

多品类、全渠道共同发力，降本提效成果显著

事件：公司公告 2020 年年报，2020 年公司实现营业收入 147.40 亿元，同比增长 8.91%；实现归母净利润 20.63 亿元，同比增长 12.13%。

核心观点

- 全年业绩符合预期，Q4 橱柜、木门、家配收入增长亮眼。疫情后装修需求持续回暖，公司收入端呈逐季改善态势。（1）分产品，2020Q4 橱柜/衣柜/卫浴/木门/其他（家具配套）收入同比增长 13.80%/18.02%/29.18%/54.88%/88.32%，其中，Q4 橱柜收入同比增长提速，源于传统经销商需求回暖，以及整装、工程等全渠道营销多点破局；以零售为主的衣柜业务收入稳健增长，产品侧无醛板全面升级，渠道侧终端零售持续优化，带动寝具、沙发等家配构成又一新增增长点；卫浴、木门收入保持快速增长。（2）分渠道，2020Q4 经销店、大宗、直营店收入同比增长 20.64%/38.27%/18.72%，零售、整装推动经销店收入稳步增长，工程客户销售结转增加推动大宗收入增长提速。
- 降本提效持续推进，盈利能力稳步提升。2020 年公司利润高于收入增速 3.22pct，全年目标顺利达成。2020Q4 实现毛利率 33.02%，同比提升 1.49pct；归母净利率 12.23%，同比提升 0.69pct；期间费用率达 19.38%，同比下降 1.16pct，销售、管理费用率同比均有压缩，疫情后内部费用管控力度持续加强，机构精简度、效率均有显著提升，推动盈利能力稳步改善。
- 渠道、品牌、产品力持续强化，定制家居龙头中长期优势稳固。伴随地产销售延后爆发对应的后周期需求滞后兑现，2021 年家具零售需求预计高增长，公司有望快于行业平均水平增长；中长期，大家居战略推进，依托强大渠道、品牌、产品优势，公司定制家居龙头优势愈发稳固，稳健成长可期。

财务预测与投资建议

- 预测公司 2021-2023 年归母净利润分别达 24.46/27.85/31.54 亿元（此前预测 2021-2022 年为 25.23/27.79 亿元）。公司作为定制家居龙头企业，多品类、全渠道布局叠加信息化构筑的核心竞争力，有望于整装大家居时代实现稳健增长，给予公司 DCF 目标估值 168.80 元，调整至“增持”评级。

风险提示

- 地产竣工不及预期的风险；行业竞争加剧的风险

公司主要财务信息

	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	13,533	14,740	17,366	20,096	23,090
同比增长(%)	17.6%	8.9%	17.8%	15.7%	14.9%
营业利润(百万元)	2,105	2,407	2,856	3,252	3,684
同比增长(%)	15.5%	14.4%	18.6%	13.9%	13.3%
归属母公司净利润(百万元)	1,839	2,063	2,446	2,785	3,154
同比增长(%)	17.0%	12.1%	18.6%	13.9%	13.3%
每股收益(元)	3.05	3.42	4.06	4.62	5.24
毛利率(%)	35.8%	35.0%	34.9%	34.3%	34.0%
净利率(%)	13.6%	14.0%	14.1%	13.9%	13.7%
净资产收益率(%)	21.5%	19.2%	19.2%	19.1%	18.7%
市盈率	52.7	47.0	39.6	34.8	30.7
市净率	10.1	8.1	7.2	6.2	5.3

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测，每股收益使用最新股本全面摊薄计算。

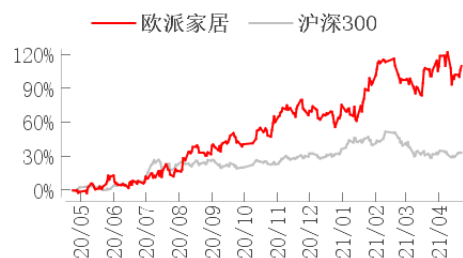


东方证券
ORIENT SECURITIES

投资评级 买入 **增持** 中性 减持 (下调)

股价(2021年04月22日)	161元
目标价格	168.80元
52周最高价/最低价	174.38/73.37元
总股本/流通A股(万股)	60,233/60,233
A股市值(百万元)	96,976
国家/地区	中国
行业	造纸轻工
报告发布日期	2021年04月23日

