

002043.SZ

增持

原评级：增持

市场价格：人民币 10.77

板块评级：强于大市

股价表现



(%)	今年至今	1 个月	3 个月	12 个月
绝对	0.7	0.5	(21.5)	5.0
相对深圳成指	3.7	4.1	(12.5)	14.7

发行股数 (百万)	844.26
流通股 (百万)	701.01
总市值 (人民币 百万)	9,092.71
3 个月日均交易额 (人民币 百万)	190.85
主要股东	
德华集团控股股份有限公司	35.63

资料来源：公司公告，Wind，中银证券
以 2023 年 6 月 6 日收市价为标准

中银国际证券股份有限公司
具备证券投资咨询业务资格

建筑材料：装修建材

证券分析师：陈浩武

(8621)20328592

haowu.chen@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300520090006

联系人：杨逸菲

yifei.yang@bocichina.com

一般证券业务证书编号：S1300122030023

联系人：林祁桢

qizhen.lin@bocichina.com

一般证券业务证书编号：S1300121080012

联系人：郝子禹

ziyu.hao@bocichina.com

一般证券业务证书编号：S1300122060027

兔宝宝

业务延伸、渠道拓展，板材龙头砥砺前行

公司成立于 1992 年，经过 30 余年的发展，已成为国内高端环保家具板材产销规模最大的企业之一，绿色环保理念深入人心。2018 年，公司产业链向下延伸至定制家具，2019 年收购裕丰汉唐，切入房地产精装修工程领域，形成板材+家具、零售+工程的战略布局。考虑板材行业加快头部集中，以及公司自身渠道纵横拓展、发力家具业务，公司业绩有望持续增长。首次覆盖，给予公司**增持**评级。

支撑评级的要点

- **板材行业呈现“大行业，小公司”格局，集中度有望持续提升：**由于行业技术、资金壁垒较低，我国板材行业竞争分散，2021 年底全国保有人造板生产企业 1.3 万余家。我们认为行业将持续出清，加速头部集中，原因如下：1) 环保政策趋严，产品标准提高；2) 消费者较以往更注重品牌价值，打造品牌需要长时间的稳健经营和营销投入；3) 板材客户结构变化，零售转向小 B，同时精装修率提升带动大 B 端占比提升；4) 原材料成本占比较大，头部企业成本控制能力更优；5) 市场集中度较发达国家仍有较大上升空间。
- **板材业务多渠道运营，增量可期：**在板材客户结构向 B 端转化背景下，公司一方面持续提升专卖店数量，扩大零售渠道覆盖范围、向乡镇市场下沉，同时也在积极布局小 B 端家具厂和家装公司业务。公司凭借品牌优势、区域服务能力、资金优势以及分公司团队的推动，在小 B 端的开拓已取得成效。在公司中长期渠道占比目标中，零售分销业务占比将会有所下降，而家具厂、家装公司、工程渠道占比均将有所提升，渠道结构变化带来的增量空间可期。
- **从板材延伸至成品家具，充分发挥品牌优势：**定制家居行业竞争分散，给新进入者留有较大的空间。在选购家居时，品牌知名度往往是消费者消费决策的重要依据，而公司在华东地区的品牌知名度较高，环保理念对客户吸引力较大，其产品延伸至下游后，部分偏好公司品牌的客户也可以直接购买家居产品，在客户资源方面存优势。公司的定制家具业务也主要在华东区域率先发力，力争成为区域性的头部品牌。

估值

- 我们看好行业集中度提升趋势及公司自身成长性，预计 2023-2025 年公司营业收入为 101.6、114.2、132.1 亿元，归母净利润分别为 7.1、9.0、10.5 亿元，EPS 分别为 0.85、1.07、1.25 元。首次覆盖，给予公司**增持**评级。

评级面临的主要风险

- 原材料价格上涨，行业竞争加剧，消费和房地产复苏不及预期。

投资摘要

年结日:12 月 31 日	2021	2022	2023E	2024E	2025E
主营收入(人民币百万)	9,426	8,917	10,157	11,416	13,208
增长率(%)	45.8	(5.4)	13.9	12.4	15.7
EBITDA(人民币百万)	857	601	963	1,218	1,413
归母净利润(人民币百万)	712	445	714	901	1,053
增长率(%)	76.7	(37.4)	60.2	26.3	16.8
最新股本摊薄每股收益(人民币)	0.84	0.53	0.85	1.07	1.25
市盈率(倍)	12.8	20.4	12.7	10.1	8.6
市净率(倍)	4.3	3.9	3.6	3.5	3.3
EV/EBITDA(倍)	9.3	11.2	6.9	5.1	4.3
每股股息(人民币)	0.5	0.5	0.8	1.0	1.2
股息率(%)	3.9	4.6	7.4	9.4	11.0

资料来源：公司公告，中银证券预测

目录

公司简介：装饰材料+定制家具双业务布局的板材龙头企业	6
30 年砥砺前行，铸就板材龙头	6
股权结构稳定，激励措施充分	10
“大行业，小公司”，人造板行业集中度有望持续提升	12
人造板行业平稳发展	12
行业格局分散，集中度有望持续提升	14
OEM+商标授权模式灵活运营，环保品牌深入人心	20
板材企业 OEM 代工模式及商标授权模式解析	20
环保理念铸就品牌特色，引领行业绿色发展	22
板材业务多渠道运营，增量可期	26
零售+小 B 端同步发力，推出易装布局全国	26
从板材延伸至成品家具，充分发挥品牌优势	29
优势：品牌美誉度+丰富选材范围	29
C 端专卖店整合，客单值持续提升	29
收购裕丰汉唐切入工程 B 端，地产承压下回款情况需关注	30
盈利预测	33

图表目录

股价表现.....	1
投资摘要.....	1
图表 1.公司发展历程.....	6
图表 2.公司主要产品.....	6
图表 3.公司营收利润情况复盘.....	7
图表 4.公司本部和裕丰汉唐营收利润复盘.....	7
图表 5.公司盈利水平复盘.....	7
图表 6.公司费用率情况复盘.....	7
图表 7.主营业务分行业营收占比情况.....	8
图表 8.主营业务分行业毛利占比情况.....	8
图表 9.主营业务分产品营收占比情况.....	8
图表 10.主营业务分产品毛利占比情况.....	8
图表 11.分地区营收占比情况.....	9
图表 12.分地区毛利率情况.....	9
图表 13.各地区营收占比.....	9
图表 14.公司渠道布局（截至 2022H1）.....	9
图表 15.公司装饰材料渠道占比变化.....	10
图表 16.收现比较高，现金流优良.....	10
图表 17.应收帐款比例有所提升，但绝对值仍较低.....	10
图表 18.公司股权结构（截至 2022 年末）.....	11
图表 19.公司 2021 年股权激励计划考核目标.....	11
图表 20.公司第二期员工持股计划考核目标.....	11
图表 21.上述两项计划标准比例系数计算方式（实际完成情况 R=各考核年度公司 实际完成值/考核年度公司业绩目标值*100%）.....	11
图表 22.人造板主要类型.....	12
图表 23.2014-2021 年人造板产量.....	13
图表 24.2014-2021 年人造板消费量.....	13
图表 25.人造板行业市场规模.....	13
图表 26.2021 年人造板产品分类占比.....	13
图表 27.人造板行业产业链.....	14
图表 28.人造板行业企业数量众多，平均产能较低（2020 年）.....	14
图表 29.人造板产业落后产能加速淘汰.....	15
图表 30.人造板行业相关政策.....	15
图表 31.我国精装修房相关政策.....	16
图表 32.一线城市精装修率接近 90%.....	17
图表 33.华东区域精装修房套数领先.....	17

图表 34.装饰板材成本拆分	17
图表 35.我国木材进口依赖度较高	18
图表 36.中国:进口平均单价:原木:当月值 (美元/立方米)	18
图表 37.装饰板材业务毛利率稳定	18
图表 38.2022 年北美 OSB 板市场竞争格局	18
图表 39.2022 年欧洲 OSB 板市场竞争格局	18
图表 40.2015 年欧洲主要板材公司产能对比	19
图表 41.同业企业基本情况比较	20
图表 42.同业企业 OEM 采购占比情况	20
图表 43.2019 年同业企业 OEM 销量占比情况	20
图表 44.OEM 采购价与自产成本价差情况	21
图表 45.同业企业经销占比情况 (%)	21
图表 46.商标授权模式流程图	22
图表 47.按品牌授权 B 类收入折算后的营业收入情况	22
图表 48.按品牌授权 B 类收入折算后的营业收入情况	22
图表 49.板材参考图	23
图表 50.人造板及其制品甲醛释放量分级标准	23
图表 51.各产品甲醛释放量等级比较	23
图表 52.公司在研项目	24
图表 53.公司营销成果展示	24
图表 54.同业企业营销费用情况 (万元)	25
图表 55.同业企业销售人员数量	25
图表 56.同业企业板材业务毛利率情况	25
图表 57.公司装饰材料专卖店数量	26
图表 58.产品导入家具厂的数量	27
图表 59.易装模式图	27
图表 60.易装“总店+社区店”服务体系图	27
图表 61.易装门店数量 (单位: 家)	28
图表 62.全屋定制宣传强调选材及环保	29
图表 63.成品家居专卖店数量 (单位: 家)	29
图表 64.成品家居专卖店结构拆分 (单位: 家)	29
图表 65.家具单店营业额情况	30
图表 66.收购裕丰汉唐过程梳理	30
图表 67.股权转让前后的股权结构	30
图表 68.2020 年裕丰汉唐合作企业占比	31
图表 69.2020 年裕丰汉唐合作企业排名	31
图表 70.裕丰汉唐业绩承诺完成情况 (万元)	31
图表 71.涉及三条红线房企应收账款余额情况 (万元)	32
图表 72.涉及三条红线房企应收账款坏账准备计提情况	32

图表 73.公司盈利预测拆分	33
图表 74.相对估值	33
损益表(人民币百万)	35
现金流量表(人民币百万)	35
财务指标	35
资产负债表(人民币百万)	35

公司简介：装饰材料+定制家具双业务布局的板材龙头企业

30 年砥砺前行，铸就板材龙头

装饰材料龙头企业：德华兔宝宝装饰新材股份有限公司创建于 1992 年，前身是浙江省装饰贴面板生产企业。公司是国内高端环保家具板材产销规模最大的企业之一，2005 年在深交所上市。公司的发展大致可以分为三个阶段：第一阶段为“板材业务发展期”，公司致力于专卖店建设和渠道建设，2010 年首次采用轻资产模式（OEM 销售模式），灵活布局地域产能；第二阶段为“装饰板材放量期”，2015 年公司与加拿大顺芯板制造商 Norbord 的合作开启“顺芯板”时代，营收与净利润快速增长；第三阶段为“零售+工程双轮驱动期”，公司产业链向下延伸，2018 年推出易装全屋定制，提供从板材到柜体的一体化定制服务，2019 年收购裕丰汉唐，进入房地产精装修工程领域。

图表 1.公司发展历程



资料来源：公司官网，公司公告，中银证券

图表 2.公司主要产品

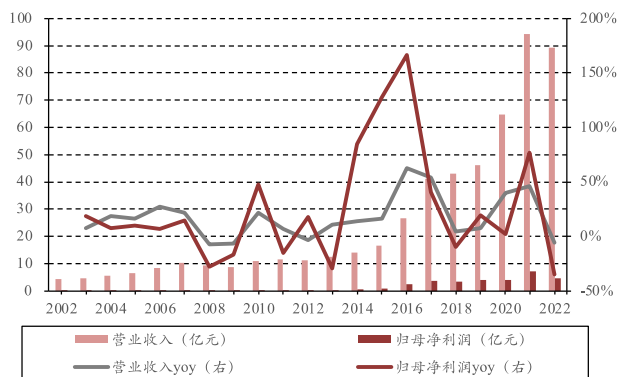


资料来源：公司官网，公司京东官方旗舰店，中银证券

上市以来，业绩稳健增长：2002-2022 年，公司营业收入从 4.5 亿元增长至 89.2 亿元，CAGR 为 16.2%；归母净利润从 0.2 亿元增长至 4.6 亿元，CAGR 为 16.5%。其中，2005-2007 年、2015-2017 年以及 2019-2021 年为公司营业收入快速增长时期。2005-2007 年公司抓住上市机遇，布局超市网络营销和国际化战略。2015-2017 年公司引入顺芯板，推动产品升级，且营销渠道迅速扩张，实现重点城市全覆盖。2019-2021 年公司收购裕丰汉唐，扩大产品品类的同时切入成品家居工程领域，实现业绩稳步增长。

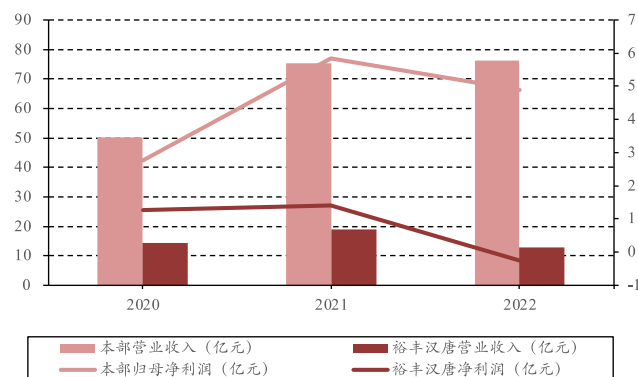
2023Q1 公司营业收入 11.1 亿元，同减 31.7%；归母净利润 0.8 亿元，同减 21.5%。业绩同比回落，主要有三个原因：1) 板材业务贴牌收入占比提升，影响报表收入端数据；2) 家具业务受到去年 12 月和今年 1 月的疫情和春节影响，订单出现断档；3) 房地产业务收入下降。

图表 3.公司营收利润情况复盘



资料来源：Wind，中银证券

图表 4.公司本部和裕丰汉唐营收利润复盘

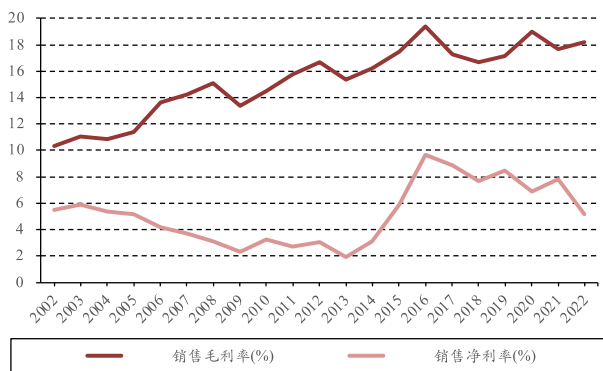


资料来源：Wind，中银证券

近年来盈利水平保持稳定：2002年至2022年，公司毛利率从10.3%上升7.9pct至18.2%；公司净利率从5.5%下降0.3pct至5.2%。其中，公司盈利水平在2015-2016年明显增长，整体盈利中枢上升，主要系前期专卖店建设的推进、品牌知名度提升及2016年“环保中国行”等促销活动的开展，使得产品销量大幅增长，各项费用率获得摊薄，且家具销量增长迅速，产品结构获得优化。2017-2022年，公司毛利率和净利率水平稳定，基本在17-18%和5-8%区间小幅波动。2022年公司净利率下滑，主要受疫情影响，叠加房地产行业下行致使工程业务下滑，应收账款回款放缓。2023Q1公司毛利率22.8%，同增4.2pct；净利率6.7%，同增0.7pct。

