



德邦证券
Topsperity Securities

证券研究报告 | 公司首次覆盖

瓷砖零售王者，东鹏展翅翱翔

——东鹏控股（003012.SZ）深度报告

证券分析师

姓名：花小伟

资格编号：S0120521020001

邮箱：huaxw@tebon.com.cn

研究助理

姓名：毕先磊

邮箱：bixl@tebon.com.cn

2021年3月17日



- **行业格局**：瓷砖行业大行业小公司，龙头市占率极低，提升空间广阔。部分中小企业产能有限、环保意识不足，整体面临淘汰，税收、用工规范等将促进行业整合，中小企业加速出清，龙头产业链地位和话语权增强。
- **下游需求**：短期看，房屋新开工和竣工背离趋势，将在21年持续回补，地产后周期行业受益明显；长期看，精装修渗透率仅三成，长期提升趋势不改，同时，二手房成交趋势上行，将支撑长期需求。
- **公司驱动**：**一、深耕C端，提升客单价，带动单店收入增长**：继续发挥C端优势，全面提升客单价。1) 店面重新装修，提升单店收入；2) 1+N销售模式，瓷砖带动辅材销售；3) 提升高值产品的销售比例，带动毛利提升。**二、B端着力优质战略工程，稳健增长**：B端重点做优质战略工程，除了头部地产客户，还重点开拓企业总部、市政工程、总包、商业连锁等优质工程，保持应收账款和现金流稳健，推动公司收入规模稳健增长。**三、全国产能布局，共享仓建设，加速龙头集中**：公司率先完成全国十一大生产基地布局，有利于公司龙头地位的建立和未来对小企业进行降维打击，同时共享仓建设加速，全国21个共享仓库带动周边的中小经销商的开店，加速渠道渗透，降低运输成本，带动公司利润快速提升。
- **盈利预测及投资建议**：2020下半年是公司经营和业绩的重要拐点，2021年将全面起势，我们预计公司2021~2022年营业总收入分别为98.52、117.39亿元，同比增长35.85%、19.15%，2021~2022年归母净利润分别为12.20、14.53亿元，同比增长43.22%、19.13%，对应21年、22年PE为21.0X、17.6X，考虑到公司零售业务领先全行业，工程业务处于快速拓展期，21年给予公司25倍PE，首次覆盖，给予“买入”评级。



1、驱动因素：

行业层面，瓷砖大行业小公司，竞争格局分散，在环保政策趋严、地产商占比提升等背景下，中小企业因成本等因素将加速出清，市场将进一步向头部集中；公司层面，东鹏C端零售渠道领先行业，继续发挥“C+小V”优势，抢占毛坯房、存量房市场和老客户重装市场，B端重点做优质战略工程，保障公司毛利率及回款稳健，迅速提升收入规模，同时公司全国产能布局，共享仓建设，加速抢占低线市场，带来公司业绩快速增长。

2、关键假设：（1）行业渗透率提升：环保趋严、地产商集中背景下，龙头市占率持续提升。（2）零售端：渠道拓展顺利，多策略顺利落地；工程端：工程合作拓展稳健，业绩稳步增长。（3）募投项目顺利落地，公司产能稳步提升。

3、与市场不同的观点：市场观点对公司的业绩增长幅度预期不足，我们认为零售端，公司店面重装带动同店业绩增长，高值产品占比提升、1+N模式带动客单价提升；工程端，公司工程毛利水平不俗，同时工程放量还可以做大公司体量，带来规模优势，因此公司C+小V+优B战略将带动公司收入快速增长，公司业绩将大幅超出市场预期。

4、股价表现的催化因素：

地产竣工数据向好，瓷砖需求旺盛；公司线下门店同店增长迅速，订单良好；募投项目进展良好。

5、主要风险因素：

地产政策大幅收紧；市场竞争加剧；环保政策风险；存货规模较大风险。



目录 | CONTENTS

- 01 东鹏控股：瓷砖洁具龙头，盈利能力领先
- 02 格局优化：大行业小公司，中小产能加速出清
- 03 行业驱动：新房竣工回补延续，二手房支撑长期需求
- 04 核心壁垒：全国渠道，产能优势，品牌领先
- 05 盈利预测及投资建议



01 东鹏控股： 瓷砖洁具龙头， 盈利能力领先

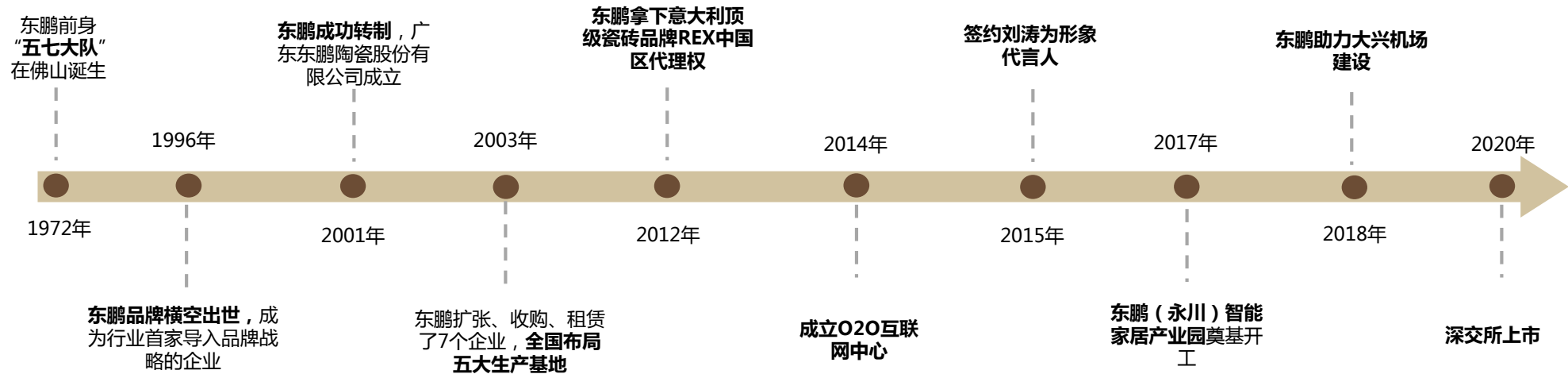
请务必阅读正文之后的信息披露和法律声明



东鹏控股：瓷砖洁具龙头

- 东鹏控股致力于成为国内领先的整体家居解决方案提供商。公司主要产品包括瓷砖和洁具，此外还生产销售木地板、涂料等产品。公司是国内规模最大的瓷砖、洁具产品专业制造商和品牌商之一。公司瓷砖产品以有釉砖和无釉砖为主，有釉砖主要产品包括抛釉砖、仿古砖和瓷片，无釉砖主要产品为抛光砖，除销售自有品牌瓷砖外，公司还在国内代理销售意大利Rex等品牌瓷砖，丰富了公司瓷砖产品线的高端品类；洁具产品包括卫生陶瓷和卫浴产品，其中卫生陶瓷主要包括智能卫浴、座便器、洗手盆、小便器、蹲便器等，卫浴产品包括浴室柜、淋浴房、浴缸、龙头五金等。

图表：东鹏控股发展历程

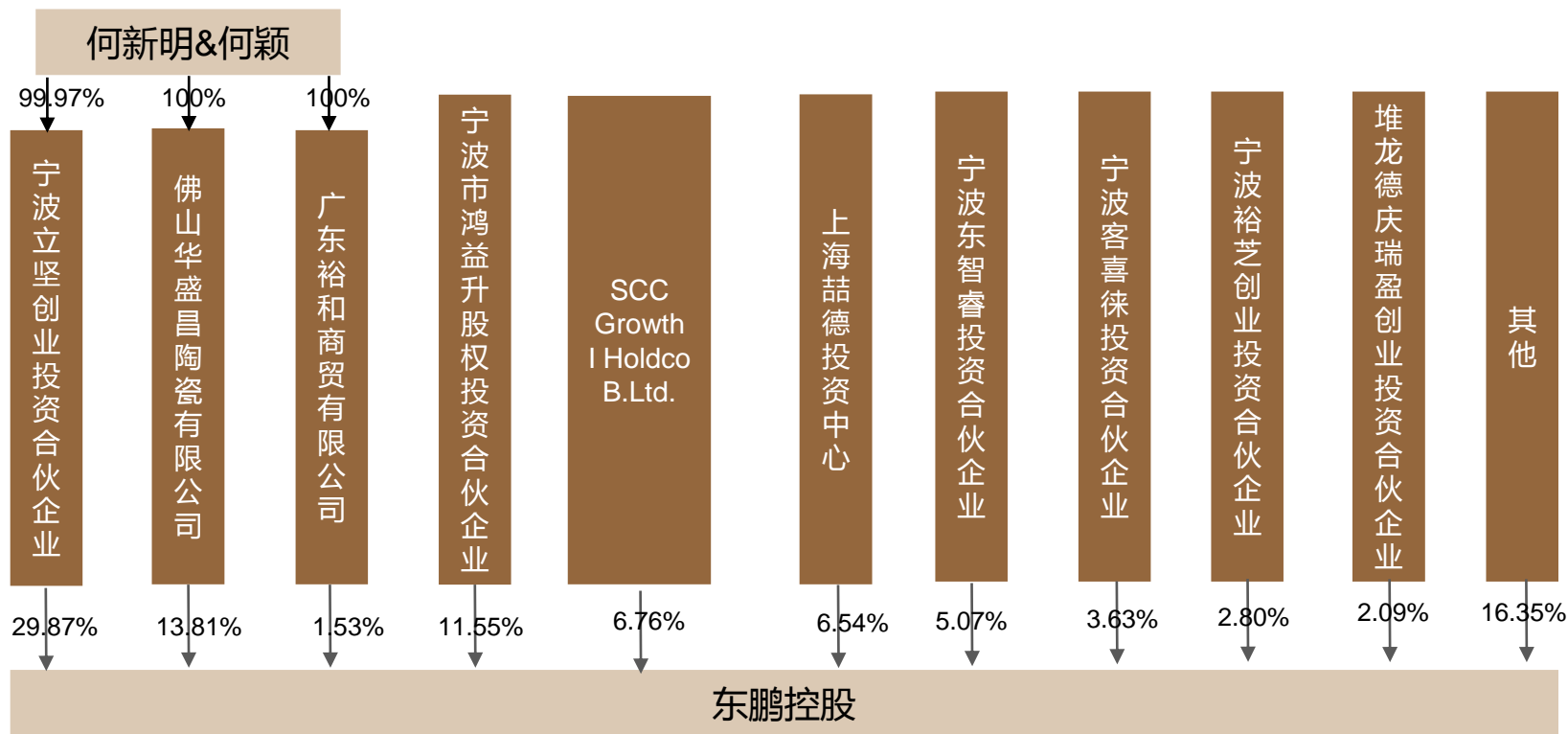


资料来源：Wind，德邦证券研究所

股权结构：公司股权架构稳定，管理层持股集中

- **公司股权架构稳定。**实际控制人何新明、何颖通过宁波利坚、佛山华盛昌、广东裕和直接、间接控制公司45.20%的股份，且担任公司董事长，能够对公司董事会、股东大会的决策产生重大影响。

图表：公司股权结构集中

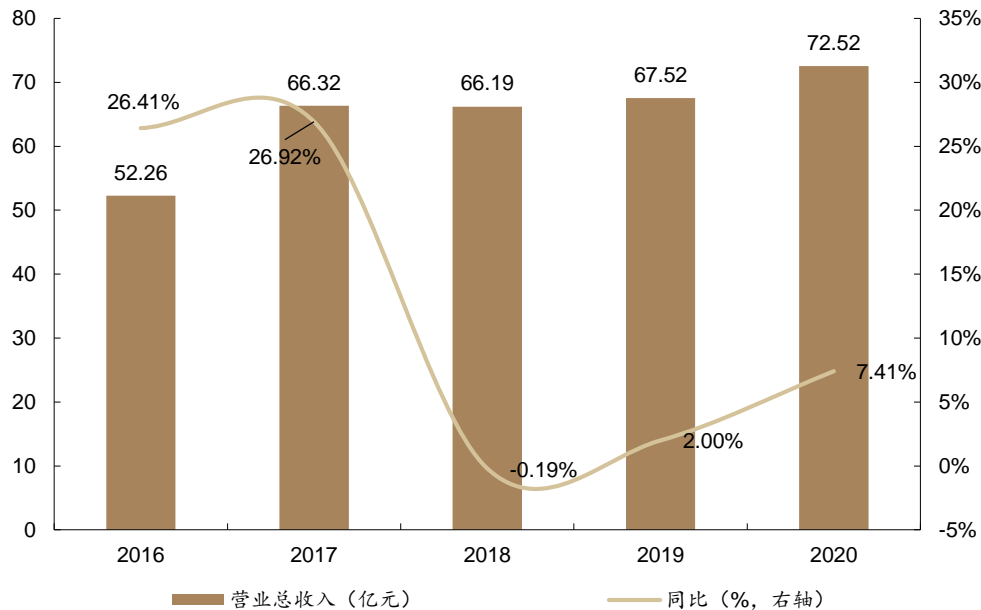


资料来源：Wind，德邦证券研究所（截止至2020年10月19日）

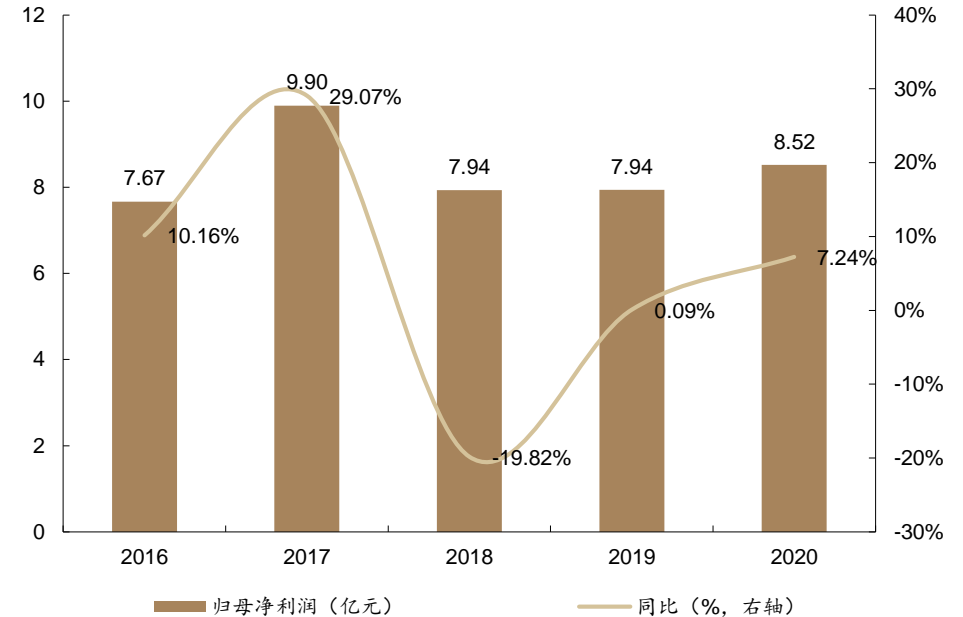
收入：疫情影响下，20年仍保持稳定增长

- 疫情影响下，公司20年业绩仍保持稳定增长。公司2017年至2019年收入及利润增速保持稳健，2020年公司业绩拐点明显，在疫情影响下仍保持快速增长，2020年实现营业总收入72.52亿元，同比增长7.41%，实现归母净利润8.52亿元，同比增长7.24%。