股价表现	1周	1月	3月	12月
绝对表现	3.86	1.34	10.8	109.88
相对表现	4.6	0.43	13.15	89.95
沪深300	-0.74	0.91	-2.35	19.93



资料来源：WIND、东方证券研究所

证券分析师 李雪君
021-63325888*6069
lixuejun@orientsec.com.cn
执业证书编号：S0860517020001

证券分析师 吴瑾
021-63325888*6088
wujin@orientsec.com.cn
执业证书编号：S0860520080001

相关报告

全品类收入增长提速，盈利能力稳步改善 2020-10-30

二季度业绩如期改善，大宗、整装渠道快速发力 2020-08-27

定制家居领航者，多品类全渠道发力，成长空间广阔 2020-08-20

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格，据此开展发布证券研究报告业务。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责声明。

目 录

全年业绩符合预期，Q4 橱柜、木门、家配收入增长亮眼	4
利润快于收入增长的目标顺利达成，盈利能力稳步提升	6
渠道、品牌、产品力持续深化，中长期优势稳固	7
盈利预测与投资建议	8
风险提示	8

图表目录

图 1: 2020Q4 公司主营业务单季度收入同比增长 23%	4
图 2: 2020Q4 公司橱柜收入增长提速，同比增长 14%	4
图 3: 2020Q4 公司衣柜收入同比增长 18%	5
图 4: 2020Q4 公司卫浴收入同比增长 29%	5
图 5: 2020Q4 公司木门收入同比增长 55%	5
图 6: 2020Q4 公司其他业务收入同比增长 88%	5
图 7: 2020Q4 公司经销店、大宗业务收入同比分别增长 21%、38%，环比 Q3 增速均有提升 ...	6
图 8: 2020Q4 公司橱柜、衣柜、卫浴毛利率同比小幅提升	7
图 9: 2020Q4 公司毛利率、净利率同比小幅提升	7
图 10: 2020Q4 公司费用管控力度延续，费用率同比小幅下降	7
 表 1: 我们给予公司 DCF 目标估值 168.80 元	 8

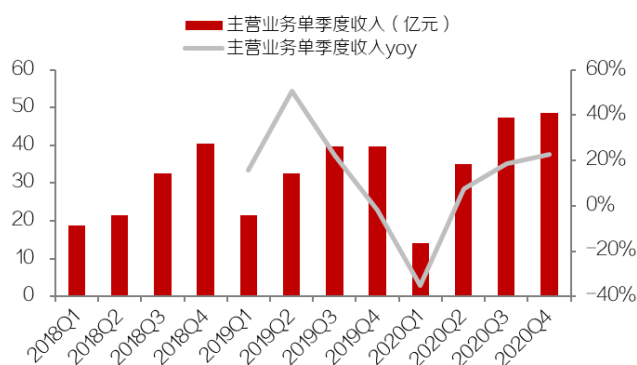
事件：公司公告 2020 年年报，2020 年公司实现营业收入 147.40 亿元，同比增长 8.91%；实现归母净利润 20.63 亿元，同比增长 12.13%；其中，单四季度公司实现营业收入 50.08 亿元，同比、环比分别增长 25.26%、5.08%；实现归母净利润 6.12 亿元，同比增长 32.76%，环比下降 36.28%。

全年业绩符合预期，Q4 橱柜、木门、家配收入增长亮眼

全年业绩符合预期，Q4 橱柜、木门、家配收入增长亮眼。2020 年公司收入、利润同比分别增长 9%、12%，与前期业绩预告披露区间一致，符合预期。伴随疫情后装修需求持续回暖，公司收入端呈逐季改善态势，单四季度收入同比增速达 25%，相比三季度增速提升约 7pct。