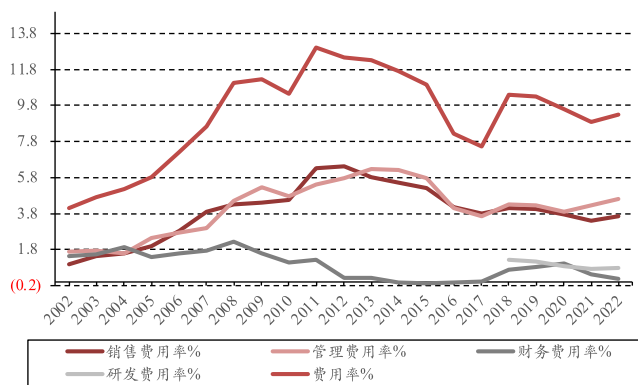
受营销投入及股权激励影响，费用率水平有所波动：2002年至2022年，公司销售/管理费用率分别从1.0%/1.7%提升至3.7%/4.6%，上升2.7/3.0pct，财务费用率由1.5%下降至0.2%。公司销售费用率先升后降，主要受营销战略影响，2002-2008年费用率上升主要系公司扩充销售团队，推动渠道网络建设。2008-2021年，费用率稳中有降，公司处在平稳发展阶段，经营管理效率增强。2021年受裕丰汉唐收购当期股权激励及成品家居业务拓展影响，费用率阶段性提升。2023Q1公司销售/管理费用率分别为5.0%/6.9%，相较于2022Q1上升0.8/0.9pct，财务费用率为0.3%，相较于2022Q1下降0.2pct。

图表 5.公司盈利水平复盘



资料来源：Wind，中银证券

图表 6.公司费用率情况复盘

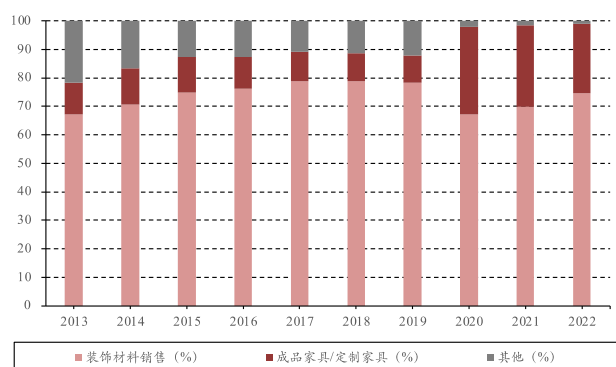


资料来源：Wind，中银证券

公司主营业务分为装饰材料和定制家具两大板块：装饰材料产品包括家具板材、基础板材、石膏板等主材产品以及科技木皮、装饰纸、五金、胶粘剂等辅料；定制家具业务是板材业务的延伸，产品包括衣柜、地板、木门等成品家具，公司主营业务在营收中的占比稳定在98%以上。

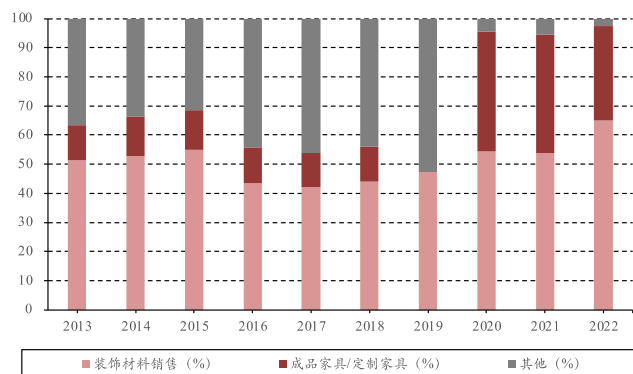
收购裕丰汉唐后，定制家具业务占比明显提升：公司于2020年1月完成对裕丰汉唐的收购，完善了定制家具业务的B端渠道布局，定制家具业务营收占比从2019年的9.5%上升至2020年的30.8%，而装饰材料营收占比从78.3%下降至67.2%。受政策调控和宏观经济影响，房地产行业整体承压，定制家具业务增速相对放缓，2022年营收占比下降至24.4%。（注：公司财报中2022年行业分类由成品家具改为定制家具，下同）2020-2022年，公司装饰材料销售/成品家具平均毛利占比分别为57.8%/38.0%，装饰材料销售仍是公司主要利润来源。

图表 7.主营业务分行业营收占比情况



资料来源: Wind, 中银证券

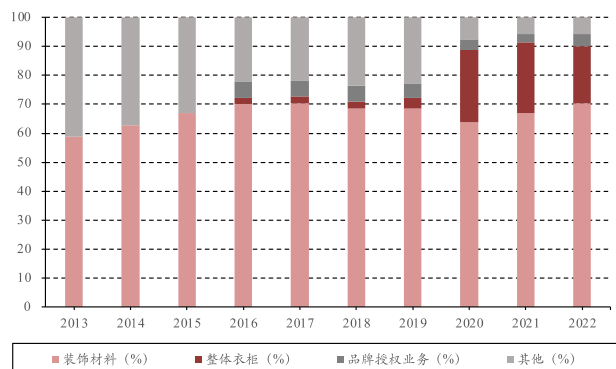
图表 8.主营业务分行业毛利占比情况



资料来源: Wind, 中银证券

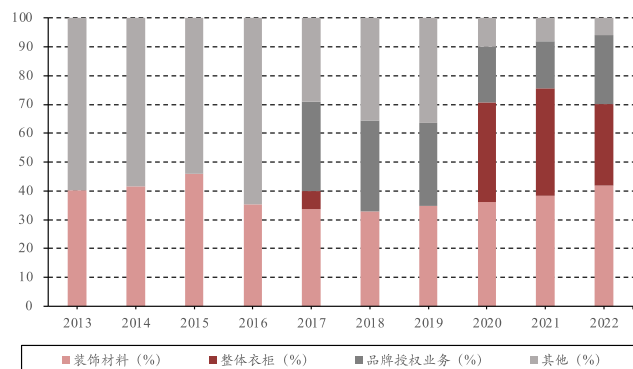
品牌授权业务对毛利贡献较大: 公司业务收入分为 AB 类, A 类为传统经销商业务, 公司从供应商采购由其代工的产品再向经销商销售, 需确认采购、销售环节的产品成本及收入; B 类业务中, 品牌授权方 (经销商) 通过与被授权方 (供应商) 签订商标使用许可合同, 由公司许可被授权方 (供应商) 使用公司“兔宝宝”等品牌的商标并向其收取品牌授权费, 在账务处理中, 公司只确认商标授权收入及商标印刷成本。品牌授权费 2020-2022 年平均营收占比 3.7%, 平均毛利贡献达 19.8%。

图表 9.主营业务分产品营收占比情况



资料来源: Wind, 中银证券

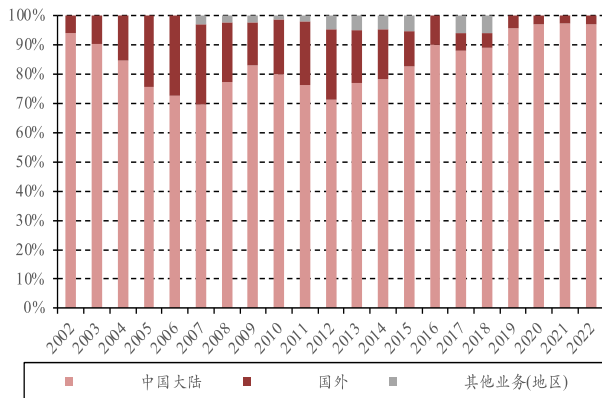
图表 10.主营业务分产品毛利占比情况



资料来源: Wind, 中银证券

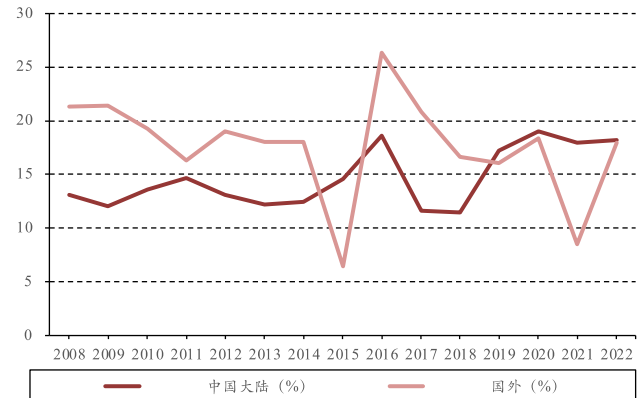
业务以内销为主, 华东地区为核心市场: 公司 2020-2022 年内销占比超 90%, 国内外销售毛利率情况总体相近, 大陆地区毛利率相对更稳定。从 2022 年国内业务分地区情况来看, 华东地区占比超 60%, 华中地区占比 17%, 位列第二。自 2016 年始, 公司坚持“华东领军、中西崛起、乡镇爆发”的网络建设原则, 立足华东区域, 打造区域性优势品牌, 快速推进全国网络渠道布局。

图表 11.分地区营收占比情况



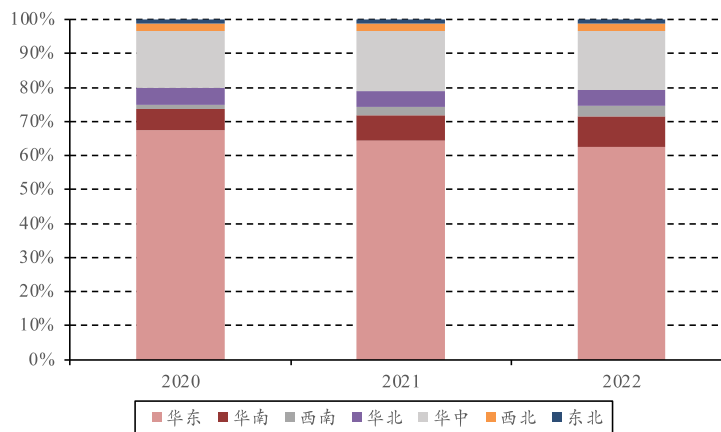
资料来源: Wind, 中银证券

图表 12.分地区毛利率情况



资料来源: Wind, 中银证券

图表 13.各地区营收占比



资料来源: 公司年报, 中银证券

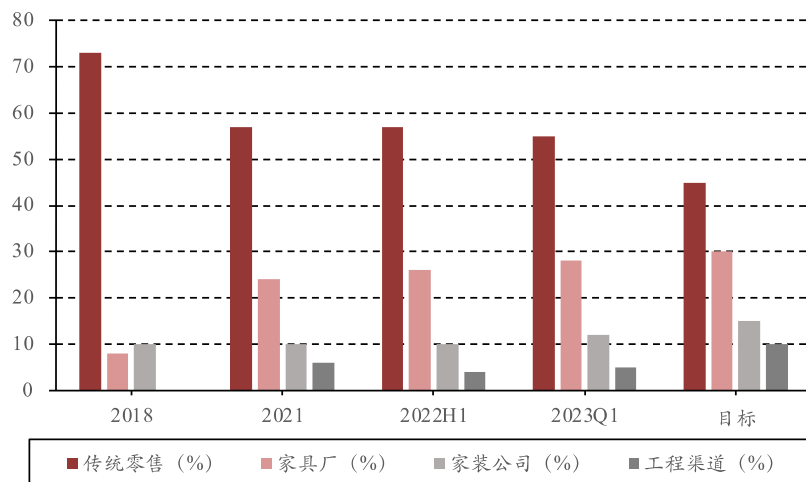
公司目前销售渠道以 C 端和小 B 端为主: 根据公司公告, 我们拆分测算得到公司渠道收入占比如下: 2022H1 公司装饰材料业务传统零售分销占 57%, 小 B 端中家装公司占比 11%、家具厂占 26%、工程业务占 4%; 定制家居业务中传统零售占 36%, 开发商占 63%。C 端、小 B 端、B 端合计占比分别为 52%、28%、17%。至 2023Q1, 公司各小 B 渠道占比进一步提升。公司中长期渠道占比目标中, 零售分销业务占比将会占约 45%, 家具厂 30%, 家装公司 15%, 工程渠道 10%。

图表 14.公司渠道布局 (截至 2022H1)

业务及占比		渠道及占比	
	C 端	小 B 端	B 端
装饰材料, 77%	经销商, 57%	家具厂, 26%	工程, 4%
定制家居, 22%	经销商, 36%	家装公司, 11%	开发商, 63%
合计占比	52%	28%	17%

资料来源: 公司公告, 公司 2022 年半年报, 中银证券

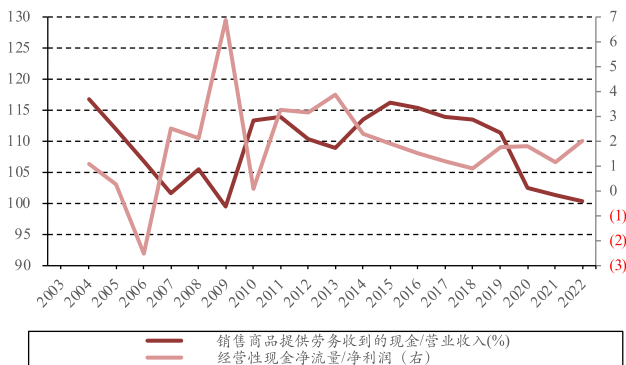
图表 15.公司装饰材料渠道占比变化



资料来源：公司公告，中银证券

公司收现比较高，应收帐款占比低，营收质量优良：公司收现比始终保持在 100%以上，且经营性现金净流量/净利润比值近 4 年均保持大于 1，现金流优良。公司应收帐款占营收比例在 2020 年提升明显，从 2019 年的 2.5%提升至 2020 年的 13.5%，主要系收购了工程业务端的裕丰汉唐，合并了其对于房地产客户的应收帐款。但从绝对值上来看，公司应收帐款比例小于 16%，盈利质量仍较好。

