

建筑装饰

2015 年 01 月 27 日

东易日盛 (002713)

——专注好产品，打磨标准化，厚积孕育薄发

报告原因：强调原有的投资评级

增持

维持

市场数据：2015 年 01 月 26 日

收盘价(元)	39.24
一年内最高/最低(元)	56.24/25.20
上证指数/深证成指	3381/11692
市净率	5.8
息率(分红/股价)	-
流通 A 股市值(百万元)	1225

注：“息率”以最近一年已公布分红计算

基础数据：2014 年 09 月 30 日

每股净资产(元)	6.72
资产负债率%	50.58
总股本/流通 A 股(百万)	125/31
流通 B 股/H 股(百万)	-/-

一年内股价与大盘对比走势：



相关研究

《东易日盛(002713)——利润主要看四季度，速美加速中高端市场拓展》
2014/10/24《东易日盛(002713)——家装行业第一股，合理价格区间为 20~25 元》
2014/01/10

证券分析师

陆玲玲 A0230513040001
lull@swsresearch.com

研究支持

李杨 A0230114080001
liyanyang@swsresearch.com

联系人

李杨
liyanyang@swsresearch.com地址：上海市南京东路 99 号
电话：(8621) 23297818
上海申银万国证券研究所有限公司
(隶属于申万宏源证券有限公司)<http://www.swsresearch.com>

投资要点：

- **上调 2015、2016 年盈利预测，维持“增持”评级**：由于公司 13 年开始新开店面明显加速，并且新的模式和系统上线将提高周转率，预计公司 14 年-16 年净利润为 1.27 亿/1.65 亿/2.33 亿，增速分别为 20%/30%/41%（以前为 20%/26%/31%）；对应 PE 分别为 38.2X/29.7X/21.1X。公司为家装标准化、O2O 所做的努力有望在 2015 年看到效果，具备将家装做成入口的潜质，作为 4 万亿家装市场中纯家装业务唯一上市公司，目前市值 50 亿不到，成长空间巨大，维持增持评级。
- **关键假设**：公司开店计划以及系统上线计划符合预期。
- **我与大众的不同**：1) **东易日盛是专业的整体家装解决方案供应商，四大品牌定位精准，瞄准中高端市场发力**。其中 A6 和睿筑定位高端及超高端家装，在品牌、设计和管控上相比其他公司有明显优势。速美是公司旗下的一个互联网家装品牌，定位市场空间最大的中高端家装。速美相比传统家装模式上的优势在于：（1）设计上产品化，标准化，摆脱对设计师的依赖。（2）材料供应更加集约，减少 SKU 的同时降低了成本。（3）运营管控更易标准化，可复制性强周转快。
- **2）家装有入口价值，而价值量的大小取决于持续用户量的多少，持续用户量的多少取决于品质、将家装产品化标准化复制的能力和营销能力、将家装产品化标准化复制的能力和营销能力**。家装是各类家庭消费的入口，但由于是低频高额非标类型的消费，这个入口像差异化大的手机而不是天猫或者京东这样相对差异化小的购物渠道，所以家装本身品质的控制比这个入口所承载的其他商品或服务的品质控制难得多也重要得多。品质决定对用户的吸引力，标准化决定规模能否轻资产地做大，把家装的品质和标准化做好就有巨大价值，届时将为其他需要家装作为入口的资源所依赖。
- **3）公司 18 年中高端家装经验积累奠定了好的品质基础，2015 年在标准化和互联网营销上有望有大进步**。公司在 2010-2014 年这段时间重点完善了：3D 展示和互动系统、网家科技（专注于家装营销和运营信息化建设）、施工管理体系的优化创新、供应链管理系统的建设、营销 O2O 化（包括天猫和京东店上线、自己的网络平台上线等）。这些积累有望在 2015 年看到效果，使得公司在产品化标准化上往前迈一大步。
- **4）长远看，标准化做好后，就能以“中央厨房+轻资产渠道”的方式扩张，届时规模起来后，入口价值将凸显**。公司的“中央厨房”已经有研发中心、辅材 OEM、主材集采、木作品加工厂、基于信息管理系统的供应链和施工管理体系、网家科技等，待不断完善标准化后最终将使得以“速美”为核心的标准化产品能够通过“经销商”完成销售，实现轻资产扩张。

财务数据及盈利预测

	2013	14Q1-3	2014E	2015E	2016E
营业收入(百万元)	1,592	1,228	1,921	2,588	3,649
同比增长率(%)	15.68	24.85	20.7	34.7	41.0
净利润(百万元)	106	25	127	165	233
同比增长率(%)	44.22	14.52	20.0	30.0	41.2
每股收益(元/股)	1.05	0.20	1.01	1.32	1.86
毛利率(%)	40.2	37.1	39.0	38.0	37.2
ROE(%)	25.4	3.0	25.9	29.4	34.5
市盈率	37		38.2	29.7	21.1

注：“市盈率”是指目前股价除以各年业绩；“净资产收益率”是指摊薄后归属于母公司所有者的 ROE

投资案件

投资评级与估值

上调 2015、2016 年盈利预测，维持“增持”评级：由于公司 13 年开始新开店明显加速，并且新的模式和系统上线将提高周转率，预计公司 14 年-16 年净利润为 1.27 亿/1.65 亿/2.33 亿，增速分别为 20%/30%/41%（以前为 20%/26%/31%）；对应 PE 分别为 38.2X/29.7X/21.1X。公司为家装标准化、O2O 所做的努力有望在 2015 年看到效果，具备将家装做成入口的潜质，作为 4 万亿家装市场中纯家装业务唯一上市公司，目前市值 50 亿不到，成长空间巨大，维持增持评级。

关键假设点

未来三年房地产销售增速平稳增长；家装行业集中度提升；公司新店开业速度及平效达预期；家装作为家庭消费入口的战略实施顺利。

有别于大众的认识

（1）东易日盛是专业的整体家装解决方案供应商，四大品牌定位精准，瞄准中高端市场发力。其中 A6 和睿筑定位高端及超高端家装，在品牌、设计和管控上相比其他公司有明显优势。速美是公司旗下的一个互联网家装品牌，定位市场空间最大的中高端家装。速美相比传统家装模式上的优势在于：1）设计上产品化，标准化，摆脱对设计师的依赖。2）材料供应更加集约，减少 SKU 的同时降低了成本。3）运营管控更易标准化，可复制性强周转快。

（2）家装有入口价值，而价值量的大小取决于持续用户量的多少，持续用户量的多少取决于品质、将家装产品化标准化复制的能力和营销能力。家装是各类家庭消费的入口，但因为是低频高额非标类型的消费，这个入口像差异化大的手机而不是天猫或者京东这样相对差异化小的购物渠道，所以家装本身品质的控制比这个入口所承载的其他商品或服务的品质控制难得多也重要得多。品质决定对用户的吸引力，标准化决定规模能否轻资产地做大，把家装的品质和标准化做好就有巨大价值，届时将为其他需要家装作为入口的资源所依赖。

（3）公司 18 年中高端家装经验积累奠定了好的品质基础，2015 年在标准化和互联网营销上有望有大进步。公司在 2010-2014 年这段时间重点完善了：3D 展示和互动系统、网家科技（专注于家装营销和运营信息化建设）、施工管理体系的优化创新、供应链管理体系的建设、营销 O2O 化（包括天猫和京东店上线、自己的网络平台上线等）。这些积累有望在 2015 年看到效果，使得公司在产品化标准化上往前迈一大步。

股价表现的催化剂

房地产销售持续回暖；公司的 BIM 设计系统、电商平台等上线并获得业主的认可；新开店面的销售旺盛。

核心假设风险

地产销售持续低迷；公司新店的销售额不达预期。

目录

1.家装行业龙头	5
1.1 公司概况及股权结构	5
1.2 公司主营业务分析	5
2.家装行业房地产后市场特性明显	8
2.1 家装及泛家装市场空间巨大	8
2.2 家装行业市场极为分散，整合余地大	10
3.核心优势突出，竞争力极强	11
3.1 品牌优势	11
3.2 管控优势	12
3.3 供应链优势	13
3.4 设计研发优势	14
3.三大品牌定位精准，瞄准中高端市场发力	14
3.1 A6+睿筑：深耕高端及超高端家装市场	14
3.2 互联网家装“速美”：拓展空间最大的中高端市场	16
3.3 厚积薄发，上市后拓展加速	19
4.拥抱互联网家装时代无限机遇	22
4.1 英雄时代，强者恒强	22
4.2 家装大数据可以撬动整个家庭消费大市场	23
5.关键结论及投资建议	25