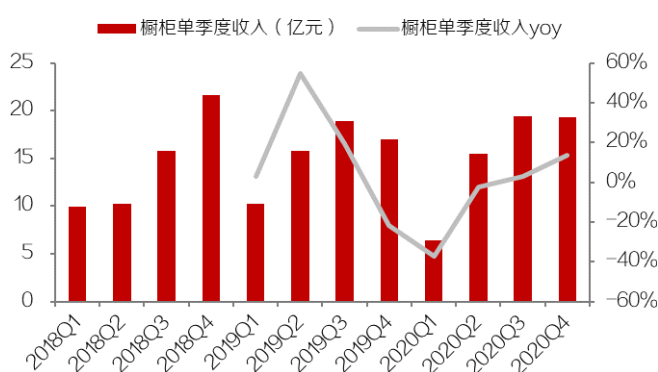
（1）分产品，2020 年四季度橱柜、木门、家配收入增长提速，驱动收入端逐季改善。公司单四季度橱柜/衣柜/卫浴/木门/其他（家具配套产品）业务分别实现营业收入 19.31/19.61/2.38/2.85/4.56 亿元，同比增速分别达 13.80%/18.02%/29.18%/54.88%/88.32%（相较 Q2 增速分别提升 11.08pct/-11.50pct/-9.96pct/23.89pct/32.25pct），其中，Q4 橱柜收入同比增长提速，既来源于门店优化、升级下传统经销商需求稳步回暖，亦得益于整装、工程等全渠道营销多点破局；以零售为主的衣柜业务收入稳健增长，产品侧无醛板全面升级，渠道侧持续优化终端零售，全屋定制推进下，带动寝具、沙发等家具配套产品成为又一收入新增长点；与此同时，公司卫浴、木门收入保持快速增长，共同推动四季度收入端持续改善。

