

轻工制造行业

家居专题：建材家居回调迎布局良机，重点关注零售家居边际回暖 增持（维持）

2020年06月07日

证券分析师 史凡可
执业证号：S0600517070002
021-60199793
shifk@dwzq.com.cn

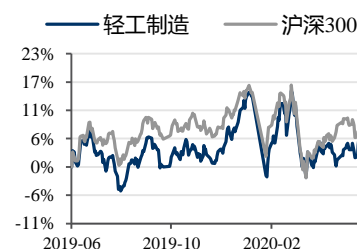
投资要点

■ **建材家居：本周股价回探，全年仍然坚定看好：**本周因板块近期涨幅较大以及市场对赛道龙头江山欧派5月订单增速的担忧，精装线标的普遍迎来回调，但我们坚定看好这条线的投资机会仍将是20年全年的主旋律，超跌建议布局。6月3日奥维云网发布4月精装地产报告，4月精装住宅+公寓开盘套数9.63万套（同比-59%），环比3月9.39万套持续复苏，预计5月开盘数据将持续修复。持续看好**帝欧家居**，并建议关注**江山欧派、志邦家居、大亚圣象、金牌厨柜、蒙娜丽莎**。政策驱动装配式建筑发展，多数省份已制定2020年明确占比目标。截止19年底，已有59%的省份颁布政策制定明确的2020年装配式建筑占比目标（21%的省份要求30%以上，38%的省份要求达到15-20%），并制定税费优惠、用地支持、财政贴息等激励措施扶持发展。整装卫浴可提升建筑装配率，需求有望得到催化，关注**海鸥住工、惠达卫浴**。

■ **零售家居：5月零售数据回暖，关注边际修复：**（1）20年5月一线/二线/三线城市商品房成交面积同比增速分别为-4.46%/-2.38%/-6.3%，基本恢复至去年同期水平，且一二线城市恢复速度较三线城市更快。（2）5月全国城市二手房出手挂牌量指数（90-144平米房型）为181.18（环比+13%），边际向好。（3）4月建材家居卖场销售额526亿元（-37.73%，3月下滑64%）环比有所修复，5月以来伴随学生开学、社区解禁，预计家居安装服务落地更为顺畅。（4）各地家居展会重启，成为家居线下渠道复苏重要信号。线上渠道紧锣密鼓，“618”大促顺利开局：继疫情期间家居MCN直播引流浪潮后，龙头重心又纷纷转移至刚刚拉开帷幕的“618大促”，6月1日天猫&京东平台家居品类销售均交出靓丽销售成绩。跟踪龙头零售订单恢复情况，软体、成品、衣柜表现较好：（1）精装分流下，厨柜零售端仍然承压（如志邦、金牌、皮阿诺5月厨柜零售仍有10-20%的下滑），但免受精装冲击的软体（顾家5月内销出货+40%、敏华5月内销+50%）、衣柜（索菲亚5月零售接单同比+20%，欧派衣柜正增长，金牌、志邦衣柜保持高增）、成品（美克4-5月同比转正）表现较好；（2）电商销售占比高、增速快的软体龙头恢复更加强劲，顾家4月线上销售额1.09亿（+63.8%，Wind统计），敏华4-5月线上增长分别超过60%、100%。综合来看，持续推荐软体赛道龙头**顾家家居、敏华控股**以及综合优势突出的定制龙头**欧派家居**，并积极关注零售基因优秀的**索菲亚、美克家居**！

■ **风险提示：**线下客流恢复不及预期，房地产调控超预期

行业走势



相关研究

- 1、《轻工制造跟踪周报：本周箱体瓦楞小幅提涨，关注装配式建筑专题梳理》2020-05-31
- 2、《轻工制造跟踪周报：左侧建议布局造纸改善，本周关注碧桂园参股建材家居的梳理》2020-05-24
- 3、《轻工制造跟踪周报：他山之石，复盘建材白马成长模式》2020-05-17

内容目录

1. 建材家居：本周股价回探，全年仍然坚定看好	4
2. 零售家居：5月零售数据回暖，关注边际修复	6
3. 风险提示	9

图表目录

图 1：4 月精装房开盘套数 9.63 万套（-59%）	4
图 2：2020 年 1-4 月精装房开盘套数 42.24 万套（-57.03%）	4
图 3：传统卫浴 VS 整装卫浴	6
图 4：鸿力整装卫浴 4 面瓷砖铝蜂窝复合墙示意	6
图 5：30 大中城市月度成交面积一二三线城市对比（万平方米）	7
图 6：疫情期间家居龙头线上直播活动开展情况一览	7
图 7：敏华控股 20 财年电商占比提升至 27.8%、同比+76%（单位：百万港元）	8
 表 1：建材家居公司增速&估值一览	 4
表 2：装配式建筑政策一览	5
表 3：软体&成品家居公司增速&估值一览	9

1. 建材家居：本周股价回探，全年仍然坚定看好

本周因板块近期涨幅较大以及市场对赛道龙头江山欧派 5 月订单增速的担忧，精装线标的普遍迎来回调，但我们坚定看好这条线的投资机会仍将是 20 年全年的主旋律，**超跌建议布局**：

(1) 我们认为江山欧派 5 月增速有所放缓主要系公司收紧对订单付款条件的筛选、因此短期接单上节奏或有所放缓，但公司对全年完成 60% 工程增长目标仍然十分有信心。

(2) 除江山欧派以外，其他龙头 5 月工程端保持高增：帝欧家居约+30-40%、皮阿诺约+100%、志邦家居约+50%、金牌厨柜约+40-50%、索菲亚约+50%、大亚圣象约+40%。

(3) 全年仍然看好 B 端业务订单确定性成长，本周回调后龙头估值重新具备吸引力：持续看好**帝欧家居**（规模化成本优势及自营服务能力强大，20 年 PE 19.75X），并建议关注**江山欧派**（木门竞争格局优，现金流、净利率表现优异，20 年 PE 30.36X）、**志邦家居**（大宗客户结构优化，20 年 PE 15.67X）、**皮阿诺**（厨柜大宗占比最高的弹性标的，20 年 PE 16.3X）、**大亚圣象**（管理改善、工程地板规模领先，20 年 PE 12.71X）、**金牌厨柜**（代理商模式下工程业务规模迅速扩张，20 年 PE 16.12X）、**蒙娜丽莎**（藤县基地顺利扩产、订单充足，20 年 PE 22.62X）。

表 1：建材家居公司增速&估值一览

品类	证券简称	总市值	19A 营收	YOY	19A 净利润	YOY	PE(2019)	20E 营收	YOY	20E 净利润	YOY	PE(2020)
木门	江山欧派	112.10	20.27	58%	2.61	71%	42.90	29.04	43%	3.69	41%	30.36
建筑陶瓷	帝欧家居	139.01	55.70	29%	5.66	49%	24.56	69.70	25%	7.04	24%	19.75
	蒙娜丽莎	124.89	38.04	19%	4.33	19%	28.86	47.72	25%	5.52	28%	22.62
建筑五金	坚朗五金	270.67	52.55	36%	4.39	155%	61.61	66.74	27%	5.95	35%	45.52
地板	大亚圣象	93.45	72.98	1%	7.20	-1%	12.99	76.30	5%	7.35	2%	12.71
	金牌厨柜	45.36	21.25	25%	2.42	15%	18.71	25.27	19%	2.81	16%	16.12
定制厨柜	欧派家居	475.17	135.33	18%	18.39	17%	25.83	151.54	12%	19.91	8%	23.87
	皮阿诺	35.50	14.71	33%	1.75	23%	20.26	18.05	23%	2.18	24%	16.30
	志邦家居	56.88	29.62	22%	3.29	21%	17.27	33.63	14%	3.63	10%	15.67
定制衣柜	索菲亚	213.49	76.86	5%	10.77	12%	19.82	81.68	6%	11.21	4%	19.05
卫浴洁具	惠达卫浴	56.15	32.10	11%	3.29	38%	17.06	37.04	15%	3.74	14%	15.03
	海鸥住工	42.15	25.69	15%	1.31	212%	32.20	29.95	17%	1.60	22%	26.38

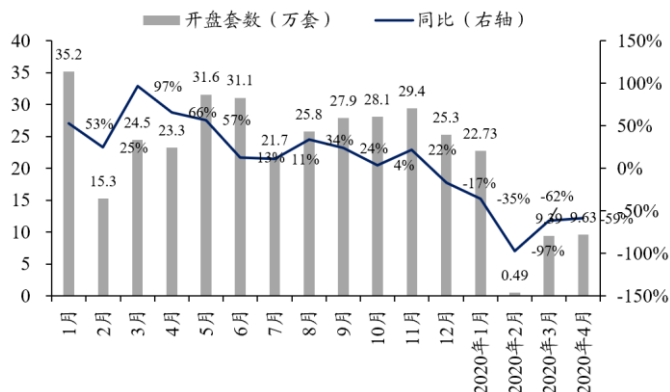
注：标红为 Wind 一致预测

数据来源：Wind，东吴证券研究所

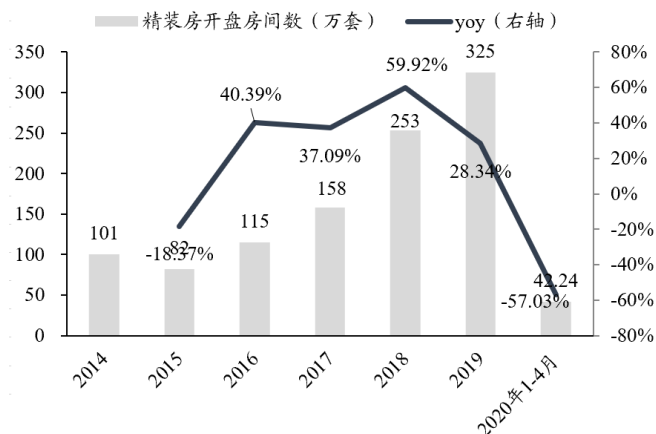
精装开盘数据环比复苏，坚定看好 20 年后周期交付：6 月 3 日奥维云网发布 4 月精装地产报告，4 月精装住宅+公寓开盘套数 9.63 万套（同比-59%），环比 3 月 9.39 万套持续复苏，预计 5 月开盘数据将持续修复。交付口径来看，考虑本轮开工到竣工交付周期较长（通过开盘&竣工的同比数据模拟、我们判断交付周期 2-3 年），因此 2020 年交付的楼盘实为 17-18 年开工楼盘，对应期间精装房的渗透率高速提升（17-19 年精装房开盘套数增速分别达 37.09%、59.92%、28.34%），因此对应各部品家居企业 B 端订单景气高增必将贯穿 20 全年、并有望延续至 21 年。

图 1：4 月精装房开盘套数 9.63 万套（-59%）

图 2：2020 年 1-4 月精装房开盘套数 42.24 万套（-57.03%）



数据来源：奥维云网，东吴证券研究所



数据来源：奥维云网，东吴证券研究所

政策驱动装配式建筑发展，多数省份已制定 2020 年明确占比目标。16 年《国务院办公厅关于大力发展装配式建筑的指导意见》明确提出力争用 10 年左右的时间，使装配式建筑占新建建筑面积的比例达到 30%，随后 17 年 3 月住建部《十三五装配式建筑行动方案》从国家层面给予了更加明确的目标：到 2020 年，全国装配式建筑占新建建筑的比例达到 15% 以上，重点推进地区达到 20% 以上，积极推进地区达到 15% 以上，鼓励推进地区达到 10% 以上；到 2020 年，培育 50 个以上装配式建筑示范城市，200 个以上装配式建筑产业基地，500 个以上装配式建筑示范工程，建设 30 个以上装配式建筑科技创新基地。截止 19 年底，已有 59% 的省份颁布政策制定明确的 2020 年装配式建筑占比目标（21% 的省份要求 30% 以上，包括上海、北京、山东、浙江等；38% 的省份要求达到 15-20%，包括广东、天津、河北、重庆等），并制定税费优惠、用地支持、财政贴息等激励措施扶持发展。近几年伴随装配式建筑产业链成熟和生产工艺的优化，其在成本、质量、生产安装进度上都有提升，且产品个性化需求更易满足。参考海外，装配式建筑在日本、欧美等发达国家已经基本实现 80% 以上的渗透率，我国装配式建筑势不可逆。

表 2：装配式建筑政策一览

政策名称	发布时间	发布单位	政策要点
《关于进一步加强城市规划建设管理工作的若干意见》	2016年2月	国务院	建设国家装配式建筑生产基地，力争用十年左右的时间，使装配式建筑占新建建筑的比例达到30%。
《建筑产业现代化发展纲要》	2016年	住建部	到2020年，装配式建筑占新建建筑的比例20%以上，到2025年，达到50%。
《关于大力发展装配式建筑的指导意见》	2016年9月	国务院	装配式建筑提升至国家层面，明确京津冀冀等三大城市群为重点推进地区，常住人口超过300万的为积极推进地区。
《十三五节能减排综合工作方案》	2017年1月	国务院	推广节能绿色建材，装配式和钢结构建筑。
《建筑业持续健康发展意见》	2017年2月	住建部	大力发展装配式混凝土和钢结构建筑，在具备条件的地方倡导发展现代木结构建筑，提高装配式建筑在新建建筑中的比例，力争用10年左右的时间，使装配式建筑占新建建筑的比例达到30%。
《建筑节能与绿色建筑发展“十三五”规划》	2017年3月	住建部	加快建设装配式建筑生产基地，培育设计、生产、施工一体化龙头企业，完善装配式建筑相关政策、标准及技术体系，积极发展钢结构、现代木结构等建筑结构体系。
《“十三五”装配式建筑行动方案》	2017年3月	住建部	到2020年，全国装配式建筑占新建建筑的比例达到15%以上，重点推进地区达到20%以上，积极推进地区达到15%以上，鼓励推进地区达到10%以上。到2020年，培育50个以上装配式建筑示范城市，200个以上装配式建筑产业基地，500个以上装配式建筑示范工程，建设30个以上装配式建筑科技创新基地。
《关于印发住房和城乡建设部建筑市场监管司 2019 年工作要点的通知》	2019年3月	住建部	要开展钢结构装配式住宅建设试点，选择部分地区开展试点，明确试点工作目标、任务和保障措施，稳步推进试点工作。推动试点项目落地，在试点地区保障性住房、装配式住宅建设和农村危房改造、易地扶贫搬迁中，明确一定比例的工程项目采用钢结构装配式建造方式，跟踪试点项目推进情况，完善相关配套政策，推动建立成熟的钢结构装配式住宅建设体系。
《关于组织申报2020年科学技术计划项目的通知》	2020年4月	住建部	绿色建筑与建筑节能、钢结构装配式住宅列入科技示范工程项目，建筑节能发展模式、装配式建筑项目供应链及协调模式优化、绿色建造产业链、建筑产业工人培养体系列入建筑业转型发展。

数据来源：国务院、住建部等，东吴证券研究所

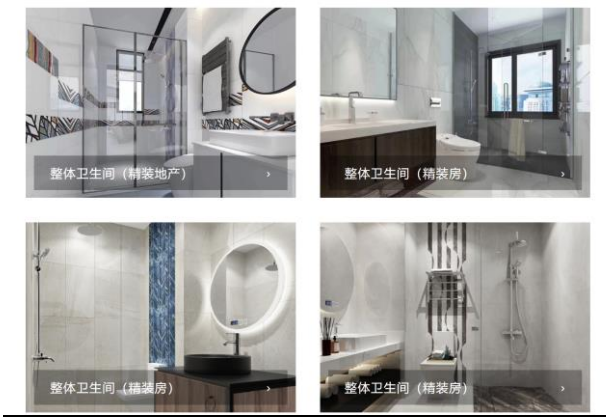
整装卫浴可提升建筑装配率，需求有望得到催化。政府规定建筑装配率，由于部分竖向结构达不到质量要求（不能预制），通过整装卫浴、整装厨房等部件可以提高装配率，驱动地产商选购。当前我国整装卫浴发展相对整装厨房更早、技术更成熟，市场需求已然兴起：（1）**消费者偏好**方面，传统的 SMC 地面材料不符合我国消费者对家装设计风格的偏好，而目前整装卫浴龙头均已开发出彩钢板、瓷砖地面材料的产品，能够提升整装卫浴产品整体美感。（2）**地产商成本**方面，之前由于以瓷砖、彩钢板为地面材料的整装卫浴产品造价较传统卫浴更高，地产商没有动力推行，而经过部分龙头对工艺、成本的优化后，其单套造价或对地产商具备吸引力。从行业竞争格局来看，传统 SMC 整装卫浴（主要应用于公寓&连锁酒店，测算市场约 10-20 亿）主要玩家为苏州科逸、**海鸥住工**、**惠达卫浴**等，在空间更大的彩钢板/瓷砖整装卫浴市场（应用于精装住宅，测算潜在空间可达 200-300 亿）**海鸥住工**有较大的的先发优势、今年接单情况持续超预期（除海鸥外，目前还只有广州鸿力中标西安万科的一个项目），建议关注！

图 3：传统卫浴 VS 整装卫浴

	传统卫浴	整装卫浴	
		公寓&酒店类	住宅类
单套价值量	消费者自己装： 15000-20000元 地产精装：控制在 10000元以内	5000-7000元	彩钢板：6000-8000元 瓷砖：10000元左右
地面材料	瓷砖	SMC	彩钢板、瓷砖
市场容量	目前仍是绝对主流	主要面向公寓和酒店市场，容量较小，约10-20亿。	若能顺利渗透至整个精装市场，按320万套精装房测算，空间可达200-300亿。
优势	符合消费者传统喜好、可定制	快速拼装、交期短至数小时；全面降低成本和能耗；SMC材料性价比很高，商用为主	兼顾整体卫浴的同时，优化了外观，彩钢板和瓷砖均符合设计美感
缺陷	建设周期至少为半个月，可能带来二次装修污染	样式单一、质感较差，难以满足消费者对外观的喜好	造价需要控制在1万元以内才能吸引地产商采购，对企业成本控制有较高要求

数据来源：渠道调研，东吴证券研究所

图 4：鸿力整装卫浴 4 面瓷砖铝蜂窝复合墙示意



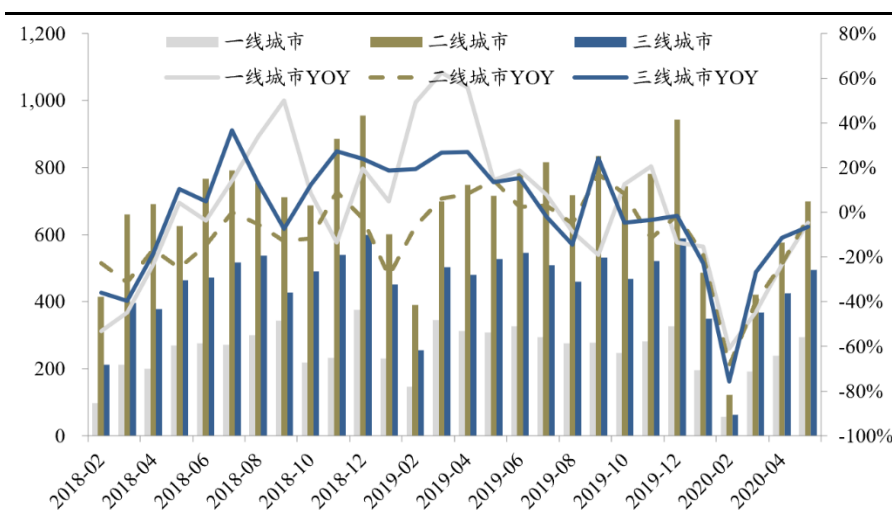
数据来源：广州鸿力官网，东吴证券研究所

2. 零售家居：5 月零售数据回暖，关注边际修复

4-5 月成交数据大幅修复，线下建材家居卖场销售额环比回暖：（1）从我国 30 大中城市商品房高频成交数据来看，20 年 5 月一线/二线/三线城市成交面积分别为 294 /700 /494 万平方米，同比增速分别为-4.46% /-2.38% /-6.3%，基本恢复至去年同期水平，且一二线城市恢复速度较三线城市更快。（2）从二手房成交情况来看，5 月全国城市二手房出手挂牌量指数（90-144 平米房型）为 181.18（环比+13%），边际向好。（3）4 月建材家居卖场销售额 526 亿元（-37.73%，3 月下滑 64%）环比有所修复，主要系家居后期施工、安装、交付环节都需要入户，从而有一定的滞后性；但 5 月以来伴随学生开学、社区解禁，预计家居安装服务落地更为顺畅。（4）各地家居展会重启，5 月 15 日-17 日第 12 届中部建材新产品招商暨全屋定制博览会在长沙举办，2100+家企业参展、3100+

新产品亮相、20 万人次参现、成交金额近 100 亿元，成为家居线下渠道复苏重要信号。

图 5：30 大中城市月度成交面积一二三线城市对比（万平方米）



数据来源：Wind，东吴证券研究所

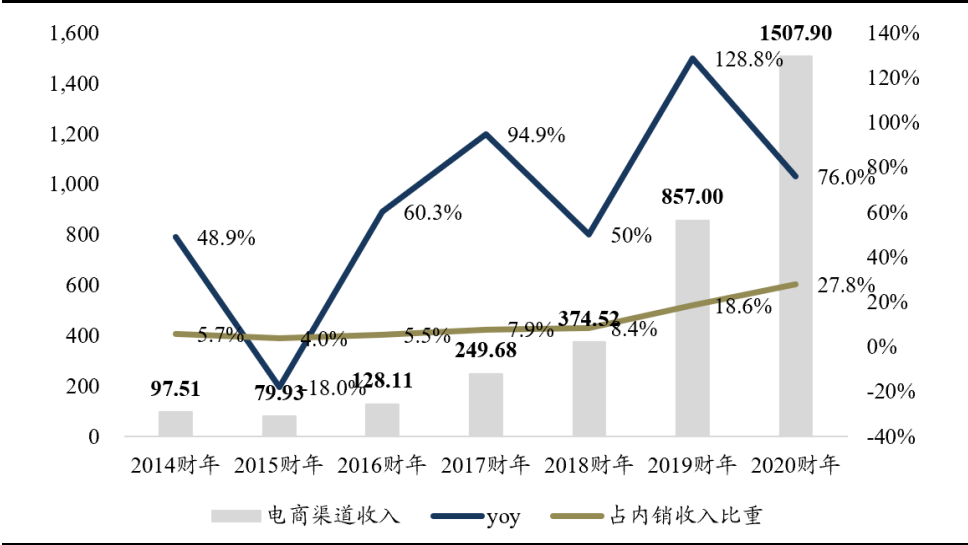
线上渠道紧锣密鼓，“618”大促顺利开局。继疫情期间家居 MCN 直播引流浪潮后，龙头重心又纷纷转移至刚刚拉开帷幕的“618 大促”，例如 5 月 18 日红星美凯龙宣布将独家冠名天猫“6·18”超级晚，并将于 6 月 12 日牵手“带货女王”薇娅。从天猫、京东战报来看：（1）6 月 1 日**天猫** 618 开售仅 1 小时，宜家、汉斯格雅、立邦、大自然家具、雷士、松下照明 100 个家装品牌销售额超过去年全天，截止 6 月 1 日上午 8:30，**芝华仕（敏华控股）** 品牌天猫销售额达到 6028 万元、突破去年全天销售额。（2）6 月 1 日**京东** 居家类产品前 1 小时同比增长超 150%，全屋定制全天成交额同比增长 450%，整装定制前 1 小时成交金额同比增长 433%，定制衣柜前 1 小时成交金额同比增长 516%；自营家具全天成交额同比去年增 190%，自营沙发全天成交额同比增 375%，自营床垫全天成交额同比增长 165%。

图 6：疫情期间家居龙头线上直播活动开展情况一览

尚品宅配			欧派家居			索菲亚		
活动名称	315大牌直播团购节	"1亿补贴"超级直播团购	清新定制, 守护健康	欧派"安家节"超级直播夜	情人节直播工厂购	家居开运, 约惠麦玲玲	联合薇娅首发最新新品-索菲亚BOX衣帽间	在线直播抢工厂
直播时间	3月14日10点-21点	2月22日15点-20点	2月14日19点-21点	3月4日18:30-20:30 3月21日-23日, 直播12小时	2月14日19点-21点	3月31日19点-21点	3月18日20点	2月14日19点-21点
促销内容	1、300位顶级家装大V干货分享; 2、2000家门店同步直播; 3、3亿优惠狂欢、爆款产品砍价; 4、红包雨+1元秒杀+锦鲤抽奖。	1、拥有3000万粉丝的家居设计师阿典直播带货; 2、定金最高增值30倍; 3、买赠空气净化器、净水器等; 4、10场红包雨	1、3M空气净化器冰点价, 买送2999元家具抵用券; 2、19800元全屋套餐; 3、爆款餐椅、沙发、乳胶枕工厂直供价抢	1、热播剧《安家》同款网红产品平价抢购; 2、橱柜、衣柜亿元补贴	1、出厂价抢购衣柜; 2、买赠慕思床垫、3M空气净化器	1、免费升级轻奢超大门; 2、秒杀莫里斯系列, 现代简约卧室套房; 3、满额加价购电器	1、索菲亚康康新品衣帽间特权定金	1、主打健康环保, 超低价健康地板; 2、超值定金增值券最高可抵1500元; 3、工厂价抢购全屋定制套餐、司米橱柜; 4、红包雨
收效	观看量3017万 免费设计数19495户 全国总订单数40401笔	770万人观看 13919笔定金 9223个设计预约	-	3月4日超过100万人观看、订单达成38898单; 3月21-23日, 成交订单数破15万单, 线上直播观看人数破1000万, 活动曝光量破3000万	超过65万人观看; 订单达成12365单	观看人数154万	超过2000万人次观看; 此前2月1日-3月16日索菲亚8司米合计直播40+场, 观看人数2000万+, 达成订单12万+	超过50万人次观看
金牌厨柜		好莱客	志邦家居	顶固集创	皮阿诺	居然之家	红星美凯龙	
活动名称	"安心宅, 放心购"直播抢工厂	大牌天团抢工厂	开门红全国直播	顶固携"利" 宅家战疫	抢免单橱柜	千场线上直播	喜临门直播	BUY家女王直播大赏
直播时间	2月28-29日8小时直播	2月21日19点-21点	2月9日17点-19点	2月14日19点-21点	2月18日12点	2月6日-8日	3月25日19点-22点	3月6日19点-22点
促销内容	1、低价秒杀活动, 9.9秒水槽, 99元秒灶具、木门、鞋柜, 999元秒餐厨柜; 3、总裁空降直播间, 砍价团购。	1、特价产品; 2、定金最高四倍膨胀; 3、下单客户享180天超长无理由退款。	1、1元秒杀周杰伦演唱会门票; 2、特价秒杀各种厨卫及家具; 3、多轮次红包雨	1、对多个套餐进行限时放价; 2、抢免单大奖; 3、多轮现金红包雨	1、半价秒杀; 2、免单抽送	旗下136家门店携上十个品牌商户在3天内举行千场淘宝直播, 1000余名导购员变身网红主播线上"种草"	1、直播当日下单金满10000元领券后即可999元换购天然乳胶防螨床垫; 2、健康优享卧室套餐6996优惠价抢购; 3、天然乳胶枕199元秒杀	1、协同6城线下分会场, 携手顾家、喜临门、雅兰、索菲亚、芝华仕、顶固、沁园、米兰之窗、红苹果等9大家居品牌; 2、五大总裁亮相直播间;
收效	超过300万人观看, 订单数10.2万个(合并计算后实际订单数约在2万+个)	超过68万人观看; 订单达成7513单	截止当日20:00订单突破1.5万个	直播观看人次达27W	-	直播场次达1045场, 观看人次近70万, 引导成交订单近1500笔, 预估成交超4000万元	-	112.72万在线观看, 商品点击超5.4万次, 爆款下订17400单

数据来源: 各公司官网, 淘宝等, 东吴证券研究所

图 7: 敏华控股 20 财年电商占比提升至 27.8%、同比+76% (单位: 百万港元)



数据来源: 公司年报, 东吴证券研究所

跟踪龙头零售订单恢复情况, 软体、成品、衣柜表现较好。综合来看, Q2 伴随疫情期间积压的家装需求释放以及房地产市场的修复, 线上线下家居消费均有显著回暖, 我们跟踪了龙头 5 月零售订单情况: (1) 精装分流下, 厨柜零售端仍然承压 (如志邦、金牌、皮阿诺 5 月厨柜零售仍有 10-20% 的下滑), 但免受精装冲击的软体 (顾家 5 月内销出货+40%、敏华 5 月内销+50%)、衣柜 (索菲亚 5 月零售接单同比+20%, 欧派衣柜正增长, 金牌、志邦衣柜保持高增)、成品 (美克 4-5 月同比转正) 表现较好; (2) 电

商销售占比高、增速快的软体龙头恢复更加强劲，顾家4月线上销售额1.09亿(+63.8%，Wind统计)，敏华4-5月线上增长分别超过60%、100%。综合来看，持续推荐软体赛道龙头**顾家家居**（20年PE 20.91X）、**敏华控股**（20年Wind一致预测PE 14.83X）以及综合优势突出的定制龙头**欧派家居**（20年PE 23.87X），并积极关注零售基因优秀的**索菲亚**（20年PE 19.05X）、**美克家居**（20年Wind一致预测PE 17.49X）！

表3：软体&成品家居公司增速&估值一览

品类	证券简称	总市值	19A营收	YOY	19A净利润	YOY	PE(2019)	20E营收	YOY	20E净利润	YOY	PE(2020)
软体家居	顾家家居	279.40	110.94	21%	11.61	17%	24.06	124.21	12%	13.36	15%	20.91
	敏华控股	263.82	121.44	8%	16.38	20%	16.11	135.73	12%	17.79	9%	14.83
	梦百合	85.26	38.32	26%	3.74	101%	22.82	49.53	29%	5.03	35%	16.96
	喜临门	45.14	48.71	16%	3.80	187%	11.87	52.63	8%	3.96	4%	11.38
成品家居	美克家居	85.54	55.88	6%	4.64	3%	18.45	50.63	-9%	4.89	5%	17.49
	曲美家居	38.26	42.79	48%	0.82	239%	46.57	47.65	11%	2.12	158%	18.05

注：标红为Wind一致预测。

数据来源：Wind，东吴证券研究所

3. 风险提示

线下客流恢复不及预期，房地产调控超预期

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（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，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴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。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也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报告。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准：

公司投资评级：

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上；

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5% 与 15% 之间；

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-5% 与 5% 之间；

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-15% 与-5% 之间；

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在-15% 以下。

行业投资评级：

增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于大盘 5% 以上；

中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对大盘-5% 与 5%；

减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于大盘 5% 以上。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>