图表目录

图 1: 东易日盛 IPO 后的股权结构	5
图 2: 2009-2014 (Q3) 公司营业收入增幅明显.....	6
图 3: 2009-2014 (Q3) 公司净利润大幅增长.....	6
图 4: 2009-2014 1H 分业务变化情况.....	6
图 5: 2014 1H 分业务占比情况.....	6
图 6: 2009-2014 上半年分业务毛利变化情况	7
图 7: 2014 上半年分业务毛利占比情况	7
图 8: 2009-2014 上半年分地区收入变化情况	7
图 9: 2014 上半年分地区收入占比情况	7
图 10: 2009-2014 1H 华南地区收入变化情况	7
图 11: 2009-2014 1H 分业务毛利率变化情况 (%)	7
图 12: 家装行业 2013 年产值已达 1.34 万亿.....	8
图 13: 泛家装面对的更是 4.7 万亿的巨大市场.....	8
图 14: 家装行业产值与商品住宅销售关系密切, 但复合增速高于住宅销售.....	9
图 15: 住宅竣工面积持续高速增长, 为建筑装饰行业提供强大的存量需求保证..	9
图 16: 百强企业产值占比逐年提升, 但集中度依然较低.....	10
图 17: 装饰龙头企业的市占率逐年提升.....	10
图 18: 公司有完善的信息化系统.....	13
图 19: 公司的单位面积的设计收入逐年上升.....	14
图 20: 公司设计经典“意十流”之新古典.....	14
图 22: 速美设计套餐的网上 3D 实景展示-米兰印象.....	17
图 23: 速美设计套餐的网上 3D 实景展示-卡布奇诺.....	17
图 24: 上海家庭装修预算在 10-20 万的业主占了绝大多数	18
图 25: 速美相比其他装饰公司的产品优势突出	19
图 26: 速美的 3D 模拟展示, 真实展现家庭装修后的场景.....	23
图 27: 速美的手机 APP.....	23
图 28: 家装是家庭消费的入口, 后端可以借机引申出的服务众多.....	24

表 1 : 公司在全国范围面对的主要竞争对手.....	10
表 2: 东易日盛连续多年蝉联家具装饰十强榜单高位具有明显的品牌优势	11
表 3: 东易日盛历年所获奖项众多, 具有较高的品牌知名度和口碑	11
表 4: 东易日盛的主材采购价远低于市场售价.....	13
表 5: 东易日盛家装的四大品牌	15
图 21: 公司的户均合同金额一直呈上升趋势	15
表 6: 2010 年以来公司平效呈上升趋势	16
表 7: 北上广深商业住宅的套均成交面积.....	17
表 8: 厚积薄发, 公司加快体系的完善和建设.....	20
表 9: 公司新开店面预测 (单位: 个)	21
表 10: 公司店面平均接单量预测	21
表 11: 公司平均单个订单额预测 (单位: 万元)	21
表 12: 家装业务收入预测 (万元)	21
表 13: 预计公司 14 和 15 年 EPS 分别为 1.01 元/1.32 元	26
表 14: 合并现金流量表	26
表 15: 合并资产负债表	27

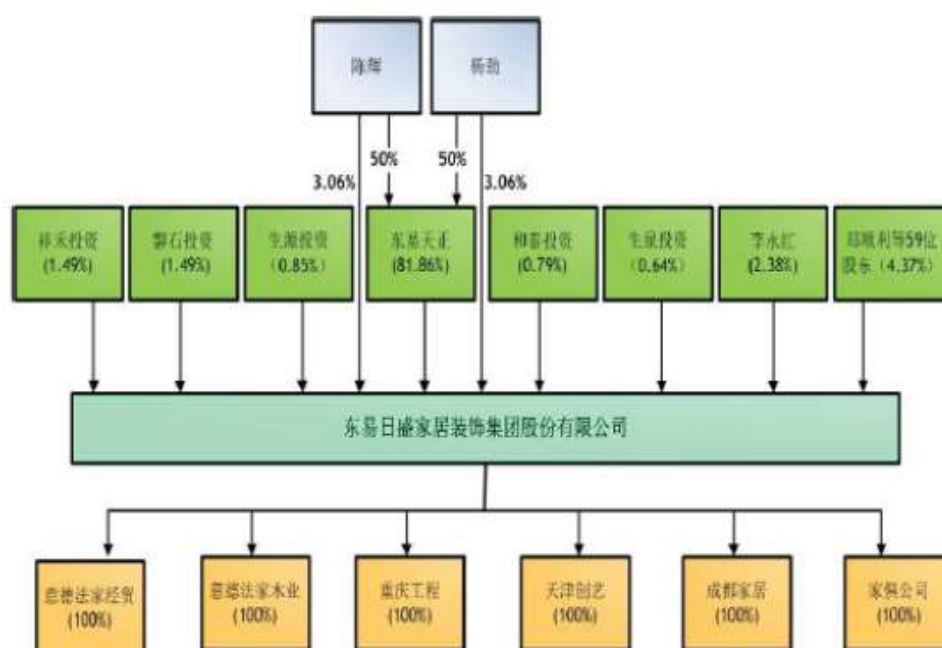
1. 家装行业龙头

1.1 公司概况及股权结构

东易日盛是专业的整体家装解决方案供应商，主要从事家庭建筑装饰设计、装饰施工、产品配套及全国性家装品牌特许经营的业务。

在股本结构上，IPO 之后，陈辉、杨劲为公司实际控制人，合计持有公司 69.74% 的股份，59 位员工合计持股比例为 3.3%。公司持股较为集中，未来有较大实施股权激励等的空间。

图 1：东易日盛 IPO 后的股权结构

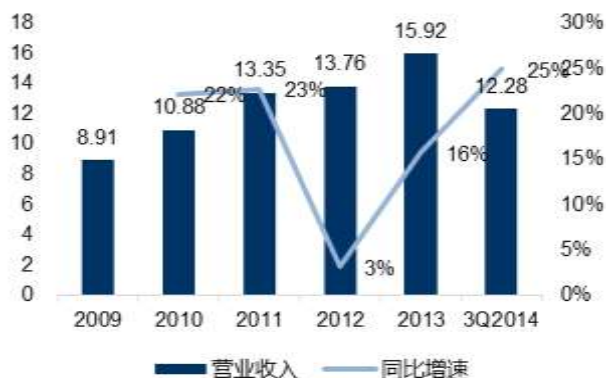


资料来源：申万宏源研究

1.2 公司主营业务分析

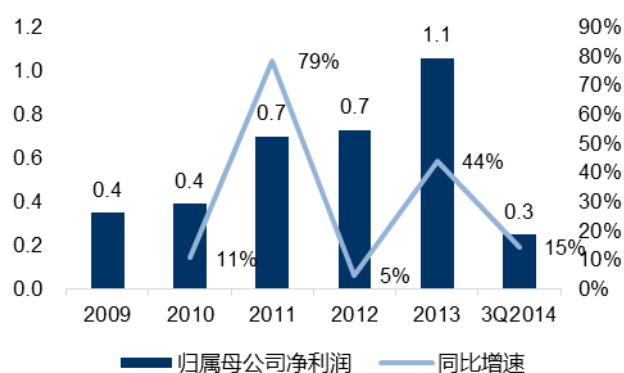
公司在过去几年营业收入增长较快，2009 年至 2013 年复合增长率达 16%，2014 年第三季度营业收入为 12.28 亿元，同比增长 25%。归属母公司的净利润年均复合增长率达 32%，2014 年第三季度净利润为 0.3 亿元，同比增长 15%。

图 2：2009-2014（Q3）公司营业收入增幅明显



资料来源：WIND、申万宏源研究

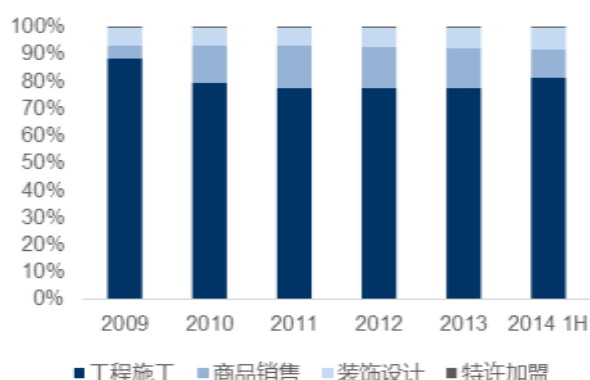
图 3：2009-2014（Q3）公司净利润大幅增长



资料来源：WIND、申万宏源研究

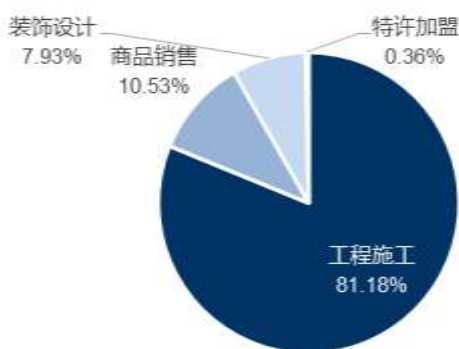
2014 上半年，公司工程施工、商品销售、装饰设计、特许加盟四块营业收入分别为 6.86 亿元、0.89 亿元、0.67 亿元和 0.03 亿元，占比分别为 81.2%、10.5%、7.9% 和 0.4%，其中工程施工业务同比增长 21.3%，商品销售、装饰设计和特许加盟分块业务分别下降 11.5%、6.5% 和 9.0%。