图 1：2020Q4 公司主营业务单季度收入同比增长 23%

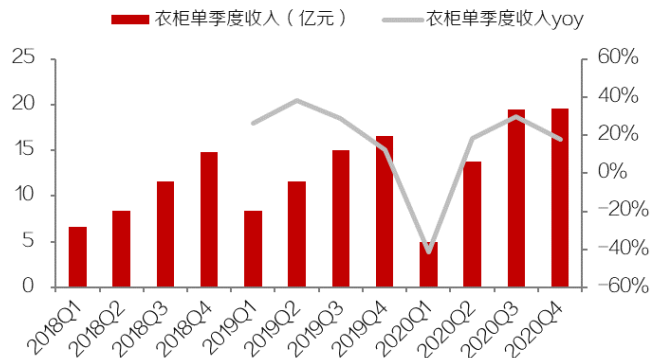


资料来源：公司公告，东方证券研究所

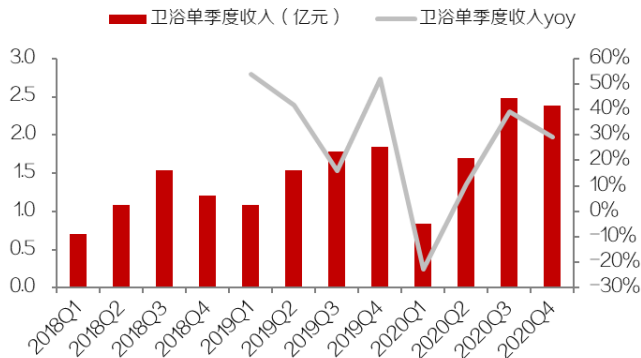
图 2：2020Q4 公司橱柜收入增长提速，同比增长 14%



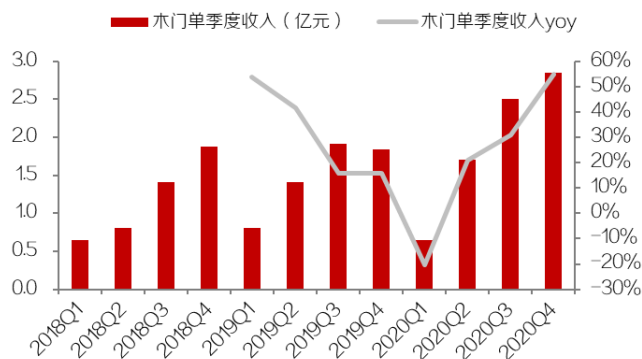
资料来源：公司公告，东方证券研究所

图 3：2020Q4 公司衣柜收入同比增长 18%


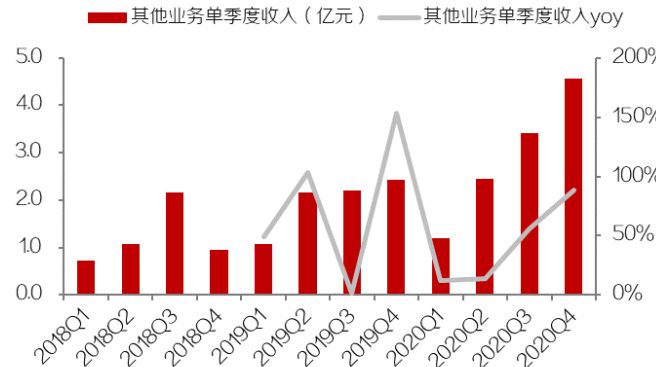
资料来源：公司公告，东方证券研究所

图 4：2020Q4 公司卫浴收入同比增长 29%


资料来源：公司公告，东方证券研究所

图 5：2020Q4 公司木门收入同比增长 55%


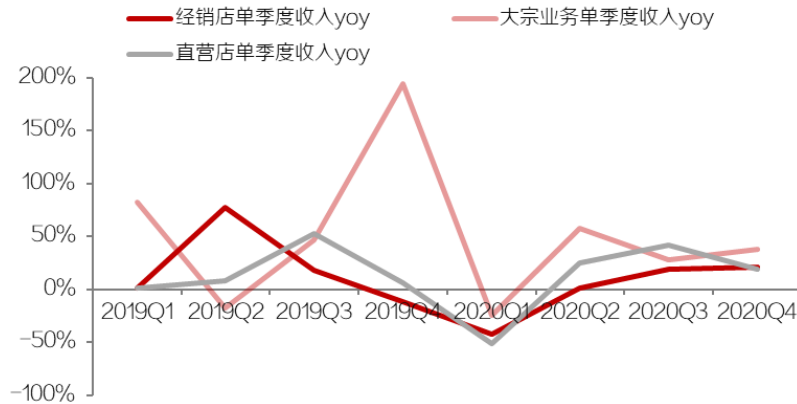
资料来源：公司公告，东方证券研究所

图 6：2020Q4 公司其他业务收入同比增长 88%


资料来源：公司公告，东方证券研究所

（2）分渠道，零售回暖、整装突破共同推动经销店收入稳健增长，大宗收入增长提速。2020 年单四季度公司经销店、大宗、直营店渠道分别实现收入 37.79/8.52/1.65 亿元（占主营业务收入比重分别约 78%/17%/3%），同比增速分别达 20.64%/38.27%/18.72%，其中经销店渠道（含整装）Q4 增速相较 Q3 提升约 2pct，大家居战略下，对内融合带来的门店效率提升、对外合作贡献的整装订单释放，共同推动经销店收入稳健增长；工程客户销售结转增加，推动大宗渠道单四季度收入增长 38%，相比 Q3 提升约 11pct，推测橱柜、木门为重要驱动力。

