

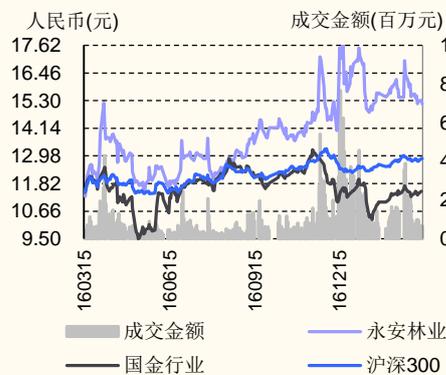
市场价格(人民币): 15.16元

## 收购酒店定制家具龙头，转型重拾发展路

长期竞争力评级：高于行业均值

## 市场数据(人民币)

已上市流通A股(百万股)	189.28
总市值(百万元)	5,169.39
年内股价最高最低(元)	17.63/11.29
沪深300指数	3456.69
深证成指	10531.73



## 公司基本情况(人民币)

项目	2014	2015	2016E	2017E	2018E
摊薄每股收益(元)	-0.10	0.13	0.38	0.50	0.68
每股净资产(元)	1.59	5.90	6.05	6.38	6.84
每股经营性现金流(元)	0.31	0.15	-1.03	-0.67	-1.09
市盈率(倍)	-132	128	45	31	23
行业优化市盈率(倍)	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
净利润增长率(%)	N/A	N/A	186.31%	31.79%	37.84%
净资产收益率(%)	-6.39%	2.23%	6.23%	7.78%	10.00%
总股本(百万股)	202.76	341.02	340.99	340.99	340.99

来源：公司年报、国金证券研究所

## 投资逻辑

■ **公司概况：林业企业重组转型定制家具业务。**公司自1994年成立以后专注于林业行业，发展成为林板一体化集团企业。2015年，公司通过发行股票和现金收购的方式，收购森源家具100%股权，将林木产业链向下游家具家装业务延展。完成收购后公司整体业绩也收到极大提振，2016年前三季度，公司实现主营业务收入达111,116.34万元，同比增速为202.22%，净利润达到1,345.32万元，同比增速为50.66%。

■ **纤维板价格上涨推动公司业绩提升，地产后周期效应渐弱，定制家具确定增长。**2015年，中纤板行业销售收入达到977.28亿元，同比增速为39.27%，行业整体保持平稳发展态势。去年10月开启的板材价格上涨，我们认为主要有五点原因，分别是环保风潮、林场限伐、公路运输治理、汇率走低和需求井喷。2016年，我国家具行业整体收入达到8,559.50亿元，同比增长8.60%，行业继续保持中速增长。在需求端：1)我们认为现阶段地产后周期效应正在逐步减弱。而在这一过程中，二手房和翻新房成为新的家具市场需求来源。2)目前国内正在经历第三次消费升级，全新的家具消费者正在崛起。新消费者为家具行业带来了全新的个性化市场需求。定制家具作为最大化满足消费者个性化追求的产品，我们看好这一家具细分领域的未来长期发展。根据我们测算，未来每年将保持18%以上增速。3)除了二手房、翻新房和消费升级对家具行业的驱动之外，全装修房屋政策和城镇化的推进都将扩容行业的市场需求。

■ **发展瓶颈有效突破，公司业绩重拾增势。公司优势：**1)公司森林经营总面积为181万亩，与其他同业相比公司在林木资源方面具备突出优势。2)公司拥有30万立方米板材的生产能力，可提供E1、E0以及“CARB”、“COC”认证产品。同时旗下地板品牌“永林蓝豹”，曾获多项国内外权威认证，是中国十大地板品牌之一，具备极佳品牌影响力。3)通过收购森源家具，使得公司苗木种植和板材制造业务更具针对性和专业化，两项业务都得以升级优化，公司发展瓶颈已得到突破。**业绩驱动：**1)公司是江山欧派木门的前五大原材料供应商之一。2015年12月1日，公司与江山欧派签订采购合同，成为后者核心战略合作伙伴。2017年2月10日，江山欧派IPO上市，募集5.02亿资金扩充产能。下游厂商上市扩产，将有利于带动公司板材业务的增长。根据江山欧派招股书披露的募投项目原材料量采购情况保守