图 4：2009-2014 1H 分业务变化情况



资料来源：WIND、申万宏源研究

图 5：2014 1H 分业务占比情况

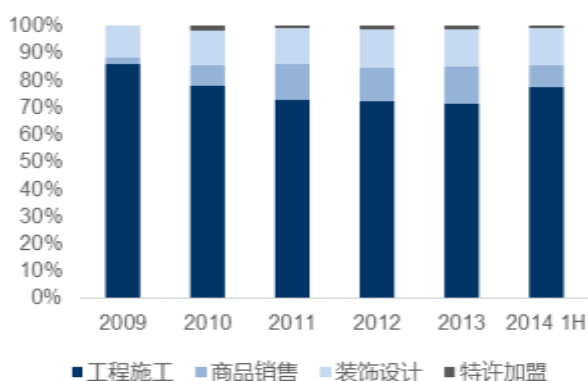


资料来源：WIND、申万宏源研究

2014 上半年公司综合毛利率为 37.7%，其中工程施工毛利率为 32.4%，商品销售的毛利率为 25.7%，装饰设计的毛利率为 57.5%，特许加盟的毛利率为 100%。

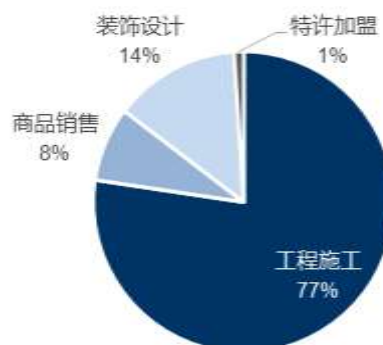
在毛利贡献上，2014 上半年工程施工、商品销售、装饰设计和特许加盟的毛利分别为 2.22 亿元、0.23 亿元、0.39 亿元和 0.03 亿元，占总毛利的比重分别为 77%、8%、14% 和 1%。

图 6：2009-2014 上半年分业务毛利变化情况



资料来源：WIND、申万宏源研究

图 7：2014 上半年分业务毛利占比情况

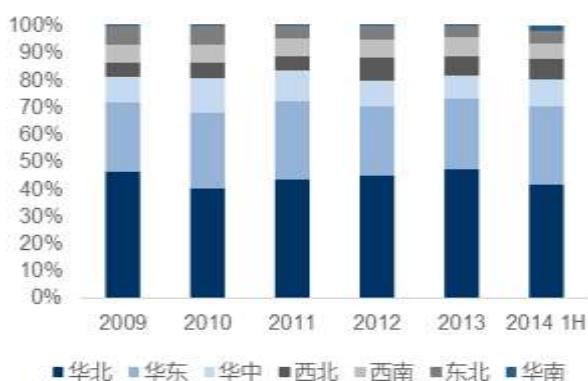


资料来源：WIND、申万宏源研究

考虑内部抵消的情况下，2009 年至 2014 年上半年，公司华北地区（京津冀环渤海经济圈）营业收入占比分别为 45.64%、44.14%、48.66%、51.69%、54.35%、45.79%，始终维持在 45% 以上；公司华东地区（长三角经济区）营业收入占比分别为 24.95%、30.96%、32.05%、28.87%、29.56%、31.50%；

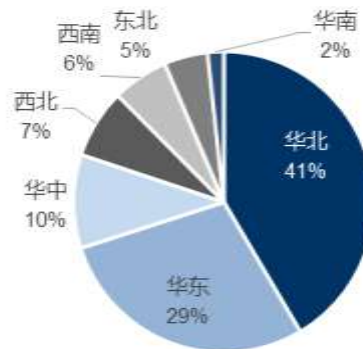
公司在华南地区业务也在加大布局，截止 2014 上半年，公司华南地区收入为 14.63 百万元，而 2013 年同期仅为 0.27 百万元，反映了公司异地扩张的加快。

图 8：2009-2014 上半年分地区收入变化情况



资料来源：WIND、申万宏源研究

图 9：2014 上半年分地区收入占比情况



资料来源：WIND、申万宏源研究

图 10：2009-2014 1H 华南地区收入变化情况

图 11：2009-2014 1H 分业务毛利率变化情况 (%)



资料来源: WIND、申万宏源研究



资料来源: WIND、申万宏源研究

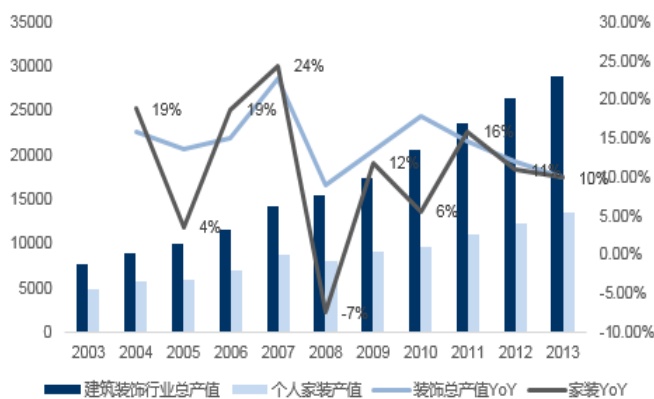
2. 家装行业房地产后市场特性明显

2.1 家装及泛家装市场空间巨大

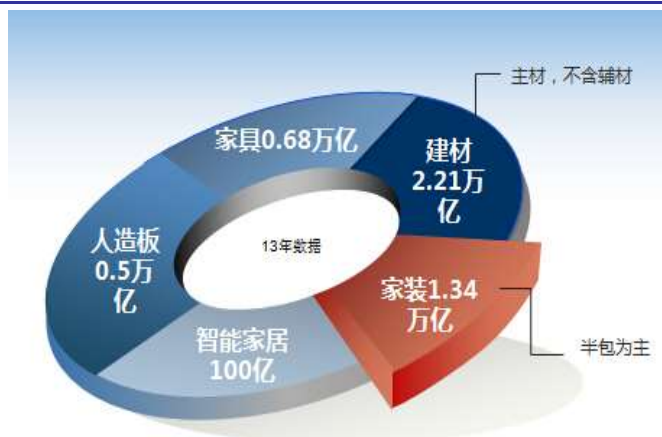
根据中国建筑装饰协会统计, 家装行业 2013 年产值已达 1.34 万亿, 2009-2013 年的复合增速为 10.5%。泛家装面对的更是 4.7 万亿的巨大市场, 还未包含其他家庭消费: 其中施工 (含辅材) 1.34 万亿, 建材 2.71 万亿, 家居 0.68 万亿, 智能家居 100 亿。

图 12: 家装行业 2013 年产值已达 1.34 万亿

图 13: 泛家装面对的更是 4.7 万亿的巨大市场



资料来源: WIND、申万宏源研究

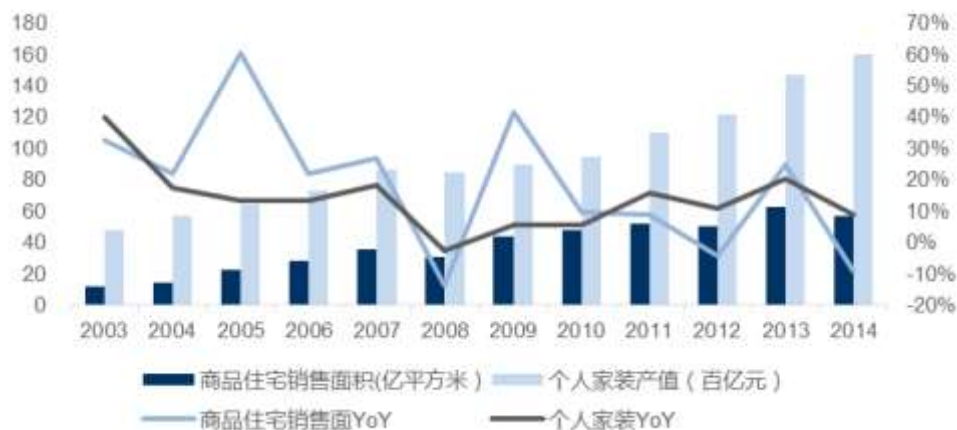


资料来源: WIND、申万宏源研究

家装具备房地产后市场特征, 不完全受制于新房销售面积。我国商品住宅销售面积 2009-2013 年的复合增速为 9.5%, 低于同期家装行业的产值复合增速 1 个百分点, 可能的原因是: (1) 在之前房价快速上行周期中, 部分投资性购房者不会再当期做装修; (2) 二次装修的增速快于新房销售增速; (3) 装修单位面积价格增速较快。