图 7：2020Q4 公司经销店、大宗业务收入同比分别增长 21%、38%，环比 Q3 增速均有提升

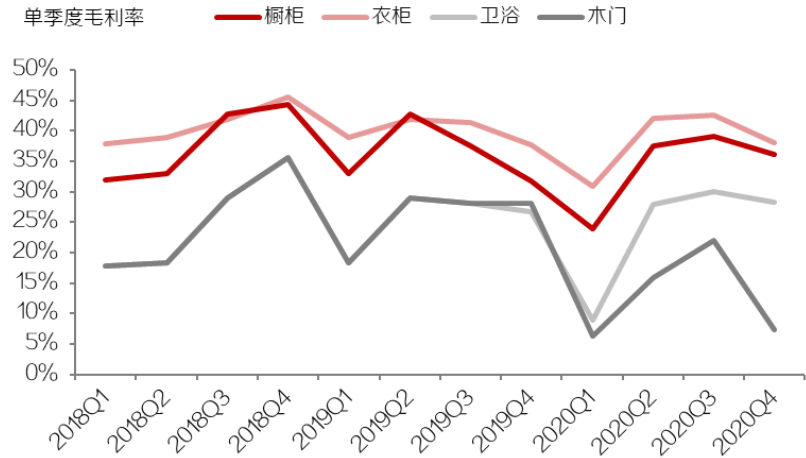


资料来源：公司公告，东方证券研究所

利润快于收入增长的目标顺利达成，盈利能力稳步提升

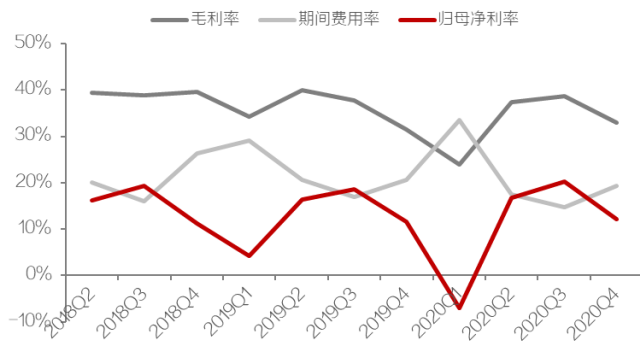
降本提效持续推进，盈利能力稳步提升。公司 2020 年单四季度实现利润增速快于收入增速 7.50pct，净利率、毛利率同比均有提升；全年利润高于收入增速 3.22pct，利润增速快于收入增速的目标顺利达成。

(1) 橱柜、衣柜、卫浴毛利率同比小幅提升，降本增效成果显现。2020Q4 公司实现毛利率 33.02%，同比提升 1.49pct。其中，橱柜、衣柜、卫浴、木门毛利率分别达 36.20%/38.07%/28.38%/7.40%，在全屋定制“爱芯板”升级、供应体系全面切换的背景下，2020Q4 橱柜、衣柜、卫浴同比分别小幅提升 4.33pct/0.39pct/1.72pct，仅木门毛利率同比下降 20.65pct，整体实现盈利能力稳健提升，我们推测一方面来自于公司对经销商补贴力度逐步回归常态，另一方面来自于公司自身精益项目深化推进，自主研发的全品类、全流程、全覆盖信息化系统初步建成，降本增效成果逐步显现。

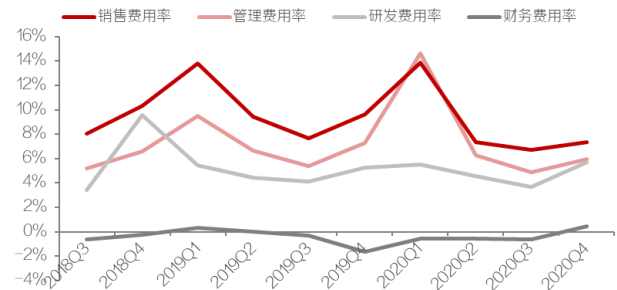
图 8：2020Q4 公司橱柜、衣柜、卫浴毛利率同比小幅提升


资料来源：公司公告，东方证券研究所

(2) 疫情后内部费用管控力度持续加强,净利率同比改善。2020Q4 公司实现归母净利率 12.23%，同比小幅提升 0.69pct；2020Q4 期间费用率达 19.38%，同比下降 1.16pct，销售、管理费用率同比均有压缩，分别下降 2.30pct、1.36pct，疫情后公司职能系统于机构和考核改革、机制再造、降本降费、管理信息化等诸多方面集中发力，内部费用管控力度持续加强，机构精简度、效率均有显著提升，推动盈利能力稳步改善。

图 9：2020Q4 公司毛利率、净利率同比小幅提升


资料来源：公司公告，东方证券研究所

图 10：2020Q4 公司费用管控力度延续，费用率同比小幅下降


资料来源：公司公告，东方证券研究所

渠道、品牌、产品力持续深化，中长期优势稳固

大家居战略持续推进，渠道、品牌、产品力持续强化，定制家居龙头中长期优势稳固。①渠道：秉承“树根理论”与经销商互利共赢、积极通过信息化转型提升门店经营效率，同时着力拓展大宗、