图表 16.收现比较高，现金流优良



资料来源：Wind，中银证券

图表 17.应收帐款比例有所提升，但绝对值仍较低

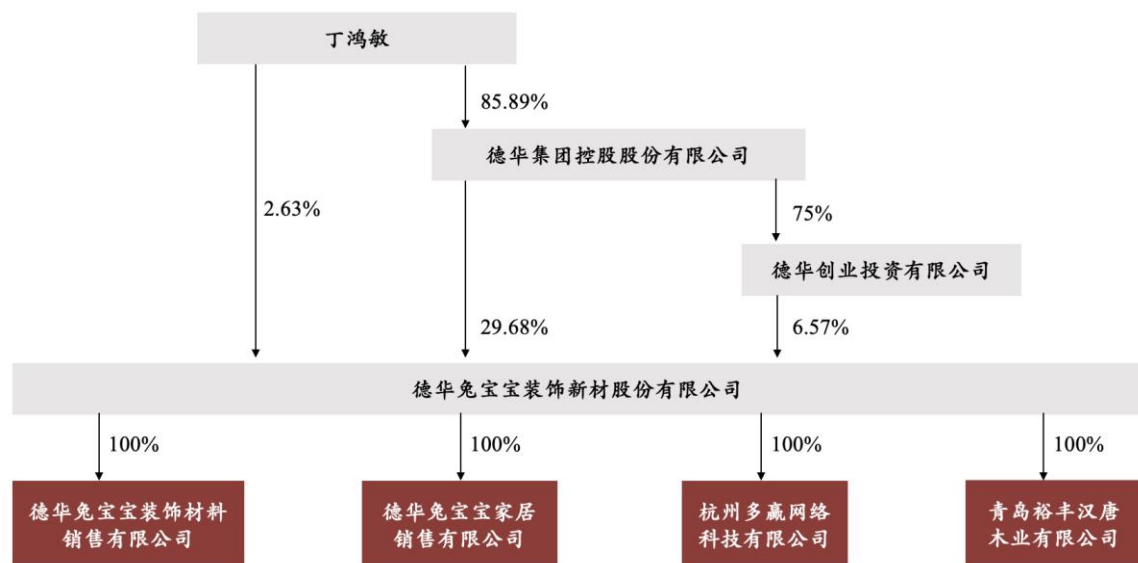


资料来源：Wind，中银证券

股权结构稳定，激励措施充分

公司实控人持股比例较高，股权结构稳定：截至 2022 年 12 月 31 日，董事长丁鸿敏先生作为公司实际控制人，合计持股比例为 32.4%。其直接持有公司 2.6%股份，并通过德华集团控股股份有限公司和德华创业投资有限公司分别间接控股比例为 25.5%和 4.2%。

图表 18.公司股权结构（截至 2022 年末）



资料来源：公司年报，中银证券

股权激励计划及员工持股计划调动员工积极性，彰显公司发展信心：根据公司 2021 年限制性股票激励计划草案修订稿，本次激励计划拟授予激励对象 3,000 万股，占股本总额 4.0%，激励对象共计 461 人。根据公司第二期员工持股计划草案修订稿，本期计划参与对象为公司在职的董事（不含独立董事）、监事、高级管理人员和其他核心骨干员工，总人数不超过 74 人，受让股票数量不超过 1,117 万股，占股本总额 1.5%。上述两计划绑定了员工与公司利益，利于提高员工积极性、避免人才流失，同时也展现了公司对业绩增长的信心。

图表 19.公司 2021 年股权激励计划考核目标

解除限售期	公司业绩考核目标	解锁比例
第一个解除限售期	以公司 2021 年扣非净利润（剔除股权激励费用及员工持股计划费用等影响）为基数，2022 年净利润（调整后）增长率不低于 20%	40%x 标准比例系数
第二个解除限售期	以公司 2021 年扣非净利润（剔除股权激励费用及员工持股计划费用等影响）为基数，2023 年净利润（调整后）增长率不低于 35%	30%x 标准比例系数
第三个解除限售期	以公司 2021 年扣非净利润（剔除股权激励费用及员工持股计划费用等影响）为基数，2024 年净利润（调整后）增长率不低于 50%	30%x 标准比例系数

资料来源：公司公告，中银证券

图表 20.公司第二期员工持股计划考核目标

解除限售期	公司业绩考核目标	解锁比例
第一个解锁期	以公司 2021 年扣非净利润（剔除股权激励费用及员工持股计划费用等影响）为基数，2022 年净利润（调整后）增长率不低于 20%	40%x 标准比例系数
第二个解锁期	以公司 2021 年扣非净利润（剔除股权激励费用及员工持股计划费用等影响）为基数，2023 年净利润（调整后）增长率不低于 35%	30%x 标准比例系数
第三个解锁期	以公司 2021 年扣非净利润（剔除股权激励费用及员工持股计划费用等影响）为基数，2024 年净利润（调整后）增长率不低于 50%	30%x 标准比例系数

资料来源：公司公告，中银证券

图表 21.上述两项计划标准比例系数计算方式（实际完成情况 $R = \text{各考核年度公司实际完成值} / \text{考核年度公司业绩目标值} \times 100\%$ ）

实际完成情况	$R \geq 100\%$	$100\% > R \geq 85\%$	$85\% > R \geq 70\%$	$70\% > R \geq 60\%$	$R < 60\%$
标准比例系数	1.0	0.9	0.8	0.6	0

资料来源：公司公告，中银证券

“大行业，小公司”，人造板行业集中度有望持续提升

人造板行业平稳发展

人造板应用广泛：人造板泛指以木材或其他非木材植物为原料，经机械加工分离成各种单元材料后施加胶黏剂，再组合压制形成的板材。人造板可以提升木材的综合利用率，1 立方米人造板可以代替 3-4 立方米原木使用，更符合绿色环保的理念，其兼具价廉、质优、外观优美、加工性高等优点，在建筑、家具和包装等行业广泛使用。

人造板可分为胶合板、刨花板、纤维板三类：

- 1) **胶合板**又称多层板，是由三层或三层以上的单板按对称原则、相邻层单板纤维方向互为直角组胚胶合而成的人造板，主要包括细木工板和多层板等。胶合板是我国人造板产品中消费量最大的品类，具有重量轻、强度大、握钉力强、施工方便的特点，多用于家具制造、室内装修等。
- 2) **刨花板**又称颗粒板，是将丫材、小径木、木屑等或其他纤维材料切削成刨花或碎片，通过干燥、施胶后热压而成的人造板。根据刨片的大小不同，刨花板又可分为普通刨花板和 OSB 板（Oriented Strand Board，定向刨花板/欧松板）。刨花板的材料利用率高，结构稳定性强，握钉力较强，价格适中，多用于家具制造、包装材料等。
- 3) **纤维板**又称密度板，是用林区三剩物（采伐、造材、加工剩余物）、次小薪材、棉杆、甘蔗渣、芦苇等植物纤维为原料，经分离成纤维，施加各类添加剂，成型热压而制成的板材。纤维板原材料来源广泛，材质均匀，表面平整，适合镂铣加工，多用于家具制造、定制木质门板等。

图表 22.人造板主要类型

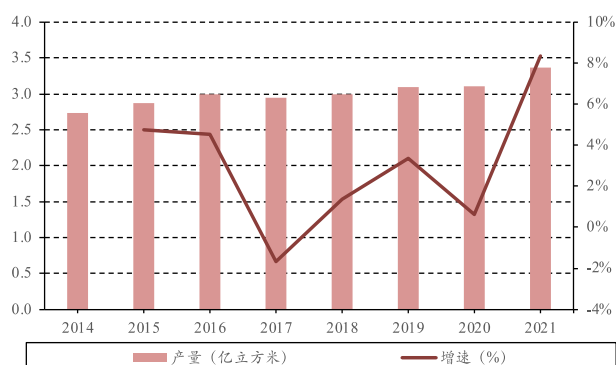
	胶合板	刨花板	纤维板
原料	单板、实木板，原料要求较高	木材、非植物纤维	木材、植物纤维
优点	1) 重量轻、强度高 2) 板面美观	1) 不易变形翘曲 2) 平整度优，饰面性强 3) 木材综合利用率接近 100%	1) 握钉力强，抗冲强度大 2) 光滑平整，材质均匀 3) 木材综合利用率接近 100%
缺点	1) 木材利用率低，价格贵	1) 刨花和板材局部易脱落 2) 吸收厚度膨胀率高	1) 内部强度不高 2) 板色较深，密度较大
应用	家具制造、室内装修	家具制造、包装材料	家具制造、衣柜橱柜
含胶量	较少	较多	多
参考图片			

资料来源：《人造板在建筑工程中的应用探讨》（郭秀华等），公司招股说明书，土巴兔，化大阳光，中银证券

我国人造板生产主要用脲醛树脂胶黏剂：人造板生产用胶主要有脲醛树脂（UF）、酚醛树脂（MF）、三聚氰胺-甲醛树脂（PF）及聚氨酯（PU）。2015 年，我国人造板生产中使用最广泛的胶黏剂是脲醛树脂（UF），使用占比超过 90%。该种胶黏剂原料是尿素和甲醛，具有资源丰富、生产工艺简单、成本低、胶接性和耐水性好、胶层无色等优点，但是甲醛释放量较大。

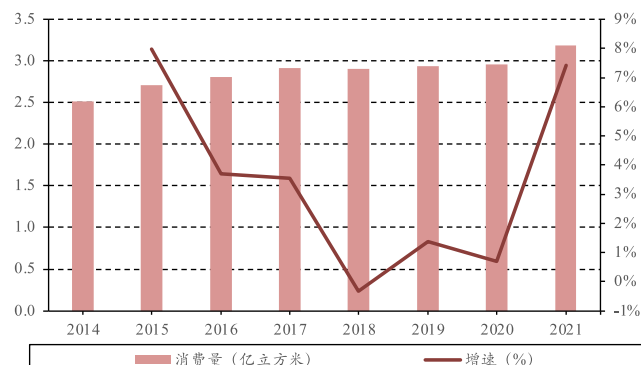
人造板产量消费量稳中有进，2021 年表现亮眼：根据中国林产工业协会及林产工业规划设计院主持编制的《中国人造板产业报告》，从 2014 年至 2021 年，人造板产量从 2.7 亿立方米增加至 3.4 亿立方米，2021 年同比增长 8.3%，CAGR 为 3.0%；人造板消费量从 2.5 亿立方米增加至 3.2 亿立方米，2021 年同比增长 7.5%，CAGR 为 3.4%。2021 年产量消费量同比增长创五年新高，2021 年产量消费量同比增长创五年新高，原因系消费者环保意识提升，市场对定制家具的需求增加；刨花板产能技术不断提升，优质刨花板比例提高，刨花板类产品消费量增长是推动总消费量增长的主要因素。2018 年底人造板总产值约 6,686 亿元，同比增加 1.0%，2011-2018 年 CAGR 达 8.8%，市场进入平稳发展阶段。

图表 23.2014-2021 年人造板产量



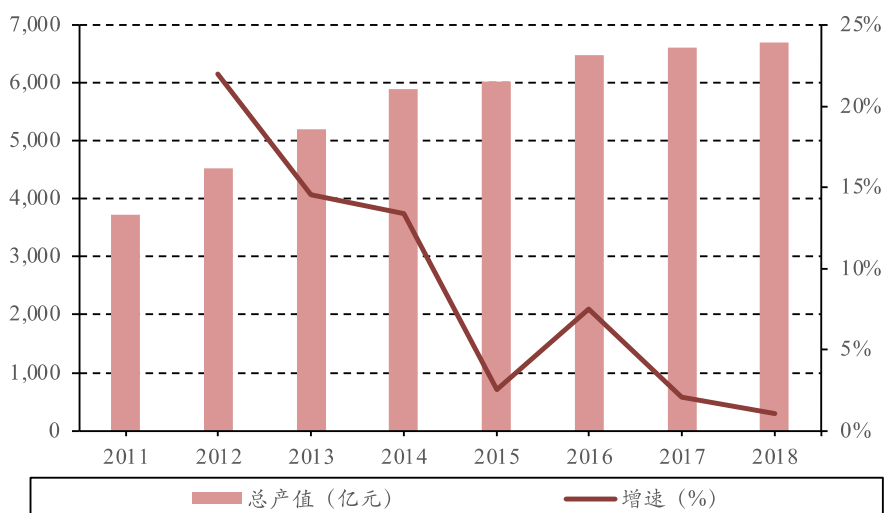
资料来源:《中国人造板产业报告 2021-2022》, 中银证券

图表 24.2014-2021 年人造板消费量



资料来源:《中国人造板产业报告 2021-2022》, 中银证券

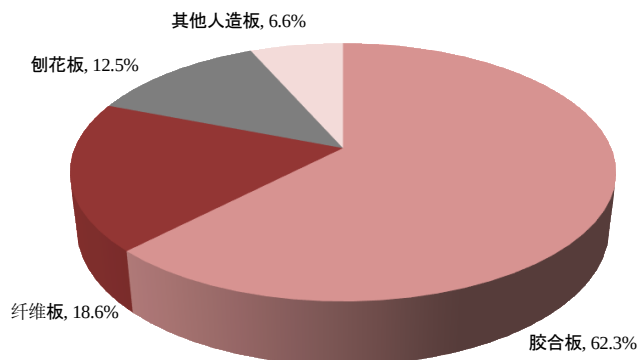
图表 25.人造板行业市场规模



资料来源: Wind, 中银证券

胶合板类产品是中国人造板产品消费量最大的品种: 人造板主要分为胶合板、刨花板和纤维板, 根据《中国人造板产业报告 2022》中的数据统计, 2021 年胶合板类产品占全部人造板产品消费量的 62.3%, 纤维板占比 18.6%, 刨花板类产品占比 12.5%, 其他人造板产品占比 6.6%。

图表 26.2021 年人造板产品分类占比



资料来源:《中国人造板产业报告 2022》, 中银证券

行业格局分散，集中度有望持续提升

人造板产业链由原材料、板材、家具制造、销售四部分组成：人造板产业上游主要由板材原料原木和化工材料粘胶剂厂商构成。原木基材毛利率较高，丰林集团 2020-2022 年林木业务平均毛利率为 57.5%，主要系我国林木资源紧缺，且行业存在政策制度壁垒以及经营管理壁垒。中游板材企业负责板材的制造和销售，公司与云峰新材、千年舟共三家板材业务 2020-2022 年平均毛利率为 9.2%。产业链下游包括家具制造、建筑装饰等行业，参考毛利率为 36.0%。人造板终端消费者为 B 端的房地产商、家居卖场以及 C 端零售。

图表 27.人造板行业产业链



资料来源：上市公司年报，招股说明书，中银证券

人造板行业总体技术、资金壁垒较低，行业集中度较低：目前，国内胶合板生产中仍有许多手工操作环节，自动化水平较低。胶合板企业的生产设备、技术壁垒、资金壁垒都不高，一条小型胶合板生产线的投资成本仅在 800-1,000 万元左右。而刨花板和纤维板产线在热压等关键工序存在技术壁垒，产线自动化程度较高，年产 30 万立方米板材的进口连续平板冲压生产线的固定资产投资约为 5-6 亿元。从我国胶合板、纤维板和刨花板生产企业数量和平均产能来看，后两种板材相对实现了规模化经营，但行业总体呈现出“大行业，小公司”格局。