图表：东鹏控股营业总收入及增速



图表：东鹏控股归母净利润及增速

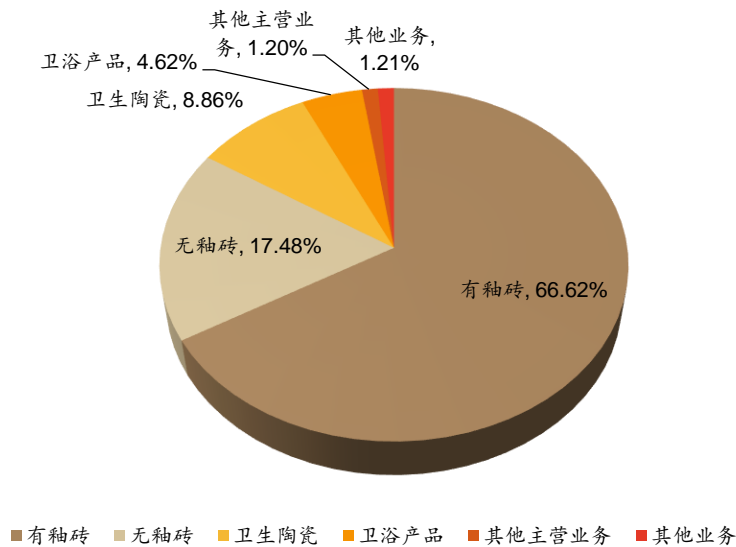


资料来源：Wind，德邦证券研究所

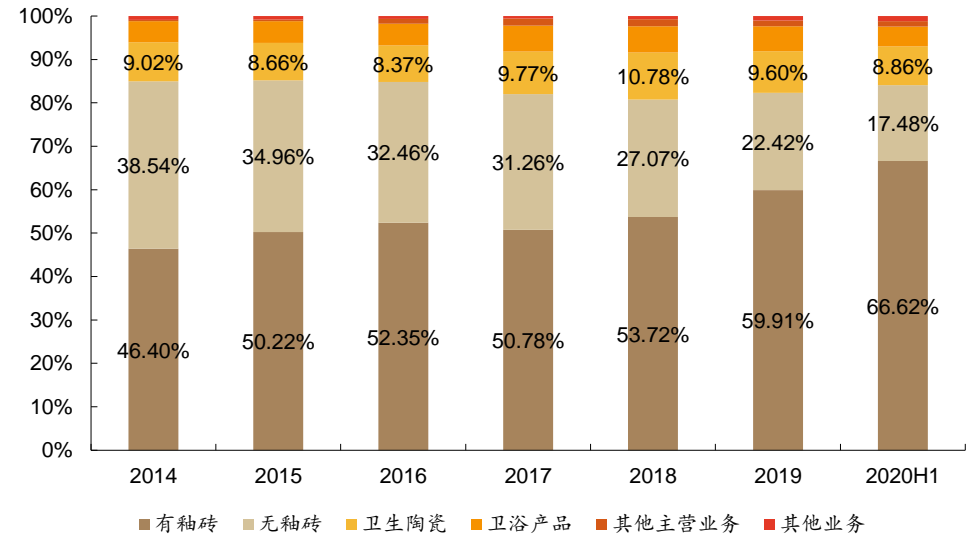
产品结构：瓷砖占比约8成，有釉砖占比迅速提升

- **瓷砖和卫生洁具是公司主要产品，瓷砖占比在维持在80%~85%。**从公司产品占比看，2020H1公司瓷砖占比为84.10%，其中有釉砖、无釉砖占比分别为66.62%、17.48%；卫生洁具占比为13.48%，其中卫生陶瓷、卫浴产品占比分别为8.86%、4.62%。
- **有釉砖占比逐步提升至66.02%。**从产品占比趋势来看，公司瓷砖产比保持稳定，但公司有釉砖占比呈快速提升趋势，有釉砖占比从2014年的46.40%提升至2020H1的66.62%。

图表：东鹏控股2020年H1各产品占比



图表：东鹏控股各产品占比



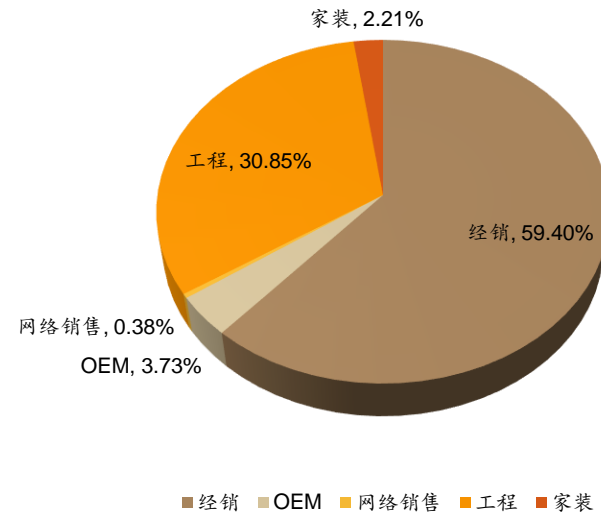
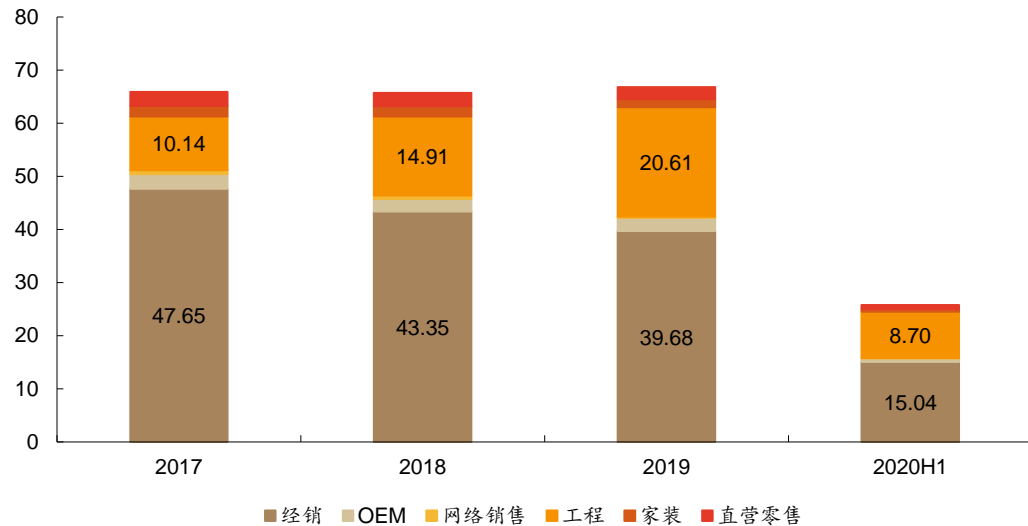
资料来源：招股说明书，德邦证券研究所

渠道结构：工程高速增长，零售将迎接业绩拐点

- **C端领先行业，占比近六成。**公司经销渠道2019年主营业务收入为39.68亿元，2020H1经销收入为15.04亿元。虽然近年来公司经销渠道营业收入有所下滑，但仍处于行业前列。随着公司重装店面、新店扩张加速、提升高值产品占比等举措逐步推进，公司经销渠道业绩将迎来拐点。
- **大宗业务逐步开拓，业绩高速增长。**公司工程业务由2016年的7.0亿元迅速增长至2019年的20.6亿元，年复合增长率达43.32%，回款良好，增长迅速。

图表：东鹏控股分渠道主营业务收入（亿元）

图表：2019年东鹏控股各渠道主营业务收入占比

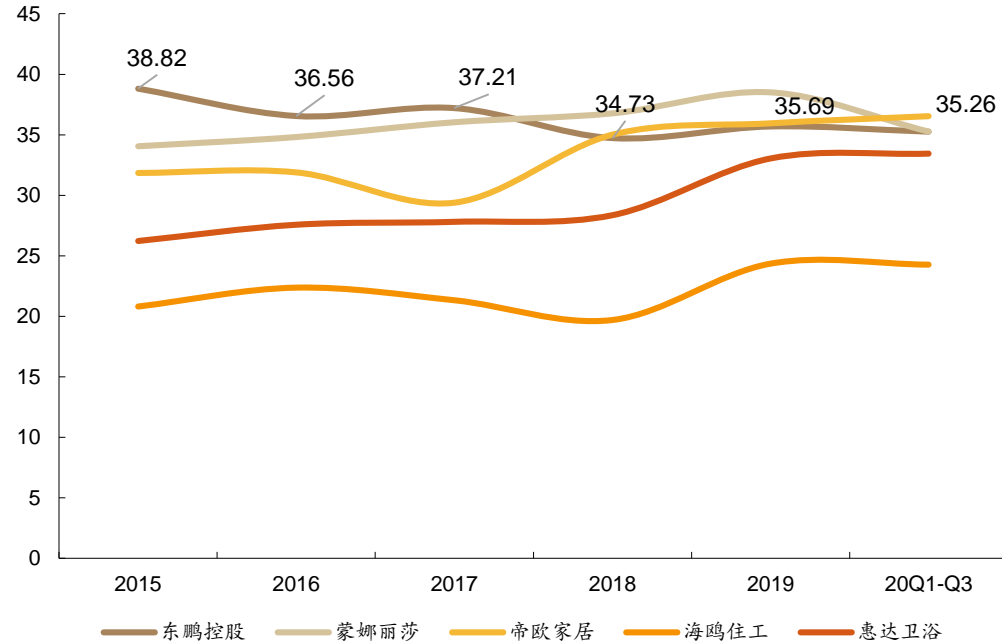


资料来源：招股说明书，德邦证券研究所

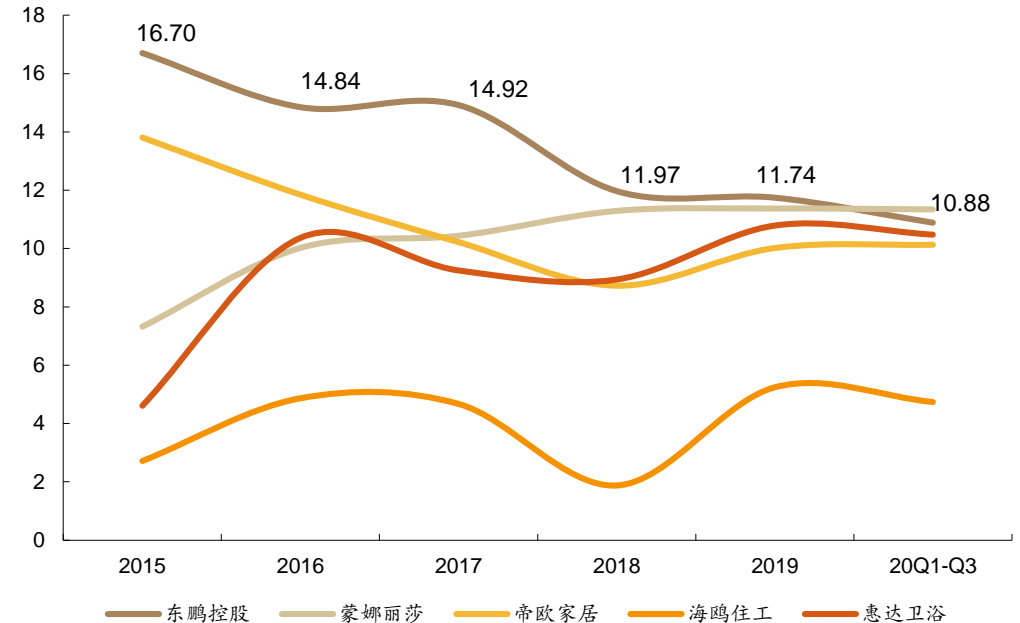
盈利能力：公司毛利率、净利率均处于行业前列

- 与同行业公司相比，公司盈利能力领先。毛利率方面，公司毛利率保持在35%~40%之间，同行业可比公司毛利率平均值保持在30%左右，公司毛利率高于同行业5到10个PCT；净利率方面，由于公司销售费用增长，近两年净利率水平有所下降，但仍保持在行业前列。

图表：东鹏控股毛利率处于行业可比公司前列（%）



图表：东鹏控股净利率处于行业可比公司前列（%）

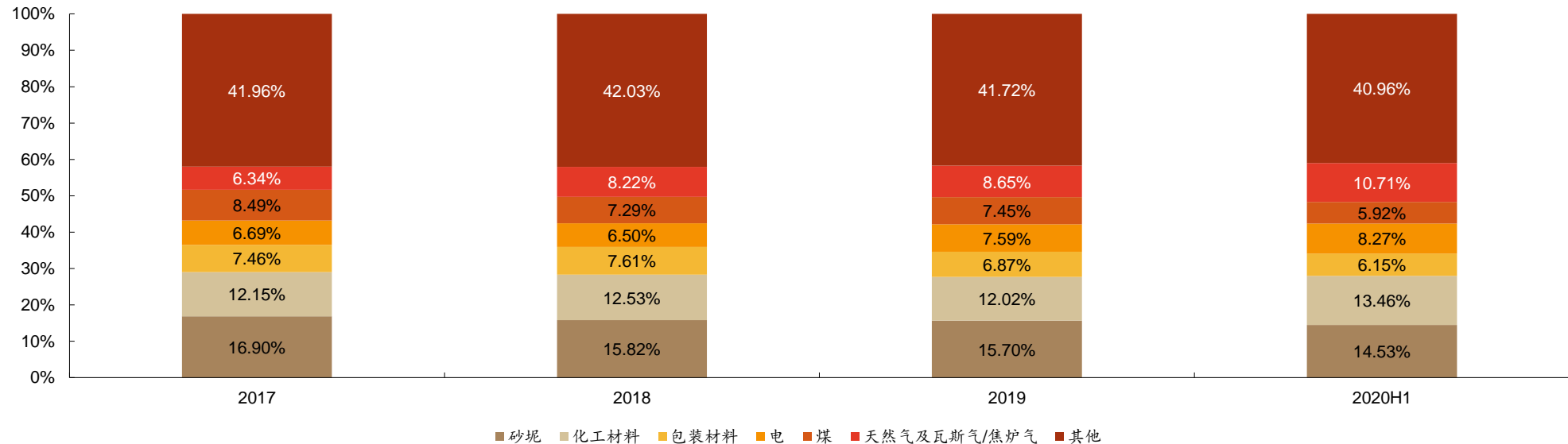


资料来源：Wind，德邦证券研究所

成本：砂泥&化工&包装占三成，能源占两成

- 公司主要原材料包括砂泥、化工材料、包装材料、电、煤、天然气等，2021年H1各成本占比分别为14.53%、13.46%、6.15%、8.27%、5.92%、10.71%。其中煤、电、天然气等成本与供货部门签订长期协议，且变化幅度不大；化工材料和包装材料出现较大幅度的上涨，但其占比合计仅两成，且公司作为行业龙头，能很好地将成本传导至下游，因此对公司影响有限。