整装、拎包、电商等新兴渠道，与优质地产商、装修企业合作，驱动自身收入稳健增长；②品牌：围绕“欧派”核心品牌，与“欧铂丽”、“铂尼思”等形成覆盖高中低三档市场的品牌矩阵，持续通过全渠道等方式实现品牌推广，未来品牌力有望持续强化；③产品：公司于2020年8月起推广全屋定制“无醛健康家”战略，又于2021年4月推出衣柜第二代无醛添加爱芯板、橱柜“Health+抗菌板”普惠政策，积极顺应消费者日益提升的环保、健康家居需求，产品力持续夯实。伴随地产销售延后爆发对应的后周期需求滞后兑现，低基数下2021年家具零售需求预计将呈高增长态势，公司订单有望稳步改善、实现快于行业平均水平的增长；中长期维度，公司大家居战略持续推进，依托于强大渠道、品牌、产品优势，公司定制家居龙头优势将愈发稳固，稳健成长可期。

盈利预测与投资建议

我们预测公司2021-2023年收入分别为173.66/200.96/230.90亿元（此前预测2021-2022年为167.97/188.96亿元），同比增速分别达17.8%/15.7%/14.9%；预计2021-2023年归母净利润分别达24.46/27.85/31.54亿元（此前预测2021-2022年为25.23/27.79亿元），同比增速分别达18.6%/13.9%/13.3%，对应的EPS分别为4.06/4.62/5.24元。公司作为定制家居行业内规模优势领先的龙头企业，多品类、全渠道布局叠加信息化构筑的核心竞争力，有望于整装大家居时代实现稳健增长。我们采用DCF绝对估值法对公司进行估值，给予公司DCF目标估值168.80元，调整至“增持”评级。

表 1：我们给予公司 DCF 目标估值 168.80 元

目标价敏感性分析							估值假设	
WACC (%)	永续增长率Gn(%)						所得税税率T	25.00%
	168.80	2.0%	3.0%	4.0%	5.0%	6.0%	永续增长率Gn(%)	3.00%
	7.09%	191.80	224.57	278.56	384.17	683.31	无风险利率Rf	3.16%
	7.59%	174.15	199.75	239.61	310.23	469.60	无杠杆影响的β系数	0.9028
	8.09%	159.43	179.83	210.21	260.24	358.11	考虑杠杆因素的β系数	0.9780
	8.59%	146.97	163.50	187.24	224.19	289.65	市场收益率Rm	9.84%
	9.09%	136.29	149.88	168.80	196.97	243.36	公司特有风险	0.00%
	9.59%	127.05	138.34	153.68	175.70	209.97	股权投资成本(Ke)	9.69%
	10.09%	118.96	128.45	141.06	158.62	184.76	债务比率D/(D+E)	10.00%
	10.59%	111.84	119.88	130.37	144.61	165.05	债务利率rd	4.90%
	11.09%	105.52	112.39	121.20	132.91	149.21	WACC	9.09%

资料来源：东方证券研究所

风险提示

- **地产竣工不及预期的风险：**由于家具行业受地产景气因素影响较为明显，若地产竣工不及预期，将影响家具行业接单情况，公司盈利存在大幅波动的风险。
- **行业竞争加剧的风险：**家具行业竞争格局整体较为分散，如若行业竞争加剧导致价格战出现，公司盈利或将存在不达预期的风险。