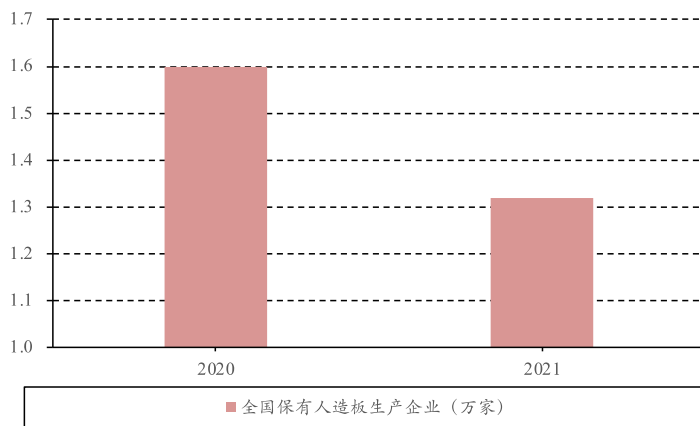
图表 28.人造板行业企业数量众多，平均产能较低（2020 年）

项目	胶合板	纤维板	刨花板
企业数量（家）	15,200	392	329
总年产能（万立方米）	25,600	5,176	3,691
平均每家年产能（万立方米/家）	1.68	13.20	11.22

资料来源：《中国人造板产业报告 2021》，中银证券

行业加速出清，头部集中：我国人造板行业落后产能加速淘汰，产业结构持续优化。据《中国人造板产业报告 2022》，2021 年底全国保有人造板生产企业 1.3 万余家，较 2020 年减少了约 3,000 家；大型生产企业及集团近 190 家，合计年生产能力占总生产能力的 18.1%；年生产能力超过 100 万立方米的企业数量由 2020 年的 6 家上升至 9 家，行业集中度提升趋势明显。

图表 29.人造板产业落后产能加速淘汰



资料来源:《中国人造板产业报告 2022》, 中银证券

我们认为板材行业市场集中度仍有望继续提升, 原因如下:

1) 环保政策趋严, 产品标准提高

环保政策及绿色建材的推广对人造板行业提出新要求: 国务院、国家发改委、国家林业局、住房和城乡建设部等国家机构近年陆续发布关于绿色建筑建材产品研发、推进绿色建造流程、促进低碳发展的政策。

推出世界最严格甲醛释放标准, 规范人造板产品质量: 2017 年发布的《室内装饰装修材料—人造板及其制品中甲醛释放量》规定室内装饰装修材料用人造板及其制品中甲醛释放限量值要达到 E₁ 级标准 ($\leq 0.124\text{mg/m}^3$)。2021 年甲醛标准再度升级, 除保留原 E₁ 级外, 增加 E₀ 级 ($\leq 0.050\text{mg/m}^3$) 和 E_{NF} 级 ($\leq 0.025\text{mg/m}^3$)。其中 E₀ 对标 CARB-NAF (美国加州空气质量委员会-无甲醛添加), E_{NF} 级甲醛规定值比 CARB-NAF 再低一半, 是目前世界上最严格的甲醛标准。两项人造板新国标不仅对人造板材的甲醛释放量进行分级, 还提出了室内极限甲醛释放量和人造板室内承载限量, 进一步规范了人造板行业环保标准。

图表 30.人造板行业相关政策

时间	名称	颁布单位	相关内容
2022 年	科技支撑碳达峰碳中和实施方案	科技部、国家发改委等	研发天然固碳建材和竹木、高性能建筑用钢、纤维复材、气凝胶等新型建筑材料与结构体系
2022 年	关于开展 2022 年绿色建材下乡活动的通知	工信部等	加快节能低碳、安全性好、性价比高的绿色建材推广应用
2021 年	《人造板及其制品甲醛释放量分级》(GB/T39600-2021)	市场监管总局、国家标准委	将室内用人造板及其制品的甲醛释放量按照限量值分为 3 个等级, 新增了更高等级的 E0 级和 ENF 级
2021 年	《2030 年前碳达峰行动方案》	国务院	加强绿色低碳建材产品研发, 推广绿色建造方式
2021 年	《住房和城乡建设部等 15 部门关于加强县城绿色低碳建设的意见》	住房和城乡建设部等	加快推进绿色建材产品认证, 推广应用绿色建材
2019 年	《产业结构调整指导目录 (2019 年本)》	国家发改委	鼓励木、竹、草 (包括秸秆) 人造板及其复合材料技术开发及应用
2017 年	《建筑业发展“十三五”规划》	住房和城乡建设部	建筑节能及绿色建筑发展目标: 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%, 绿色建材应用比例达到 40%
2017 年	《“十三五”装配式建筑行动方案》	住房和城乡建设部等	推广可再生能源与装配式建筑一体化应用, 强化建筑材料标准
2016 年	《林业发展“十三五”规划》	国家林业局	引导人造板、家具等产业集聚发展, 优化人造板产业布局

资料来源: 中国政府网, 发改委官网, 中国林业新闻网, 中银证券

2) 消费者注重品牌价值

大品牌是终端消费者的重要消费决策依据：人造板下游行业中的定制家居行业一般直面终端消费者，消费者普遍缺乏对产品的专业鉴别能力，同时在消费升级、绿色环保观念影响下比以往更注重产品质量和安全，因此品牌的背书会成为消费决策的重要依据。据红星美凯龙联合家居微新闻发布的《2023 中国春季家装消费趋势洞察报告》，消费者在选购家居产品时，关注度最高的两大项目分别是“材质工艺的绿色环保”（54.7%）以及“看中大品牌，有保障”（48.7%），“售前售后服务”（34.8%）、“产品设计感”（33.9%）和“价格优惠”（28.3%）关注度相对较低。据贝壳研究院发布的《2022 家装消费趋势调查报告》，后疫情时代，消费者更注重健康生活理念且风险偏好更低，据调研，有 62.7% 的消费者在疫情后更关注安全和健康因素，有 37.3% 的消费者更信任大品牌。

家居品牌壁垒较高：家居品牌的打造以企业长期的稳健经营、稳定的产品质量、可靠的售后服务为基础，同时还需要企业在设计及营销等方面持续投入，从而能不断吸引新客户并使其保持较高的品牌粘性，扩大客户群体。因此家居品牌的打造是长期积累的过程，对新进入者而言壁垒较高，对现存企业来说，拥有较高的品牌影响力是核心竞争力之一。

3) 板材客户结构变化：零售转向小 B+精装修率提升带动大 B 端占比提升

消费者对定制家具的偏好提升，带动小 B 端渠道发展：板材的传统零售渠道为建材卖场及门店，随着消费者对定制成品的接受度提高，以及板材制作家具的方式由传统的木工打制向工厂化加工进行转变，小 B 端的家装公司和家具厂渠道的重要性日益凸显。据公司公告，经济较发达的一二线城市定制工厂加工比例提升较快，即家具厂转化了一部分木工加工的业务；且一线城市家装公司的渗透率已达到较高水平，二三线城市家装公司的渗透率提升较快。

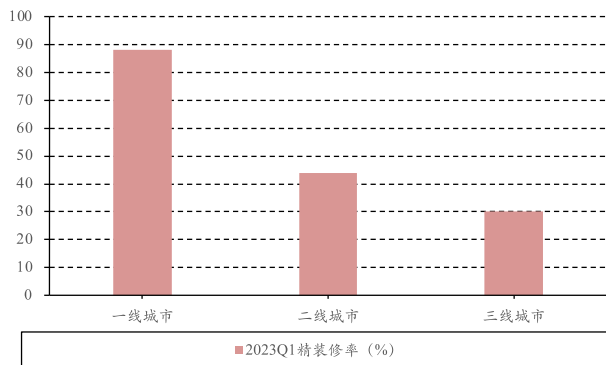
精装修率提升带动大 B 端占比提升：近年来，我国推行精装修房力度较大，2017 年住建部发布《建筑业发展“十三五”规划》，明确指出到 2020 年新开工全装修成品住宅面积达到 30%；截至 2023 年 Q1，全国数十个主要城市已出台鼓励精装修交房及具体目标比例的政策。在政策推动下，我国精装修率已有明显提高。据奥维网及中指研究院数据，2016 年我国精装修率为 12%，至 2023Q1 该值已提升至 45%，且一线城市精装修率及华东区域精装修总量明显领先其他地区。在高精装修率背景下，房企与上游建材、家居供应商开展深度合作，实现协同发展，而房地产市场集中度较高，龙头房地产企业与优质材料供应商绑定，使上游行业集中度加速提升。

图表 31.我国精装修房相关政策

政策名称	发布时间	主要内容
《建筑业发展“十三五”规划》	2017	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%，绿色建材应用比例达到 40%。装配式建筑面积占新建建筑面积比例达到 15%。
《北京市人民政府办公厅关于进一步发展装配式建筑的实施意见》	2022	到 2025 年，实现装配式建筑占新建建筑面积的比例达 55%。推进新建装配式建筑实施全装修成品交房，并纳入住房销售合同。
《上海市住房和城乡建设管理委员会关于进一步加强本市新建全装修住宅建设管理的通知》	2016	从 2017 年 1 月 1 日起，凡出让的本市新建商品房建设用地上，全装修住宅面积占新建商品住宅面积（三层及以下的低层住宅除外）的比例为：外环线以内的城区应达到 100%，除奉贤区、金山区、崇明区之外，其他地区应达到 50%。奉贤区、金山区、崇明区实施全装修的比例为 30%，至 2020 年应达到 50%。本市保障性住房中，公共租赁住房（含集中新建和商品住房中配建）的全装修比例为 100%。
《成都市关于进一步加快推进我市成品住宅发展的实施意见》	2017	2017 年至 2020 年底，全市新开工商品住宅和保障性住房，中心城区成品住宅面积比例逐步达到 100%，郊区市县成品住宅面积比例逐步达到 80%。2022 年底，全市新开工商品住宅和保障性住房成品住宅面积比例达到 100%。
《长沙市关于进一步推进新建商品住宅全装修建设的通知》	2022	芙蓉区、天心区、岳麓区、开福区、雨花区行政区域内新供地的商品住宅项目，采用全装修建设交付的比例不低于 70%；望城区、长沙县、浏阳市、宁乡市行政区域内新供地的商品住宅项目，采用全装修建设交付的比例不低于 30%。
《重庆市城镇住房发展“十四五”规划（2021—2025 年）》	2022	到 2025 年，全装修住宅比例达到 30%。

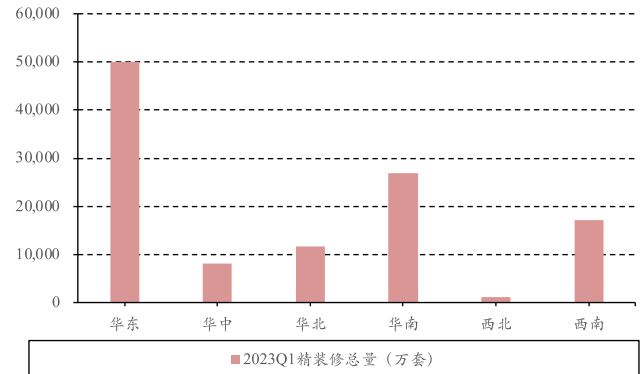
资料来源：住建部，中银证券

图表 32.一线城市精装修率接近 90%



资料来源：中指研究院，中银证券

图表 33.华东区域精装修房套数领先



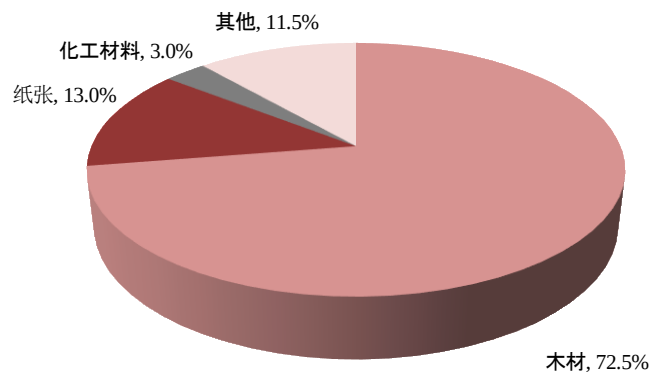
资料来源：中指研究院，中银证券

4) 原材料成本占比较大，头部企业成本控制能力更优

木材在原材料成本中占比较大，进口依赖度较高：公司产品主要原材料为木材、饰面纸以及胶粘剂等化工材料。其中木材占公司装饰板材直接成本 70-75%，纸张、化工材料分别占比 13%和 3%左右。据国家统计局及中国海关数据，我国木材进口依赖度较高，基本维持在 40%以上水平。2022 年，受国内疫情、物流受阻及俄乌局势下俄罗斯的木材出口量大量减少多重因素影响，木材进口量出现较大幅度下滑。

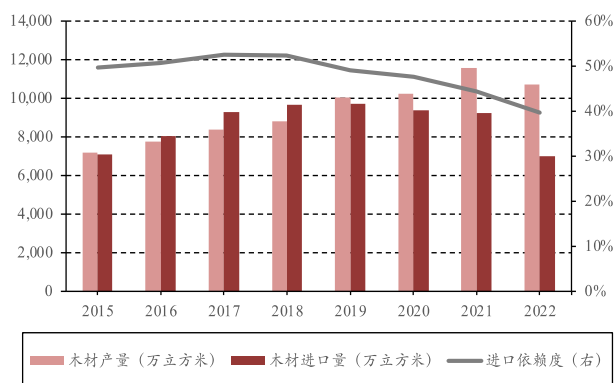
头部企业成本转嫁能力较强：公司板材产品产能以外协为主（销售占比 90%左右），会根据原材料价格上涨情况对接产品供应商进行成本核算，合理上调产品价格，对下游经销商和渠道也同步做价格调整，成本传导链条顺畅，装饰材料业务毛利率基本保持稳定。

图表 34.装饰板材成本拆分



资料来源：公司公告，中银证券

图表 35.我国木材进口依赖度较高



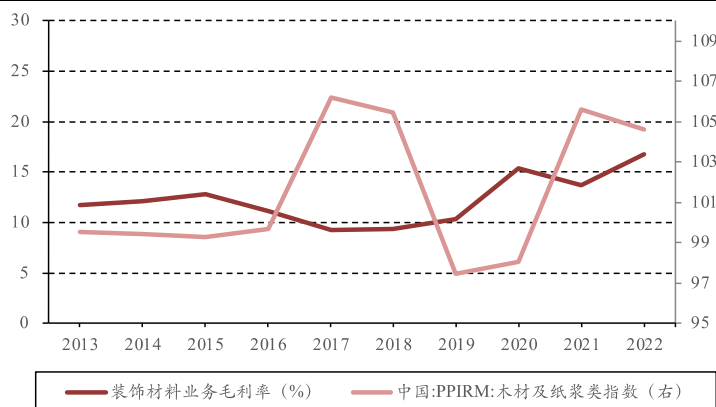
资料来源：国家统计局，海关总署，中银证券

图表 36.中国:进口平均单价:原木:当月值 (美元/立方米)



资料来源：海关总署，中银证券

图表 37.装饰板材业务毛利率稳定

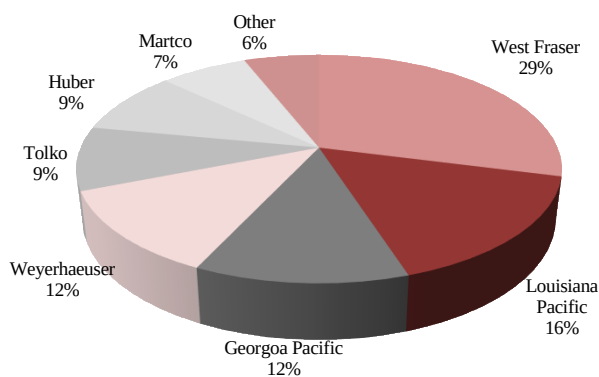


资料来源：Wind，中银证券

5) 市场集中度较发达国家仍有较大上升空间

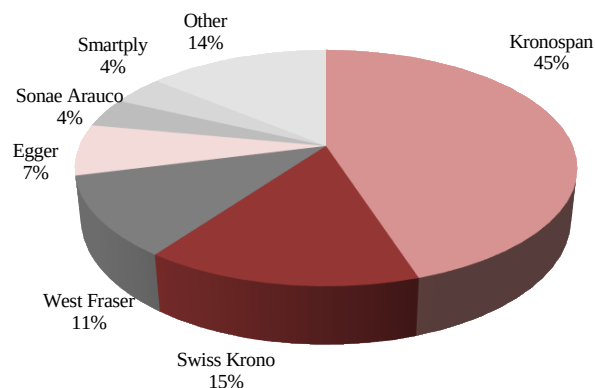
欧美市场板材行业集中度远高于我国：据 West Fraser 演示材料，2022 年北美和欧洲市场的 OSB 板市场均呈现出“一超多强”竞争格局，其中北美市场和欧洲市场市占率第一的企业占比分别达到 29% 和 45%，而据公司公告，其作为行业头部企业和领先品牌，其截至 2023 年 3 月的市场占有率尚不到 5%；北美和欧洲两区域市场集中度均较高：CR3 分别为 57% 和 71%，远高于我国水平。考虑上述分析的板材行业竞争趋势，我们认为在环保政策收紧、品牌价值提升、B 端客户占比提升、原材料资源紧缺背景下，我国板材行业集中度也将进一步提升，利好行业头部企业。

图表 38.2022 年北美 OSB 板市场竞争格局



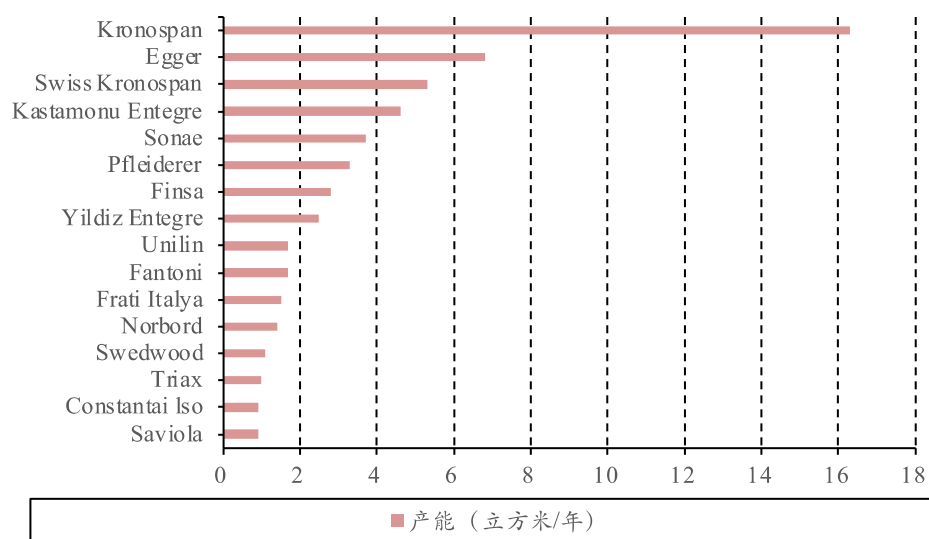
资料来源：WestFraser，中银证券

图表 39.2022 年欧洲 OSB 板市场竞争格局



资料来源：WestFraser，中银证券

图表 40.2015 年欧洲主要板材公司产能对比



资料来源: Notifix, 中银证券

OEM+商标授权模式灵活运营，环保品牌深入人心

板材企业 OEM 代工模式及商标授权模式解析

规模领先同业：公司所在的板材行业中，同为品牌外露企业的还有云峰新材和千年舟。三家企业注册地址均为浙江省，成立日期均在 2000 年左右，且主营业务基本相似。从营收规模来看，公司收入和归母净利润均明显领先于同行企业。

图表 41. 同业企业基本情况比较

企业	兔宝宝	云峰新材	千年舟
成立日期	2001-12	2000-07	1999-05
上市日期	2005-05	2023-03 IPO 申报中止	2023-03 IPO 申报中止
注册地址	浙江省湖州市	浙江省湖州市	浙江省杭州市
主营业务	人造板、木地板、科技木、成品家具等，板材以胶合板为主	人造板、木地板、科技木衣柜、橱柜等定制家具，板材以胶合板为主	人造板、定制家具，板材以刨花板为主
最新营收结构	装饰材料 75%，家具 24%	人造板 56%，家具 13%	装饰材料 85%，家具 4%
2020 年营业收入（亿元）	64.7	18.1	22.2
2020 年归母净利润（亿元）	4.0	1.9	0.8

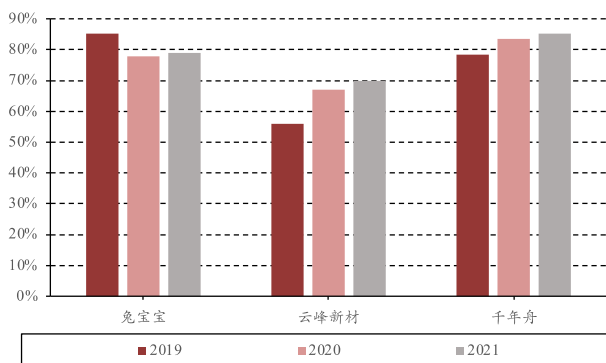
资料来源：各公司公告，中银证券

注：公司营收结构为 2022 年数据，千年舟营收结构为 2022H1 数据，云峰新材为 2021 年 1-9 月数据，均为可得最新数据

板材企业普遍采用 OEM 代工模式，该模式相比自产有以下优点：1) 板材产品具有一定的经济运输半径，OEM 模式中工厂将产品直接运输给地区内经销商，可以节省运输成本；2) 不需要自行购买和建造生产线，由此实现轻资产运营。因此，同业企业亦采取类似经营方式，2019 年 OEM 采购占比均占总采购额 7 成以上，销量占比在 75% 以上。

对于 OEM 模式下品牌声誉方面的风险，公司有诸多举措：1) 代工产品主要为标准化产品，而具有除醛、抗菌、防潮、阻燃等功能的高端定制家具板材以及成品家居产品均由公司自有产能生产；2) 制定《供应商管理制度》，对厂商的资质、产能、质量等进行方面全方位考评，建立合格 OEM 供应商名录；3) 向每个 OEM 制造商派遣常驻代表，负责对 OEM 制造商的产品生产质量进行现场监督、抽样检验、贴标、生产/交付数据录入等工作，驻地代表定期轮换。

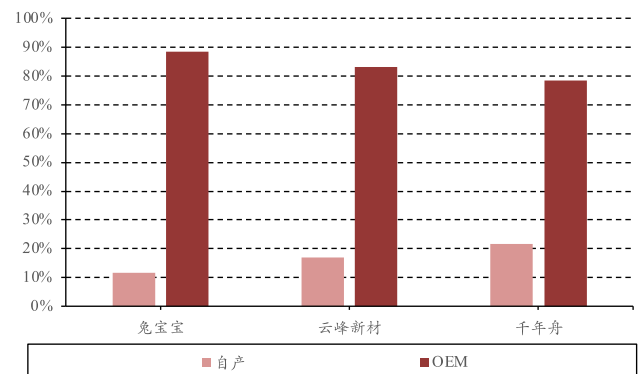
图表 42. 同业企业 OEM 采购占比情况



资料来源：各公司公告，中银证券

注：云峰新材 2021 年采用 1-9 月数据，右同。

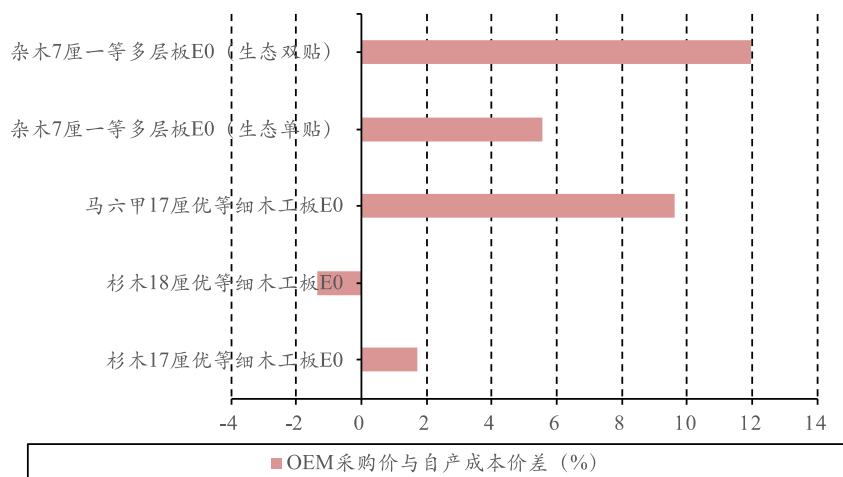
图表 43. 2019 年同业企业 OEM 销量占比情况



资料来源：各公司公告，中银证券

部分让利给 OEM 供应商：公司主要板材产品的自产成本略低于代工厂商的采购单价，主要系公司为代工供应商提供了一定的利润空间。同时，对于优质供应商生产的高端产品，公司给出的采购价差更高。从详细披露来看，公司以相对较高的价格从江苏冠元木业有限公司购买了马六甲 17cm 优质细木工板 E0 等产品，价差约为 20%。

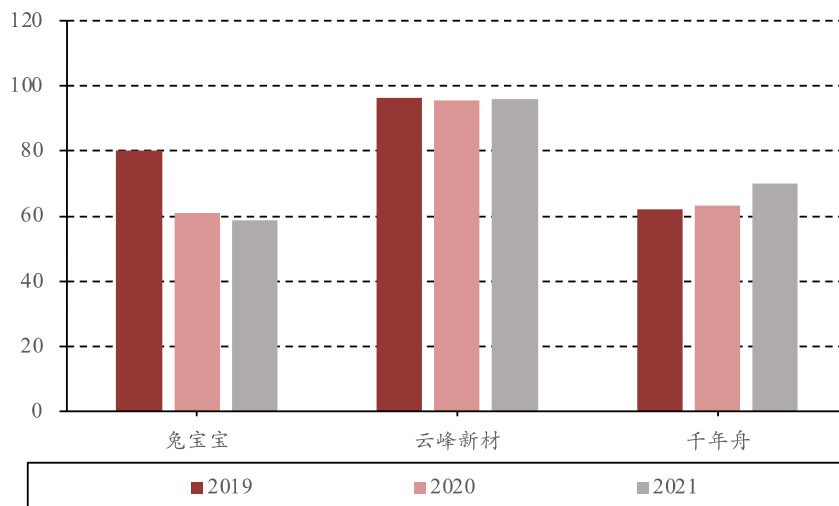
图表 44.OEM 采购价与自产成本价差情况



资料来源：公司公告，中银证券

公司销售模式包括传统经销商模式及品牌授权模式两种，以经销业务为主：传统经销商业务，公司从供应商采购由其代工的产品再向经销商销售；商标授权模式中，经销商通过公司系统向 OEM 供应商下单，公司确认订单后，OEM 供应商先支付商标授权费，在收到公司寄发的商标后根据订单生产产品，公司会派驻场人员监督 OEM 供应商贴标并检验产品质量，检验合格后 OEM 供应商向经销商交货，后者确认收货并付款，全流程完毕。2019-2022Q1，公司经销收入占比分别为 80.3%、60.8%、58.6%、65.6%，同行业可比公司经销收入占比均较高。

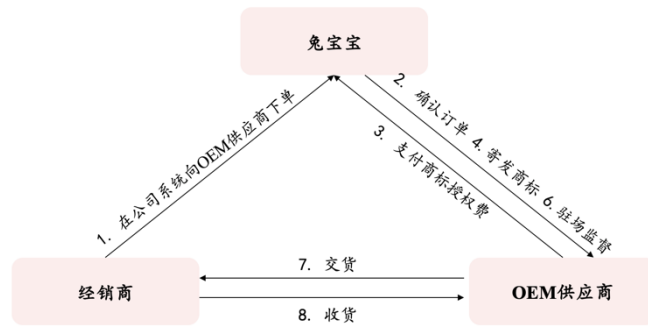
图表 45.同业企业经销占比情况 (%)



资料来源：各公司公告，中银证券

品牌授权模式中，公司对销售价格提供指导价格区间：据公司公告，品牌授权费由公司根据同类产品毛利水平与 OEM 供应商协商确定，产品销售价格在公司提供的指导价格区间基础上由经销商和 OEM 供应商协商确定，对最终定价能形成一定影响。

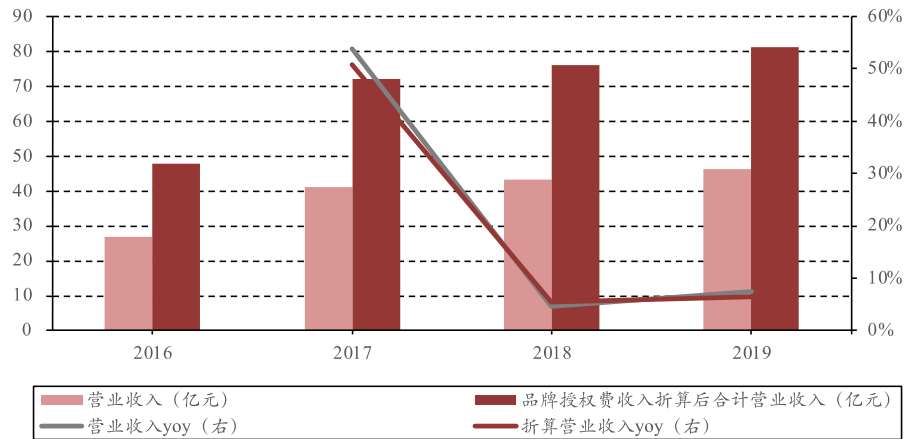
图表 46.商标授权模式流程图



资料来源：公司公告，中银证券

板材业务实际营收规模更大：根据公司年报披露，2016-2019 年根据品牌授权 B 类收入折算后合计的营业收入分别为 72.2/76.2/81.1 亿元，较大幅度高于实际报表营收。

图表 47.按品牌授权 B 类收入折算后的营业收入情况



资料来源：公司公告，中银证券

图表 48.按品牌授权 B 类收入折算后的营业收入情况

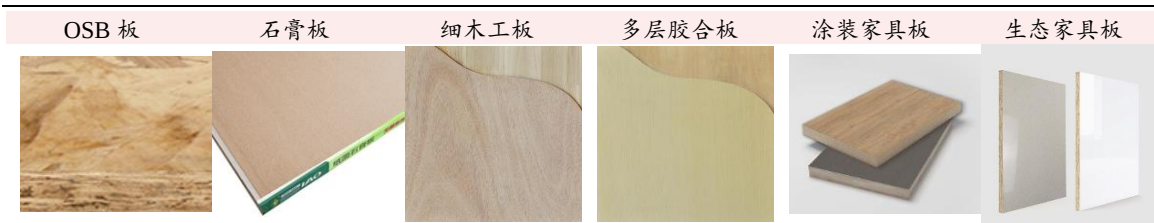
	2016	2017	2018	2019
营业收入 (亿元)	26.8	41.2	43.1	46.3
品牌授权费收入折算后合计营业收入 (亿元)	47.9	72.2	76.2	81.1
营业收入 yoy (右) (%)		53.9	4.6	7.4
折算营业收入 yoy (右) (%)		50.7	5.5	6.4
品牌授权费 (亿元)	1.5	2.2	2.3	2.3
折算值与实际值差值 (亿元)	21.2	31.0	33.1	34.8
品牌授权费与实际销售额转换比例	14.2	13.9	14.5	14.9

资料来源：公司公告，中银证券

环保理念铸就品牌特色，引领行业绿色发展

公司的板材产品分为基础板材和家具板材两部分：室内基础装饰装修板材主要有 OSB、石膏板和普通胶合板等；家具板材主要用于室内各种板式家具和柜类产品，已形成四大基材的完整产品体系，分别为胶合板系列的多层胶合板和细木工板基材，以及刨花板系列的 LSB（Light Oriented Strand Board，可饰面定向刨花板）和颗粒板基材。产品结构以家具板材为主、基础板材为辅。

图表 49. 板材参考图



资料来源：公司官网，公司 2021 年报，中银证券

环保理念成就品牌特色：公司秉持“科学环保、全面环保、极致环保”的理念，始终坚持研发和生产高品质、绿色环保的装饰材料，成功打造了高端环保品质的品牌形象。公司是首批国家林业龙头企业，曾获中国年度影响力十大环保品牌、中国十大生态板品牌、国家绿色建材品牌计划“百强品牌”等荣誉。

引领行业绿色发展：公司深耕基础板材创新研究，致力于产品环保等级升级，成为行业绿色产品开发的环保践行者。2008 年，公司推出行业首个无醛级板材标准。2015 年推出 360°除醛系列产品，由无醛迈向除醛时代。2020 年将健康家居升级为植物胶、除醛抗菌系列产品。2021 年，公司参与制定的国家标准《人造板及其制品甲醛释放量分级》，新增 E_{NF} 级标准，即目前最严格甲醛等级。公司 OSB 板全线环保等级为 E_{NF} 级，处于行业领先地位。

图表 50. 人造板及其制品甲醛释放量分级标准

等级	限量值 (mg/m ³)
E1 级	0.124
E0 级	0.050
E _{NF} 级	0.025

资料来源：国家标准 GB/T 39600-2021 《人造板及其制品甲醛释放量分级》，中银证券

图表 51. 各产品甲醛释放量等级比较

产品类别	具体产品	公司环保等级	千年舟环保等级	云峰新材环保等级
基础板材	细木工板	E1、E0、E _{NF}		E1、E0
	胶合板	E1、E0、E _{NF}		E1、E0
	集成板	E1、E0		E1、E0
	OSB 板	E _{NF}	E1、E0、E _{NF}	E _{NF}
	生态板	E0、E _{NF}	E1、E0、E _{NF}	E1、E0
饰面板材	True 感家具板	E0		
	涂装家具板	E0		
	装饰贴面板	E1、E0、E _{NF}	E1、E0	E1、E0

资料来源：各公司官网，中银证券

持续投入环保产品研发：公司重视产品研发投入，基于环保性能的卓越追求创新板材工艺设计，开展产品生产技术研究并实现降低成本，节材节能，提高产品竞争力。此外，公司致力于研发环保型装饰单板，为消费者提供多样性饰面选择，满足多种装饰用材需求，缩小与国外高端板材饰面技术的差距。

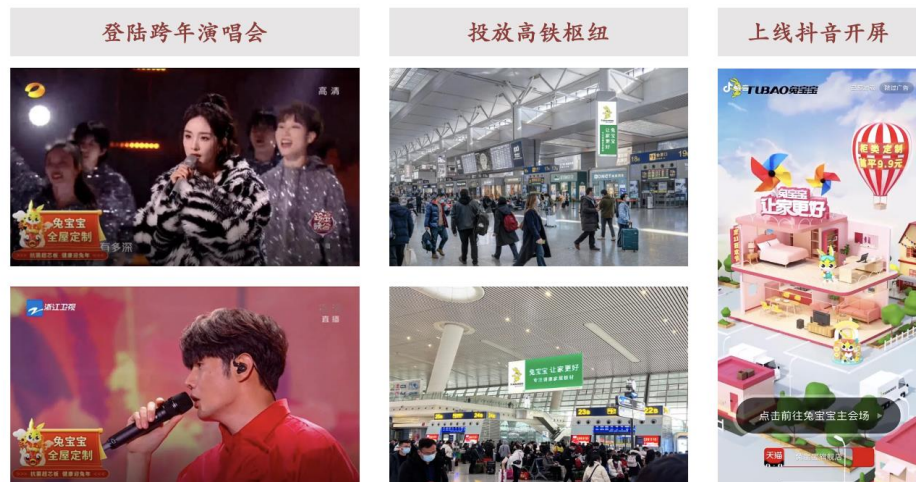
图表 52.公司在研项目

项目名称	目标	所处阶段
等离子体改性环保木竹复合材料制造技术的研发	木竹制品所用胶粘剂的使用量降低 20%，材料节能	研究完成 市场推广
木饰面装饰板关键技术研究与产业化	木饰面装饰板产品性能达到绿色评级，降低成本	研究完成 市场推广
环保高强度装饰板材	拓展酚醛树脂胶粘剂的应用性，降低能耗	试制阶段
低碳制造工艺研究	通过胶黏剂增韧性能研发，实现墙面装饰材料多元化	研究完成 市场推广
绿色木质墙饰重组装饰材制造关键技术与产业化	甲醛释放量达到 E _{NEF} 级；	研究完成
环保型高色牢度灰色系重组装饰单板研发	满足汽车内饰等装饰用材需求	市场推广
环境友好型抗菌装饰单板的研发	开发耐光型、抗菌型系列染色装饰单板，丰富公司产品	研究完成 市场推广

资料来源：公司公告，中银证券

重视消费者教育，培养用户心智：公司长期注重品牌建设，始终坚持“兔宝宝，让家更好”的使命，为消费者提供环保健康家居装饰产品和服务。公司结合线上和线下媒体广告营销，重视消费者教育，提高品牌曝光度，将流量最大化，成功打造了高端环保品质的品牌形象。

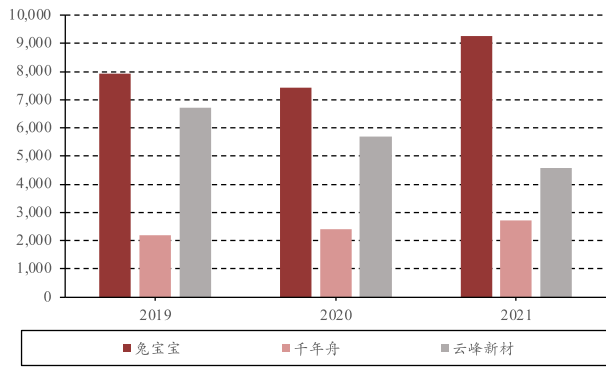
图表 53.公司营销成果展示



资料来源：公司官方微信公众号，中银证券

发力营销投放，打造品牌优势：2019-2021 年，公司营销费用从 7,917.1 万元增长至 9,247.1 万元，CAGR 为 8.1%；2021 年公司销售人员 1,034 人，在同业中遥遥领先，体现出公司对品牌建设的重视和营销力量的优势。

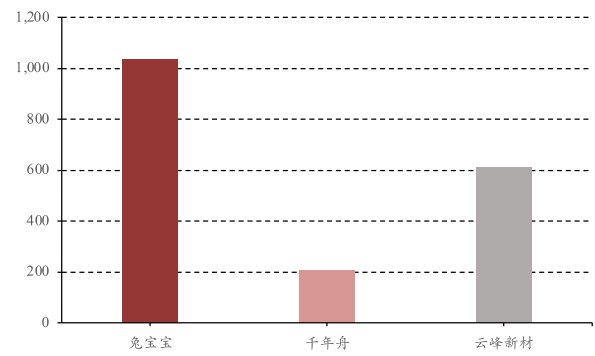
图表 54. 同业企业营销费用情况 (万元)



资料来源：各公司公告，中银证券

注：云峰新材 2021 年仅披露 Q1-Q3 数据

图表 55. 同业企业销售人员数量

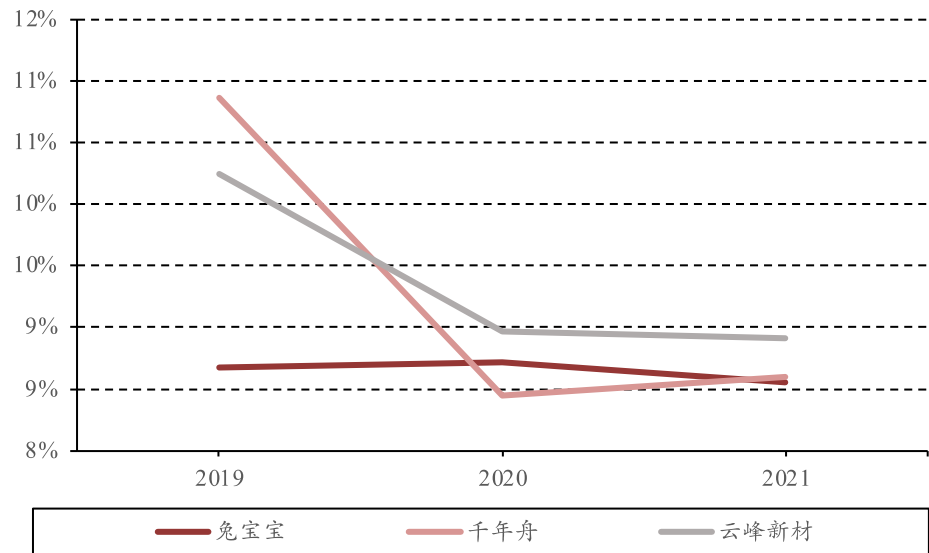


资料来源：各公司公告，中银证券

注：云峰新材 2021 年仅披露 Q1-Q3 数据

公司板材毛利率较稳定：2019-2021 年公司板材毛利率维持稳定水平，其中 2019 年公司毛利率略低于同行业公司，主要原因系公司 OEM 生产占比较高，OEM 毛利率相对较低，导致总体毛利率较低。

图表 56. 同业企业板材业务毛利率情况



资料来源：各公司公告，中银证券

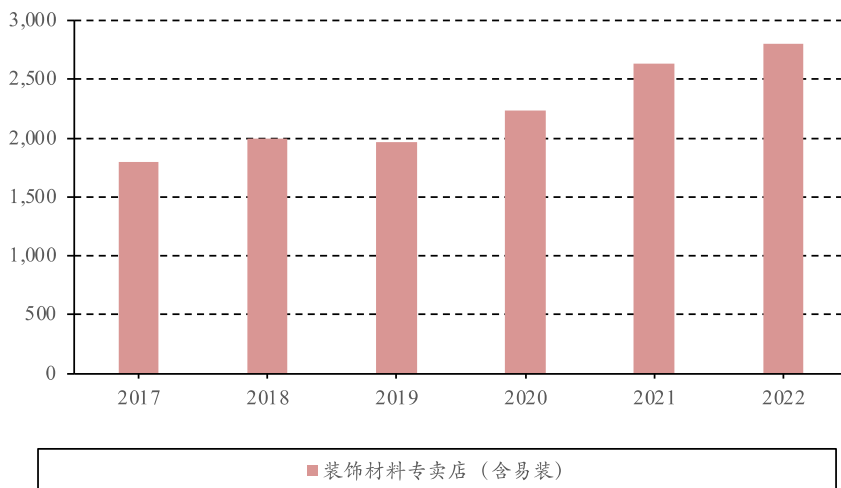
板材业务多渠道运营，增量可期

零售+小 B 端同步发力，推出易装布局全国

顺应行业趋势转变，板材业务多渠道布局：2018 年前公司装饰材料业务以传统零售分销为主，家具板材大多是由木工进行打制，做成柜体成品给到消费者。近年来在定制家居需求增加、精装修房渗透率提升大背景下，公司相应对渠道进行优化，发展零售+大小 B 业务的全渠道覆盖营销战略，公司一方面持续提升专卖店数量，扩大零售渠道覆盖范围、向乡镇市场下沉，同时也在积极布局小 B 端业务，其中地方家具厂业务增长较快（2018 年占比 8%，2021 年占比 24%），家装公司和工装渠道总量也有所上升。

装饰材料门店快速增长，下沉至乡镇市场，增量可期：截至 2022 年 12 月，公司全国各体系专卖店共计 3,570 家，其中装饰材料专卖店（含易装）2,797 家。从 2017 年至 2022 年，公司装饰材料专卖店数量 CAGR 为 9.2%。公司重视区域渠道拓展，加快下沉。据公司公告，在县域以及乡镇市场，木工加工比例仍较高，消费者通过木工、工长等专业人员推荐到门店购买产品，该部分市场体量也较大。

图表 57.公司装饰材料专卖店数量



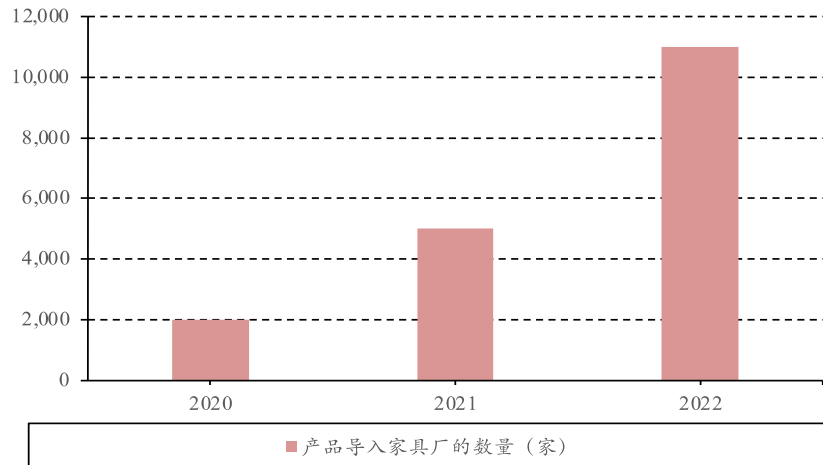
资料来源：公司 2017-2022 年报，中银证券

小 B 端家装公司和家具厂渠道快速铺设：家具厂部分替代木工加工板材趋势下，家具厂渠道布局的重要性也日益凸显。公司凭借：1) 品牌优势：公司品牌知名度高，绿色环保形象深入人心；2) 区域服务能力：公司经销商拥有物流、仓储、提供多种花色的全方位能力；3) 资金优势：公司经销商资金实力较强，能为家具厂客户提供账期支持；4) 分公司团队的推动：截至 2022 年末，装饰材料销售公司下设分公司数量已达到 19 家，能在渠道拓展、管理、市场监督和售后等方面提供支持，板材正快速导入全国的家具厂，抢占市场份额。据公司公告，截至 2022 年末，公司已与 11,000 余家家具厂签订供货合同。

家装公司开拓方面，公司针对性地对出“易企装”、板材材料包等模式。据公司投资者交流公告，截至 2022 年 10 月，公司已与省会城市 Top3 的装饰公司中 40 余家、地区性城市 Top10 的装饰公司中 100 余家签订战略合作，力争与全国 Top50 家装龙头企业达成更深度战略合作。此外，公司内部成立工程专业团队，对外吸纳服务能力较强的工程代理商，在工装渠道业务方面也有所突破。

据前文所述，公司中长期渠道占比目标中，零售分销业务占比将会有所下降，而家具厂、家装公司、工程渠道占比均将有所提升，渠道结构变化带来的增量空间可期。

图表 58.产品导入家具厂的数量



资料来源：公司公告，中银证券

易装模式：基于板材优势，提供增值服务：易装是公司发挥其品牌影响力和健康板材优势，为消费者提供从材料选择、柜型设计、风格设计再到上门安装的一站式服务创新模式。在板材产品工厂化定制生产的趋势下，公司集采集供降低采购价格，第三方负责加工并贴牌，属于经销商和C端消费需求进化产生的新模式。易装服务板材经销商转型升级，为其提供增值服务，解决消费者痛点的同时提高板材业务客单价。

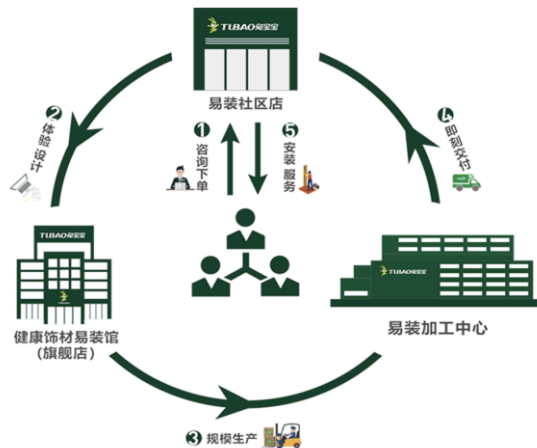
图表 59.易装模式图



资料来源：公司官网，中银证券

易装模式全国布局，同步开发下沉市场：易装与全屋定制业务有一定重合，全屋定制主要定位于消费能力强的省会城市、重点城市的核心卖场，定位中高端客户人群，而易装则定位全国，同时开发下沉市场的社区店，创建“总店+社区店”的“1+N”终端模式。

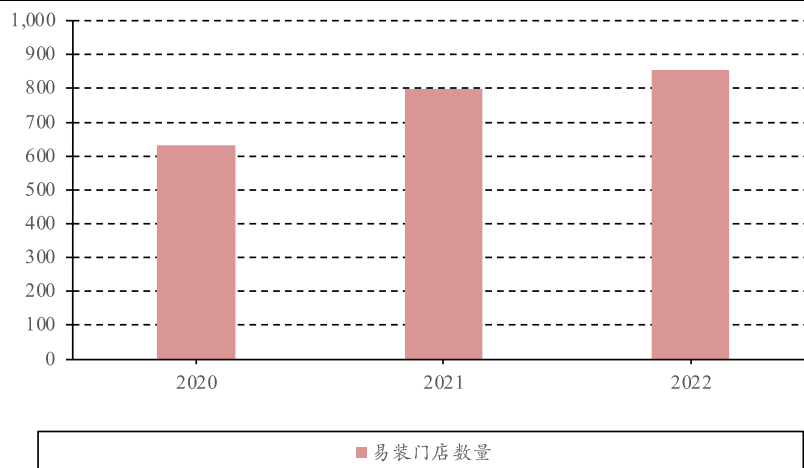
图表 60.易装“总店+社区店”服务体系图



资料来源：公司官网，中银证券

易装门店数量稳步增加，有望形成规模效应：截至 2020 年底，公司共有易装门店（含社区店）632 家，新增易装店 362 家。易装柜体加工中心合作的共 53 家，其中标杆加工中心 12 家，20 年新增合作的门板工厂共 18 家。2022 年底，易装门店数量已提升至 853 家。易装模式形成规模后有望实现平台化，即通过供应链资源整合，通过集采集供降低板材、门板、五金等材料采购价格，并将利润由经销商、加工中心、公司三方共享。

图表 61.易装门店数量（单位：家）



资料来源：公司 2020-2022 年报，公司公告，中银证券

从板材延伸至成品家具，充分发挥品牌优势

优势：品牌美誉度+丰富选材范围

品牌美誉度高，原有板材客户能转化为家居客户：定制家居行业竞争分散，据公司公告，2021 年主要的 9 家定制家居上市公司合计营业收入占定制家居行业比重仅有 13.6%，给新进入者留有较大的空间。在选购家居时，品牌知名度往往是消费者消费决策的重要依据，而公司在华东地区的品牌知名度较高，环保理念对客户吸引力较大，其产品延伸至下游后，部分偏好公司品牌的客户也可以直接购买家居产品，在客户资源方面存优势。公司的定制家具业务也主要在华东区域率先发力，力争成为区域性的头部品牌。

提供多种选材，充分发挥板材产品优势：公司全屋定制提供的基材选择有实木多层板、杉木芯、顺芯板、颗粒板等，定位中高端且提供多种选择，而其他一线定制品牌多以颗粒板基材为主。

图表 62.全屋定制宣传强调选材及环保

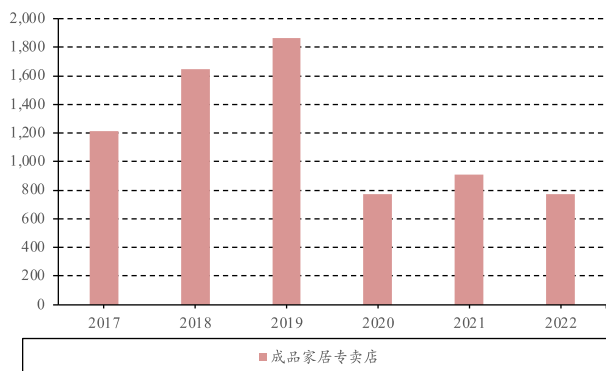


资料来源：公司官网，中银证券

C 端专卖店整合，客单值持续提升

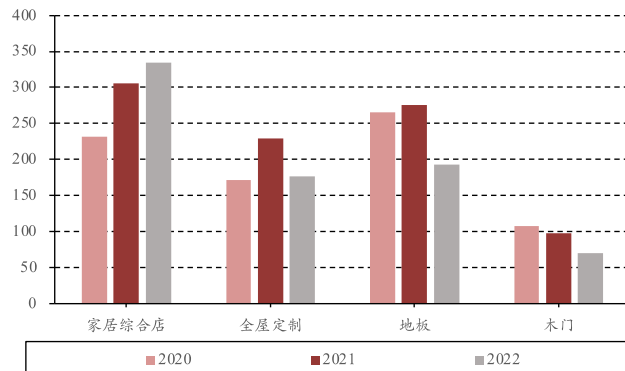
整合团队资源，优化销售渠道：截至 2022 年 12 月，公司成品家居专卖店共计 773 家。2017 年至 2019 年成品家居专卖店数量稳步上升，2019 年后数量减少的原因是：1) 公司顺应房地产精装化趋势，淘汰清理无效门店，集中资源打造重点区域和标杆门店；2) 公司结合全屋定制一站式消费趋势，将全屋定制+木门+地板多品类整合为家居综合店，提升门店客单值。近三年，公司家居综合店数量持续上升，全屋定制和地板店数量先升后降，木门店数量持续下降，通过门店整合，公司 2020-2022 年家具零售门店客单值持续提升。

图表 63.成品家居专卖店数量（单位：家）



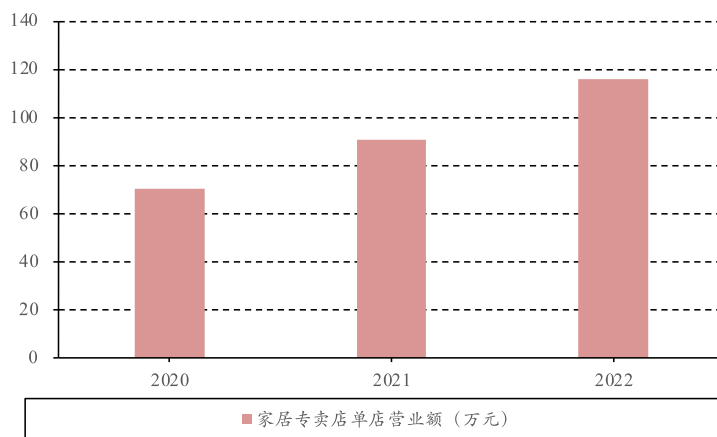
资料来源：公司公告，中银证券

图表 64.成品家居专卖店结构拆分（单位：家）



资料来源：公司公告，中银证券

图表 65.家具单店营业额情况



资料来源：公司公告，中银证券

收购裕丰汉唐切入工程 B 端，地产承压下回款情况需关注

收购裕丰汉唐，拓展精装修工程领域：公司于 2019 年和 2021 年分别完成对裕丰汉唐 70%和 25%的收购，以拓展家居工程 B 端渠道布局，在房地产精装修的发展趋势下提高市场渗透率，完善精装修配套业务。

图表 66.收购裕丰汉唐过程梳理

收购时间	收购价格（万元）	股权比例(%)
2019 年	70,000	70
2021 年	25,000	25

资料来源：公司公告，中银证券

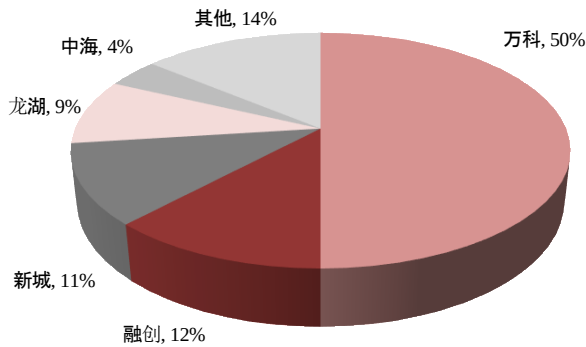
图表 67.股权转让前后的股权结构

股东名称/姓名	第一次转让前 出资比例(%)	第一次转让后 出资比例(%)	第二次转让后 出资比例(%)
漆勇	73.87	25.50	4.00
赵越刚	13.04	4.50	1.00
金鼎投资	5.66	0.00	0.00
青松投资	3.77	0.00	0.00
松祥投资	1.89	0.00	0.00
王立新	1.77	0.00	0.00
兔宝宝投资公司	0.00	70.00	95.00
合计	100	100	100

资料来源：公司公告，中银证券

裕丰汉唐具备客户资源优势：2020 年裕丰汉唐客户结构中，前 5 大客户分别为万科、融创、新城、龙湖、中海，占比分别为 50%、12%、11%、9%、4%。根据中国房地产业协会和上海易居房地产研究院联合主办的《2020 中国房地产开发企业 500 强测评》，裕丰汉唐的前 5 大客户均位列行业前 10。2022 年上半年裕丰汉唐的前 5 大收入客户分别是万科、旭辉、融创、中南、中海。此外裕丰汉唐合作地产资源丰富，地产集团战略客户共 39 家，其中前 30 强地产达 16 家。

图表 68.2020 年裕丰汉唐合作企业占比



资料来源：公司公告，中银证券

图表 69.2020 年裕丰汉唐合作企业排名

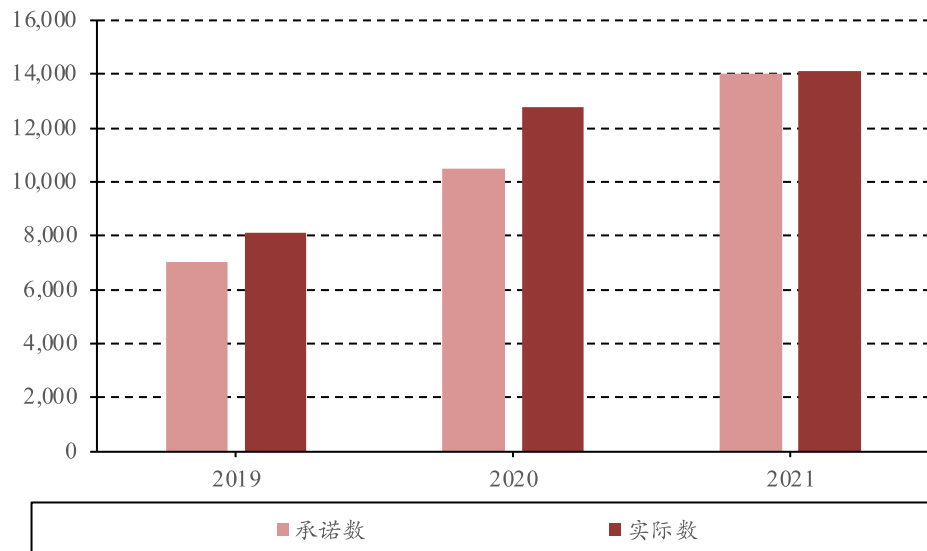
企业排名	企业名称
3	万科企业股份有限公司
4	融创中国控股有限公司
5	中海企业发展集团有限公司
7	龙湖集团控股有限公司
8	新城控股集团股份有限公司

资料来源：《2020 中国房地产开发企业 500 强测评研究报告》，中银证券

协同效应促进合作共赢：裕丰汉唐的主营业务是为房地产全装修业务提供服务，是业内优秀企业，而公司深耕环保高端基础板材多年，也有成熟的地板、木门等成品。公司通过收购裕丰汉唐得以快速切入全装修领域，扩大产品品类，后者的房产和地产领域客户资源也可拓展公司现有的客户群体，助力公司在现有渠道的基础上加强大 B 端业务布局。对裕丰汉唐而言，融合公司现有的环保高端基础板材及地板、木门等成品化产品也将增加其在全装修领域的市场竞争力。

三年业绩目标均超额完成：据《关于青岛裕丰汉唐木业有限公司之股权转让协议》，青岛裕丰公司 2019 年、2020 年、2021 年承诺净利润数（合并报表当期实现的扣除非经常性损益前后归属于母公司股东净利润的孰低数）分别不低于 7,000 万元、10,500 万元、14,000 万元，或业绩承诺期内公司三年累计实现的净利润之和不低于 31,500 万元。裕丰汉唐实际实现净利润 8,126.5、12,775.5、14,124.1 万元，超额完成业绩目标。

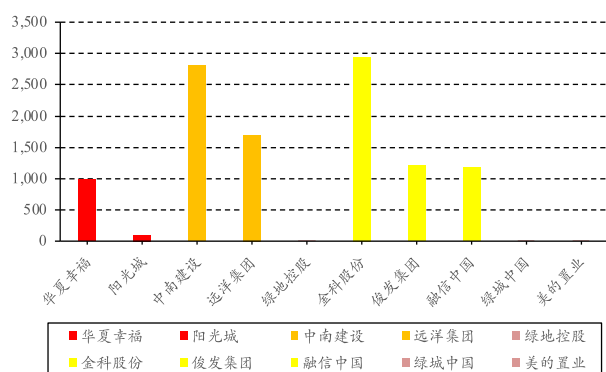
图表 70.裕丰汉唐业绩承诺完成情况（万元）



资料来源：公司公告，中银证券

房地产客户整体风险水平较低，对红档房企坏账计提充分：2020 年末、2021 年末和 2022 年 6 月末，裕丰汉唐应收账款余额分别为 87,243.3 万元、137,106.5 万元、133,341.7 万元，在公司应收帐款余额占比分别为 95.1%、96.8%、96.9%；涉及房地产“三条红线”的客户应收账款余额分别为 16,926.6 万元、26,831.3 万元和 28,749.2 万元，占比分别为 19.4%、19.6%、21.6%。11 家涉及“三条红线”客户中，红档房企客户为华夏幸福和阳光城两家，在裕丰汉唐应收账款余额占比分别为 0.74%和 0.08%，且坏账准备计提较为充分。2020 年末、2021 年末、2022 年末，公司坏账计提余额分别为 325.5 万元、411.9 万元、1,847.8 万元。截至 2022 年，裕丰汉唐计提商誉减值损失金额为 11,792.6 万元。

图表 71. 涉及三条红线房企应收账款余额情况（万元）

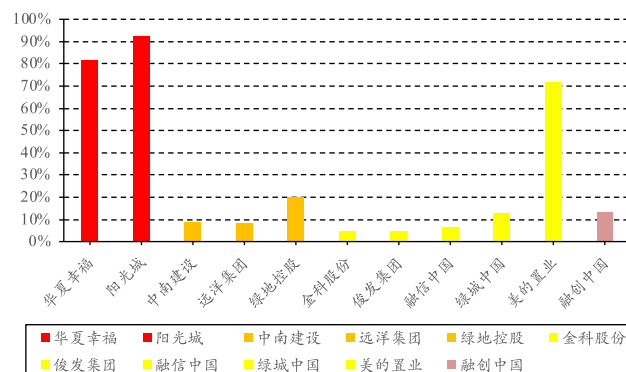


资料来源：公司公告，中银证券

注1：“三条红线”分档系公司根据房地产客户2022年半年度报告等公开数据计算得出；融创中国未公告2021年年度报告及2022年上半年报告，鉴于其2022年5月份存在公开市场债务违约情况，纳入触及“三条红线”列示，其2022年6月末应收账款余额为17,309.7万元。

注2：图表中红色、橙色、黄色分别对应“三条红线”中红、橙、黄分档，融创中国单独列示。

图表 72. 涉及三条红线房企应收账款坏账准备计提情况



资料来源：公司公告，中银证券

对“三条红线”房企客户风险管理提升，在建项目情况正常：据公司公告，截至2022年6月30日，裕丰汉唐已与华夏幸福、阳光城终止合作，与俊发集团、绿地控股、绿城中国、美的置业目前无在建项目合作，与融创中国、金科股份、中南建设、远洋集团、融信中国继续开展合作，目前项目进展情况正常，不存在项目停工及大幅延期的情形。

盈利预测

我们预计各品类价格、成本保持平稳，业绩主要靠量驱动：考虑疫情后消费弱复苏、行业头部集中，以及公司渠道纵横拓展、发力第二增长点家具业务，我们预计公司装饰材料业务 2023-2025 年营收增长率为 8%/10%/15%，整体衣柜业务营收增长率为 35%/20%/20%，品牌授权业务营收增长率为 30%/20%/15%。

图表 73.公司盈利预测拆分

	单位	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
装饰材料							
收入	百万	4,118.57	6,319.27	6,263.97	6765.09	7441.60	8557.84
整体衣柜							
收入	百万	1,610.10	2,292.17	1,761.93	2378.61	2854.33	3425.19
地板							
收入	百万	321.65	371.84	382.28	393.75	405.56	425.84
品牌授权业务							
收入	百万	239.62	276.40	387.57	503.85	604.62	695.31
合计							
收入	百万	6,465.76	9,425.93	8,917.39	10156.84	11415.88	13208.46
成本	百万	5,239.08	7,757.11	7,296.41	8231.72	9196.59	10632.74
毛利	百万	1,226.68	1,668.81	1,620.98	1925.12	2219.29	2575.72
毛利率	%	19.0	17.7	18.2	19.0%	19.4%	19.5%
归母净利润	百万	402.71	711.61	445.39	713.60	901.13	1052.63

资料来源：公司年报，中银证券测算

我们选取家具行业主要上市公司索菲亚、欧派家居以及板材行业大亚圣象作为可比公司。公司估值水平低于可比公司平均值，2023~2024 年公司 PE 分别为 12.8、10.0 倍，而可比公司平均数为 13.4、11.4 倍。考虑公司作为行业龙头企业，有望受益于消费复苏及行业集中度的提升，自身成长性及较高，认为公司估值仍有上升空间，给予公司增持评级。

图表 74.相对估值

证券简称	证券代码	最新股价 (元)	总市值 (亿元)	每股收益 (元)			市盈率 (倍)			评级
				2022A	2023E	2024E	2022A	2023E	2024E	
大亚圣象	000910.SZ	7.94	43.46	0.77	0.90	1.01	10.31	8.82	7.85	买入
索菲亚	002572.SZ	16.84	153.64	1.07	1.42	1.73	15.74	11.86	9.73	买入
欧派家居	603833.SH	99.31	604.95	4.41	5.10	5.94	22.52	19.47	16.72	买入
平均值							16.19	13.38	11.43	
兔宝宝	002043.SZ	10.77	90.93	0.53	0.85	1.07	20.40	12.75	10.09	增持

资料来源：Wind，中银证券

注：股价与市值截止日 2023 年 6 月 6 日，索菲亚、欧派家居为中银证券轻工组已覆盖公司，其余公司数据选自万得一致预期

风险提示

原材料价格上涨: 装饰板材产品原材料中木材占比超过 70%，其余原材料还有纸张、化工原料等，原材料价格上涨时若公司不能将成本完全传导给下游，毛利率将受影响。

行业竞争加剧: 板材行业参与者众多，竞争激烈，若其他竞争者快速成长或公司不能保持优势地位，公司的份额将会下降。

消费和房地产复苏不及预期: 公司业绩与消费信心及房地产复苏关联紧密，若消费者信心持续低迷，房地产复苏不及预期，将导致板材及家具需求下滑，影响公司收入。

损益表(人民币百万)

年结日: 12月31日	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业总收入	9,426	8,917	10,157	11,416	13,208
营业收入	9,426	8,917	10,157	11,416	13,208
营业成本	7,757	7,296	8,232	9,197	10,633
营业税金及附加	33	35	39	44	51
销售费用	323	328	376	422	489
管理费用	333	341	386	434	502
研发费用	71	71	81	91	106
财务费用	39	18	10	7	1
其他收益	24	75	75	75	75
资产减值损失	(21)	(134)	(15)	(15)	(15)
信用减值损失	(111)	(206)	(160)	(90)	(90)
资产处置收益	(0)	(0)	0	0	0
公允价值变动收益	137	7	3	1	1
投资收益	46	31	31	31	31
汇兑收益	0	0	0	0	0
营业利润	944	602	967	1,223	1,430
营业外收入	16	12	10	10	10
营业外支出	6	2	2	2	2
利润总额	954	612	975	1,231	1,437
所得税	218	150	239	302	352
净利润	737	462	736	929	1,085
少数股东损益	25	16	22	28	33
归母净利润	712	445	714	901	1,053
EBITDA	857	601	963	1,218	1,413
EPS(最新股本摊薄, 元)	0.84	0.53	0.85	1.07	1.25

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

资产负债表(人民币百万)

年结日: 12月31日	2021	2022	2023E	2024E	2025E
流动资产	3,226	2,888	4,053	3,993	5,205
现金及等价物	604	693	1,016	1,142	1,321
应收账款	1,297	1,376	1,668	1,753	2,206
应收票据	163	61	194	93	239
存货	648	529	799	685	1,031
预付账款	55	31	66	42	83
合同资产	79	65	98	84	126
其他流动资产	380	132	212	193	200
非流动资产	2,386	2,369	2,250	2,182	2,093
长期投资	678	674	674	674	674
固定资产	503	556	515	474	433
无形资产	99	100	87	74	61
其他长期资产	1,107	1,039	974	960	926
资产合计	5,612	5,256	6,303	6,175	7,299
流动负债	3,199	2,692	3,538	3,269	4,218
短期借款	810	365	539	332	308
应付账款	1,247	1,209	1,562	1,534	2,045
其他流动负债	1,142	1,118	1,437	1,403	1,865
非流动负债	172	86	99	92	96
长期借款	60	0	0	0	0
其他长期负债	112	86	99	92	96
负债合计	3,371	2,778	3,637	3,361	4,313
股本	773	773	844	844	844
少数股东权益	111	131	153	181	214
归属母公司股东权益	2,130	2,347	2,513	2,632	2,772
负债和股东权益合计	5,612	5,256	6,303	6,175	7,299

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

现金流量表(人民币百万)

年结日: 12月31日	2021	2022	2023E	2024E	2025E
净利润	737	462	736	929	1,085
折旧摊销	80	95	95	95	90
营运资金变动	219	363	(202)	124	(59)
其他	(176)	14	25	(50)	(19)
经营活动现金流	860	934	654	1,098	1,097
资本支出	(197)	(160)	(10)	(10)	(10)
投资变动	(167)	11	35	0	0
其他	516	376	31	31	31
投资活动现金流	152	226	56	21	21
银行借款	(107)	(505)	174	(207)	(24)
股权融资	(1,049)	(552)	(548)	(782)	(913)
其他	43	(8)	(14)	(5)	(2)
筹资活动现金流	(1,113)	(1,065)	(388)	(994)	(939)
净现金流	(101)	94	323	126	179

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

财务指标

年结日: 12月31日	2021	2022	2023E	2024E	2025E
成长能力					
营业收入增长率(%)	45.8	(5.4)	13.9	12.4	15.7
营业利润增长率(%)	68.3	(36.3)	60.7	26.5	16.9
归属于母公司净利润增长率(%)	76.7	(37.4)	60.2	26.3	16.8
息税前利润增长(%)	22.7	(34.8)	71.3	29.4	17.9
息税折旧前利润增长(%)	26.0	(29.9)	60.1	26.5	16.1
EPS(最新股本摊薄)增长(%)	76.7	(37.4)	60.2	26.3	16.8
获利能力					
息税前利润率(%)	8.2	5.7	8.5	9.8	10.0
营业利润率(%)	10.0	6.7	9.5	10.7	10.8
毛利率(%)	17.7	18.2	19.0	19.4	19.5
归母净利润率(%)	7.5	5.0	7.0	7.9	8.0
ROE(%)	33.4	19.0	28.4	34.2	38.0
ROIC(%)	50.6	45.1	69.6	113.8	139.1
偿债能力					
资产负债率	0.6	0.5	0.6	0.5	0.6
净负债权益比	0.2	(0.1)	(0.2)	(0.3)	(0.3)
流动比率	1.0	1.1	1.1	1.2	1.2
营运能力					
总资产周转率	1.7	1.6	1.8	1.8	2.0
应收账款周转率	8.7	6.7	6.7	6.7	6.7
应付账款周转率	7.3	7.3	7.3	7.4	7.4
费用率					
销售费用率(%)	3.4	3.7	3.7	3.7	3.7
管理费用率(%)	3.5	3.8	3.8	3.8	3.8
研发费用率(%)	0.7	0.8	0.8	0.8	0.8
财务费用率(%)	0.4	0.2	0.1	0.1	0.0
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	0.8	0.5	0.8	1.1	1.2
每股经营现金流(最新摊薄)	1.0	1.1	0.8	1.3	1.3
每股净资产(最新摊薄)	2.5	2.8	3.0	3.1	3.3
每股股息	0.5	0.5	0.8	1.0	1.2
估值比率					
P/E(最新摊薄)	12.8	20.4	12.7	10.1	8.6
P/B(最新摊薄)	4.3	3.9	3.6	3.5	3.3
EV/EBITDA	9.3	11.2	6.9	5.1	4.3
价格/现金流(倍)	10.6	9.7	13.9	8.3	8.3

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

披露声明

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

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

评级体系说明

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

公司投资评级：

买入：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 20%以上；

增持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 10%-20%；

中性：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数变动幅度在-10%-10%之间；

减持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数跌幅在 10%以上；

未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

行业投资评级：

强于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现强于基准指数；

中性：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现基本与基准指数持平；

弱于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现弱于基准指数；

未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

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

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券股份有限公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

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

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

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

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

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

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

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

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

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

中银国际证券股份有限公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券股份有限公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话:(8621)68604866
传真:(8621)58883554

相关关联机构：

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话:(852)39886333
致电香港免费电话：
中国网通 10 省市客户请拨打：108008521065
中国电信 21 省市客户请拨打：108001521065
新加坡客户请拨打：8008523392
传真:(852)21479513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话:(852)39886333
传真:(852)21479513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
西单北大街 110 号 8 层
邮编:100032
电话:(8610)83262000
传真:(8610)83262291

中银国际(英国)有限公司

2/F,1Lothbury
LondonEC2R7DB
UnitedKingdom
电话:(4420)36518888
传真:(4420)36518877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约市美国大道 1045 号
7BryantPark15 楼
NY10018
电话:(1)2122590888
传真:(1)2122590889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话:(65)66926829/65345587
传真:(65)65343996/65323371