未来新房销售增速可能进入一个平缓的周期，但是家装产值受益于存量市场装修比例提升，消费升级带来单位装修价格提升，增速仍然有望保持较快速的增长。

图 14: 家装行业产值与商品住宅销售关系密切，但复合增速高于住宅销售

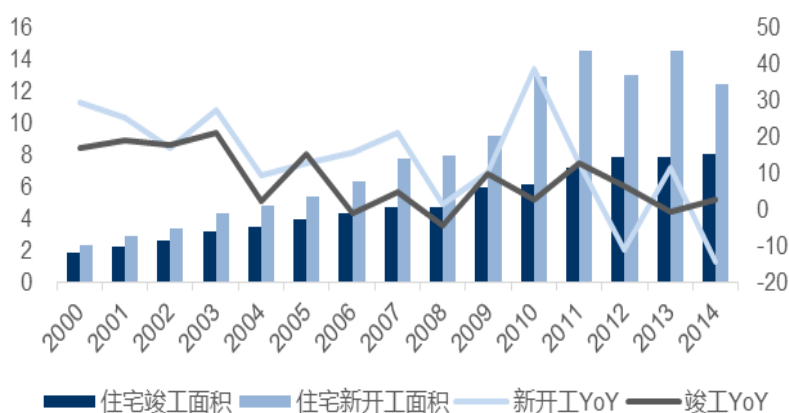


资料来源: wind, 申万宏源研究

消费升级将提供存量翻新市场，提高装修规格和翻新频率。随着人均消费水平的提高、社会地位的提高以及人们生活观念的转变，未来用于居住的消费支出比重逐步上升，对住房面积及家庭装饰的需求也会逐步升级，从而带动装饰行业的巨大需求。

同时，住宅装饰装修周期较短，一般经过 5—7 年需要重新进行装饰和装修。目前我国有 100 多亿平方米的存量住宅，随着新建住宅的竣工和使用，这部分需求将继续增长。

图 15: 住宅竣工面积持续高速增长，为建筑装饰行业提供强大的存量需求保证



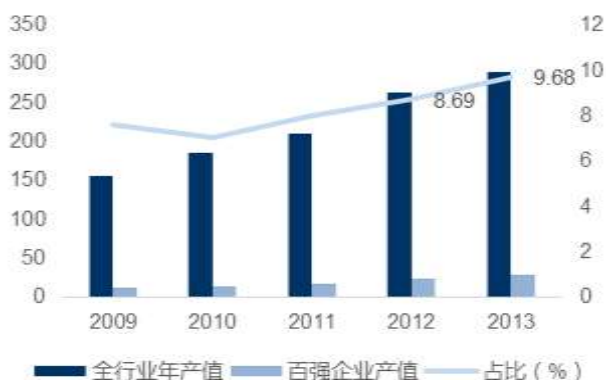
资料来源: 申万宏源研究

2.2 家装行业市场极为分散，整合余地大

据中国建筑装饰协会发布的数据显示，2013 年全行业实现年产值 2.89 万亿元，同比增长 9.88%，建筑装饰百强企业 2013 年全年总产值仅占全行业年总产值的 9.68%，平均年度主营业务收入为 17.16 亿元，

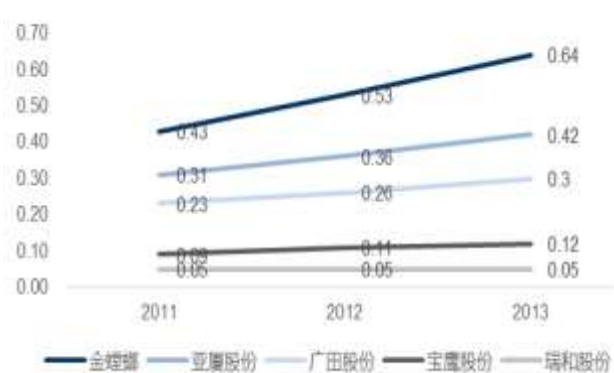
家装相比公装市场更为分散，家装规模最大的东易日盛 2013 年营业仅 15.9 亿元，而家装的行业产值 1.34 万亿，已经接近公装产值 1.55 万亿。从历史数据看，公装龙头的市场占有率在近几年一直在提升，强者恒强是发展的趋势，家装极为分散的市场格局也意味着未来整合的空间非常大。

图 16：百强企业产值占比逐年提升，但集中度依然较低



资料来源：建筑装饰协会、申万宏源研究

图 17：装饰龙头企业的市占率逐年提升



资料来源：建筑装饰协会、申万宏源研究

公司在家装行业面临的竞争对手主要包括三类：一是以业之峰、龙发为代表全国性的家装公司；二是以苏州红蚂蚁、杭州九鼎、武汉嘉禾为代表的区域性家装公司；三是以居然之家等卖场为代表的间接竞争对手。

表 1：公司在全国范围面对的主要竞争对手

分类	公司	主营业务	东易日盛的优势
全国性家装公司	业之峰	住宅及大型公用建筑设计	市场定位有明显差异
	龙发	装饰装修、商务贸易、家居产品生产和物流配送	
区域性家装公司	苏州红蚂蚁	设计服务、材料选购、定制家具、环保工艺、终端售后	全国性的品牌优势
	杭州九鼎	住宅、酒店、商铺、写字楼等设计与施工	
	武汉嘉禾		
间接竞争对手	居然之家	家居卖场成立自家家装公司	在资质、业务等方面更为专业

资料来源：申万宏源研究

表 2：东易日盛连续多年蝉联家具装饰十强榜单高位具有明显的品牌优势

2010	2011	2012	2013
龙发	东易日盛	东易日盛	东易日盛
东易日盛	广东星艺	广东星艺	龙发
广东星艺	龙发	北京业之峰	业之峰
聆海	聆海	龙发	北京元洲
深圳居众	北京业之峰	聆海	广东星艺
武汉嘉禾	武汉嘉禾	武汉嘉禾	九鼎装饰
北京业之峰	深圳居众	深圳名雕	名雕
北京元洲	浙江九鼎	浙江九鼎	实创装饰
浙江九鼎	深圳海大	北京元洲	轻舟装饰
江苏红蚂蚁	北京元洲	深圳居众	嘉禾装饰

资料来源：公开资料（注：以上数据为非官方数据，仅供参考）

3. 核心优势突出，竞争力极强

3.1 品牌优势

公司成立于 1997 年，大约 2000 年开始，公司开始出现比较明确的品牌化经营思路，并于同年成立了全国第一家非营利性的家装设计研究所，对提高设计质量和品牌知名度起到非常大的帮助。2010 年，公司被国家工商总局评定为“中国驰名商标”，是首个室内装饰行业获奖者。2004 至 2010 年，公司连续七年入选由世界品牌实验室发布的“中国 500 最具价值品牌”排行榜，是家装企业中上榜次数最多、品牌价值最高的企业。2013 年，公司连续三年蝉联中国建筑装饰协会、中国指数研究院主办的中国家居百强企业家装公司第一名。柳传志、陈发树、敬一丹、陈宝国、孙红雷、陈鲁豫、贾平凹等诸多名人都是公司的客户。

在家装这个市场分散度极高，鱼龙混杂的行业，品牌知名度和良好的口碑是赢得客户信任、提高市场占有率的关键因素之一。东易日盛一直重视自身品牌形象的建立，百强家装公司第一名，第一家家装上市公司等荣誉为公司树立了重要的品牌优势。

表 3：东易日盛历年所获奖项众多，具有较高的品牌知名度和口碑

年份	月份	获奖情况
2010 年	1 月	“东易日盛”被国家工商总局认定为“中国驰名商标”
	2 月	荣获“2009 中国住宅精装修企业实力榜”第八名
	3 月	获评“2009 年中国房地产开发企业 500 强建材采购首选品牌（橱柜类）”
	7 月	获得由《时尚家居》颁发的“十年家居推动奖”

	11月	获《京华时报》主办的“第三届‘拇指之尊’京城百姓最钟爱家居建材品牌”
	12月	荣获“力”江苏广播2010“年度最具影响力家居品牌”
2011年	1月	公司获得由北京市税务系统颁发的“纳税信用A级企业”称号
	6月	蝉联由北京市工商局认定的“北京市著名商标”称号(2010-2013)
	11月	设计作品获第十九届亚太设计大奖赛居住空间类银奖
	1月	东易日盛被搜狐家居评为“消费者喜爱品牌”
2012年	2月	被中国建筑装饰协会评为“全国住宅装饰装修行业绿色低碳”企业
	5月	被中国建筑装饰协会、北京市建筑装饰协会评定为“建筑装修装饰工程专业承包AAA级信用企业”
	6月	中国建筑装饰协会、中国指数研究院评定的“2012中国家居产业百强企业家装第一名”
2013年		中国指数研究院、中国装饰装修及材料指数系统主办“2013年中国家居产业百强企业研究成果发布会”，东易日盛被评为“2013中国家居产业百强企业”家装类第一名
	6月	会”，东易日盛被评为“2013中国家居产业百强企业”家装类第一名
	7月	荣登“2014年中国最具价值品牌500强榜单”
2014年	9月	第五届筑巢奖中东易日盛有34位设计师获奖，占一全部奖项的十分之一
	12月	被搜狐焦点家居评为“2014最值得信赖的装修品牌”
	12月	设计作品获亚太室内设计大奖别墅类金奖
2015年	1月	荣获“2014年北京家庭居住装饰装修行业资信等级AAA级”奖项

资料来源：申万宏源研究

3.2 管控优势

完善的内部管控体系是家装公司实现业务大规模扩张，保证装修品质统一和规模经济的核心要素。公司管控体系的优势是：

(1) **工人管理体系**。公司的业务覆盖全国范围，在工人管理上，由总部统一招聘、培训、调配工人，确保每个工人都接受过东易日盛施工细节的培训，从而保证每个东易日盛的施工项目都能有如一的质量品质。公司的工人管理体系不同于其他装饰公司简单把业务分包给当地工程队的模式，这种精细的工人管控有利于业务扩张和质量管理。

(2) **排单系统**。公司的排单系统可以根据历史客户反馈甄别出较优质的施工队，然后根据目前在手订单的情况，用一套计算方法自动给施工队排单，从而避免了施工队贿赂排单人员带来的腐败问题，同时也有利于形成正面的激励机制，用好的订单激励优秀的施工队。

(3) **ERP系统**。公司2006年开始研发ERP等现代化的管理工具，实现管理的信息化、科学化、规范化，强调有效的绩效管理、完善的业务体系管理，实现了家装设计、预算、配材、施工、监理、验收和回访等各服务流程的有机结合，建筑装饰全过程（包括客户接待、服务报价、签订合同、工程施工、客户结算直至售后服务）信息（工程进度、员工绩效、客户满意度、回款情况、成本控制等）实现实时监控（公司独立董事金志国为现任青岛啤酒股份有限公司董事长，青啤ERP系统缔造者）。我们认为，只有实现从“人管”到“系统管”的突破，才能保证家装企业业务全国扩张的顺利实现。

(4) 信息化建设。搭建了支持主营业务发展的家装销售管理平台（HDS），并已获得计算机著作权，实现了集团 A6L 前端业务与后台财务、产品供应链管理的无缝衔接，形成以 ERP 系统为基础的覆盖直营、特许的一体化家装销售系统，以 SAP 平台为基础的统一的集团财务业务一体化运营系统，以 OA 办公系统为基础的信息化管理平台和以完备的 ERP、SAP 运营数据为基础的东易商务智能决策系统，经过对业务操作流程优化和标准化管理完善，有效实现了集团管理创新和效率提升。

图 18：公司有完善的信息化系统



资料来源：申万宏源研究

3.3 供应链优势

公司早在 2005 年便开始建立了主辅材采购体系，通过母公司直接对主材和辅材进行采购和配送，目前所有的建材都由意德法经贸、意德法家木作负责发送。我们认为，这种统一采购模式的优势在于：（1）避免设计师和工长通过带客户买材料从而获取私人利益的行为，提高了装修性价比和客户体验；（2）材料的质量和品质更有保障，防止以次充好；（3）集中采购有利于形成采购的规模经济，降低采购价格；（4）公司的部分辅材同知名厂商合作，直接生产东易日盛贴牌的辅材，这种模式既降低了采购价格，又避免偷工减料的发生（贴牌商品无法在市场上流通）。

表 4：东易日盛的主材采购价远低于市场售价

类别	产品编号	产品型号	单位	市场 标 价	东易 销售 价	厂家与东易 结算价	毛利率
瓷砖类	MK131430	A 类 CZ8918AS (800*800)	元/片	446.72	402.05	261.33	35%
	MK131431	76703K2 (80*80)	元/片	30.00	27.00	18.90	30%

设备类	LNZY01009-B	管材 DN20 超薄	元/平方米	370.00	240.00	168.00	30%
	LNAY00148-B	(650-850)×150	元/套	168.00	159.60	127.68	20%
地板类	FM1252	BEA303 冰岛白橡	元/平方米	339.00	339.00	288.15	15%
	FM1389	SEI460 君悦玉橡	元/平方米	396.00	396.00	336.60	15%

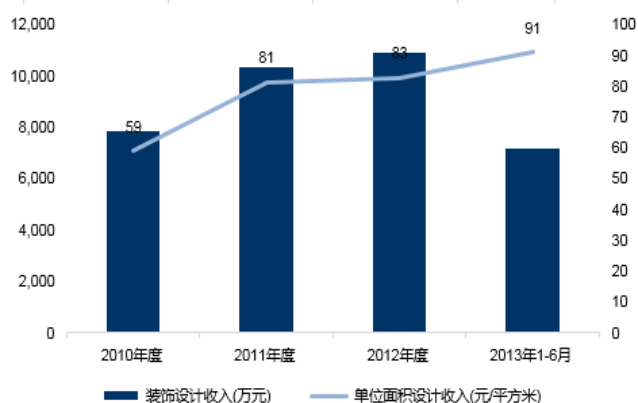
资料来源：申万宏源研究

3.4 设计研发优势

装饰公司优秀的设计研发水平有助于获得高端订单和实现设计的套餐化、标准化。公司2000年就聘请意大利著名设计师 Danilo Beltrame（中文名：毕达宁）为公司首席设计师，同年成立全国第一家非盈利性家装设计研究所，对家装设计进行深入研究，并十年坚持定位在高端市场，培养了837人的优秀设计团队，设计作品在全国一系列重大家庭装饰设计大赛中获得了众多奖项，创造并引领了“欧洲四大风尚”、“意十流”等家装设计流行趋势。2011年推出“三宅·一生”生活方式，从“宜居、乐居、隐居”三重家居文化，打造精英阶层高品质家居生活。

在研发方面，公司拥有并重视包括在生活方式规划、风格体系研发、基础工艺材料应用、木作产品开发与设计、家装产品整合、专业设备配套、信息化系统及专业软件开发等7个方面在内的完整研发体系。

图 19：公司的单位面积的设计收入逐年上升



资料来源：WIND、申万宏源研究

图 20：公司设计经典“意十流”之新古典



资料来源：WIND、申万宏源研究

3. 四大品牌定位精准，瞄准中高端市场发力

3.1 A6+睿筑：深耕高端及超高端家装市场

公司上市时有三大直营家装品牌，分别是原创、A6 和速美集屋。原创定位精英阶层，做中小别墅整体方案，A6 做中大型公寓整体方案。上市后做了微小调整，A6

向上增加了睿筑业务，面对塔尖客户财智阶层，做大型别墅整家提供商，现在做的业务每套最小1000万，平均1500~2000万，高的可以做到3000万。

A6业务针对大型公寓整体方案，定位是高端人群。目前仍然是东易日盛主要的盈利来源。

A6 向下增加速美集屋（速美）业务，主要定位白领为代表的中高端客户，不是做传统家装，是包括设计、施工、主材、固定家具、活动家具和厨电，甚至包括灯具配饰的整家产品。在不包括灯具和配饰的情况下，主流产品在每平方米1200~2000元之间，主要针对的户型在50~120平方米。

表 5：东易日盛家装的四大品牌

	目标定位	面积大小	价格
睿筑	大型别墅	200平以上	整套1000万以上
原创	中小型别墅	200平以上	10000元左右/平米
A6	一般住宅	100-200平	2000-5000元/平米
速美	一般住宅	50-120	1200-2000元/平米

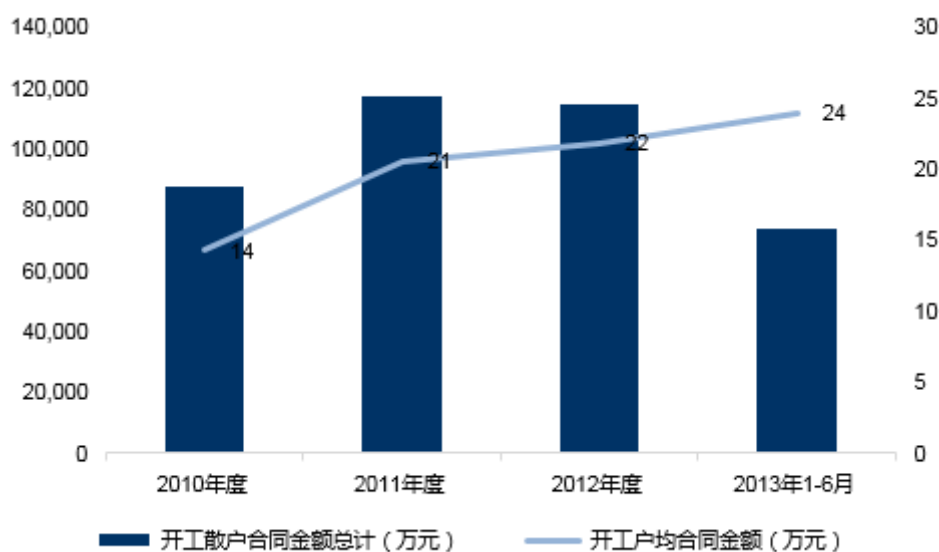
资料来源：申万宏源研究

公司客户定位于大户型和中大户型客户，主要集中在一二线城市等经济发达地区，未来公司将在巩固经济发达地区优势地位的基础上，加快向三四线城市的扩张。2010年以来，公司的户均合同金额一直呈上升趋势，从2010年的户均14万上升到2013年上半年的户均24万元，增长了71.4%。

公司上市前门店扩张较慢，上市后加快了门店扩张和城市的布局，14年上半年比13年上半年新增了16家直营分公司至79个，直营店覆盖城市新增7个至51个。

从2010年至2012年度看，公司店面的平效一直在提升（平效=营业收入/直营店经营面积总额），从2010年的2.54元/平方米提升至2012年的3.1元/平方米，说明店面的经营效率会随着店面的运转成熟而逐渐提升。

图 21：公司的户均合同金额一直呈上升趋势



资料来源：申万宏源研究

表 6：2010 年以来公司平效呈上升趋势

时间	店面数量(个)	营业面积 (平方米)	营业收入(万元)	平均平效 (万元/平方米)
2013年 1-6月	85	49,596.81	57,598.41	1.16
2012 年度	75	39,040.50	121,120.32	3.10
2011 年度	76	39,548.21	112,145.05	2.84
2010 年度	75	39,674.62	100,712.19	2.54

资料来源：申万宏源研究

东易日盛 A6 相对其他装饰公司的优势在于：（1）**品牌优势**。如果把家装需求按品质分成 0-100 档，A6 做的是 70-80 这一档，这一档的需求人群对装修的质量品味有较高的要求，在鱼龙混杂的家装市场，通常愿意选择有绝对品牌优势的公司。（2）**设计服务**。A6 的目标人群通常对审美也有较高的要求，而公司也非常重视设计师的培养，不仅有东易大学专门培训，还会定期送一批设计师出国学习，公司设计师的素质具备市场竞争优势。

3.2 互联网家装“速美”：拓展空间最大的中高端市场

东易日盛速美是公司旗下的一个互联网家装品牌，是以营销互联网化、设计套餐化、材料 F2C 化、管控精细化为发展方向，定位市场空间最大的中高端家装，未来公司将投入大量精力建设该品牌分支。速美的的客户定位是事业处在上升期的年轻白领人群，通常瞄准 50-120 平米的普通住宅（A6 是瞄准 120 平米以上公寓），楼盘房价在 1.8-4 万元/平米的住宅。

速美是套餐化的整家装修。速美不做简单的清包和半包装修，而是做一站式整家装修，装修内容包括硬装+家具+部分家电。速美的设计免费，但都是由总部的毕达宁等大师总设计，而且不断迭代，设计的质量非常高，目前有9中风格，不同风格的价钱有差别，未来会增加到20款左右。价格在1200—2000元/平方米。

图 22：速美设计套餐的网上 3D 实景展示-米兰印象



资料来源：WIND、申万宏源研究

图 23：速美设计套餐的网上 3D 实景展示-卡布奇诺



资料来源：WIND、申万宏源研究

速美面向的是家装市场中空间最大的一块。如果沿用前面提到的标准，速美针对的是 50-70 这一档的人群，这块家装以前主要是靠“游击队”和零散的小家装公司在做，但是随着消费升级，80、90 后消费能力的提升，这块市场的价值越来越大。从北上广深的套均成交面积来看，平均面积都是落在 60-130 平米范围，北京的平均成交面积一直呈降低趋势，说明住房的面积呈减小化，深圳虽然近几年一直是上升的，但其基数为 4 个城市中最低的。

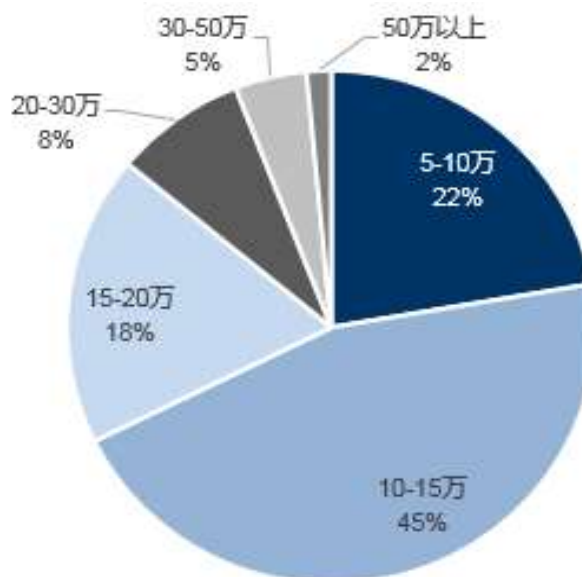
表 7：北上广深商业住宅的套均成交面积

	上海	北京	广州	深圳
2008		110.39		
2009		114.42	115.33	
2010		110.73	109.77	86.80
2011	101.49	106.46	116.62	85.37
2012	101.57	107.18	115.78	86.06
2013	107.27	106.74	113.40	92.43
2014	102.01	98.89	115.38	96.29

资料来源：申万宏源研究

根据艾瑞网的统计，装修预算在 10-20 万的业主占了绝大多数。艾瑞网做了上海家庭装修预算的市场调研，发现装修预算在 10-20 万的业主占了 63.7%，上海装修业主呈现的特征是：以中等收入家庭为主，年龄多在 25-34 岁，占比为 58.7%，中基层职员为主，本科和专科学历最多（占 60%以上），已婚有孩子为主（占 65.2%）。

图 24：上海家庭装修预算在 10-20 万的业主占了绝大多数



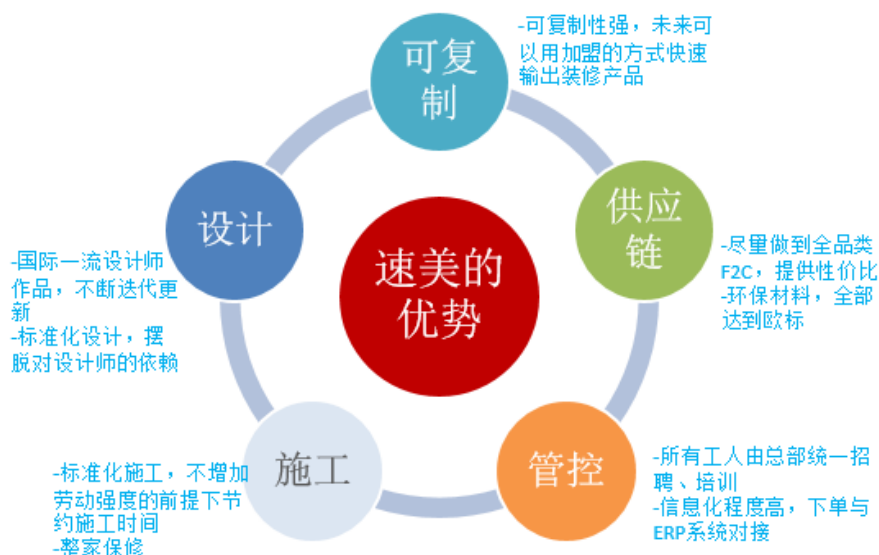
资料来源：申万宏源研究

速美是标准化套餐式的整家装修，相比传统家装模式上的优势在于：（1）设计上产品化，标准化，摆脱对设计师的依赖。传统家装营销对设计师水平要求较高，但是又很难避免设计师水平参差不齐的问题，速美是产品化的设计，由设计大师做好设计方案，具体营销时只需要出施工图，降低了设计成本，同时也避免了设计师乱加项等问题。（2）标准化套餐避免施工队乱加项。增项过多是传统家装造成业主体验差的重要因素，标准化的套餐可以避免加项的问题，但是实施效果还要看公司的执行力。（3）材料供应更加集约，减少 SKU 的同时降低了成本。套餐化减少材料的品类，有利于做集采，降低采购成本，提高装修的性价比。（4）施工标准化。由于加强了施工流程管理，每一步都有相应规范，速美可以做到在 12 小时内完成设计，后期改动较少，装修可以在 30-45 天内完成。（5）可复制性强。速美是标准化的设计、施工，总部有完善的供应链和管控体系支持，待速美的模式运营完全成熟以后，公司可以用加盟的方式迅速向三四线城市扩张，加盟商类似于一个财务投资者，管理压力小，容易实现盈利。

速美的推广相较于其他家装公司的优势在于：1）品牌优势给异地扩张带来极大优势；2）拥有 17 年的行业经验，对用户有更深刻的理解，在方案设计和供应链选

品以及辅材的 OEM 上更容易获得认同；3) 在供应链、工程管理等 方面已经有完善的体系，丰富的经验。

图 25：速美相比其他装饰公司的产品优势突出



资料来源：申万宏源研究

3.3 厚积薄发，上市后拓展加速

2010-2014 年，公司外延式扩张较慢，主要以修炼内功为主，在这段时间公司重点完善了：

(1) **3D 展示和互动系统**。这套系统将实现家装效果的全 3D 展示和 BIM 设计，业主可以从网上挑选装修风格、材料、家居等，自主设计完成后就可以看到相应报价，以后也不会有增项。BIM 智能设计可以将已做好了的设计自动匹配到相近户型，自动做出新设计，提高效率，降低成本，同时可以在网上为业主演示施工的每一步过程，让业主更加放心。**3D 展示和互动系统的实现可以提高公司营销能力，降低设计成本。**

(2) **“云家居”平台建设，网家科技**。“云家居”是公司面对目前业务的电商化和互联网化布局，线上以网上展示、微信、移动 APP 等方式实现客户精准定位和引流，线下提供优质装修服务，并负责收集客户资料，然后再回到线上，利用大数据做业主关系维护、电子商务等，家装是家庭消费的前端，其大数据挖掘具备很高的可行性和商业价值。

(3) **施工管理体系的优化创新**。公司重新梳理了家装进度各环节，例如什么工序是并行或串行等，梳理环节后做到施工流程标准化，实现手机 APP 上线后，客户可以通过 APP 登陆看到装修的进度和现场的图片。**施工体系优化需要在多次装修过**

程中不断的摸索和学习，施工标准化有利于在不增加劳动强度的情况下缩短工期，降低成本，提高施工质量。

(4) 供应链管理系统的建设。公司的供应链体系不仅要全品类总公司集采，而且实施 JIT 管理，精确计算每一个施工节点，保证材料准时、准确的送到施工现场，把设计、劳务施工和建材在技术平台上串联在一起，任何一点的变动，都会实时关联到项目上。

(5) 用互联网思维做业务创新。公司在运用互联网工具和思维上做了很多尝试，致力于打造速美的极致化产品，并采用 C2B 的模式，让业主参与到产品的设计和流当中，并鼓励业主用微信、微博等方式传播产品，形成讨论社区，打造东易产品的族群，培养客户忠诚度。公司还利用社区店，让产品以更低成本，更高效的方式在新开社区展示。另外还在天猫上开设东易日盛的网店，并打算在京东、土巴兔等网站继续开设网店，还可能与银行合作做互联网金融产品等。

表 8：厚积薄发，公司加快体系的完善和建设

项目	内容	优势
3D 展示和互动系统	实现家装效果的全 3D 展示和 BIM 设计	业主可以自主设计，完成后直接看到报价，没有增项；BIM 设计提高效率，降低成本，同时可以在网上为业主演示施工的每一步过程
“云家居”平台建设，网家科技	线上以网上展示、微信、移动 APP 等方式实现客户精准定位和引流，线下提供优质装修服务，并负责收集客户资料，然后再回到线上，利用大数据做业主关系维护、电子商务等	家装是家庭消费的前端，其大数据挖掘具备很高的可行性和商业价值
施工管理体系的优化创新	公司重新梳理了家装进度各环节	施工标准化有利于在不增加劳动强度的情况下缩短工期，降低成本，提高施工质量
供应链管理系统的建设	总公司集采，实施 JIT 管理	降低采购成本，精确计算每一个施工节点，保证材料准时、准确的送到施工现场，把设计、劳务施工和建材在技术平台上串联在一起
用互联网思维做业务创新	打造速美的极致化产品，采用 C2B 模式；培养族群；建社区店；开天猫网店；与银行合作做互联网金融	增加业主参与感，提高忠诚度，降低展示成本等

资料来源：申万宏源研究

随着 2014 年公司管控体系和供应链建设基本成熟，为外延式扩张打好了基础，预计未来几年公司的新店开设会明显加速。公司新开业的店面基本第一年就基本可以盈亏平衡，第二年开始盈利：新开店面的固定投资（包括装修、产品展示、办公用品等）一般为 5000 元/平方米，分三年提折旧，配备 40-50 名员工，一年的房租和员工基本工资大约 60 万元。假设一个 1000 平方米的店面，A6 毛利率大约 40%，减去 3% 的营业税，5% 的员工提成，5% 的推广费用，则当年实现收入 840 万收入就可以盈

亏平衡，对应平效为 0.84 万元/平米，离老店 3.1 万元/平米的距离很大，意味着未来提升空间还有很多。

预计 2013-2016 年，公司 A6 新开店面数为 25、25、20、20 个，速美新开店面数为 0、5、15、20 个，假设单个订单额小幅增长，单个店面的接单量由于公司互联网化和标准化的提升而增加，则对应 14-16 年散户家装收入为 19.1、25.8、36.4 亿元，增速为 21.2%、34.8%、41.1%。但是由于开店存在一定固定费用，前几年利润的增速应该略低于收入增速。

表 9：公司新开店面预测（单位：个）

	2013		2014E		2015E		2016E	
	新增	存量	新增	存量	新增	存量	新增	存量
A6	25	110	25	135	20	155	20	175
速美	-	0	5	5	15	20	20	40

资料来源：申万宏源研究

表 10：公司店面平均接单量预测

	2010	2011	2012	2013E	2014E	2015E	2016E
A6 新增				50	51	56	65
速美新增				70	85	100	115
睿筑					0	5	10
A6 老店	82	75	70	72	72	75	80

资料来源：申万宏源研究

表 11：公司平均单个订单额预测（单位：万元）

	2010	2011	2012	2013E	2014E	2015E	2016E
A6	14.3	20.6	21.8	23.4	23.4	24.2	25.8
速美					16	17	19
睿筑					1000	1100	1200

资料来源：申万宏源研究

表 12：家装业务收入预测（万元）

	2013		2014E		2015E		2016E	
	新增	存量	新增	存量	新增	存量	新增	存量
A6	14625	143208	14918	173043	13552	219010	16770	279801

速美	0	0	3400	12750	7225	21850	33725
睿筑				0	5500		12000
合计		157833		191361		258037	364146
增速				21.2%		34.8%	41.1%

资料来源：申万宏源研究

4. 拥抱互联网家装时代无限机遇

4.1 英雄时代，强者恒强

随着互联网对传统家装行业的变革加深，行业的集中度必然呈现提升趋势。互联网将对家装行业的经营模式和竞争思维产生巨大的影响，从而提高行业的规模经济性和大公司的市场竞争力。

行业的发展成熟和互联网的出现提升家装行业的规模经济性：（1）营销方式变革，原来依靠业务员地面推广，业务员拿提成，没有规模经济性，未来更多依靠互联网推广，前期固定投入大，所以是规模经济的。（2）越来越多人接受整家装修的模式，只有建立了完善供应链的企业才更有竞争力，集约采购的规模经济性很强。

行业的发展成熟和互联网的出现赋予优秀大公司更强的竞争力，原因在于：

（1）互联网营销：透明、高效、口碑。

新的环境下，家装的营销方式也逐渐发生变化，包括3D展示营销、电商营销、移动APP营销等方式。3D展示营销可以让业主自己选择装饰风格、材料、做设计等，并真实展示家庭装修好后的效果，同时报出预算，只要不改设计就没有增项，对营销的帮助很大，现在东易日盛、亚厦股份、居泰隆等公司都在使用这样的营销方式。

此外家装公司也开始尝试采用微信、电商、移动APP等方式来营销，并结合大数据的应用，使营销的精准性更强，效率更高。新的营销方式变革不仅需要大量的资本投入，同时也增加了信息的透明度和口碑传播速度，方便业主跟踪判断，也就使优胜劣汰的机制体现更加充分。

图 26：速美的 3D 模拟展示，真实展现家庭装修后的场景



资料来源：WIND、申万宏源研究

图 27：速美的手机 APP



资料来源：WIND、申万宏源研究

(2) 互联网思维：先有用户，然后创造价值。

互联网思维已经在深刻的影响着传统行业，家装是互联网金融、软装、家政、婚庆等一系列家庭消费的前端入口，家装的过程可以让公司积累一批有粘性、优质的客户资源，传统的家装却当一锤子买卖在做，完全浪费了其背后的巨大价值。

我们预计未来不久，就会出现做家装附带全生命周期有条件保修，软装定时更换等后续服务，以增加客户粘性，然后通过利用家庭消费渠道来获取更大的利益，而硬装的售价也会逐渐降低。因而在互联网思维的驱使下，最终一定是最有企业家精神的一批家装公司胜出，行业集中度会大大提升。

4.2 家装大数据可以撬动整个家庭消费大市场

家装的过程需要和客户进行深入、长时间的沟通服务，让公司有足够的机会了解家庭的成员、偏好、消费习惯等等，好的服务不仅有利于后续营销，也会大大提升客户对平台的粘性。

家装后端可以借机引申出的服务包括：

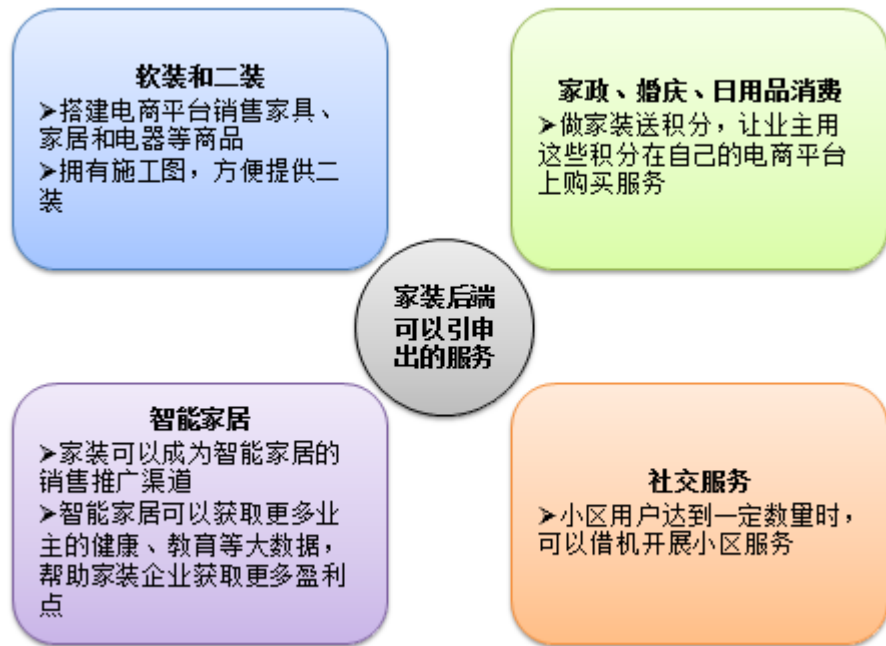
(1) **软装和二装**。这是最直接的后续消费，家装公司具备渠道优势，具备一定规模后，可以搭建电商平台销售家具、家居和电器等商品。此外初装也让家装公司拥有家庭的施工图，可以为业主提供更专业、便利的二次装修。

(2) **家政、婚庆、日用品消费**。未来可能通过做家装送积分，然后让业主用这些积分在自己的电商平台上购买家政和家居品的方式，打开为业主提供日用消费的入口，自己的电商平台也可以得到更多支持。

(3) **利用智能家居拓展家庭健康、医疗、教育大消费。**家装和智能家居有天然的良好结合性，家装可以成为智能家居的销售推广渠道，智能家居可以获得更多业主的健康、教育等大数据，通过分析运营获取新的盈利点，使家装公司从一个传统的装饰服务商向大数据运营服务商转型，找到更多的、可持续的盈利点。

(4) **社交服务。**家装企业在小区的用户达到一定数量时，就可以利用这一优势开展小区社交服务，既可以增加客户粘性，又可以深入挖掘业主的消费需求。

图 28：家装是家庭消费的入口，后端可以借机引申出的服务众多



资料来源：申万宏源研究

4.3 深厚积累为撬动家庭消费大市场做足准备

家装有巨大的入口价值，而价值量的大小取决于持续用户量的多少，持续用户量的多少取决于品质、将家装产品化标准化复制的能力和营销能力。家装是各类家庭消费的入口，但由于是低频高额非标类型的消费，这个入口像差异化大的手机而不是天猫或者京东这样相对差异化小的购物渠道，所以家装本身品质的控制比这个入口所承载的其他商品或服务的品质控制难得多也重要得多。品质决定对用户的吸引力，标准化决定规模能否轻资产地做大，把家装的品质和标准化做好就有巨大价值，届时将为其他需要家装作为入口的资源所依赖。

长远看，标准化做好后，就能以“中央厨房+轻资产渠道”的方式扩张，届时规模起来后，入口价值将凸显。公司的“中央厨房”已经有研发中心、辅材 OEM、主材集采、木作品加工厂、基于信息管理系统的供应链和施工管理体系、网家科技等，待

不断完善标准化后最终将使得以“速美”为核心的标准化产品能够通过“经销商”完成销售，实现轻资产扩张。公司在家装产品、服务和标准化上的深厚积累将为以后充分挖掘家装的入口价值奠定良好的基础。

5. 关键结论及投资建议

上调 2015、2016 年盈利预测，维持“增持”评级：由于公司 13 年开始新开店面明显加速，并且新的模式和系统上线将提高周转率，预计公司 14 年-16 年净利润为 1.27 亿/1.65 亿/2.33 亿，增速分别为 20%/30%/41%（以前为 20%/26%/31%）；对应 PE 分别为 38.2X/29.7X/21.1X。公司为家装标准化、O2O 所做的努力有望在 2015 年看到效果，具备将家装做成入口的潜质，作为 4 万亿家装市场中纯家装业务唯一上市公司，目前市值 50 亿不到，成长空间巨大，维持增持评级。

表 13：预计公司 14 和 15 年 EPS 分别为 1.01 元/1.32 元

百万元、元	2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E
一、营业收入	1,335	1,376	1,592	1,921	2,588	3,649
二、营业总成本	1,250	1,289	1,465	1,773	2,391	3,366
其中：营业成本	867	874	952	1,172	1,604	2,293
营业税金及附加	42	46	49	60	80	113
销售费用	252	266	325	378	500	679
管理费用	88	102	133	158	207	292
财务费用	(6)	(5)	(7)	(6)	(15)	(26)
资产减值损失	6	5	13	13	15	15
加：公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	5	5	5
三、营业利润	85	88	127	153	202	288
加：营业外收入	7	7	9	8	8	8
减：营业外支出	(0)	1	1	1	1	1
四、利润总额	91	94	135	160	209	296
减：所得税	21	21	29	34	44	63
五、净利润	70	73	106	127	165	233
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
归属于母公司所有者的净利润	70	73	106	127	165	233
六、基本每股收益	0.69	0.73	1.05	1.02	1.32	1.86
全面摊薄每股收益	0.56	0.59	0.85	1.01	1.32	1.86

资料来源：申万宏源研究

表 14：合并现金流量表

百万元	2012	2013	2014E	2015E	2016E
净利润	73	106	127	165	233
加：折旧摊销减值	31	43	26	33	39
财务费用	0	0	(6)	(15)	(26)
非经营损失	(2)	(6)	(5)	(5)	(5)
营运资本变动	107	171	117	229	365
其它	0	0	0	0	0
经营活动现金流	181	314	259	407	606
资本开支	86	34	50	50	60
其它投资现金流	0	0	5	5	5
投资活动现金流	(86)	(34)	(45)	(45)	(55)
吸收投资	0	0	0	0	0
负债净变化	0	0	0	0	0
支付股利、利息	34	37	71	78	94

其它融资现金流	0	0	0	0	0
融资活动现金流	(34)	(37)	(71)	(78)	(94)
净现金流	60	243	143	284	457

资料来源:申万宏源研究

表 15: 合并资产负债表

百万元	2012	2013	2014E	2015E	2016E
流动资产	694	944	1,120	1,481	2,068
现金及等价物	463	706	849	1,133	1,589
应收款项	102	122	130	159	208
存货净额	129	116	142	189	271
其他流动资产	0	0	0	0	0
长期投资	0	0	0	0	0
固定资产	133	133	169	201	237
无形资产及其他资产	90	114	114	114	114
资产总计	917	1,191	1,403	1,795	2,418
流动负债	570	774	937	1,257	1,768
短期借款	0	0	0	0	0
应付款项	513	705	868	1,188	1,700
其它流动负债	0	0	0	0	0
非流动负债	1	1	1	1	1
负债合计	570	775	938	1,258	1,769
股本	101	101	125	125	125
资本公积	82	82	82	82	82
盈余公积	35	43	52	64	82
未分配利润	130	191	231	290	385
少数股东权益	0	0	0	0	0
股东权益	347	416	465	537	649
负债和股东权益合计	917	1,191	1,403	1,795	2,418

资料来源:申万宏源研究

信息披露

证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师,以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法,使用合法合规的信息,独立、客观地出具本报告,并对本报告的内容和观点负责。本人不曾因,不因,也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。本公司经中国证券监督管理委员会核准,取得证券投资咨询业务许可,资格证书编号为:ZX0065。发布证券研究报告,是证券投资咨询业务的一种基本形式,本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析,形成证券估值、投资评级等投资分析意见,制作证券研究报告,并向本公司的客户发布。本公司在知晓范围内履行披露义务。客户可通过 compliance@swsresearch.com 索取有关披露资料或登录 www.swsresearch.com 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及关联公司持股情况。

股票投资评级说明

证券的投资评级:

以报告日后的6个月内,证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准,定义如下:

买入 (Buy) : 相对强于市场表现 20%以上;
增持 (Outperform) : 相对强于市场表现 5% ~ 20%;
中性 (Neutral) : 相对市场表现在 - 5% ~ + 5%之间波动;
减持 (Underperform) : 相对弱于市场表现5%以下。

行业的投资评级:

以报告日后的6个月内,行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准,定义如下:

看好 (Overweight) : 行业超越整体市场表现;
中性 (Neutral) : 行业与整体市场表现基本持平;
看淡 (Underweight) : 行业弱于整体市场表现。

我们在此提醒您,不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系,表示投资的相对比重建议;投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况,比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告,以获取比较完整的观点与信息,不应仅仅依靠投资评级来推断结论。申银万国使用自己的行业分类体系,如果您对我们的行业分类有兴趣,可以向我们的销售员索取。

本报告采用的基准指数 : 沪深300指数

法律声明

本报告仅供上海申银万国证券研究所有限公司(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。

本报告是基于已公开信息撰写,但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。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。

本报告首页列示的联系人,除非另有说明,仅作为本公司就本报告与客户的联络人,承担联络工作,不从事任何证券投资咨询服务业务。

客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通,需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准,本公司并接受客户的后续问询。

客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突,不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示,本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失,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。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户,不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况,以及(若有必要)咨询独立投资顾问。

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。市场有风险,投资需谨慎。

若本报告的接收人非本公司的客户,应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的版权归本公司所有,属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示,否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权,本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。