附表：财务报表预测与比率分析

资产负债表						利润表					
单位:百万元	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	单位:百万元	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
货币资金	1,467	4,427	7,089	9,340	12,613	营业收入	13,533	14,740	17,366	20,096	23,090
应收票据及应收账款	611	797	1,130	1,529	1,895	营业成本	8,684	9,579	11,305	13,195	15,234
预付账款	98	85	100	116	133	营业税金及附加	88	111	131	152	174
存货	846	809	954	1,114	1,286	营业费用	1,310	1,147	1,278	1,479	1,699
其他	3,430	2,133	2,140	2,147	2,155	管理费用及研发费用	1,581	1,660	1,848	2,090	2,401
流动资产合计	6,452	8,250	11,413	14,245	18,082	财务费用	(70)	(35)	47	22	(5)
长期股权投资	8	16	16	16	16	资产、信用减值损失	8	17	25	31	27
固定资产	4,960	6,093	6,776	7,481	6,755	公允价值变动收益	5	22	0	0	0
在建工程	1,694	1,538	1,030	296	296	投资净收益	24	37	37	37	37
无形资产	1,125	1,464	1,412	1,360	1,307	其他	144	88	87	87	87
其他	575	1,483	297	270	270	营业利润	2,105	2,407	2,856	3,252	3,684
非流动资产合计	8,362	10,593	9,530	9,423	8,645	营业外收入	27	26	26	26	26
资产总计	14,814	18,844	20,943	23,668	26,726	营业外支出	13	20	20	20	20
短期借款	53	1,627	1,627	1,627	1,627	利润总额	2,119	2,413	2,861	3,258	3,690
应付票据及应付账款	993	1,358	1,603	1,870	2,159	所得税	279	350	415	473	535
其他	2,235	2,942	3,214	3,498	3,809	净利润	1,839	2,063	2,446	2,785	3,154
流动负债合计	3,280	5,926	6,443	6,995	7,595	少数股东损益	0	0	0	0	0
长期借款	406	0	0	0	0	归属于母公司净利润	1,839	2,063	2,446	2,785	3,154
应付债券	1,196	495	495	495	495	每股收益（元）	3.05	3.42	4.06	4.62	5.24
其他	372	497	497	497	497	主要财务比率					
非流动负债合计	1,975	992	992	992	992		2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
负债合计	5,255	6,918	7,436	7,987	8,587	成长能力					
少数股东权益	0	0	0	0	0	营业收入	17.6%	8.9%	17.8%	15.7%	14.9%
股本	420	602	602	602	602	营业利润	15.5%	14.4%	18.6%	13.9%	13.3%
资本公积	2,982	3,744	3,744	3,744	3,744	归属于母公司净利润	17.0%	12.1%	18.6%	13.9%	13.3%
留存收益	5,834	7,438	9,162	11,336	13,794	获利能力					
其他	323	142	0	0	0	毛利率	35.8%	35.0%	34.9%	34.3%	34.0%
股东权益合计	9,559	11,925	13,507	15,681	18,139	净利率	13.6%	14.0%	14.1%	13.9%	13.7%
负债和股东权益总计	14,814	18,844	20,943	23,668	26,726	ROE	21.5%	19.2%	19.2%	19.1%	18.7%
现金流量表						ROIC	18.7%	16.1%	16.7%	16.7%	16.5%
单位:百万元	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	偿债能力					
净利润	1,839	2,063	2,446	2,785	3,154	资产负债率	35.5%	36.7%	35.5%	33.7%	32.1%
折旧摊销	433	514	643	747	778	净负债率	2.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
财务费用	(70)	(35)	47	22	(5)	流动比率	1.97	1.39	1.77	2.04	2.38
投资损失	(24)	(37)	(37)	(37)	(37)	速动比率	1.71	1.26	1.62	1.88	2.21
营运资金变动	(1,749)	2,678	(9)	(60)	10	营运能力					
其它	1,727	(1,293)	1,150	31	27	应收账款周转率	31.7	24.7	21.4	17.5	15.4
经营活动现金流	2,156	3,889	4,240	3,487	3,926	存货周转率	11.6	11.6	12.8	12.8	12.7
资本支出	(1,730)	(1,756)	(735)	(640)	0	总资产周转率	1.0	0.9	0.9	0.9	0.9
长期投资	78	(7)	0	0	0	每股指标（元）					
其他	(3,002)	(573)	(75)	37	37	每股收益	3.05	3.42	4.06	4.62	5.24
投资活动现金流	(4,654)	(2,337)	(809)	(602)	37	每股经营现金流	5.13	6.47	7.05	5.80	6.53
债权融资	1,462	(1,107)	0	0	0	每股净资产	15.87	19.80	22.43	26.03	30.11
股权融资	151	943	0	0	0	估值比率					
其他	(172)	749	(769)	(634)	(691)	市盈率	52.7	47.0	39.6	34.8	30.7
筹资活动现金流	1,441	585	(769)	(634)	(691)	市净率	10.1	8.1	7.2	6.2	5.3
汇率变动影响	6	(27)	-0	-0	-0	EV/EBITDA	37.6	32.1	26.1	23.0	20.8
现金净增加额	(1,051)	2,111	2,662	2,251	3,273	EV/EBIT	45.5	39.1	31.9	28.3	25.2

资料来源：东方证券研究所

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

增持：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15%；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；

减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；

看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

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，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

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，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容。不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及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，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

电话：021-63325888

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn