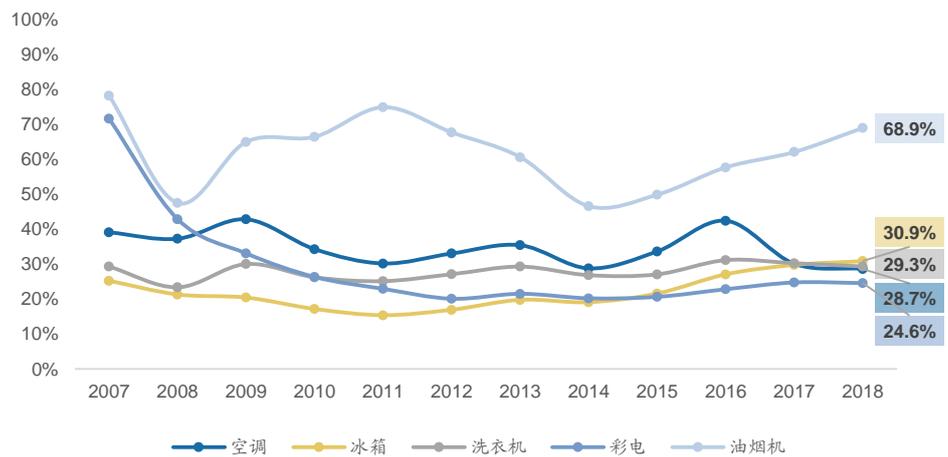
1. 地产竣工对家电行业的影响测算

地产对于家电需求的拉动不言而喻, 若假设新房(若考虑二手房翻新带来的需求则实际拉动占比或将更高)空调配套率2台/户, 冰/洗/厨电/电视配套率1台/户,

则可通过地产需求量/内销量测算新房销售对家电内销量的拉动比例，其中地产需求量=住宅销售套数*每套商品房产品配套数量。

N 年地产拉动家电行业品类增速= N 年竣工交付增速* N 年精装房比例* N 年地产需求对内销量拉动的比例+ $N-1$ 年竣工交付增速* $N-1$ 年非精装房比例* $N-1$ 年地产需求对内销量拉动的比例* $N-1$ 年Q4竣工比例+ N 年竣工交付增速* N 年非精装房比例* N 年地产需求对内销量拉动的比例* N 年Q1-Q3竣工比例。

图 11: 地产需求对内销量拉动比例测算



数据来源: 国家统计局、产业在线、广发证券发展研究中心

油烟机主要受产品寿命长、更新需求释放缓慢、装修属性强的特点，新房对其拉动比例较高；电视机存量较大、更新速度快，新房对其拉动比例较低仅有约 25%；假设未来三年地产需求对油烟机、空调、冰箱、洗衣机内销量的拉动比例保持在 2018 年的水平，即 2019 年-2021 年地产需求对油烟机内销量的拉动比例均为 69%，对空调内销量的拉动比例均为 29%，对冰箱内销量的拉动比例均为 31%，对洗衣机内销量的拉动比例均为 29%。

表 5: 竣工对家电品类增速的影响测算

增速拉动情况	空调	冰箱	洗衣机	油烟机
2019	-0.4%	-0.5%	-0.5%	-1.1%
2020	2.4%	1.6%	1.6%	4.2%
2021	2.1%	2.3%	2.2%	5.1%

数据来源: 广发证券发展研究中心

2. 地产竣工对轻工行业的影响测算

对于轻工行业的各产品来说，房地产竣工带来的新增数量需求=住宅商品房套数*每套房产品配置数量*产品渗透率。假定每套房的产品配置数量不变，则竣工对各产品新增需求量的增速影响由产品渗透率变动和竣工增速情况共同决定。

N 年地产拉动轻工行业品类增速= N 年竣工交付增速* N 年精装房比例* N 年产品渗透率+ $N-1$ 年竣工交付增速* $N-1$ 年非精装房比例* $N-1$ 年产品渗透率* $N-1$ 年Q4竣工比例+ N 年竣工交付增速* N 年非精装房比例* N 年产品渗透率* N 年Q1-Q3竣工比例。

定制衣柜: 据往期报告《家具筑底系列(一):龙头的成长何时再穿越周期》, 2016年定制衣柜渗透率为29%, 2009-2016定制衣柜渗透率平均每年增长约3%。假设未来五年衣柜渗透率每年增长3个百分点, 2018、2019、2020、2021年衣柜渗透率分别为35%、38%、41%、44%。

定制橱柜: 据往期报告《家具筑底系列(一):龙头的成长何时再穿越周期》, 2017年定制橱柜渗透率约为60%, 2009-2017年间定制橱柜渗透率每年增长2%-4%, 考虑到橱柜渗透率已经较高, 预计未来渗透率增速平缓, 假设2018-2021年定制橱柜渗透率每年增长2%, 则2018、2019、2020、2021年定制橱柜渗透率分别为64%、66%、68%、70%。

定制木门: 智研咨询数据显示2017年定制木门的渗透率仅三成左右, 市场潜力大。由于满足了消费者的个性化需求, 定制木门的替代效应将逐渐显现。据往期报告《定制家具行业: 地产关联度, 渗透率边界与市场格局展望》, 假设定制木门的渗透率每年增长3%, 则2018、2019、2020、2021年定制橱柜渗透率分别为36%、39%、42%、45%。

整装卫浴: 据亿欧网的数据, 2018年整装卫浴在国内的渗透率仅约10%, 而在日本的渗透率为70%, 国内整装卫浴渗透率提升空间大。据往期报告《整装卫浴行业深度报告: 整装卫浴元年开启, 重走定制家具之路》, 假设整装卫浴的渗透率在未来3年以5%的速度提升, 则2018、2019、2020、2021年整装卫浴的渗透率分别为10%、15%、20%、25%。

功能沙发: 据敏华控股业绩简报中披露的数据, 2018年美国功能沙发渗透率已经达到40%多, 而中国大陆渗透率仅有13%左右。据往期报告《功能沙发: 深度解答渗透率提升的疑虑》, 功能沙发未来几年渗透率提升趋势将延续, 平均每年有望提升0.8%-0.9%, 假设未来3年功能沙发的渗透率以0.9%的速度增长, 则2018、2019、2020、2021年功能沙发渗透率分别为13%、13.9%、14.8%、15.7%。

床垫: 床垫的渗透率为100%。

沙发: 沙发的渗透率为100%。

地板: 地板的渗透率为100%。

表 6: 竣工对轻工品类增速的影响测算

增速拉动情况	定制衣柜	定制橱柜	定制木门	整体卫浴	功能沙发	沙发	床垫	地板
2019	-0.54%	-0.99%	-0.55%	-0.15%	-0.20%	-1.55%	-1.55%	-1.55%
2020	2.93%	4.86%	3.00%	1.43%	1.06%	7.16%	7.16%	7.16%
2021	3.19%	5.16%	3.26%	1.70%	1.14%	7.47%	7.47%	7.47%

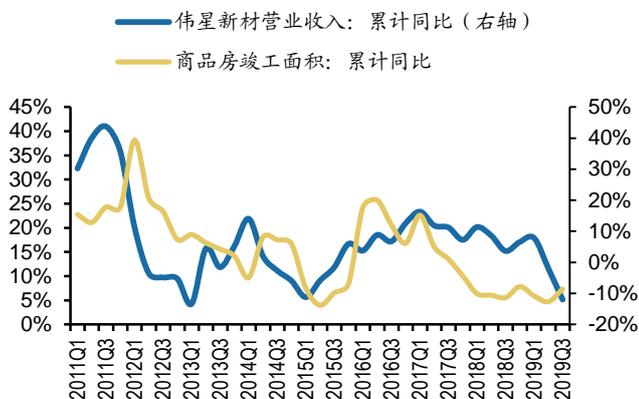
数据来源: 广发证券发展研究中心

四、建材投资机会：消费建材需求环境回暖，看好优质公司全年机会

（一）消费建材收入和竣工面积增速高度正相关

竣工的趋势性向好，地产后周期消费建材的需求环境也将趋势性回暖。正常情况下，竣工交付后马上进入装修环节，尤其是硬装需求比较刚性，从而带动消费建材的需求。从历史经验来看，我们以上市时间最长的北新建材和伟星新材为例，两者收入增速和房地产竣工面积增速保持较强的正相关关系。

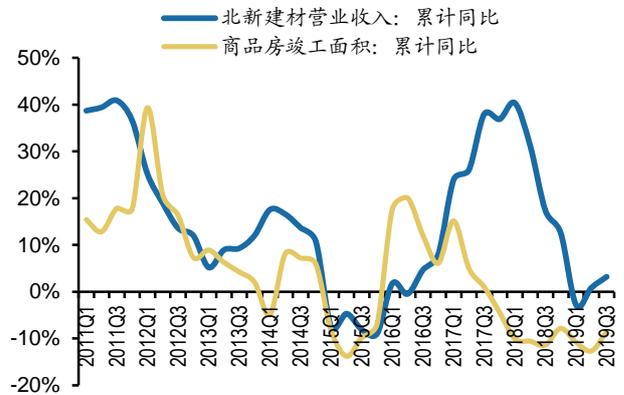
图 12：伟星新材收入增速和房地产竣工面积增速



数据来源：统计局、Wind、广发证券发展研究中心，来源报告 2019-12-15《2020 年投资策略：挖掘行业景气与政策拐点，追随精装竣工与集采趋势》

注：伟星新材 2019 年收入数据和竣工数据有背离，主要来自精装修房占比提升

图 13：北新建材收入增速和房地产竣工面积增速



数据来源：统计局、Wind、广发证券发展研究中心，来源报告 2019-12-15《2020 年投资策略：挖掘行业景气与政策拐点，追随精装竣工与集采趋势》

注：北新建材 2017 年收入数据和竣工数据有背离，主要来自行业供给侧改革、上游原材料价格大涨导致的提价因素

如前文分析，精装修渗透率持续提升使得 B 端市场占比快速提高。采购行为 B 端化，消费建材的业务模式也会出现变化。一是消费建材采购行为将提前且更加集中。二是消费建材企业议价能力将减弱。我们通过对比各消费建材细分子行业的 3 个维度财务指标（盈利能力、运营周转率和现金流状况），来衡量其相对下游的议价能力，并从议价能力和行业格局变化的角度，认为石膏板、建筑涂料、板材和定制家具这三个品类更值得关注，看好优质公司全年机会。

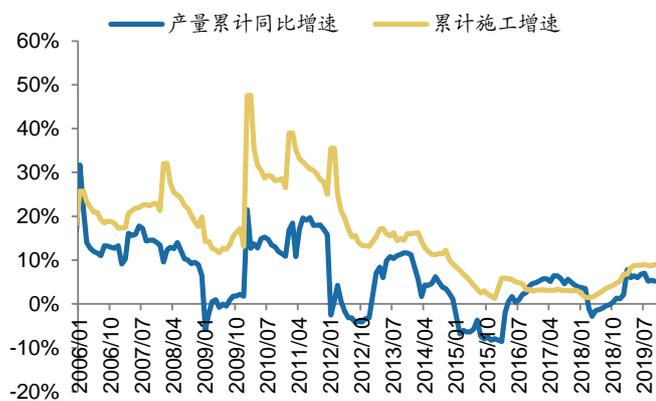
（二）平板玻璃基本面存预期差，2020 年供需关系有望继续好转

除消费建材以外，平板玻璃也有望充分受益竣工改善。建筑用玻璃大量使用在施工和竣工阶段，一般在竣工交付前需要完成安装，竣工趋势性回升有望带来玻璃需求回暖。

2019年下半年平板玻璃价格表现超预期。2019年1-10月全国平板玻璃产量7.76亿重箱，同比增速5.2%（2019年1-9月累计增速5.4%，上一年同期增速1.3%）。2019年上半年玻璃库存持续上升，由年初的3195万重箱升至4月份的4528万重箱（年内最高），2019年5月份以来库存及库存天数持续下降，截至11月底，库存降至3768万重箱，略高于年初水平。2018年12月平板玻璃价格为1608元/吨，2019年上半年玻璃价格高位回落，5月份玻璃价格降至1498元/吨，6月份以来，玻璃价格实现连续6个月回升，11月玻璃价格升至1680元，高于去年同期水平；整体来看，下半年市场表现超出预期，一是来自于产能周期的趋势性变化，二是来自竣工需求回暖。

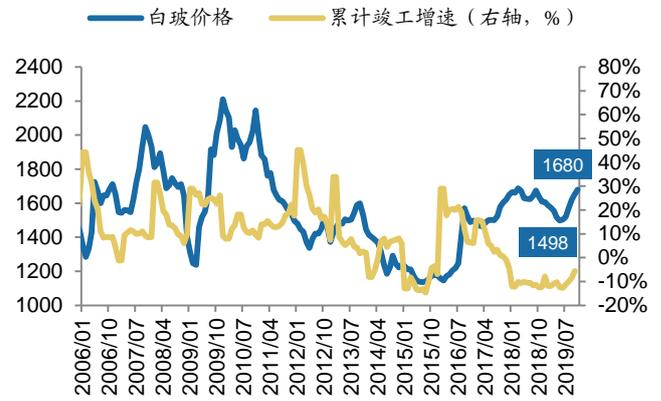
从需求方面来看，玻璃70%以上下游应用于房地产，历史上，玻璃“量”“价”走势与地产竣工增速保持较强的正相关关系（2017年年末至2018年上半年玻璃价格和竣工增速出现短暂背离，主要是受河北沙河大面积停产的影响），竣工回升有望拉动平板玻璃需求回暖。

图 14：平板玻璃产量和房地产施工增速



数据来源：统计局、中国玻璃信息网、Wind、广发证券发展研究中心，来源报告 2019-12-15 《2020 年投资策略：赛道优势明显，需求有亮点》

图 15：白玻价格和房地产竣工增速（元/吨）



数据来源：统计局、中国玻璃信息网、Wind、广发证券发展研究中心，来源报告 2019-12-15 《2020 年投资策略：赛道优势明显，需求有亮点》

从供给方面来看，我们认为玻璃行业供给端已出现趋势性好转，一方面行业新建产能趋势性减少，而且产能置换政策的严格执行，未来新建产能将保持低位；另一方面未来2年行业处于冷修停产高峰期。

2013年行业新建产能见顶后开始趋势性下降，一是来自企业扩张意愿下降；二是行业政策对新建产能持续收紧；2018年1月发布的《工业和信息化部关于印发钢铁水泥玻璃行业产能置换实施办法的通知》规定，严禁备案和新建扩大产能的平板玻璃项目；确有必要新建的，必须实施减量或等量置换，制定产能置换方案；位于国家规定的环境敏感区的平板玻璃建设项目，需置换淘汰的产能数量按不低于建设项目的1.25倍予以核定，其他地区实施等量置换。2018年8月发布的《关于严肃产能置换严禁水泥平板玻璃行业新增产能的通知》，再次严令禁止新增平板玻璃产能。目前行业已经严格禁止纯新增，新建产能必须要已有存量产能等量或减量置换。

表 7: 平板玻璃行业产能政策

日期	发布机构	政策名称	政策内容
2014年4月	国务院	《关于印发贯彻实施质量发展纲要2014年行动计划的通知》	对钢铁、水泥、玻璃、陶瓷等高耗能高污染高排放行业严格企业准入和强制退出机制
2014年9月	工信部	《平板玻璃行业准入条件(2014年本)》	2017年底前,严禁建设新增平板玻璃产能的项目。新建、扩建平板玻璃项目应当坚持等量或减量置换;同时,要配套建设处理能力不低于自产玻璃原片(工业玻璃项目除外)50%的玻璃深加工项目;限制新建普通浮法玻璃生产线。不得以发展工业玻璃或在线镀膜玻璃的名义变相新增普通浮法玻璃生产能力。
2016年5月	国务院	《关于促进建材工业稳增长调结构增效益的指导意见》	2020年底前,严禁备案和新建扩大产能的平板玻璃建设项目;2017年底前,暂停实际控制人不同的企业间的平板玻璃产能置换,对违规建设严肃查处;严格执行环保、能耗、质量、安全、技术等法律法规和产业政策,依法淘汰落后产能。
2016年8月	工信部	《建材工业发展规划(2016-2020年)》	以供给侧结构性改革为主线,着力压减过剩产能,严禁备案和新建新增产能项目。
2017年4月	中国建筑玻璃与工业协会	《玻璃工业“十三五”发展指导意见》	化解产能过剩,控制增量,优化存量。使产业规模调至合理范围,平板玻璃产能利用率达80%以上
2018年1月	工信部	《工业和信息化部关于印发钢铁水泥玻璃行业产能置换实施办法的通知》	严禁备案和新建扩大产能的水泥熟料、平板玻璃项目。确有必要新建的,必须实施减量或等量置换,制定产能置换方案。位于国家规定的环境敏感区的平板玻璃建设项目,需置换淘汰的产能数量按不低于建设项目的1.25倍予以核定。其他地区实施等量置换。
2018年8月	工信部	《关于严肃产能置换严禁水泥平板玻璃行业新增产能的通知》	当前水泥、平板玻璃产能过剩形势依然严峻,责成各地主管部门切实做好禁止新增水泥、平板玻璃产能工作。邢台等地取暖季15%限产变为全年15%限产。

数据来源: 政府官网、广发证券发展研究中心、来源报告 2019-12-15 《2020年投资策略: 赛道优势明显, 需求有亮点》

未来2年行业应是处于冷修停产高峰期, 可以从以下几方面验证:

1. 2010-2014年为行业新建产能投产高峰期, 5年累计新建产能94930吨/天, 平均每年新建产能18986吨/天, 玻璃炉窑正常寿命为7-8年, 通常有1-2年调节余地。玻璃价格高企时, 很多产线虽可以适当延迟冷修时间, 但超过2年仍不冷修则极可能带来较大的安全隐患, 而目前新建产能高峰期的产线仍有大部分未进行冷修(2010-2014年新建产能中, 未冷修过的生产线产能占比62.6%), 所以至少2020-2021年行业处于冷修停产高峰期。

表 8: 2010-2014 年新建玻璃产线冷修情况

年份	该年新建		该年新建产线中已冷修的			该年新建产线中未冷修的		
	产线(条)	产能(吨/天)	产线(条)	产能(吨/天)	产能占该年新建产能比例	产线(条)	产能(吨/天)	产能占该年新建占目前总产能比例
2010	29	18650	18	11550	61.9%	7100	38.1%	3.2%
2011	26	18800	13	9550	50.8%	9250	49.2%	4.1%
2012	20	13800	9	6300	45.7%	7500	54.3%	3.3%
2013	28	22000	6	3650	16.6%	18350	83.4%	8.2%
2014	22	16150	4	2400	14.9%	13750	85.1%	6.1%
合计	125	89400	50	33450	37.4%	55950	62.6%	24.9%

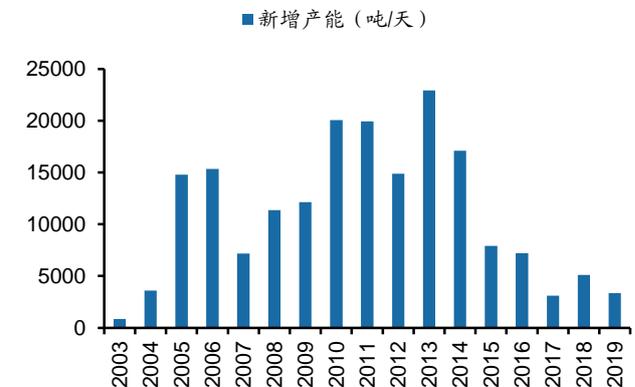
数据来源: 中国玻璃信息网、广发证券发展研究中心, 来源报告 2019-12-15 《2020 年投资策略: 赛道优势明显, 需求有亮点》

备注: 该表只考虑当年新建生产线冷修需求, 不考虑已冷修过的生产线的二次冷修需求, 因此估算的冷修需求或将低于实际冷修需求。

2. 出于盈利考虑, 厂家一般在景气低迷时多停产冷修或延迟复产, 在价格高企时推迟冷修或加大复产力度; 从玻璃价格和净冷修量来看, 2012-2016年, 两者呈现反向变动关系, 说明这种逻辑客观存在; 但2017-2019年以来, 玻璃价格维持在高位, 净冷修量也一直保持在较高水平, 并没有像以前那样随着盈利好转企业推迟冷修, 侧面印证目前的冷修量为使用寿命到期、刚性的冷修需求。

图 16: 玻璃价格和净冷修量 (左轴: 元/吨, 右轴: 吨/天)

图 17: 玻璃行业新增产能



数据来源: 中国玻璃信息网、广发证券发展研究中心, 来源报告 2019-12-15 《2020 年投资策略: 赛道优势明显, 需求有亮点》

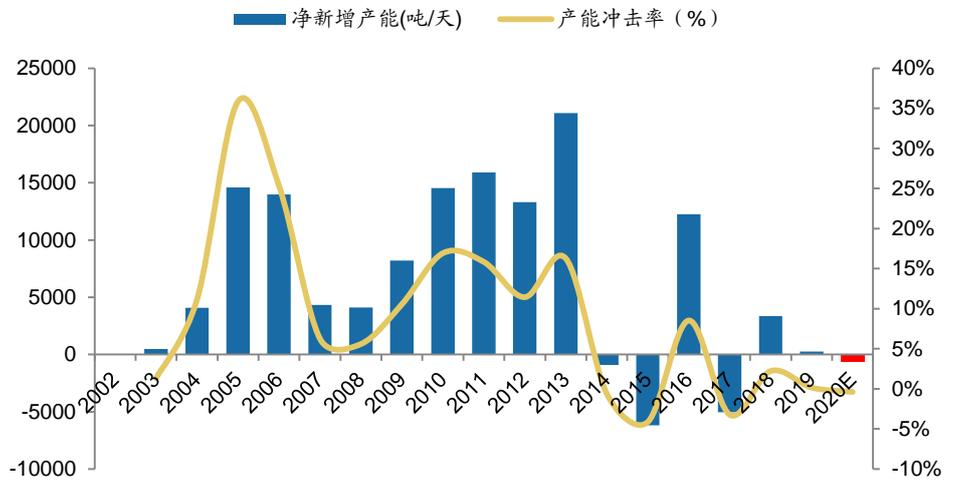
数据来源: 中国玻璃信息网、广发证券发展研究中心, 来源报告 2019-12-15 《2020 年投资策略: 赛道优势明显, 需求有亮点》

综合这两个变化, 具体到2020年行业净新增产能的估算:

预计有四条新建生产线能投产, 合计新增产能日熔量3700吨/天。预计12条冷修复产生产线中均可以复产, 合计恢复产能日熔量7000吨/天。预计2020年冷修停产的18条生产线全部为2010年及之前投产或点火, 合计产能约11300吨/天, 理论上20年均将进行冷修。

总体来看，预计明年净新增产能-600吨/天，占目前在产产能的-0.39%，行业供给呈现缩减的态势。所以最终综合供需来看，玻璃行业2020年供需关系有望继续好转。

图 18: 玻璃行业净新增产能和产能冲击率

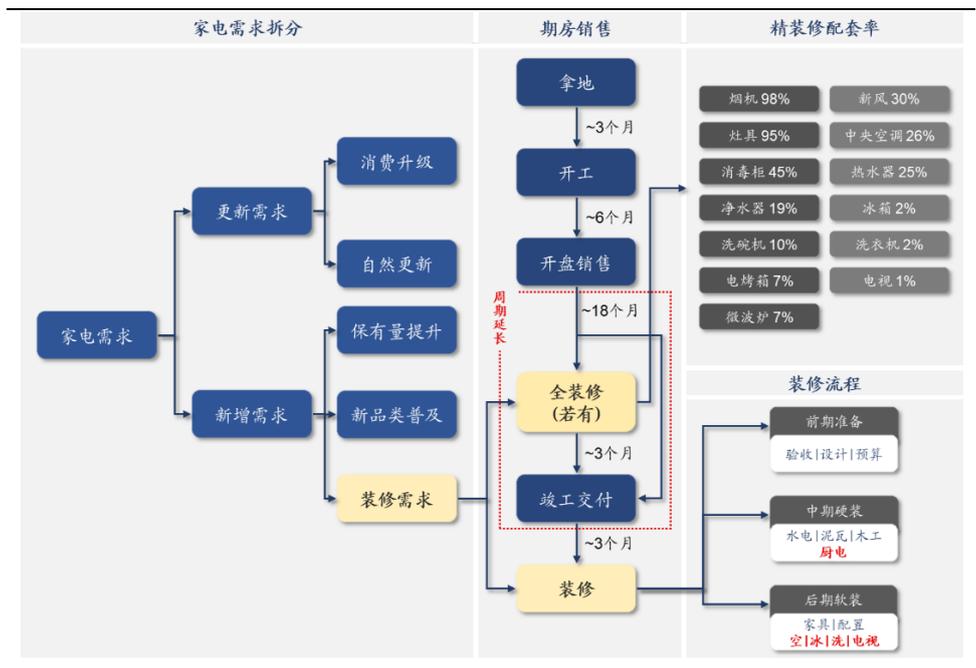


数据来源：中国玻璃信息网、广发证券发展研究中心，来源报告 2019-12-15 《2020 年投资策略：赛道优势明显，需求有亮点》

五、家电投资机会：竣工复苏下价稳量升将成行业主旋律

家电行业通常呈现出多重属性：**供给端更多表现为制造业属性**，依托上下游产业链一体化、产能扩张后带来的规模经济效应是龙头构建起竞争壁垒的重要因素；**需求端更多呈现出耐用消费品与地产后周期属性**，普及率提升、房产销售后装修配套的带动是行业平稳规模扩容的重要推手，而产品、品牌、渠道、服务则是品牌制造商获取更高的市场份额的重要驱动力。

图 19：家电需求与地产产业链相关性图谱



数据来源：奥维云网、广发证券发展研究中心

在前文竣工回暖家电行业的影响测算中得到了地产需求对内销量拉动的比例。从该比例的历史变化中可以看到近年地产整体仍对家电行业的景气度有着显著影响。其中，对**冰箱、洗衣机、彩电**的拉动较为平稳，**空调**由于进一步普及速度较快，地产拉动占比略有下降，装修属性最强的**油烟机**占比则有所提升。因此，这里我们主要从**行业销量、零售均价、公司收入以及估值水平**四个维度来看地产波动对家电行业的整体影响。

（一）销量与价格：销量相关性较为明显，价格走势各有不同

从内销出货量来看：各品类出货量增速与竣工增速有着一定的正向相关性。其中仅冰洗在 2008 年之后更新需求占比迅速上升相关度略有减弱，而**空调**由于叠加了自身的渠道库存周期因此在部分时期有异常值，但大趋势仍有正相关性。

从零售均价来看：地产带来的经济发展推力和财富效应影响人们的消费意愿，拉动着家电整体的消费升级。因此通常在需求周期下行、宏观经济承压下厂商会采

取更激进的竞争策略降低经营风险，需求周期上行、宏观经济改善下厂商则会引导产品结构升级提升盈利水平。同时其中：

冰洗：更新需求占比较高，零售均价主要受消费升级以及成本端的影响，但短期需求的强弱不同对提价幅度在大趋势上仍有影响；

空调：由于保有量提升空间大，存在较多的弹性需求，在弱周期下存在行业性的以价换量，对份额的诉求提升，与地产相关度较高；

图 20：商品住宅竣工面积与空调内销出货量同比增速



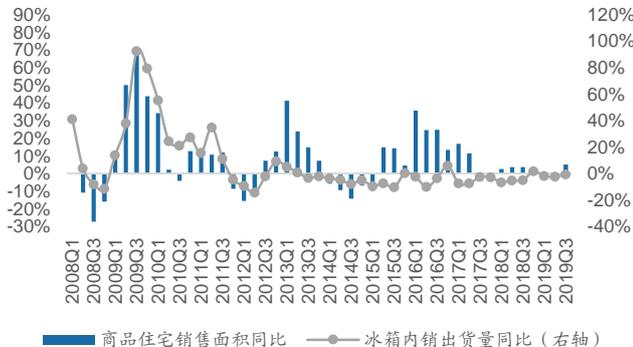
数据来源：国家统计局、产业在线、广发证券发展研究中心

图 21：商品住宅竣工面积与空调零售均价同比增速



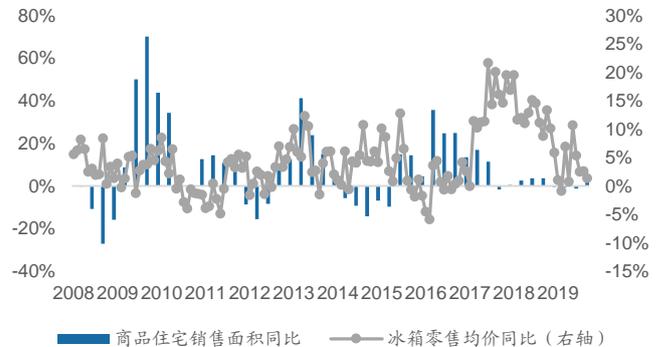
数据来源：国家统计局、中怡康、广发证券发展研究中心

图 22：商品住宅竣工面积与冰箱内销出货量同比增速



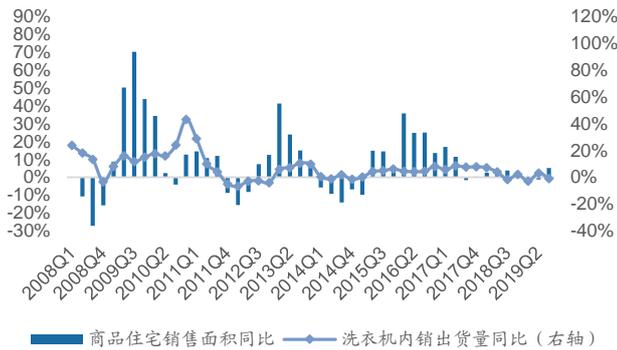
数据来源：国家统计局、产业在线、广发证券发展研究中心

图 23：商品住宅竣工面积与冰箱零售均价同比增速



数据来源：国家统计局、中怡康、广发证券发展研究中心

图 24: 商品住宅竣工面积与洗衣机内销出货量同比增速



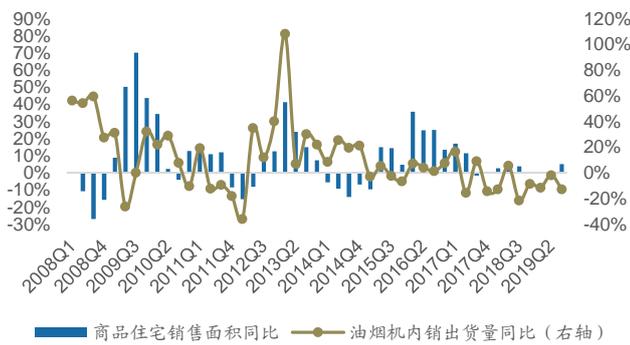
数据来源: 国家统计局、产业在线、广发证券发展研究中心

图 26: 商品住宅竣工面积与彩电内销出货量同比增速



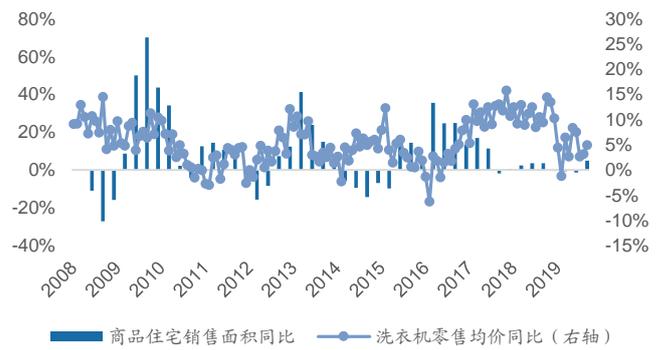
数据来源: 国家统计局、产业在线、广发证券发展研究中心

图 28: 商品住宅竣工面积与烟机内销出货量同比增速



数据来源: 国家统计局、海关署、产业在线、广发证券发展研究中心

图 25: 商品住宅竣工面积与洗衣机零售均价同比增速



数据来源: 国家统计局、中怡康、广发证券发展研究中心

图 27: 商品住宅竣工面积与彩电零售均价同比增速



数据来源: 国家统计局、中怡康、广发证券发展研究中心

图 29: 商品住宅竣工面积与烟机零售均价同比增速

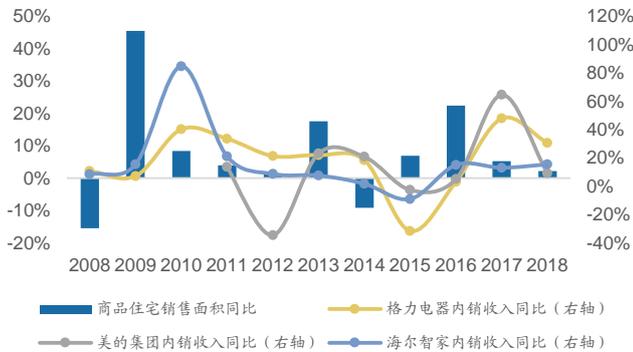


数据来源: 国家统计局、中怡康、广发证券发展研究中心

(二) 收入与估值: 地产销售对公司收入拉动滞后, 但显著影响当期估值

从公司收入的层面看：收入方面，白电龙头、厨电龙头内销收入同比与商品住宅销售面积同比有非常高的相关性，滞后周期基本稳定在 1 年。

图 30：2008-2018年商品住宅销售面积同比与白电龙头内销收入同比



数据来源：国家统计局、Wind、广发证券发展研究中心

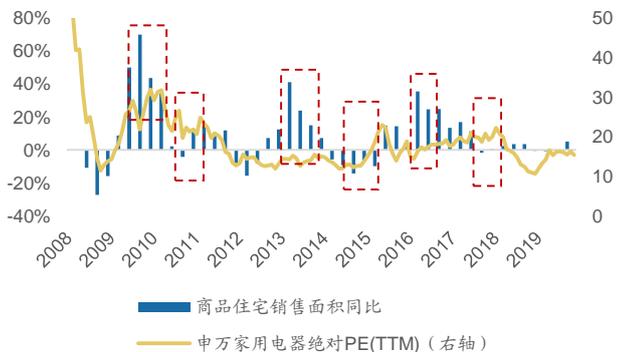
图 31：2008-2018年商品住宅销售面积同比与厨电龙头内销收入同比



数据来源：国家统计局、Wind、广发证券发展研究中心

从家电板块估值水平看：家电板块 PE(TTM)绝对估值随地产销售同步谷底反弹，但从波峰回调同步性不明显。PE(TTM)相对估值则在大多数时间下表现出谷底反弹同步性不明显，但波峰回调存在 2-3 个季度滞后的特征。

图 32：2008-2019年商品住宅销售面积同比与家电板块PE(TTM)绝对估值水平



数据来源：国家统计局、Wind、广发证券发展研究中心

图 33：2008-2019年商品住宅销售面积同比与家电板块PE(TTM)相对估值水平

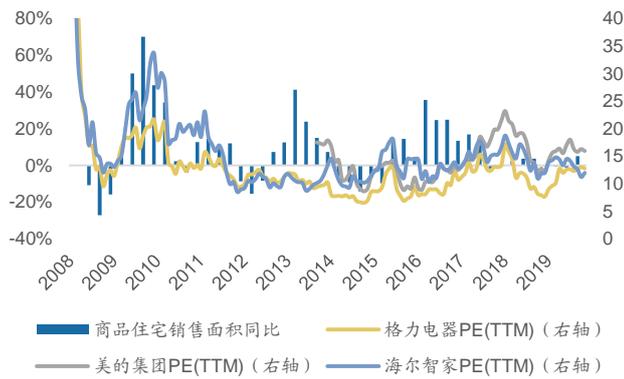


数据来源：国家统计局、Wind、广发证券发展研究中心

从家电龙头估值水平看：白电龙头、厨电龙头估值均与地产销售走势较为一致。但 2018 年龙头绝对估值拐点相对地产销售周期有所滞后，主要受到了外资入市带动以及低利率水平下市场对于确定性给予的估值溢价。

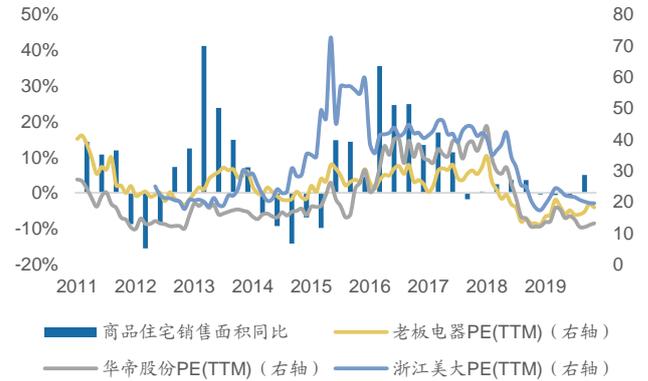
考虑到竣工好转带来的出货量复苏与价格的稳定，预期企业收入增速将环比改善。估值方面尽管依然偏紧的地产政策下销售数据或将平稳，但伴随着业绩预期的上调或将在估值切过程中带来估值修复。

图 34: 2008-2019年商品住宅销售面积同比与白电龙头PE(TTM)绝对估值水平



数据来源: 国家统计局、Wind、广发证券发展研究中心

图 35: 2011-2019年商品住宅销售面积同比与厨电龙头PE(TTM)绝对估值水平



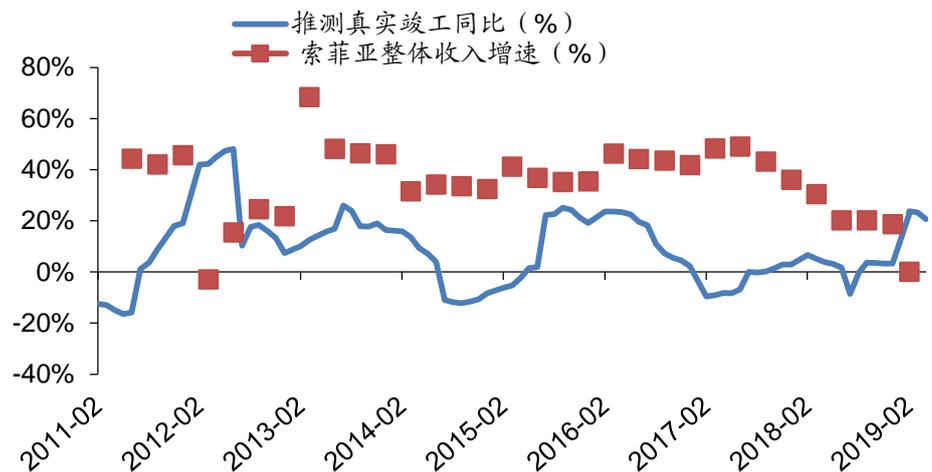
数据来源: 国家统计局、Wind、广发证券发展研究中心

六、轻工投资机会：竣工拉动细分行业增长提速，具体弹性看竞争格局

（一）零售型企业：定制家具仍有空间，软体家具拐点初现

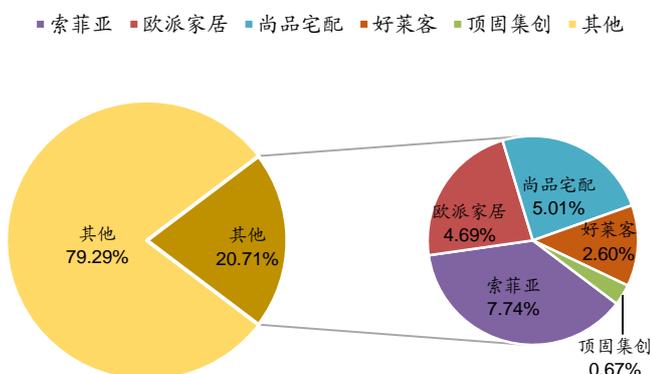
定制龙头具备三重超额成长性，保守预测后可作为竣工 0 增速下龙头公司平均营收增速中枢：无论在 2011 年、2012 年还是 2017 年的重要拐点前后，索菲亚的营业收入增速峰值或低谷始终比真实竣工面积拐点增速高出约 20pct（60vs40%，40vs20%，20vs0%左右），背后反映的是家具之于地产（竣工回暖带动家具行业增长），定制之于家具（渗透率提升扩大细分市场空间），龙头之于定制行业（集中度提升利好龙头）的三重成长性。竣工持续回暖，龙头企业有望继续受益三重成长性，公司运营能力将决定具体增速。

图 36：模拟 2019-2020 年房地产竣工同比增速图，未来 2 年稳定下半年加速



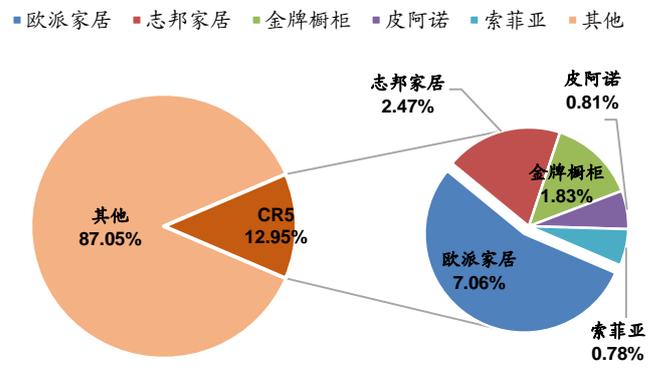
数据来源：Wind、广发证券发展研究中心，来源报告 2019-03-31《定制倒春寒后迎盛夏，全装链条确定性更高》

图 37：2017 年定制衣柜企业市占率



数据来源：Wind、奥维云网、广发证券发展研究中心

图 38：2017 年定制橱柜企业市占率

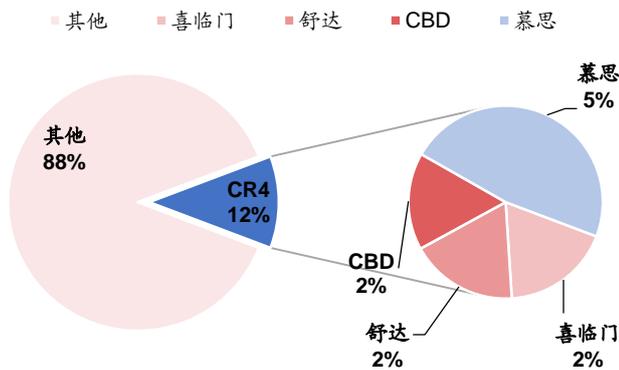


数据来源：Wind、奥维云网、广发证券发展研究中心

注：市占率计算时考虑大宗

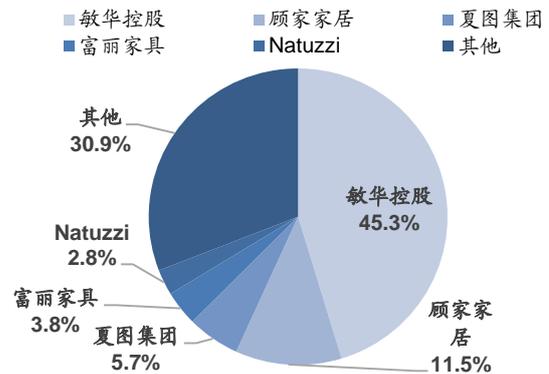
软体家具内销依托竣工向好，外销产能布局明年有望发力。由于软体家具并不受精装房市场冲击，且与家装、定制在生产与销售上存在较大差异，因此整体竞争格局优于定制行业，短期来看有望依托于竣工基本面修复以及同期低基数影响，推动零售业务持续向好。外销方面，自去年3月以来主流软体企业开启产能转移，预计明年将陆续进入产能达产期，贸易格局趋势向下，反而助力外贸订单向龙头企业集中，推动龙头市占率提升，看好已有海外产能布局的龙头企业明年外销实现放量。

图 39: 2017年中国床垫CR4 (%)



数据来源：泛家居网《2017中国寝具名企大数据报告》、广发证券发展研究中心，来源报告2019-07-29《以美为鉴，观软体巨头对比与成长之路》

图 40: 2018年中国功能沙发CR5 (%)



数据来源：敏华控股 2019 财年业绩简介中引用的欧睿国际有限公司的数据、广发证券发展研究中心，来源报告 2019-07-29《以美为鉴，观软体巨头对比与成长之路》

注:市场占有率以销售额为基础计算

表 9: 部分企业海外布局情况

公司	境外布局情况
恒林股份	2018年11月26日公告，拟投资4800万美元，在越南投资建设办公及民用家居生产基地。
永艺股份	2018年11月8日公告，计划投资950万美元，在越南设立办公家具生产基地。
喜临门	2018年8月公告，于泰国地区建设家具制造基地。
盛诺集团	2015年11月在美国田纳西州设立生产基地，生产慢回弹床垫、枕头等睡眠产品。
顾家家居	2018年，顾家家居在越南同奈省投入建厂；2019年9月3日在越南南部平福省的 Dong Xoai III 工业园签署一份超过12公顷的土地租赁合同，建设新的工厂。

数据来源：《梦百合:非公开发行股票募集资金使用可行性分析报告》、广发证券发展研究中心，来源报告 2019-12-08《2020 年投资策略：挖掘行业景气与政策拐点，追随精装竣工与集采趋势》

(二) 工程型企业：确定性更强竞争格局更稳定，竣工回暖背景下迎来黄金发展期

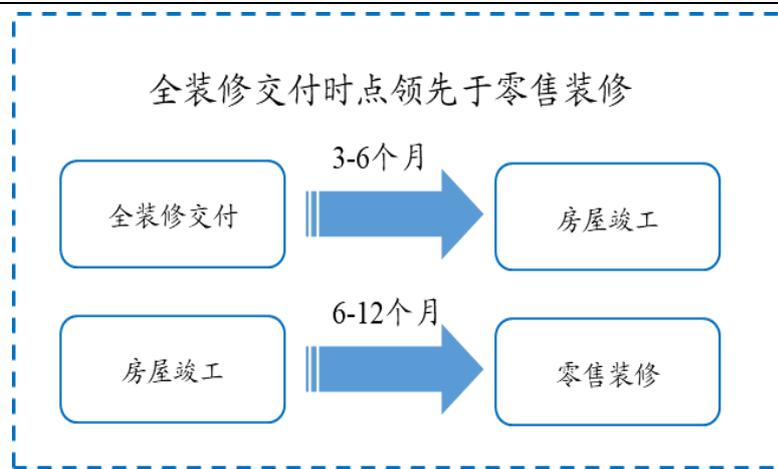
全装修链条收入增速确定性更强盈利预测上修概率更高，若增速持续性超预期，资本市场悲观预期未来的修复有望带动估值产生较大弹性，龙头企业有望受益于：

(1) 全装修交付时点在竣工前 3-6 个月，而零售装修在竣工后 6-12 个月，竣工交付若有回暖，工程单企业订单增速拐点远远领先于零售订单拐点，将在业绩中率先体现；

(2) 全装修不仅有和零售端共通的竣工交付修复逻辑，而且有渗透率在政策督促下快速提升的行业成长逻辑，渗透率弹性最大预计就在 2019-2020 年。根据奥维云网统计，2018 年全装修房企数量新增 80%，中小房企纷纷效仿龙头房企布局全装修，提升住房品质；

(3) 由于全装修企业订单增速季度间不稳定，加上资本市场对其现金流与利润率的担忧，无论在盈利预测还是估值上都给予充分折价。反而未来订单的获取有助于上调市场一致盈利预期。而对压制估值的现金流和利润率问题，很多全装修企业通过工程代理商解决了现金流问题，通过强大的规模成本优势确保同样竞标价格下获取稳定的净利率。

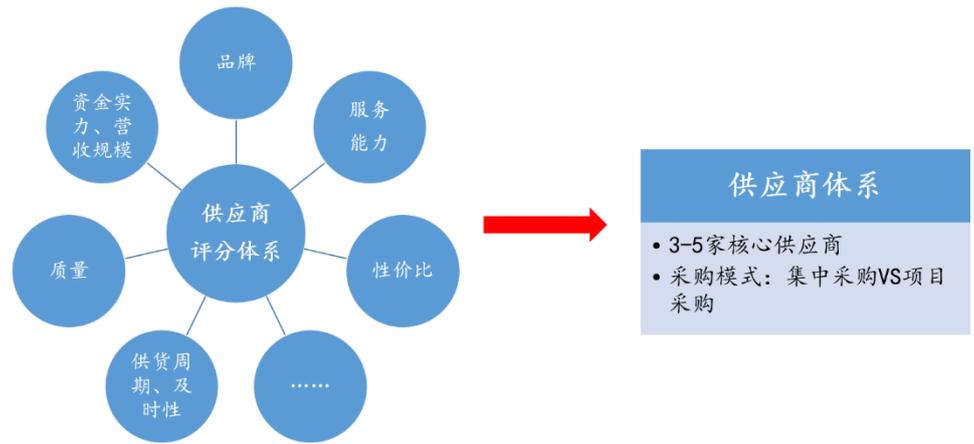
图 41：全装修企业获取订单时点与零售类企业异同



数据来源：Wind、广发证券发展研究中心，来源报告 2019-03-31 《定制倒春寒后迎盛夏，全装链条确定性更高》

工程单型企业格局更稳定，重质量与交付胜于价格，订单招标较重视历史中标情况，对新进入者往往有 2-3 年考察期，具备一定的时间壁垒。地产商招标供应商时最看重的三个指标：供货能力（供应链能力和终端服务能力）、品牌价值、性价比（成本的竞争力）。首先，供货能力是开发商进行战略合作或长期合作的重要标准，包括供货周期、供应的及时性、整个供应体系的完整性、终端服务的能力等等。其次，地产商会重视供应商的品牌价值、公司规模，首选行业内的一些知名品牌、TOP 品牌，优先进入供应商体系。精装修房最终还是要交付到消费者手中，因此能够赢得消费者认可的品牌价值依然重要。此外，产品质量、性价比等也是开发商的重要考量因素。每一个开发商自身都会有一套评分体系，每一年或者最长两年时间对供应商的各方面能力进行考评，以检验是否满足供货周期、及时性、服务、性价比等指标要求。由于地产商选定的核心供应商为 3-5 家，随着全装修比例的提升，具有竞争优势的龙头公司有望通过工程单巩固其竞争壁垒，提高其在行业中的市占率水平，行业集中度有进一步提升的可能。受益于竣工复苏带来的行业增速，再叠加集中度提升趋势和精装修渗透率提升的拉动，未来可期上市公司收入端兑现高增长。

图 42: 供应商评分体系



数据来源: 奥维云网、广发证券发展研究中心, 来源报告 2019-03-31《定制倒春寒后迎盛夏, 全装链条确定性更高》

七、家居零售投资机会：景气度向好助力深化合作

腾讯、阿里巴巴于 2018 年分别与红星美凯龙与居然之家展开合作，电商龙头抢滩家具行业，意在延伸用户需求覆盖面，增强用户粘性，进一步完善生态圈的闭环，并于 2019 年持续推进。家装行业万亿市场，电商龙头选择家具渠道龙头合作，也是认可两大渠道商平台在行业中地位。而在当前竣工回暖行业景气度提升的背景下，有望推动跨界平台之间持续深化合作，助力红星美凯龙、居然之家落实流量上的突破，提升对其租户的赋能，增强对租户的吸引力，使得平台价值进一步凸显，最终实现双方合作互赢。

（一）红星美凯龙获阿里投资，大数据分析+同城站有效提高客流量

红星获阿里投资，IMP 系统持续升级。2019 年 5 月，阿里巴巴购买 3.6 亿元红星美凯龙可转债，该部分可转债若转股，阿里将持有红星美凯龙 10% 的 A 股流通股股份。依托于阿里加盟，红星美凯龙新一代全球家居智慧营销平台 IMP 进一步优化，同时拥有腾讯与阿里两大主要引流渠道，有助于降低商铺的引流成本、有效增加客流量，提升用户转化率以及连带率，最终实现提升商铺租金。红星美凯龙与腾讯、阿里合作建设的智慧商场，可以跟踪全场顾客的运动轨迹和停留时间，分析消费者的消费行为，以此为基础推出虚拟导购、智能推荐和互惠行为分析等，也会把信息反馈给商户，从而对商场布局、广告推送等进行改进，提高商户服务效率和消费者购物效率。

携手阿里打造同城销售，双十一表现不俗。家具和建材的销售一直存在销售半径，基本以同城销售为主。红星美凯龙与阿里巴巴合作建设同城电商，采用同城供给、同城服务的方式，在同城站中为本地客户提供本地产品，将同城有家装需求的客户线上线下整合为一体。未来在阿里搜索沙发，就会出现本地红星门店的信息。红星美凯龙在上海和南京开展天猫同城上线活动试点，未来有望推动红星所有商场的上线活动全面铺开。根据红星美凯龙官方微信公众号数据，今年“双 11”活动中，两大平台强强联手成效不俗，“双 11”的成交总额达到了 219 亿，同比增长 37.4%。

图 43: 红星美凯龙与阿里的合作推送



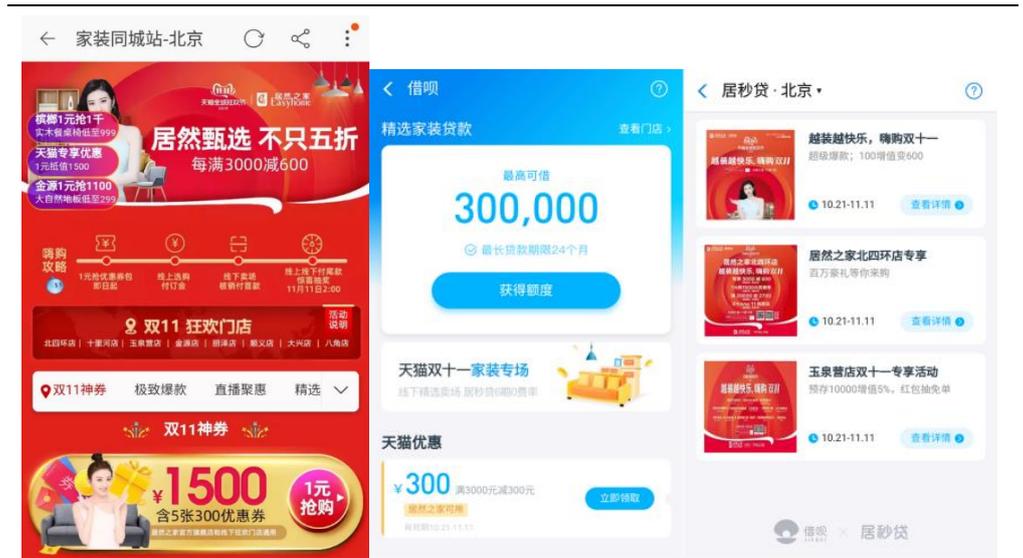
数据来源：红星美凯龙官方公众号、广发证券发展研究中心

（二）居然之家推动数字化转型，阿里实现多方位赋能

数字化转型持续推动，双十一表现优异。与阿里建立合作关系以来，居然之家持续推动数字化转型进程，根据新浪家居数据，继 2018 年“6·18”三天实现 10 亿销售额、天猫“双 11”实现 120 亿销售额之后，2019 年“6·18”又推出北京同城站、3D 场景关联导购和秒居贷三项新零售业务，斩获 58 亿销售额。去年“双 11”，居然之家共 266 家门店参加活动，新零售门店仅占 41 家。而在今年“双 11”，根据居然之家集团微信公众号数据显示，居然之家在全国 73 个城市共 110 家门店实现了数字化升级，同城站拓展到北京、天津、郑州、武汉、重庆五城；3D 场景关联导购覆盖北京全部 8 家门店。今年“双 11”期间，居然之家全国销售额 209 亿元，同比增长 73.68%，新零售门店销售额 98 亿元，同比增长 77.67%。

阿里多方位赋能有效实现共赢。2019 年居然之家引入 3D 场景关联导购，在不改变居然之家卖场陈列结构的基础上，通过搭建全方位 3D 模型，让消费者看到多品类的消费组合，实现与其他 300 多个品牌货品的跨品类关联和销售，以风格设计方案为着力点，释放用户多品类消费需求，助力转化率提升。而居秒贷是由居然之家与蚂蚁金服共同打造的新金融工具，目前已推广到 25 个城市，最高 30 万元额度，满足家居消费者的消费分期需求，吸引更多 85 后、90 后消费群体。在“双 11”活动中，相比普通订单，通过居秒贷完成购买的客单量提升超过 100%。

图 44: 居然之家“双11”的同城站业务与秒居贷业务



数据来源: 天猫居然之家旗舰店、居然之家官网、广发证券发展研究中心

八、投资建议

房地产: 推荐业绩增速较快的中南建设、阳光城、万科A、蓝光发展等, 港股推荐融创中国、中国海外发展、旭辉控股集团。

建材: 重点关注竣工链, 结合子行业格局和公司内生增长, 首选北新建材和三棵树, 其次旗滨集团和兔宝宝。

家电: 建议继续关注短期增长稳健, 长期竞争力显著的白电龙头: 格力电器、美的集团、海尔智家; 同时建议关注竣工拉动下, 基本面触底有望回升的厨电龙头: 老板电器、华帝股份。

轻工: 看好工程端企业放量延续, 江山欧派有望受益于先发优势及行业准入壁垒; 看好软体行业顾家家居, 敏华控股内销受益竣工弹性更大, 出口订单同比持续回暖且成本同比下降; 低估值标的关注索菲亚, 志邦家居, 长期看好欧派家居, 尚品宅配。

零售: 关注在当前竣工回暖行业景气度提升的背景下, 有望获得腾讯与阿里进一步深化合作的家具渠道龙头, 红星美凯龙、居然之家。

九、风险提示

房地产：施工端供给侧改革影响行业整体竣工节奏导致最终结果不达预期；企业经营业绩表现平滑导致整体竣工速度放缓；行业整体资金链紧张导致后续竣工支出压力过大，影响竣工体量。

宏观：经济下行超预期；房地产政策超预期。

建材行业：货币房地产等宏观政策大幅波动风险，行业新投产能超预期风险，原材料成本上涨过快风险；公司管理经营风险。

家电行业：原材料价格大幅上涨；汇率大幅波动；行业需求趋弱；市场竞争环境恶化。

轻工和零售行业：房地产行业政策调控力度加大；库存累积快于预期；家具行业竞争压力加大；多元渠道拓展低于预期；原材料价格上涨影响盈利水平；产能投放不及预期；同业竞争风险加剧。

广发行业研究小组

- 盛旭：宏观组资深分析师，经济学硕士，2018年加入广发证券发展研究中心。
- 郭镇：房地产组联席首席分析师，清华大学工学硕士，七年房地产研究经验，2013年进入广发证券发展研究中心。
- 邹戈：建材组首席分析师，上海交通大学财务与会计硕士，2011年进入广发证券发展研究中心。
- 曾婵：家电组首席分析师，武汉大学经济学硕士，2017年进入广发证券发展研究中心，2018年水晶球第二名、IAMAC（中国保险资产管理业最受欢迎卖方分析师）第一名。
- 赵中平：轻工组首席分析师，对外经贸大学金融学学士，香港中文大学金融学硕士，2016年进入广发证券发展研究中心。2017年度新财富最佳分析师入围、水晶球最佳分析师第四名、金牛分析师上榜。

广发证券—行业投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘10%以上。
- 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。
- 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘10%以上。

广发证券—公司投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘15%以上。
- 增持：预期未来12个月内，股价表现强于大盘5%-15%。
- 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。
- 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘5%以上。

联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市	香港
地址	广州市天河区马场路26号广发证券大厦35楼	深圳市福田区益田路6001号太平金融大厦31层	北京市西城区月坛北街2号月坛大厦18层	上海市浦东新区世纪大道8号国金中心一期16楼	香港中环干诺道中111号永安中心14楼1401-1410室
邮政编码	510627	518026	100045	200120	
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn				

法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。

本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经营收

入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

本研究报告可能包括和/或描述/呈列期货合约价格的事实历史信息（“信息”）。请注意此信息仅供用作组成我们的研究方法/分析中的部分论点/依据/证据，以支持我们对所述相关行业/公司的观点的结论。在任何情况下，它并不（明示或暗示）与香港证监会第5类受规管活动（就期货合约提供意见）有关联或构成此活动。

权益披露

(1)广发证券（香港）跟本研究报告所述公司在过去12个月内并没有任何投资银行业务的关系。

版权声明

未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。