图表：公司各原材料占成本比重



资料来源：招股说明书，德邦证券研究所



02 格局优化： 大行业，小公司， 中小产能加速出清

请务必阅读正文之后的信息披露和法律声明

产品：仿古砖、抛光砖、抛釉砖三足鼎立

- **瓷砖为建筑陶瓷主要品类。**建筑陶瓷用于装饰与保护建筑物、构筑物的墙面和地面，产品主要有陶瓷砖、陶瓷薄砖和陶瓷薄板等，目前大部分为陶瓷砖。陶瓷砖是由黏土、长石和石英等原料，经成型、烧结等工艺生产的板状或块状陶瓷制品，通常在室温下通过干压、挤压或其他成型方法成型，然后干燥，在一定温度下烧成。
- **当前瓷砖市场中主要产品为仿古砖、抛光砖和抛釉砖。**

图表：陶瓷砖产品分类及特点

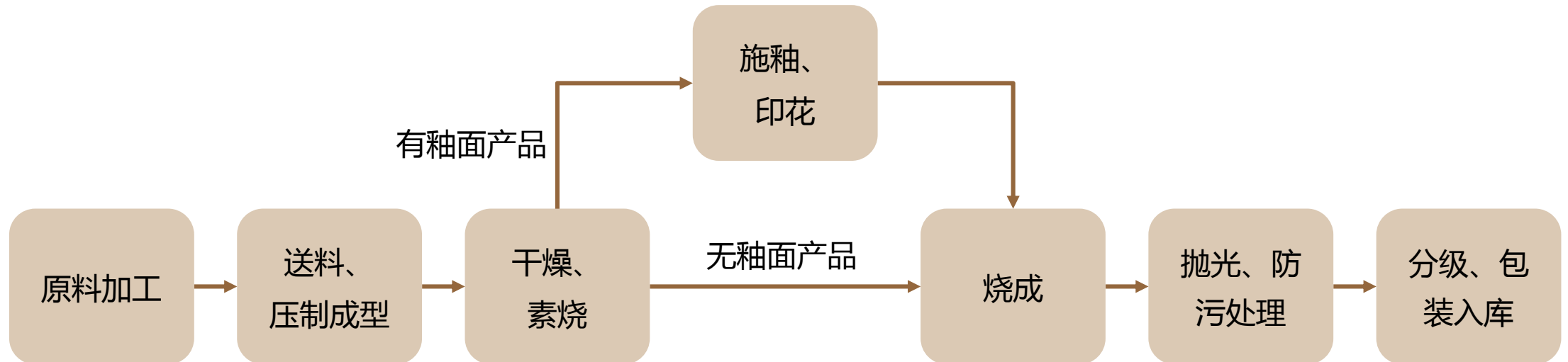
产品名称	定义	代表厂商
抛光砖	经过机械研磨、抛光，表面呈镜面光泽的瓷质陶瓷砖	东鹏、诺贝尔
抛釉砖	一种可以在釉面进行抛光的新型釉面产品，表面一般为透明面釉，集抛光砖与仿古砖优点于一体，釉面如抛光砖般光滑亮洁，同时其釉面花色如仿古砖般图案丰富，色彩厚重或绚丽，具有立体感强、透明性好等特性	马可波罗、东鹏、蒙娜丽莎
抛晶砖	以陶瓷材料为基体，在特定的工艺技术条件下将微晶玻璃复合在陶瓷基体上的新型高档建筑装饰材料，具有耐磨耐压、耐酸碱、防滑、瓷质吸水率低等特性	欧神诺、马可波罗
仿古砖	通过施釉、印花、专门模仿各类纹理的陶瓷砖。与普通的釉面砖相比，其差别主要表现在釉料的色彩上面，具有防滑、易清洁、耐磨等特性	马可波罗、诺贝尔
瓷片	是指吸水率大于10%而小于20%，一般用来做墙面的陶质砖，强度比瓷质砖低，吸水率大，但釉面质感好，色彩鲜艳，耐污性能好	诺贝尔、欧神诺

资料来源：帝欧家居公告，东鹏控股招股说明书，德邦证券研究所

工艺：创新、环保工艺或成新一轮增长引擎

- **市场倒逼创新。**伴随着人均收入的增加，“消费升级”浪潮同样影响了瓷砖行业，人们对瓷砖的要求从简单的防潮防污功能，转变为美观、个性、创意等需求。而引领市场潮流的产品往往能获得更高的利润水平，这倒逼高品质建筑陶瓷企业研发出新的胚料、釉料和生产工艺以适应市场需求和时尚趋势。
- **环保要求提高。**随着建筑陶瓷市场需求不断向高端化迈进，行业的设计、研发、工艺壁垒将逐步提升。另外随着环保标准的提升以及执行力度的加大，也使得建筑陶瓷产业向着节能化、清洁化方向演进，在整个消费升级和环保标准提高的过程中，具有强大设计能力、良好生产工艺与标准的龙头企业从中受益。

图表：传统瓷砖工艺流程图



资料来源：东鹏控股招股说明书，蒙娜丽莎招股说明书，德邦证券研究所

生产模式：备货式效率高，订单式库存低

国内建筑卫生陶瓷行业企业主要的生产模式有备货式生产模式、订单式生产模式和两种生产模式相结合的生产模式。

- **备货式生产模式**：备货式生产是企业在对市场需求量进行预测的基础上有计划的安排生产，保持一定量的库存产品。这种生产模式通常用于大批量、标准化产品的生产，该模式能有效地提高生产效率，具有明显的规模效益。
- **订单式生产模式**：订单式生产模式是在收到客户的订单后，按客户的具体要求组织生产。由于是按订单的交货日期生产，产品生产出来以后按照客户要求交货，所以成品库存量很少。生产管理的关键是确保产品的质量及交货期，按交货日期要求保持生产过程中各环节的衔接平衡。

图表：瓷砖行业生产模式

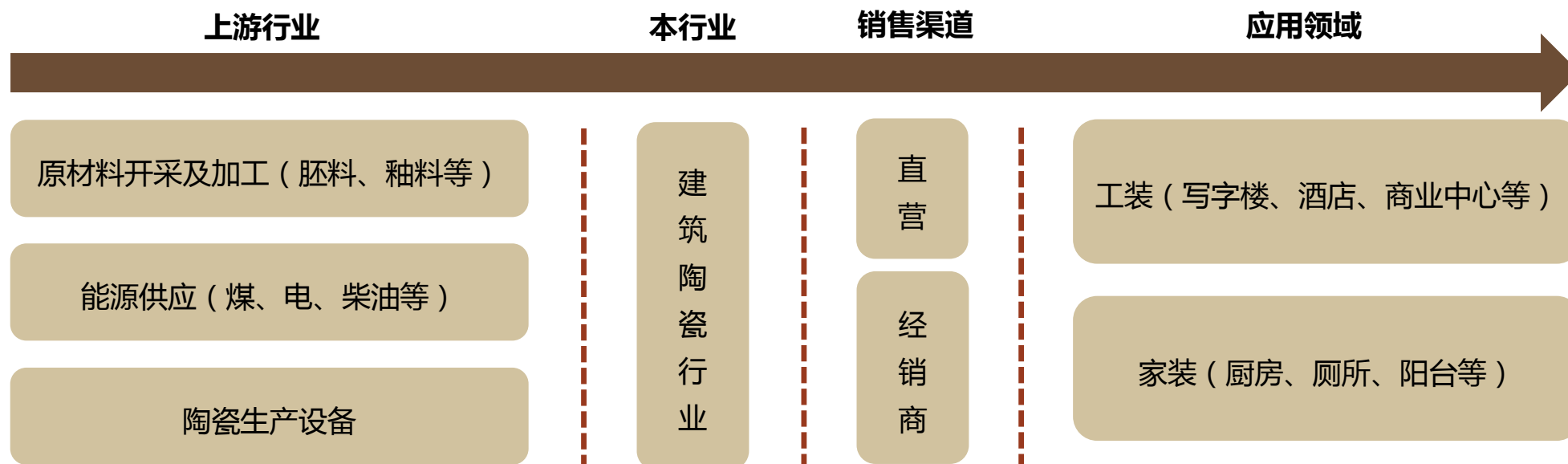


资料来源：东鹏控股招股说明书，德邦证券研究所

上下游产业链：产业链成熟、销售渠道拓宽

- 由于矿物原料、釉原料等原材料供应充足，开采、加工企业较多，行业竞争充分，基本上采取市场化定价机制。综合来看，原材料开采及加工业对本行业的影响不大。
- 销售方式中工装以直销为主，也有部分通过经销商销售；家装市场过往以经销为主，随着精装房占比的提升以及整装大包、互联网装修等家装方式的兴起，直销比例也迅速提升。

图表：瓷砖行业上下游产业链



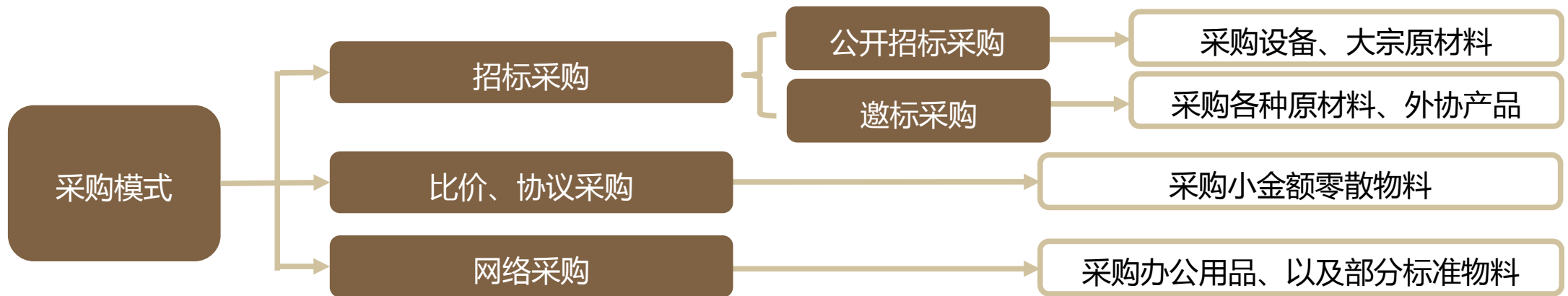
资料来源：中国产业信息网，蒙娜丽莎招股说明书，德邦证券研究所

采购模式：针对不同原材料，采用不同采购方式

采购执行部门在具体实施采购任务时，针对不同需求主要采用招标采购、比价议价采购和网络采购三种模式：

- **招标采购**：（1）公开招标采购：通过在中国采购网、众陶联官网发布需求，并根据组织规定的时间完成整个过程；主要应用于设备、大宗原材料等物料的采购。（2）邀标采购：采购员根据采购物料的特性找到三家以上的合适供应商进行密封报价，并根据组织要求完成整个采购过程；主要应用于各种原材料、外协产品的采购。
- **比价、议价采购**：根据需求计划，发给对应的供应商（三家以上）报价，在收回报价单后再进行议价，最终完成采购；主要应用于小金额零散物料的采购。
- **网络采购**：根据需求计划，在各大电商平台找到合适的商品，并在电商平台上完成交易；主要应用于办公用品、以及部分标准物料的采购。

图表：瓷砖行业采购模式

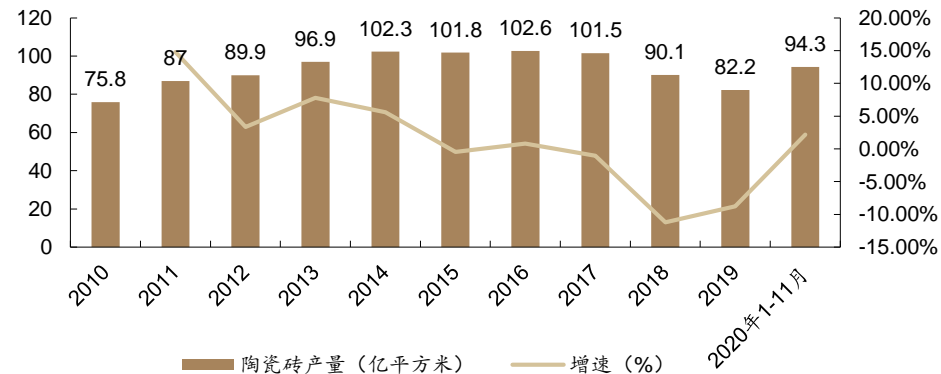


资料来源：东鹏控股招股说明书，德邦证券研究所

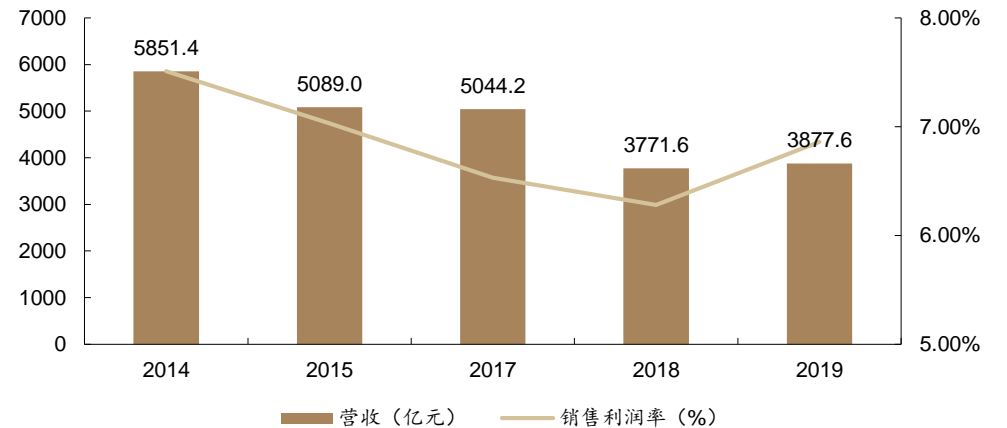
市场：供需关系趋向平衡，产业结构调整明显

- 产量持续下行，房地产回暖带动行业需求反弹。2010-2014年，房地产产业的迅猛发展带动了陶瓷砖行业的发展，2015年后供给侧改革、去产能政策初见成效，行业走势趋于平稳。2018-2019年受国内外经济环境、房地产政策调控、消费升级、需求转移等诸多不利因素的影响，行业进入了下行通道。而随着房地产回暖，2020年前11个月产量达94.3亿平方米，超过2019全年产量。
- 产品结构升级，行业利润率提升。一方面是环保、土地、能源、劳资成本攀升，以及营销成本的加大等因素导致行业平均单价上涨,以保证企业一定的利润空间;另一方面，市场需求的变化倒逼行业转型升级和企业产品结构调整不断推进，优秀品牌企业研发创新投入力度加大，高附加值产品在逐步取代过去低端产品，产品结构持续升级。

图表：2010-2020年陶瓷砖产量及增速



图表：2014-2019年中国陶瓷砖行业营业收入及销售利润率

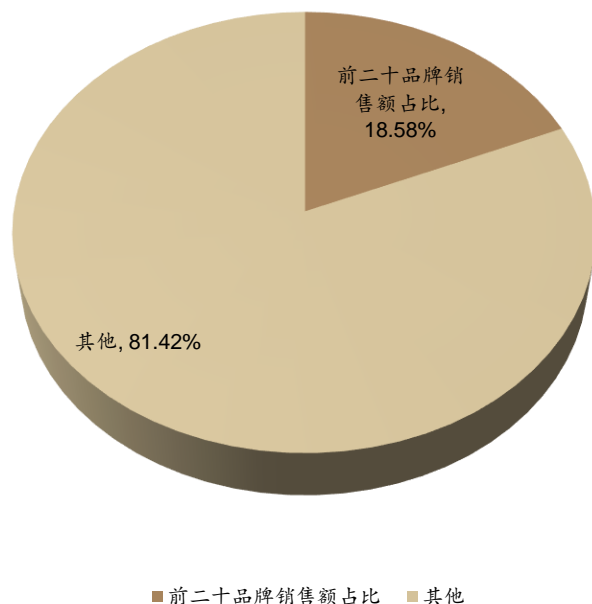


资料来源：招股说明书，德邦证券研究所

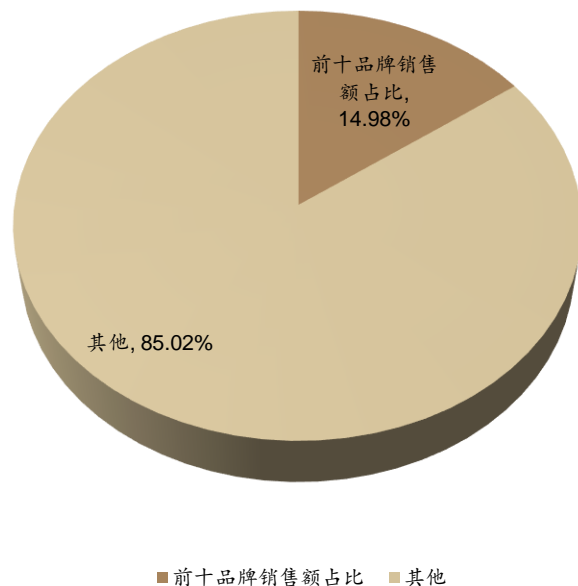
竞争格局：品牌集中度仍然分散

- 品牌分布分散**：2020年排名前6的品牌为马可波罗、东鹏、欧神诺、冠珠、诺贝尔和蒙娜丽莎，这6个品牌2020年销售额都在40亿元以上。前20名品牌销售额合计578亿，全行业规模以上企业销售收入3111亿，前20强占全行业销售比例为18.6%。作为年销售额3111亿元、注册品牌达上万个的瓷砖行业，目前品牌分布仍然分散，品牌集中度将不断提升。

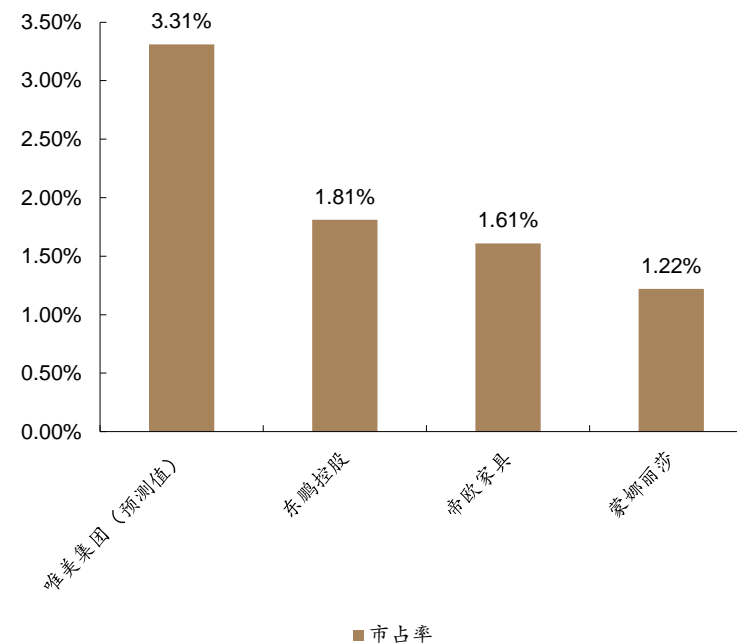
图表：瓷砖行业CR20



图表：瓷砖行业CR10



图表：2019年头部瓷砖企业市占率

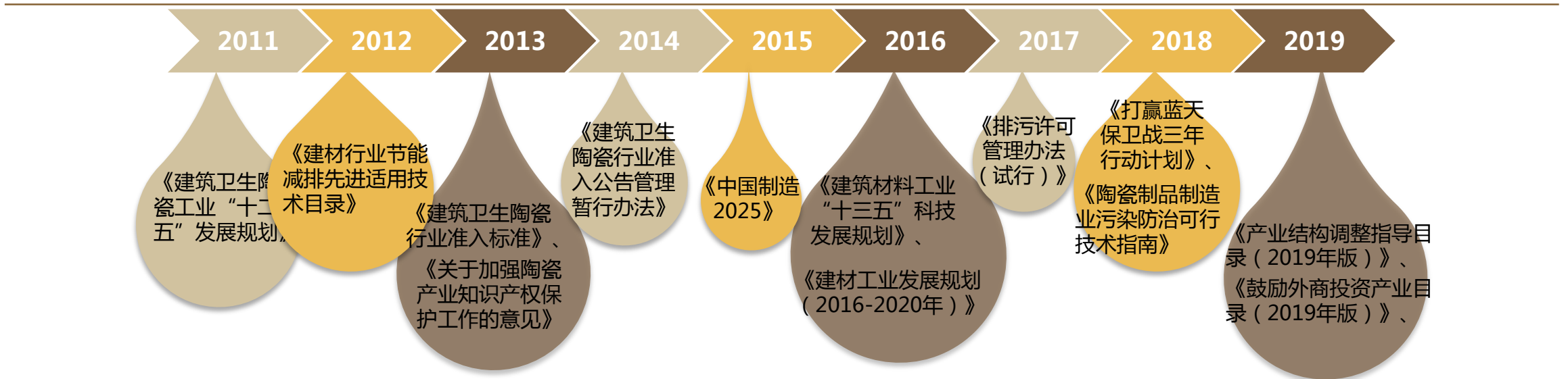


资料来源：招股说明书，德邦证券研究所

国家政策：环保政策趋严促进产业创新转型

- **陶瓷行业大气污染物排放标准趋严。**建筑陶瓷行业属于高污染、高能耗、资源依赖型工业，在带来了巨大的经济利益的同时，也产生了严重的环境问题。随着环保问题逐渐被重视，环保政策日趋严格，对于环保工艺以及产能相对落后的中小陶企是一场严峻的考验。
- **鼓励创新、发展先进生产力。**国家政策层面提出了发展先进制造业、创新以及绿色制造的方针。鼓励陶瓷企业创新工艺，以提供更多功能、更加美观、更加环保的产品。随着行业壁垒的逐渐升高，没有自己品牌渠道的中小企业生存堪忧。只有具有自己品牌、渠道以及规模优势的龙头企业能够胜出，集中度将进一步提升。

图表：国家建陶产业政策及环保政策梳理



资料来源：各部门官网，德邦证券研究所

地方政策：煤改气进程倒计时

- **煤改气进程陆续完成。**2019年，山东淄博、福建晋江、辽宁法库、四川夹江等产区基本完成“煤改气”，2020年是瓷砖行业“煤改气”的关键年，2020年，“煤改气”压力较大的主要是广东产区，广东清远、恩平与肇庆也相应完成“煤改气”。
- **煤改气一刀切造成企业损失：**瓷砖烧成“煤改气”是典型的“一刀切”行为，2020年，多个陶瓷产区出现气价上涨或无法满足供应，不少陶企更是因为采用天然气带来的成本压力而主动选择停产。江西高安集中供气后，陶企的燃料成本约增加75%，整体制造成本最高上涨20%。而且出现产品用气漂移，产品色差大、优等率低、烂砖多等现象。
- **瓷砖产业“一路向西”：**受“煤改气”影响，瓷砖产业向西南方向转移。马可波罗、惠达、东鹏、欧神诺都落户重庆，欧神诺、蒙娜丽莎、协进、简一、宏宇签约落户广西藤县。在其它陶瓷产区纷纷“煤改气”的时候，《藤县陶瓷产业规划报告》明确提出了“四不”规划准则，不强制企业采用天然气代替人工煤气、不在现有国家排污标准基础上提出更严厉的地方标准。

图表：各产区天然气使用情况

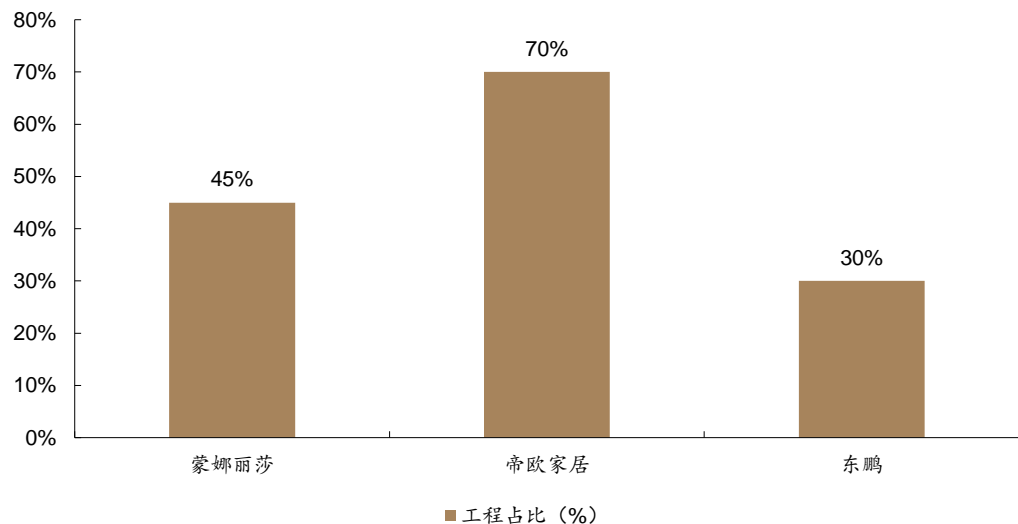
省份	企业数量	使用天然气的陶企数量	天然气使用率
广东	174	143	82.20%
福建	196	179	91.30%
江西	126	11	8.70%
四川	112	107	95.50%
山东	82	79	96.30%
河南	58	5	8.60%
湖北	41	2	4.90%
广西	44	1	2.30%
辽宁	47	30	63.80%
湖南	32	/	/
河北	45	25	55.60%
陕西	27	6	22.20%

资料来源：中国建筑卫生陶瓷协会，德邦证券研究所

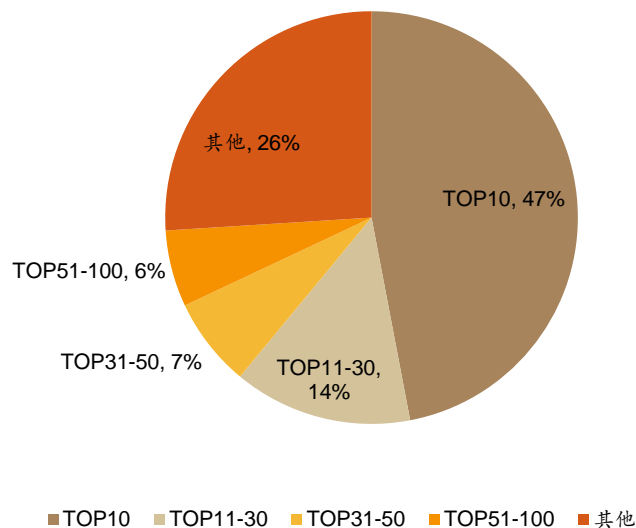
趋势：头部地产占比提升，加速行业向龙头集中

- **疫情加速零售萎缩，集采成长**：我国的瓷砖营销基本格局长期以来都是以区域经销商体系为主，但是近几年精装房比例大幅增长以及整装在城市全面兴起，工程集采已经成为瓷砖营销的重要渠道，2020年疫情再次加快了这个发展，一线城市的经销商很多零售已经下滑到30%以下。零售端的冲击再次加速陶企往工程端方向发展。
- **精装修挤压小企业空间，有利头部公司**。全装修政策对瓷砖的品类、交付能力等各种标准提出了更高的要求，一些小瓷砖企业品类少，交付能力不强而被市场淘汰。而头部公司因其综合实力强而在地产商的招标中容易获得工程装修的瓷砖大订单。地产开发商选材品牌化越来越明显，瓷砖的头部公司在这场下游需求的改变中受益。

图表：头部瓷砖企业工程渠道占比



图表：精装房参与者仍以头部企业为主

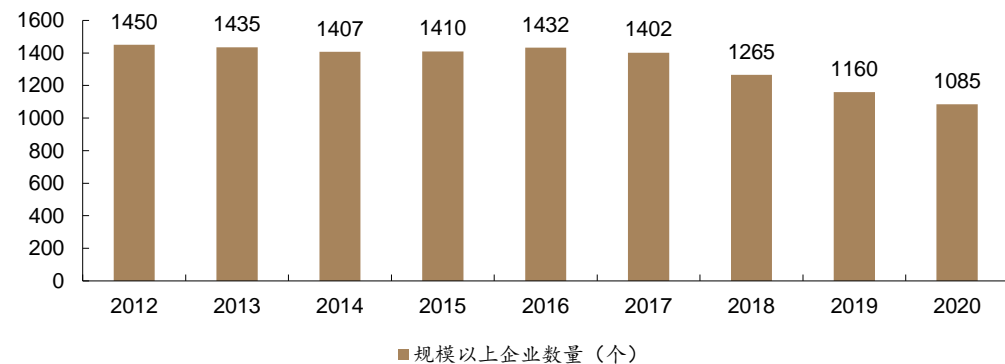


资料来源：招股说明书，德邦证券研究所

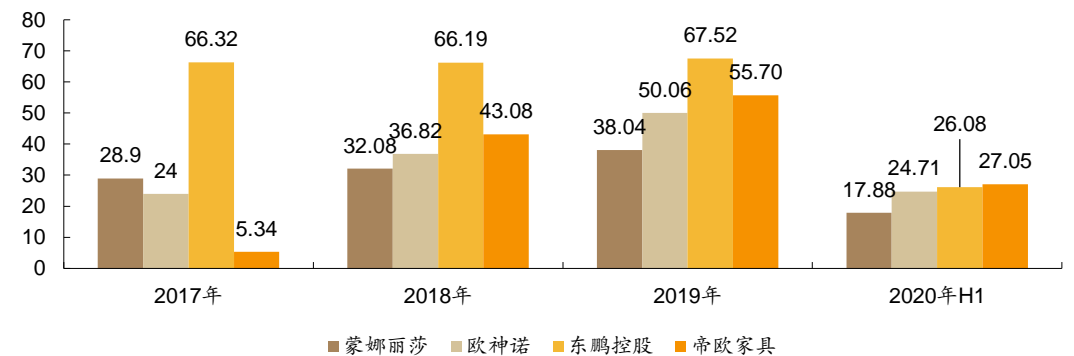
趋势：小产能加速出清，龙头企业优势扩大

- **环保标准提升加速行业小企业出清速度，龙头企业营收逆势增长。** 环保标准提升带来行业整体资本投入加大，变相提高行业门槛；环保设备的投入使得龙头公司单位成本的优势更大。大企业可以利用资金优势，在小企业承压时，通过控制成本和新建产线的方式抢夺市场份额。在陶瓷砖行业供需双降的背景下，除了2020年受到疫情影响外，龙头企业营收保持增长。
- **陶瓷砖企业破产数量上升。** 根据中国建筑卫生陶瓷协会公布的数据，在“十三五”期间（2015-2020年），有近500家规上企业被淘汰。2020年有近50家陶企宣布破产，其中不乏知名陶企如新中陶、利华等，破产企业数量远远超过2019年全年（近30家）。
- **拥抱资本，扩大份额：**龙头企业通过上市、投资、并购等手段扩大自身优势。2020年10月19日东鹏控股成功挂牌上市。欧神诺在藤县投资一期8条线建设之后，又拿2000亩地启动2期。蒙娜丽莎瓷砖收购江西普京瓷砖属子公司70%股权。科达制造完成对意大利唯高100%股权收购。

图表：2012-2020年我国建筑陶瓷行业规模以上企业数量



图表：2017-2020H1瓷砖龙头企业营收情况

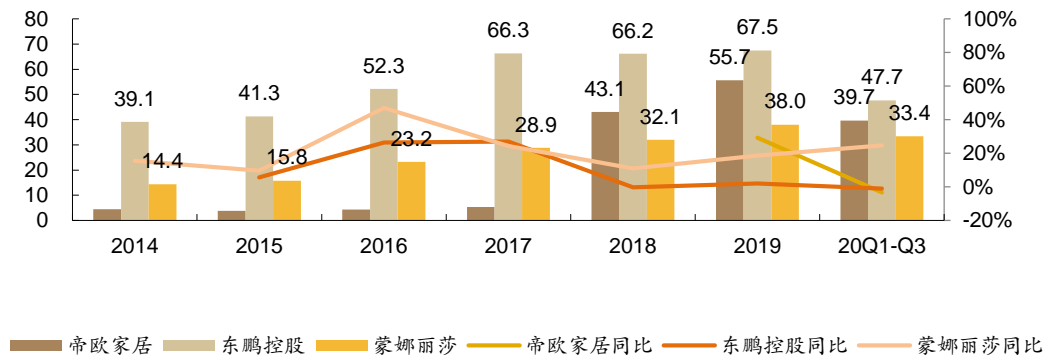


资料来源：Wind，建筑陶瓷行业协会，德邦证券研究所

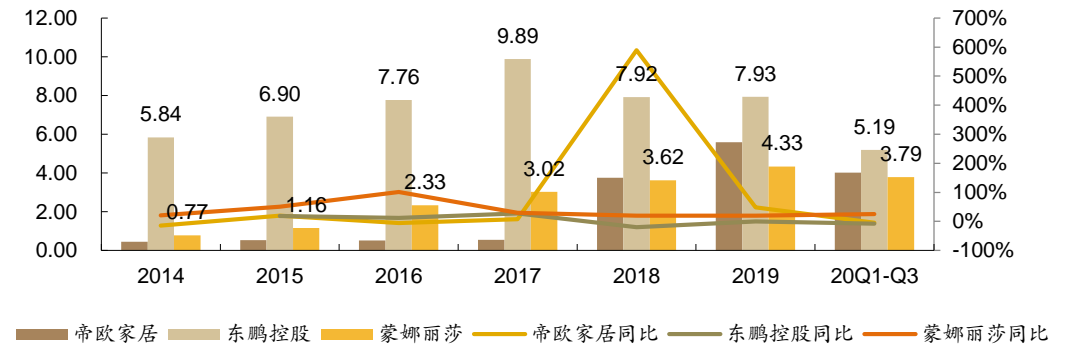
趋势：龙头陶企长势分化，越过50亿向百亿进军

- **龙头企业冲刺百亿**：马可波罗已连续两年跨过百亿门槛，在一线阵列遥遥领先。新明珠在今年的新春工作会议上明确了“双百”目标；东鹏早在三年前就提出过百亿目标，2020年营收达到72.52亿，逐步接近百亿。
- **帝欧家居营收保持高增，20Q3受B端影响负增**。2014-2019年公司营收保持高增，2020Q3受B端大客户碧桂园精装修毛坯房的影响，工程集采营收下降，前三季度营收39.7亿元，同比下降3.3%。
- **蒙娜丽莎营收快速增长**。蒙娜丽莎公司品牌知名度和影响力不断提升、公司新产品的推广和营销发力促进收入的增长，营收由2015年的15.81亿元增长至2019年的38.04亿元，5年内CAGR为19.2%。2020前三季度营收33.4亿元，同比增长24.7%。
- **东鹏营收稳步上升**。发挥渠道优势，积极拓展优质战略工程，2020全年营业总收入约72.52亿元，同比增加7.41%，5年CAGR为6.8%；归属于上市公司股东的净利润约8.52亿元，同比增加7.24%。

图表：营业收入（亿元）及同比增速



图表：净利润（亿元）及同比增速



资料来源：Wind，德邦证券研究所



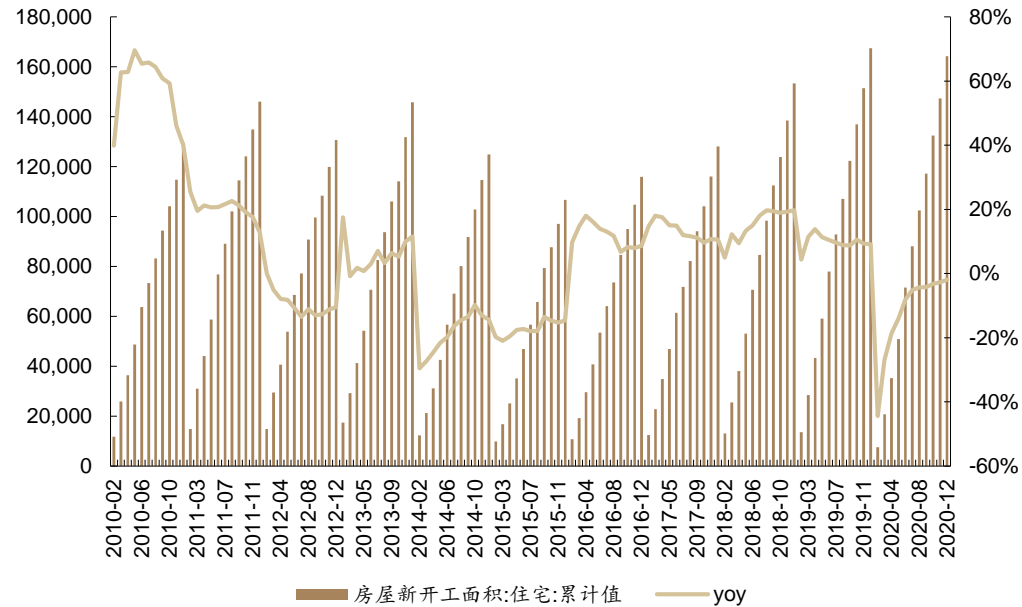
03 行业驱动： 新房竣工回补延续， 二手房支撑长期需求

请务必阅读正文之后的信息披露和法律声明

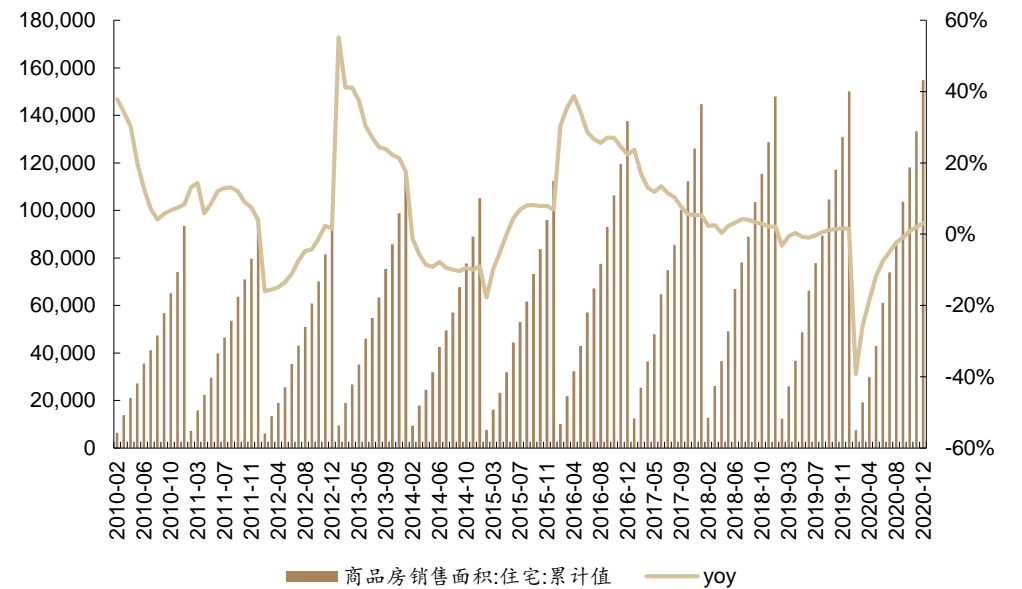
地产：房地产景气度回升，开工、销售情况回暖

• **房地产行业整体景气度回升，开工面积和销售面积同比增速边际上升。**国家统计局数据显示：2020年商品住宅房屋新开工面积月度同比降幅不断收窄，全年同比-1.87%，2021年有望延续修复的态势；2020年商品住宅房屋销售面积实现3.15%同比增速，传统为销售淡季的7、8两月因为低基数和房企推盘量明显提升而提供了超预期的销售表现，叠加四季度销售旺季拉升，全年销售端已回暖至正增长。

图表：房屋新开工面积同比修复（万平方米）



图表：房屋销售面积同比回暖（万平方米）



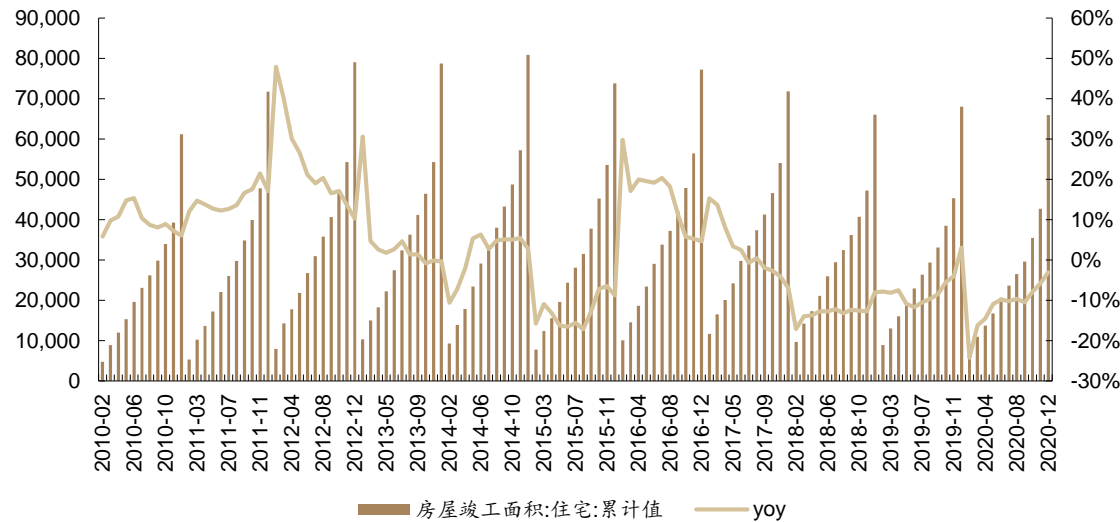
资料来源：Wind，德邦证券研究所



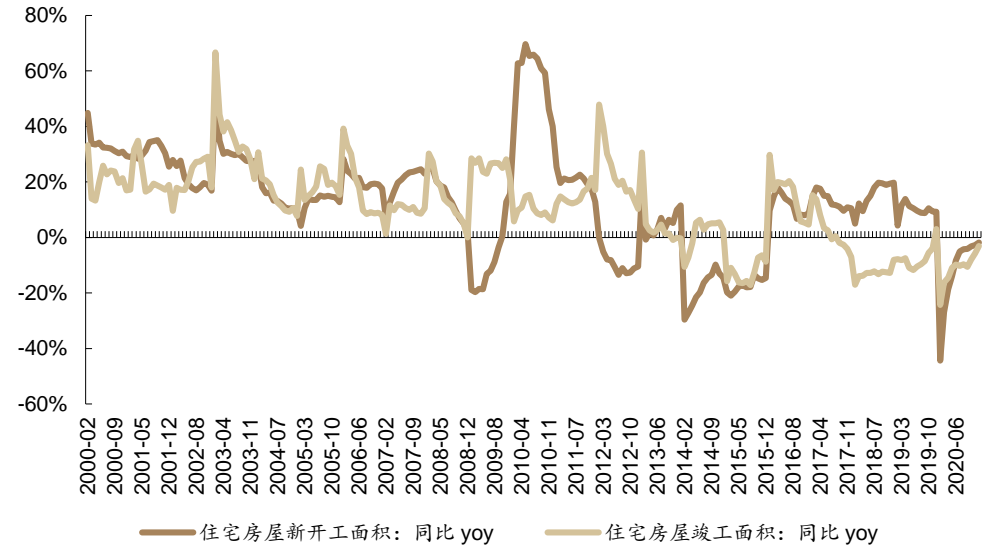
新房：竣工回补，21集中交付，提振地产需求

- **疫情不改长期趋势，竣工端回暖迹象明显。**2019年竣工端初现回暖迹象，全年竣工面积同比增速已转负为正，达3.02%；2020年Q1受到疫情负面影响，同比下滑严重，下半年有明显改善，最终全年增速-3.09%，边际恢复上行趋势。
- **两大原因致竣工周期拉长，新开工和竣工增速背离：**1) 房企抢开工，抢销售导致开工前移，竣工后移：在房地产行业融资收紧背景下，房企通过抢开工、抢销售的方式实现快速周转，导致施工强度有较大幅度的下滑。2) 精装渗透率的提升拉长交付周期：一般而言精装房的交房周期比毛坯房滞后半年。
- **疫情滞后了竣工增速的回暖，开工竣工已背离两年，这波竣工集中交付周期料将在2021到来，提振地产后周期需求。**

图表：穿越疫情，竣工端延续回暖趋势（万平方米）



图表：房屋新开工、竣工增速已背离近两年时间（万平方米）



资料来源：Wind，德邦证券研究所

精装修：大势所趋，政策支持力度大

- 政策持续推出，精装房大势所趋，家居B端崛起。**2016年以来全国各地全装修、精装修政策密集出台，全装修成品房因其符合绿色环保趋势、逐步取代毛坯房已成大势所趋，中国房地产业迎来了“全装修成品房”大时代。2019年2月住建部在《住宅项目规范（征求意见稿）》中进一步提出，城镇新建住宅建筑应全装修交付。根据奥维云网统计，2018年国家级、省级、市级的政策颁布合计达到21次，截止到2018年底全国颁布涉及精装修/全装修的各类政策累计超过80次，目前精装修政策已逐步向省市过渡。

图表：我国全装修/精装修相关政策

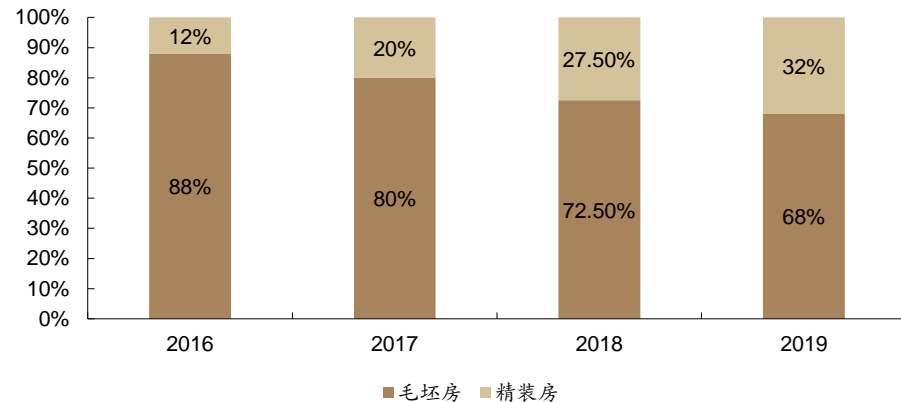
年份	政策文件	发布单位	主要内容
2002	《商品住宅装修一次到位实施导则》	住建部	首次对“全装修”做出明确的定义和规范
2008	《关于进一步加强住宅装饰装修管理的通知》	住建部	各地要制定出台相关扶持政策，逐步达到取消毛坯房、直接向消费者提供全装修成品房的目标
2010	《建筑业“十二五”规划》	住建部	鼓励和推动新建保障性住房和商品住宅菜单式全装修交房
2013	《绿色建筑行动方案》	国务院办公厅、发改委、住建部	国务院办公厅以国办发〔2013〕1号转发发改委、住建部制订的《绿色建筑行动方案》，要推动建筑工业化，积极推行住宅全装修，鼓励新建住宅一次装修到位或菜单式装修
2017	《建筑业发展十三五规划》	住建部	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%，装配式建筑面积占新建建筑面积比例达到15%
2019	《住宅项目规范（征求意见稿）》	住建部	指出城镇新建住宅建筑应全装修交付，户内和公共部位所有功能空间的固定面和管线应全部铺装或粉刷完成；给排水、燃气、照明、供电等系统及厨卫基本设施应安装到位

资料来源：住建部，国务院办公厅，发改委，德邦证券研究所

精装修：趋势不改，渗透加深有空间

- **我国精装房渗透率快速提升，仍有较大空间。**根据奥维云网数据，2016到2019年我国精装房市场渗透率从12%上升到32%，上升速度较快，但与日本、美国、德国等主要发达国家80%以上的全装修比例相比，我国精装房仍处于初级发展阶段，未来具有较大发展空间。
- **政策利好精装修渗透率提升，精装房趋势利好家居龙头企业。**中国进入房地产精装房时代，多省市相继出台精装修相关政策，制定量化指标。目前各地区精装修渗透率尚未达到政策指标，精装修化依然在推进中。精装房的大宗交付模式能够快速提高家居企业的销售额，促进龙头企业快速发展，进一步抢占中小品牌的市场空间。

图表：2019年精装房渗透率提升至32%



图表：主要城市精装修渗透率和政策

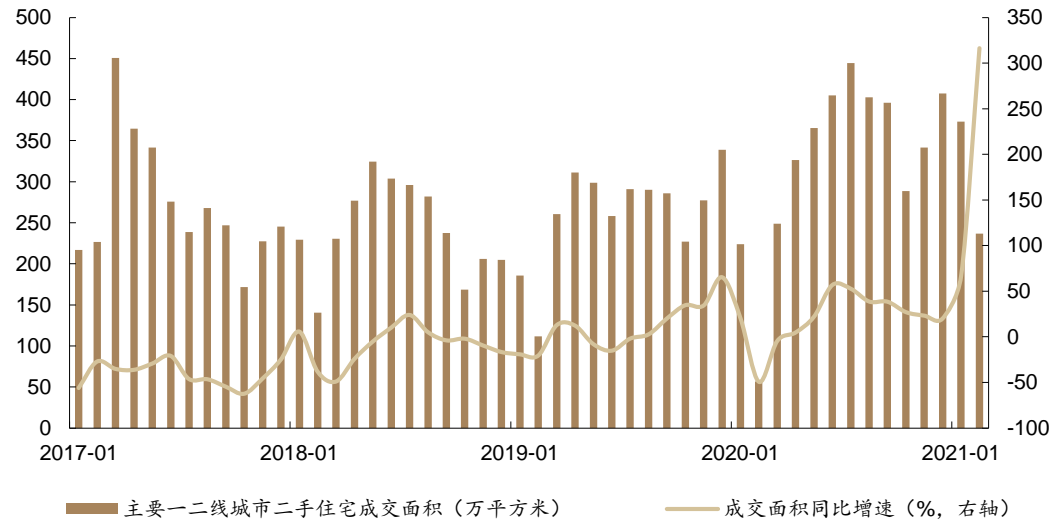
	精装渗透率	政策
北京	66.0%	2015年起，北京市保障房及自住型商品住房全面实施全装修成品交房
广东	51.0%	2017年4月，推进建筑全装修
上海	47.7%	2017年1月起，外环线以内的城区应达到100%
浙江	47.4%	到2020年底，全省新建多层和高层住宅全装修比例达100%
江苏	40.9%	到2020年，新建商品房全装修比例达50%以上

资料来源：各政府官网，奥维云网，德邦证券研究所

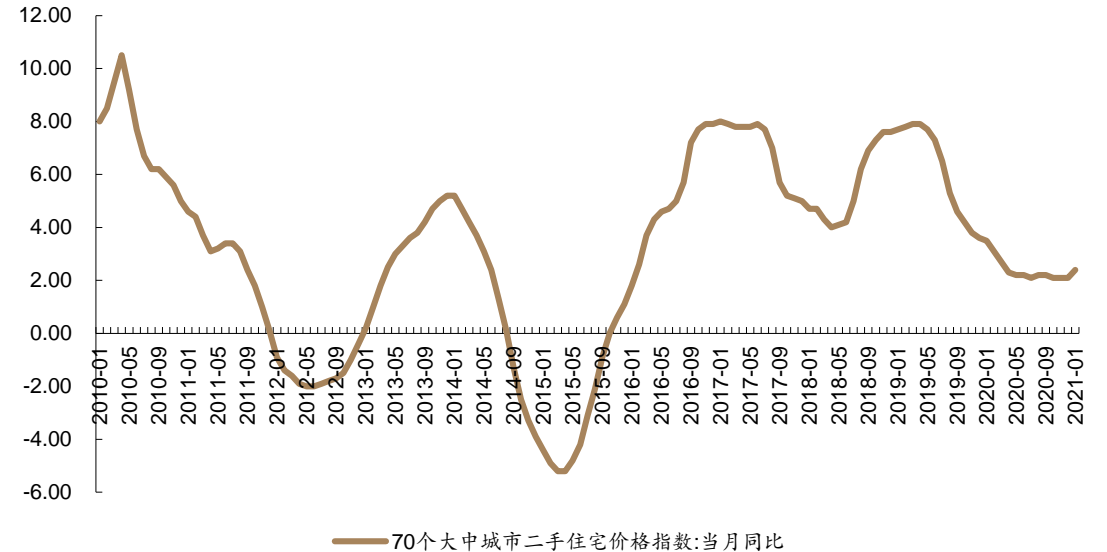
二手房：成交增速上行，价格持续升温

- **二手房成交火热。**1-2月重点18城链家二手房成交套数较2019年同期增长约70%，超过去年同期的3.5倍，其中一线城市二手房成交量较2018年以来历史同期显著增长。近年来70个大中城市二手房住宅销售价格保持增长，二手房价格不断攀升，侧面印证其长期火热的交易状况。
- **对比发达国家，中国二手房市场成长空间广阔。**中国的二手房交易规模占比不到40%，而美国的二手房交易规模占比则达到90%，英国达到81%，澳大利亚78%，中国香港85%，我国二手房市场的交易规模具有进一步发展的空间。

图表：主要一二线城市二手房成交量



图表：70个大中城市二手房住宅销售价格连续多年维持增长

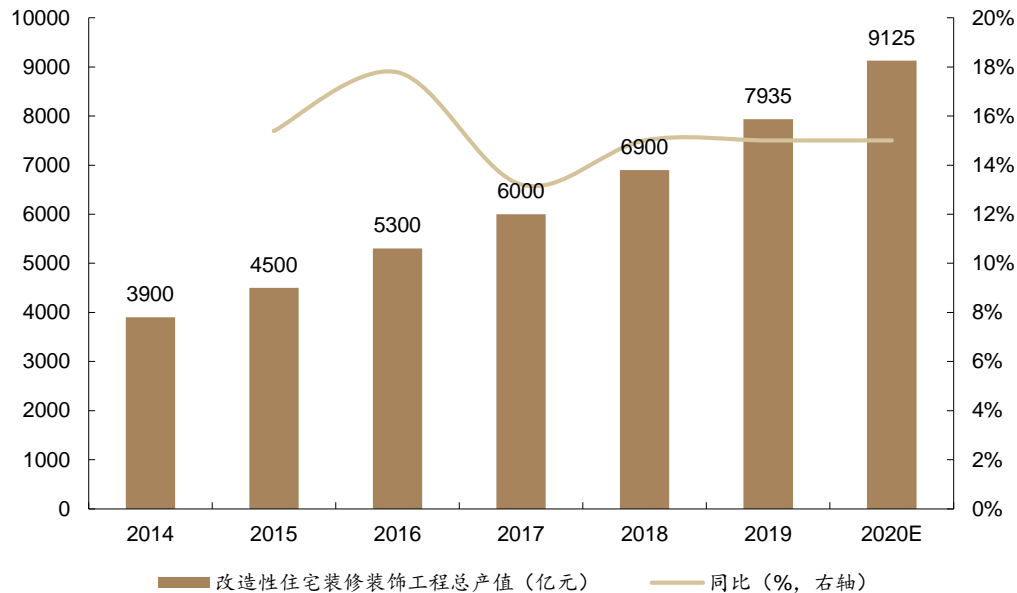


资料来源：Wind，德邦证券研究所

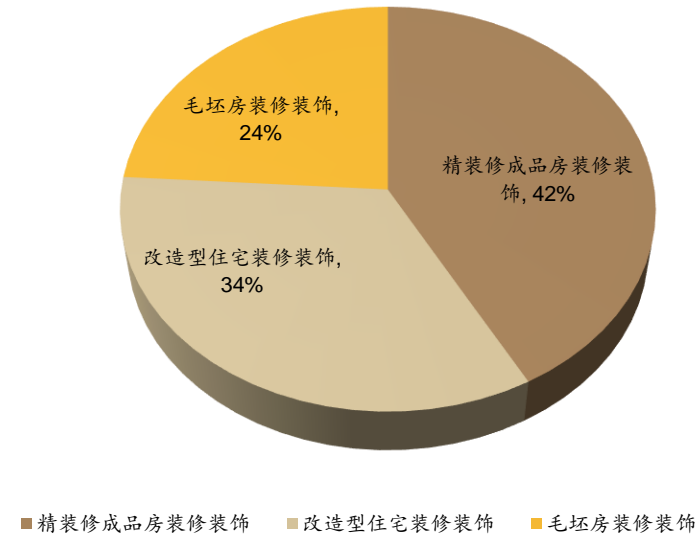
二手房：二手改造需求提升，带动零售业务增长

• **二手住宅改造需求稳定增长，增速保持在13%以上。**全国改造性住宅装修装饰总产值稳步提升，从2014年的3900亿元，提升至2019年的7935亿元，年增长速度均保持在13%以上，2020年总产值有望达到9125亿元。从占比来看，2018年住宅装修装饰市场各类型装修占比来看，精装修商品房装修装饰占比为42%，改造性住宅装修装饰占比为34%，毛坯房装修装饰占比为24%，改造性装饰需求增长，将带动行业零售业务高增长。

图表：全国改造性住宅装修装饰总产值稳步提升



图表：2018年住宅装修装饰市场各类型装修占比



资料来源：中国建筑装饰行业协会，公司招股说明书，德邦证券研究所

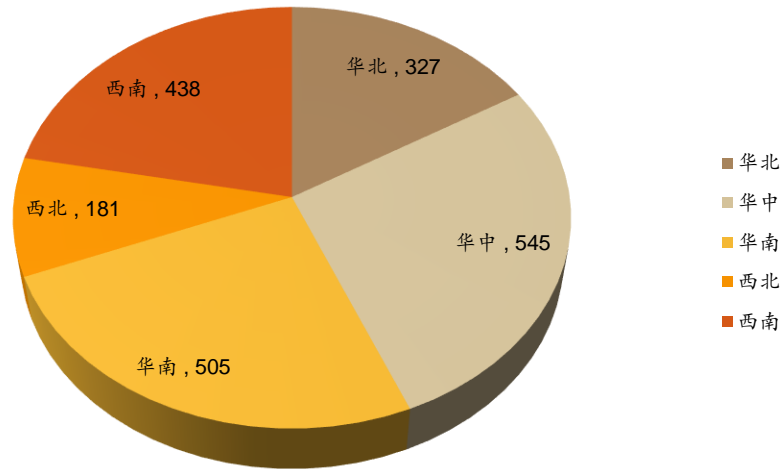


04 核心壁垒：全国渠道，产能优势，品牌领先

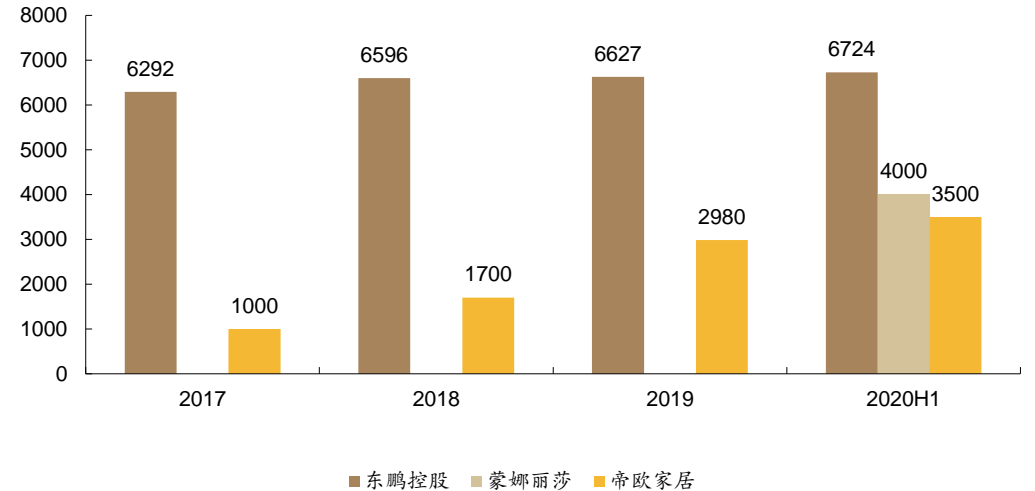
零售：渠道规模庞大，营销网络运营高效

- **C端渠道领先，运营高效。**继续发挥遍布全国规模庞大、运转高效的营销网络，“C+小 V”（零售渠道+中小微工程）优势，抢占毛坯房、存量房市场和老客户重装市场。分地区看，华北、华中、华南、西北、西南市场经销商数量分别为327、545、505、181、438个，全国规模庞大，布局合理。
- **线下门店方面，东鹏覆盖度最广。**2020年上半年，东鹏控股/蒙娜丽莎/帝欧家居全口径门店数量分别为6724：4000：3500家。东鹏在渠道端优势保持领先，拥有1753家瓷砖经销商和82家洁具经销商、4981家瓷砖经销门店和1468家卫浴经销门店。2021年东鹏控股还计划在业内率先推行“包铺贴”服务，进一步强化渠道服务能力/竞争力。

图表：全国改造性住宅装修装饰总产值稳步提升



图表：经销门店数量对比



资料来源：公司招股说明书，德邦证券研究所



零售：多策略并进，带动同店营收增长

- **深耕C端，提升客单价，带动单店收入增长：**1) 店面重新装修，提升单店收入；2) 1+N销售模式，瓷砖带动卫浴、辅材、地板、涂料、整装家居等销售；3) 提升高值产品的销售比例，带动毛利提升。

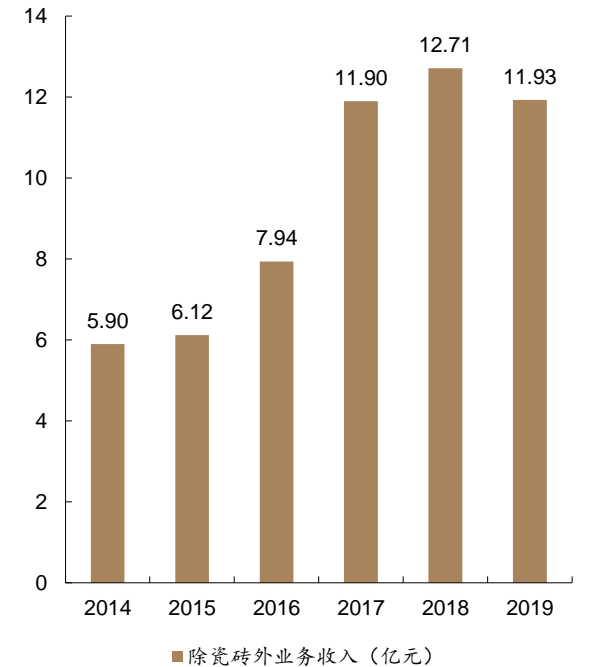
图表：门店全面升级，带动单店收入增长



图表：1+N模式，带动辅材等销售



图表：1+N模式下，公司非瓷砖业务将迎来二次增长

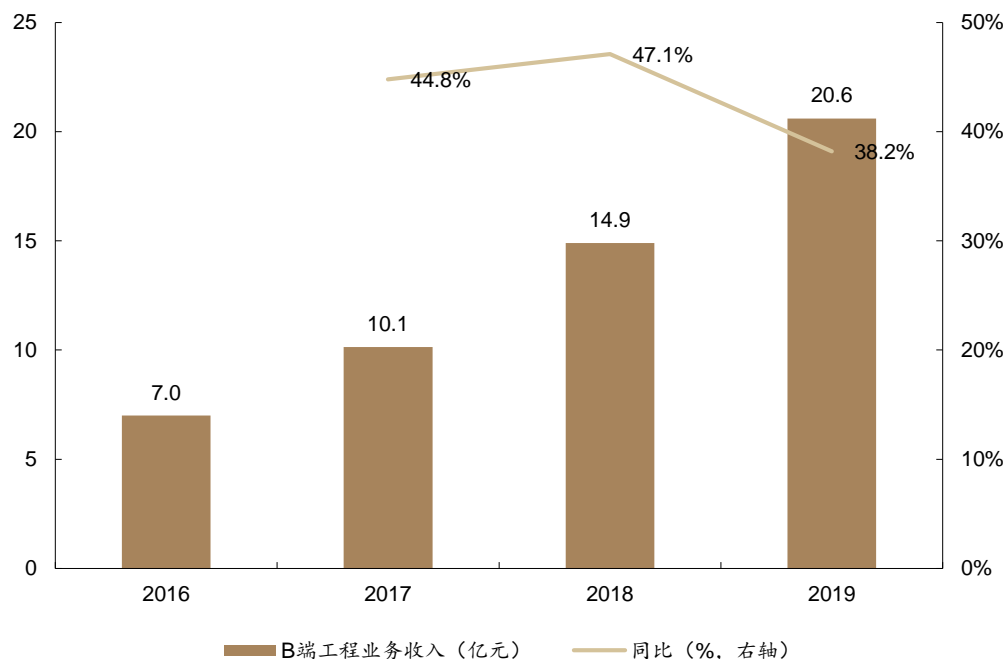


资料来源：公司公告，公司官网，德邦证券研究所

B端：享精装东风，拓优质客户

- B端重点做优质战略工程，除了头部地产客户，还重点开拓企业总部、市政工程、总包、商业连锁等优质工程，保持应收账款和现金流稳健，推动公司收入规模稳健增长。公司工程业务由2016年的7.0亿元迅速增长至2019年的20.6亿元，年复合增长率达43.32%，回款良好，增长迅速。

图表：公司工程业务收入规模迅速增长



图表：公司前五大工程合作客户 (2020H1)

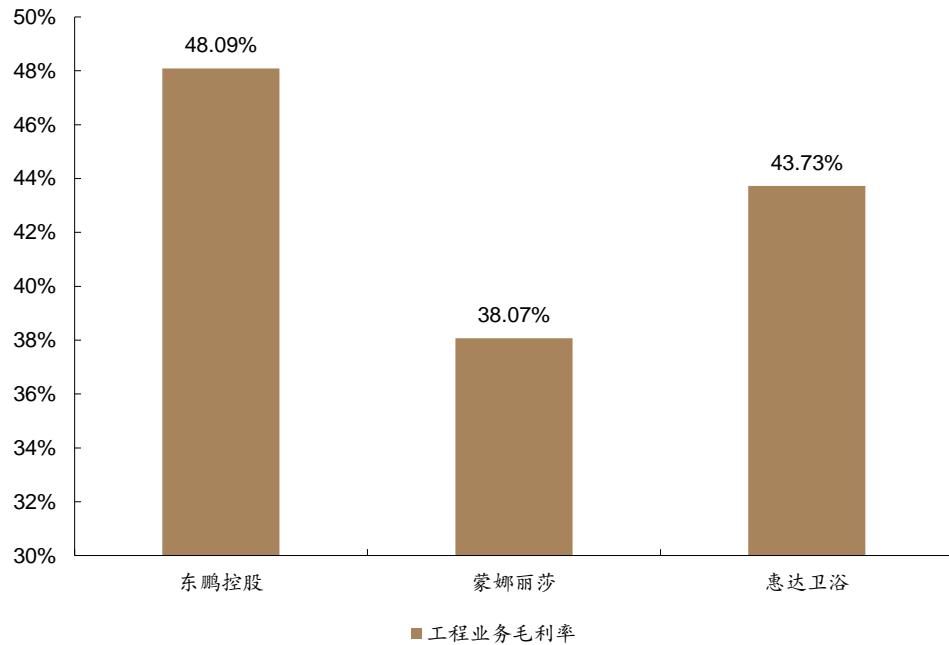
客户名称	销售金额 (万元)	占营业收入比例
1 广州恒大材料设备有限公司	9549.89	3.28%
2 重庆庆科商贸有限公司	4231.93	1.62%
3 广州恒乾材料设备有限公司	2276.91	0.87%
4 深圳恒大材料设备有限公司	1990.95	0.76%
5 河北荣盛建筑材料有限公司	1665.58	0.64%

资料来源：公司招股说明书，德邦证券研究所

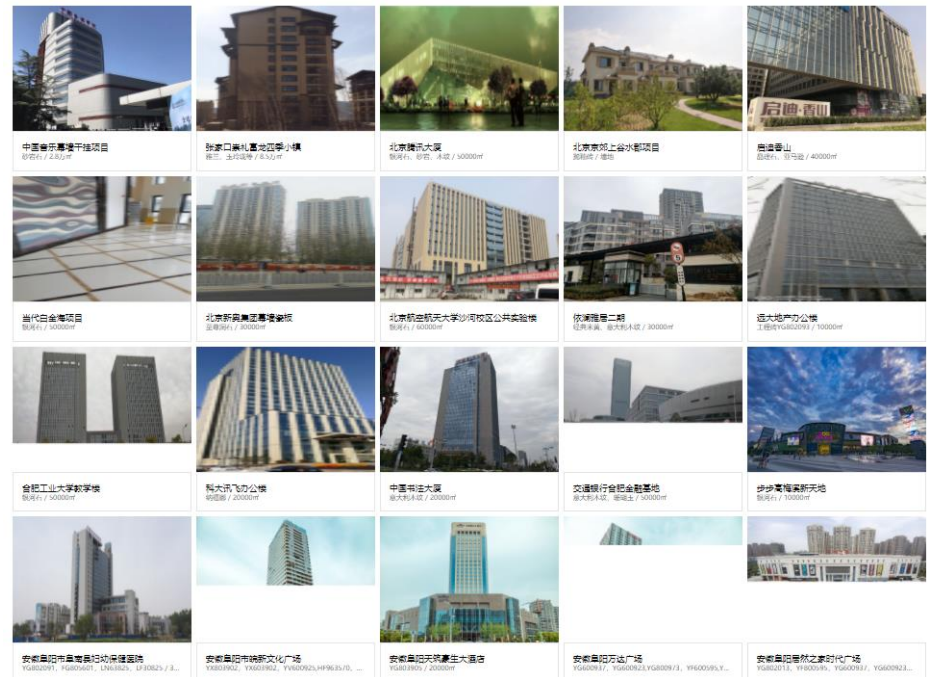
B端：着力优质工程，盈利能力领先

- B端重点做优质战略工程，除了头部地产客户，还重点开拓企业总部、市政工程、总包、商业连锁等优质工程，保持应收账款和现金流稳健，推动公司收入规模稳健增长。同时，**因东鹏工程业务以单体工程为主，毛利率也高于同行业上市公司。**

图表：公司工程业务毛利率水平高



图表：公司部分优质工程一览



资料来源：公司招股说明书，德邦证券研究所

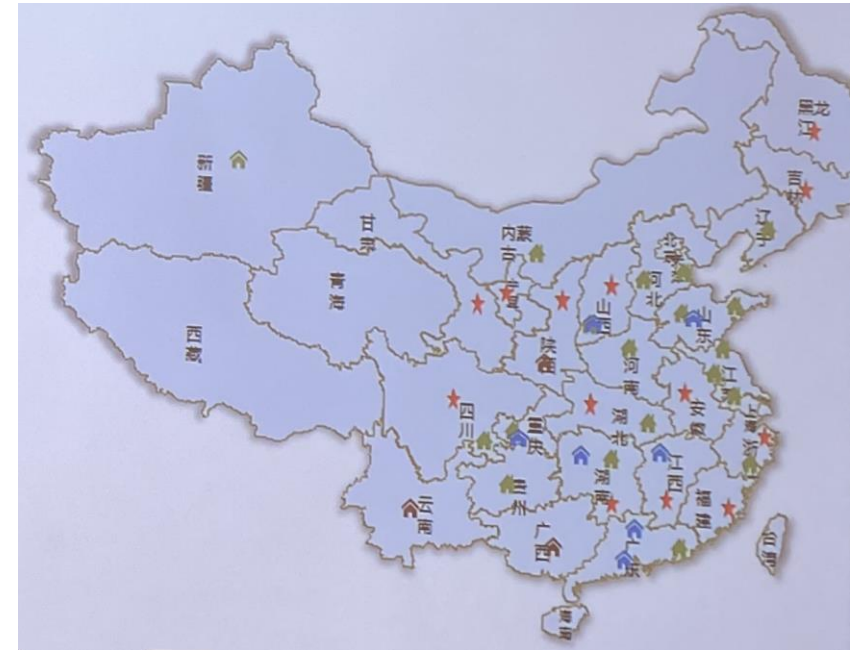
全国产能布局，共享仓建设，加速龙头集中

- 率先完成全国十一大生产基地布局，有利于公司龙头地位的建立和未来对小企业进行降维打击，环保、税收、用工规范将等促进所在地行业整合，有利于向龙头企业集中。
- 同时共享仓建设加速，全国21个共享仓库带动周边的中小经销商的开店，加速渠道渗透，降低运输成本。同时有利于开新店，减少库存，降低仓储成本，提高交付效率。

图表：公司全国产能布局

现有生产线		拟建项目
东华盛昌	2条生产线，年产瓷质砖360万平方米。	-
东鹏洁具	德国隧道窑2条，年产高档卫生洁具80万套。	-
丰城东鹏	6条玻化施釉砖生产线，6条釉面砖生产线。	建设瓷片生产线2条，仿古砖生产线1条及全抛釉生产线1条，总共可以形成年产2190万平方米瓷砖。
高明稳畅	年产金属家具2000套；实木家具200套；软体皮家具10000套。	-
江西东鹏	4条卫生洁具生产线。	建设160万件节水型卫生洁具生产线，3条大规格板材生产线全年产能为315万平方米。
澧县新鹏	2条生产线，年产3万平方米墙地砖。	建设4条高档仿古瓷砖生产线，将达到年产1560万平方米高档仿古瓷砖规模。
清远纳福娜	4条生产线，年产抛光砖900万平方米。	-
	6条生产线，年产装饰砖2160万平方米。	-
淄博卡普尔	4条生产线，年产1300万平方米内墙砖产能。	-
江门东鹏	-	一期主要建设一条陶瓷洁具生产线、10条龙头生产线、1条淋浴房生产线、1条浴缸生产线。项目二期工程，主要建设3条瓷砖洁具生产线，10条龙头生产线，一条浴室柜生产线。
重庆智能家居	一期新建瓷砖生产线4条，形成年产1600万平方米瓷砖的生产能力，现已投产2条。	二期新建瓷砖生产线4条，新增1700万平方米瓷砖生产产能；新建陶瓷卫浴生产线1条，年产能80万件；三期新建新增1700万平方米瓷砖生产能力；新建陶瓷卫浴生产线2条，浴室柜生产线1组，淋浴房生产线1组，五金头生产线一组。

图表：全国共享仓分布



资料来源：公司招股说明书，德邦证券研究所

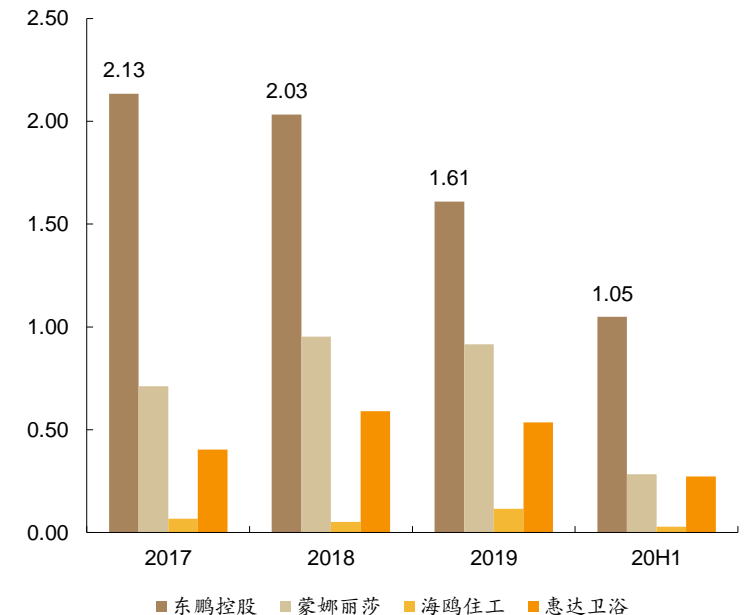
品牌构建核心优势，广告投入保障长期竞争力

- **品牌认可度高，双十一销售额多年位于前列。**20年11月11日当天，东鹏再次斩获天猫、京东双平台瓷砖类目品牌排行销售金额榜第一。新零售GMV同比增长162%，派单量同比增长43%，线下参与门店覆盖率提升15%。
- **广告费用行业领先，保障公司核心竞争力。**公司广告费用始终保持在同行业前列，2020年H1广告费用达1.05亿元。品牌和广告费用投入形成正向循环，保障公司品牌长期核心竞争力

图表：2015年-2019年天猫双11瓷砖品牌销售额TOP10

排名	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
1	哈德逊	诺贝尔	东鹏	诺贝尔	诺贝尔	诺贝尔	东鹏
2	万美	东鹏	诺贝尔	东鹏	居然之家	东鹏	诺贝尔
3	唐梦	万美	金意陶	马可波罗	东鹏	塞尚印象	鹰派
4	小米	鹰牌	依诺	欧神诺	欧神诺	欧神诺	大自然
5	东鹏	楼兰	东箭完整家居	亚细亚	马可波罗	宏宇	斯米克
6	德广	金意陶	新中源	新中源	亚细亚	罗浮威尔	马可波罗
7	玖玖鱼	玖玖鱼	箭牌	依诺	新中源	新中源	圣象
8	马可波罗	马可波罗	中盛	金意陶	万美	马可波罗	塞纳春天
9	青橙	中盛	万美	顺辉	简一	云樽	水裕
10	高恩	圣亚高	鹰牌	迈森英伦	意特陶	意特陶	万美

图表：公司广告费用支出位于行业前列



资料来源：公司招股说明书，天猫，德邦证券研究所



05 盈利预测及投资建议

请务必阅读正文之后的信息披露和法律声明



- 疫情后，公司C端业务快速恢复，借助于强大的品牌效应，全国产能及渠道布局，公司零售业务有望重新迎来高速增长；同时公司B端着眼于优质工程，竣工回补+精装修回暖背景下，工程业务有望持续维持高增长。
- 预计公司有釉砖业务2021、2022年收入增速分别为45.84%、22.25%。
- 预计公司无釉砖业务2021、2022年收入增速分别为22.25%、15.15%。
- 预计公司卫生陶瓷业务2021、2022年收入增速分别为20.86%、13.56%。
- 预计公司卫浴产品业务2021、2022年收入增速分别为10.50%、5.30%。

图表：公司分产品盈利预测

	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业总收入(亿元)	39.14	41.34	52.26	66.32	66.19	67.52	72.52	98.52	117.39
同比(%)		5.62%	26.42%	26.90%	-0.20%	2.01%	7.41%	35.85%	19.15%
综合毛利率	38.93%	38.82%	36.56%	37.21%	34.73%	35.69%	35.88%	35.43%	35.67%
有釉砖									
收入(亿元)	18.16	20.76	27.36	33.68	35.56	40.45	44.91	65.49	80.07
同比(%)		14.32%	31.79%	23.10%	5.58%	13.75%	11.02%	45.84%	22.25%
毛利率(%)	42.68%	43.09%	38.26%	37.45%	35.48%	37.38%	36.77%	36.77%	36.77%
业务收入比例(%)	46.40%	50.22%	52.35%	50.78%	53.72%	59.91%	61.92%	66.48%	68.21%
无釉砖									
收入(亿元)	15.08	14.45	16.96	20.73	17.92	15.14	15.79	19.30	22.22
同比(%)		-4.18%	17.37%	22.23%	-13.56%	-15.51%	4.28%	22.25%	15.15%
毛利率(%)	38.25%	38.33%	40.04%	45.52%	42.11%	41.46%	43.03%	43.03%	43.03%
业务收入比例(%)	38.54%	34.96%	32.46%	31.26%	27.07%	22.42%	21.77%	19.59%	18.93%
卫生陶瓷									
收入(亿元)	3.53	3.58	4.38	6.48	7.13	6.48	6.49	7.85	8.91
同比(%)		1.42%	22.35%	47.95%	10.03%	-9.12%	0.21%	20.86%	13.56%
毛利率(%)	26.30%	25.44%	20.98%	21.06%	21.57%	21.41%	21.35%	21.35%	21.35%
业务收入比例(%)	9.02%	8.66%	8.37%	9.77%	10.78%	9.60%	8.95%	7.97%	7.59%
卫浴产品									
收入(亿元)	1.91	2.05	2.62	3.97	4.01	3.85	3.80	4.20	4.42
同比(%)		7.33%	27.80%	51.53%	1.01%	-3.99%	-1.37%	10.50%	5.30%
毛利率(%)	28.62%	23.37%	21.63%	20.59%	20.65%	22.54%	21.26%	21.26%	21.26%
业务收入比例(%)	4.87%	4.97%	5.02%	5.99%	6.06%	5.70%	5.24%	4.26%	3.76%
其他主营业务									
收入(亿元)	0.11	0.16	0.58	1.05	1.07	0.88	0.99	1.09	1.14
同比(%)		45.45%	262.50%	81.03%	1.90%	-17.76%	12.50%	10.00%	5.00%
毛利率(%)	42.00%	39.00%	40.00%	31.03%	24.00%	24.93%	26.65%	26.65%	26.65%
业务收入比例(%)	0.00	0.39%	1.11%	1.59%	1.62%	1.31%	1.37%	1.11%	0.97%
其他业务									
收入(亿元)	0.35	0.33	0.36	0.40	0.50	0.72	0.54	0.59	0.62
同比(%)		-5.71%	9.09%	11.11%	25.00%	44.00%	-25.00%	10.00%	5.00%
毛利率(%)	0.56	32.81%	35.56%	28.76%	40.56%	31.84%	33.72%	33.72%	33.72%
业务收入比例(%)	0.01	0.80%	0.68%	0.61%	0.75%	1.07%	0.74%	0.60%	0.53%

资料来源：Wind，德邦证券研究所



- 2020下半年是公司经营和业绩的重要拐点，2021年将全面起势，我们预计公司2021~2022年营业总收入分别为98.52、117.39亿元，同比增长35.85%、19.15%，2021~2022年归母净利润分别为12.20、14.53亿元，同比增长43.22%、19.13%，对应21年、22年PE为21.0X、17.6X，考虑到公司零售业务领先全行业，工程业务处于快速拓展期，21年给予公司25倍PE，首次覆盖，给予“买入”评级。

图表：可比公司估值

公司名称	股价	市值	EPS				PE			
			2019A	2020	2021E	2022E	2019A	2020	2021E	2022E
蒙娜丽莎	38.17	155.88	1.07	1.38	1.80	2.28	35.67	27.66	21.21	16.74
帝欧家居	18.90	73.50	1.47	1.56	2.13	2.73	12.86	12.12	8.87	6.92
海鸥住工	7.11	39.43	0.26	0.28	0.40	0.53	26.99	25.28	17.78	13.42
惠达卫浴	11.66	44.28	0.89	0.81	1.06	1.26	13.10	14.40	11.00	9.25
平均值							22.16	19.86	14.71	11.58
东鹏控股	21.85	256.30	0.68	0.73	1.04	1.24	32.26	30.09	21.01	17.64

资料来源：Wind，德邦证券研究所（注：蒙娜丽莎、帝欧家居2020年数据为预测数据，蒙娜丽莎、帝欧家居、海鸥住工、惠达卫浴预测数据为Wind一致预期）



地产政策大幅收紧；市场竞争加剧；环保政策风险；存货规模较大风险。

财务报表分析和预测

主要财务指标	2019	2020E	2021E	2022E	主要财务指标	2019	2020E	2021E	2022E
每股指标 (元)					经营效率指标				
每股收益	0.68	0.73	1.04	1.24	应收帐款周转天数	54.8	45.6	48.6	49.7
每股净资产	4.41	5.26	6.30	7.53	存货周转天数	112.6	105.0	110.0	109.2
每股经营现金流	0.80	0.94	1.85	2.29	总资产周转率	0.7	0.7	0.8	0.7
每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00	固定资产周转率	2.0	1.6	1.7	1.6
价值评估 (倍)									
P/E	32.26	30.09	21.01	17.64					
P/B	4.96	4.16	3.47	2.90					
P/S	3.33	3.53	2.60	2.18					
EV/EBITDA	16.60	18.05	13.26	10.95	现金流量表 (百万元)	2019	2020E	2021E	2022E
股息率%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	净利润	794	852	1,220	1,453
盈利能力指标 (%)					少数股东损益	-2	-1	-2	-3
毛利率	35.7%	35.9%	35.4%	35.7%	非现金支出	405	498	664	886
净利润率	11.8%	11.7%	12.4%	12.4%	非经营收益	-1	-24	-29	-39
净资产收益率	15.4%	13.8%	16.5%	16.4%	营运资金变动	-256	-225	316	389
资产回报率	8.1%	8.2%	9.3%	9.2%	经营活动现金流	941	1,100	2,169	2,686
投资回报率	13.4%	11.5%	13.9%	14.1%	资产	-1,034	-2,516	-2,990	-3,479
盈利增长 (%)					投资	-32	0	0	0
营业收入增长率	2.0%	7.4%	35.9%	19.2%	其他	18	23	28	37
EBIT增长率	8.4%	-1.9%	44.4%	20.2%	投资活动现金流	-1,048	-2,493	-2,962	-3,442
净利润增长率	0.1%	7.2%	43.2%	19.1%	债权募资	931	0	0	0
偿债能力指标					股权募资	13	143	0	0
资产负债率	47.4%	40.5%	43.5%	43.7%	其他	-514	0	0	0
流动比率	1.3	1.1	0.8	0.7	融资活动现金流	431	143	0	0
速动比率	1.0	0.7	0.4	0.3	现金净流量	324	-1,250	-793	-756
现金比率	0.5	0.3	0.0	-0.1					

备注：表中计算估值指标的收盘价日期为2021年3月17日
资料来源：公司年报（2018-2019），德邦研究所

请务必阅读正文之后的信息披露和法律声明

财务报表分析和预测

利润表 (百万元)	2019	2020E	2021E	2022E
营业总收入	6,752	7,252	9,852	11,739
营业成本	4,342	4,650	6,361	7,552
毛利率%	35.7%	35.9%	35.4%	35.7%
营业税金及附加	66	74	95	116
营业税金率%	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%
营业费用	934	1,153	1,429	1,702
营业费用率%	13.8%	15.9%	14.5%	14.5%
管理费用	360	366	512	610
管理费用率%	5.3%	5.0%	5.2%	5.2%
研发费用	135	111	158	201
研发费用率%	2.0%	1.5%	1.6%	1.7%
EBIT	915	898	1,297	1,559
财务费用	-8	0	0	0
财务费用率%	-0.1%	0.0%	0.0%	0.0%
资产减值损失	-33	0	0	0
投资收益	24	23	28	37
营业利润	947	994	1,435	1,717
营业外收支	7	0	0	0
利润总额	954	994	1,435	1,717
EBITDA	1,255	1,396	1,961	2,444
所得税	161	144	218	266
有效所得税率%	16.9%	14.5%	15.2%	15.5%
少数股东损益	-2	-1	-2	-3
归属母公司所有者净利润	794	852	1,220	1,453

资产负债表 (百万元)	2019	2020E	2021E	2022E
货币资金	2,166	916	123	-633
应收账款及应收票据	1,433	1,176	1,731	2,152
存货	1,340	1,338	1,918	2,260
其它流动资产	325	333	367	400
流动资产合计	5,264	3,762	4,139	4,178
长期股权投资	70	70	70	70
固定资产	3,330	4,440	5,920	7,893
在建工程	290	960	1,489	1,687
无形资产	717	956	1,275	1,699
非流动资产合计	4,601	6,620	8,947	11,543
资产总计	9,865	10,382	13,086	15,721
短期借款	5	5	5	5
应付票据及应付账款	3,200	2,580	3,793	4,753
预收账款	226	269	329	407
其它流动负债	609	709	922	1,070
流动负债合计	4,039	3,563	5,049	6,234
长期借款	486	486	486	486
其它长期负债	153	153	153	153
非流动负债合计	639	639	639	639
负债总计	4,678	4,202	5,688	6,873
实收资本	1,030	1,173	1,173	1,173
普通股股东权益	5,170	6,165	7,385	8,838
少数股东权益	17	15	13	10
负债和所有者权益合计	9,865	10,382	13,086	15,721

备注：表中计算估值指标的收盘价日期为2021年3月17日
资料来源：公司年报（2018-2019），德邦研究所

请务必阅读正文之后的信息披露和法律声明



分析师与研究助理简介

花小伟，德邦证券研究所副所长，董事总经理，大消费组长，食饮和轻工首席分析师。十年卖方大消费经验，曾任职于中国银河证券，中信建投证券；曾率队获2015年轻工消费新财富最佳分析师第5名；2016年轻工消费新财富第4名，2016年水晶球第2名，金牛奖第4名；2017年轻工消费新财富最佳分析师第3名，水晶球第2名，保险资管（IAMAC）最受欢迎卖方轻工第1名；2018年轻工消费新财富最佳分析师第3名，水晶球第2名，Wind金牌分析师第1名，IAMAC第2名；2019年获轻工《财经》最佳分析师第2名，Wind金牌分析师第3名，水晶球第4名，新浪金麒麟分析师第4名，等等。

投资评级说明

	类别	评级	说明
1. 投资评级的比较和评级标准： 以报告发布后的6个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后6个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅；	股票投资评级	买入	相对强于市场表现20%以上；
		增持	相对强于市场表现5%~20%；
		中性	相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
		减持	相对弱于市场表现5%以下。
2. 市场基准指数的比较标准： A股市场以上证综指或深证成指为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平10%以上；
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与10%之间；
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平10%以下。



分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

法律声明

本报告仅供德邦证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下，德邦证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经德邦证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容，务必联络德邦证券研究所并获得许可，并需注明出处为德邦证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，德邦证券股份有限公司的经营范围包括证券投资咨询业务。