揭力

分析师 SAC 执业编号：S1130515080003  
(8621)60935563  
jie\_li@gjzq.com.cn

邱思佳

联系人  
qiusijia@gjzq.com.cn

估算，2017-2019年江山欧派对公司的中纤板采购量将分别新增1,029.84立方米、1,379.42立方米和1,716.40立方米，对应新增收入分别为1,323.87万元、1,765.16万元和2,206.44万元。2) 森源家具是中国乃至亚洲最具知名度和影响力的家具制造商之一，在生产、设计、营销网络等方面具备突出优势。**短期来看**，2016年公司完成对森源家具全年业绩的并表，业绩对应增速为150%-200%。而**从中长期来看**，森源已在原有酒店家具业务之上，推出高端民用全屋定制品牌。根据森源家具管理层预测，到2019年，森源酒店家具业务和精装家具业务将分别实现主营收入11.89亿元和5.71亿元，复合增长率分别为7.98%和18.93%。森源的定制家具业务将成为永安林业未来中长期业绩的主要增长点。

#### 估值和投资建议

- 我们预测公司2016-2018年完全摊薄后EPS为0.38/0.50/0.68元/股。考虑到公司东莞基地建成后定制家具业务产能即将快速释放，我们给予公司2017年PE为36倍，对应目标价17.9元/股，首次给予“增持”评级。

#### 风险

- 宏观经济波动风险；原材料价格波动风险；汇率风险。

## 内容目录

估值及投资评级 .....	5
公司概况：林业企业重组转型定制家具业务 .....	5
纤维板价格上涨推动公司业绩提升，地产后周期效应渐弱，定制家具确定增长8	
中纤板行业保持发展，五大因素助力板材上涨 .....	8
家具行业总体稳健成长，全新市场需求崛起 .....	9
消费升级催生全新家具消费需求，定制家具确定高速增长 .....	11
发展瓶颈有效突破，公司业绩重拾增势 .....	16
以森林资源为基础，林木产业链完整布局 .....	16
采购商上市扩产或将带动增长，公司转型完成新增长点已经确立 .....	18
风险因素 .....	26
宏观经济波动风险 .....	26
原材料价格波动风险 .....	26
汇率风险 .....	26
盈利预测 .....	26
关键假设 .....	26
盈利预测 .....	27

## 图表目录

图表 1：可比公司估值情况 .....	5
图表 2：永安林业已经形成木质材料全产业链 .....	6
图表 3：永安林业股权结构 .....	6
图表 4：永安林业 1H2016 主营收入分解 .....	7
图表 5：永安林业历史营运表现 .....	7
图表 6：永安林业 1H2016 营业利润分解 .....	7
图表 7：永安林业近年盈利表现 .....	7
图表 8：永安林业近年经营效率 .....	8
图表 9：永安林业近年现金流和盈利能力 .....	8
图表 10：我国中纤板行业保持增长 .....	8
图表 11：2015 年中纤板市场需求上涨明显 .....	8
图表 12：纤维板价格持续走强 .....	9
图表 13：五大因素推高板材价格 .....	9
图表 14：家具出口情况逐渐好转 .....	10
图表 15：家具行业收入稳健增长 .....	10
图表 16：家具行业与地产行业的后周期效应正在逐步减弱 .....	10
图表 17：家具消费结构 .....	11
图表 18：北京市二手房成交面积 .....	11
图表 19：各国名义私人消费规模（万亿美元） .....	11

图表 20: 家具消费年龄结构.....	11
图表 21: 家具用品成为第三次消费升级消费热点.....	11
图表 22: 三类家具对比.....	12
图表 23: 定制家具具备高速增长潜质.....	13
图表 24: 部分省市“全装修房屋政策”.....	13
图表 25: 近 5 年我国婚姻登记对数保持千万以上.....	14
图表 26: 我国城镇化水平.....	14
图表 27: 竹家具和木制家具对比.....	14
图表 28: 我国竹制品行业发展情况.....	15
图表 29: 国家林业局规划的部分竹制品发展目标.....	15
图表 30: 国内 4、5 星级酒店开设情况.....	16
图表 31: 国内 4、5 星级酒店家具更换市场规模.....	16
图表 32: 公司现有森林资源结构.....	16
图表 33: 林业上市公司森利资源对比（万亩）.....	16
图表 34: 德国迪芬巴赫 9 尺连续平压生产线.....	17
图表 35: 永林蓝豹所获部分品牌荣誉.....	17
图表 36: 公司木材产销水平逐年缩减.....	17
图表 37: 江山欧派募投扩产项目.....	18
图表 38: 预计新增板材采购量&新增收入.....	18
图表 39: 森源家具主营产品.....	19
图表 40: 森源家具三大基地分工情况.....	19
图表 41: 森源家具生产设备国际领先.....	19
图表 42: 森源家具所获部分专利.....	20
图表 43: 森源家具生产工艺流程.....	20
图表 44: 森源家具借助全资子公司成功覆盖装饰和家具领域.....	21
图表 45: 森源家具远销海外（橙色部分为覆盖国家）.....	22
图表 46: 森源家具具备丰富酒店家具和精装豪宅家具供应经验.....	23
图表 47: 蒙玛私宅定制厦门体验馆.....	24
图表 48: 蒙玛私宅定制之客厅展示.....	24
图表 49: 森源家具未来酒店家具业务收入.....	24
图表 50: 森源家具未来精装家具业务收入.....	24
图表 51: 森源木业营业收入（万元）.....	25
图表 52: 森源门业连年亏损（万元）.....	25
图表 53: 澳大利亚永林蓝豹 HILLS 专卖店.....	26
图表 54: 永安林业盈利预测.....	27

## 估值及投资评级

- **首次覆盖给予“增持”评级。**永安林业原有主业系林木经营和板材生产，2015年重大资产重组后，定制家具的制造和销售成为公司的主要业务。我们认为其估值应该参考A股中从事板材业务和定制家具业务的公司。我们选取了升达林业、索菲亚、喜临门、梦百合、亚振家居、顾家家居、曲美家居和好莱客作为估值参考。可比公司2016-2018年预测PE中值分别为45/34/25倍。我们预测公司2016-2018年完全摊薄后EPS为0.38/0.50/0.68元/股。考虑到公司东莞基地建成后定制家具业务产能即将快速释放，我们给予公司2017年PE为36倍，对应目标价17.9元/股，首次给予“增持”评级。

图表 1: 可比公司估值情况

股票代码	公司简称	收盘价 (元)	总市值 (亿元)	EPS (元/股)				PE (倍)				PB (倍)		EPS CAGR	PEG
				2015	2016E	2017E	2018E	2015	2016E	2017E	2018E	2016E	(%)	(倍)	
002259	升达林业	9.12	68.61	0.02	0.03	0.07	0.12	434	278	125	78	7.1	77.1	5.6	
002572	索菲亚	64.47	297.67	1.04	1.45	1.98	2.64	62	45	33	24	12.0	36.5	1.7	
603008	喜临门	21.50	84.77	0.61	0.64	0.83	1.06	35	34	26	20	5.3	20.4	1.7	
603313	梦百合	37.28	89.47	0.91	0.83	1.05	1.42	41	45	36	26	0.0	15.9	2.6	
603389	亚振家居	32.49	71.14	0.47	0.32	0.34	0.44	69	102	95	74	0.0	-2.2	-32.0	
603816	顾家家居	53.30	219.86	1.51	1.45	1.86	2.35	35	37	29	23	0.0	16.0	2.2	
603818	曲美家居	17.55	84.96	0.26	0.39	0.51	0.67	68	45	34	26	0.0	36.8	1.8	
603898	好莱客	35.86	107.54	0.58	0.83	1.13	1.51	62	43	32	24	10.3	37.5	1.7	
平均								101	79	51	37	4.3	29.7	-1.8	
中值								62	45	33	25	2.6	28.4	1.8	
000663	永安林业	16.85	71.14	0.13	0.38	0.50	0.68	128	45	34	25	2.8	73.3	1.7	
002259	升达林业	9.12	68.61	0.02	0.03	0.07	0.12	434	278	125	78	7.1	77.1	5.6	

来源: Wind, 国金证券研究所注: 股价为2017年3月13日收盘价

## 公司概况: 林业企业重组转型定制家具业务

**公司沿革:** 福建省永安林业(集团)股份有限公司创立于1994年1月, 是一家以林木经营、板材生产销售为主要业务的企业。2015年, 公司完成重大资产重组, 新增定制家具生产和销售业务。目前, 公司已经形成“以林木资源为基, 做强人造板、努力拓展家具家装, 打通木质材料全产业链”的整体核心发展战略。

**管理层简介:** 吴景贤博士是公司现任董事长, 历任福建省永安林业(集团)股份有限公司小陶木材采购站副站长、站长, 福建省永安林业(集团)股份有限公司生产管理部经理, 森林经营分公司副经理、经理。

**股权结构:** 福建省永安林业(集团)总公司持股19.03%, 为公司控股股东。永安市国资委持有永安林业(集团)总公司100%的股份, 为公司实际控制人。

**融资历史与大小非情况:** 公司于1996年12月6日在深交所上市, 发行1,950万股, 发行价为5.00元, 放行后公司总股本为6,303万股。2006年8月, 公司完成股权分置改革, 向社会公众股东定向转增3,552.768万股。2015年9月10日, 公司发行股份106,382,125股(发行价为11.75元/股)及支付现金5,000万元购买福建森源家具股份有限公司100%的股权。

- 公司自1994年成立以后专注于林业行业, 发展成为林板一体化集团企业。2015年, 公司通过发行股票和现金收购的方式, 收购森源家具100%股权,

将林木产业链向下游家具家装业务延展，从而实现从苗木培育到木质家具生产制造的完整产业链布局。

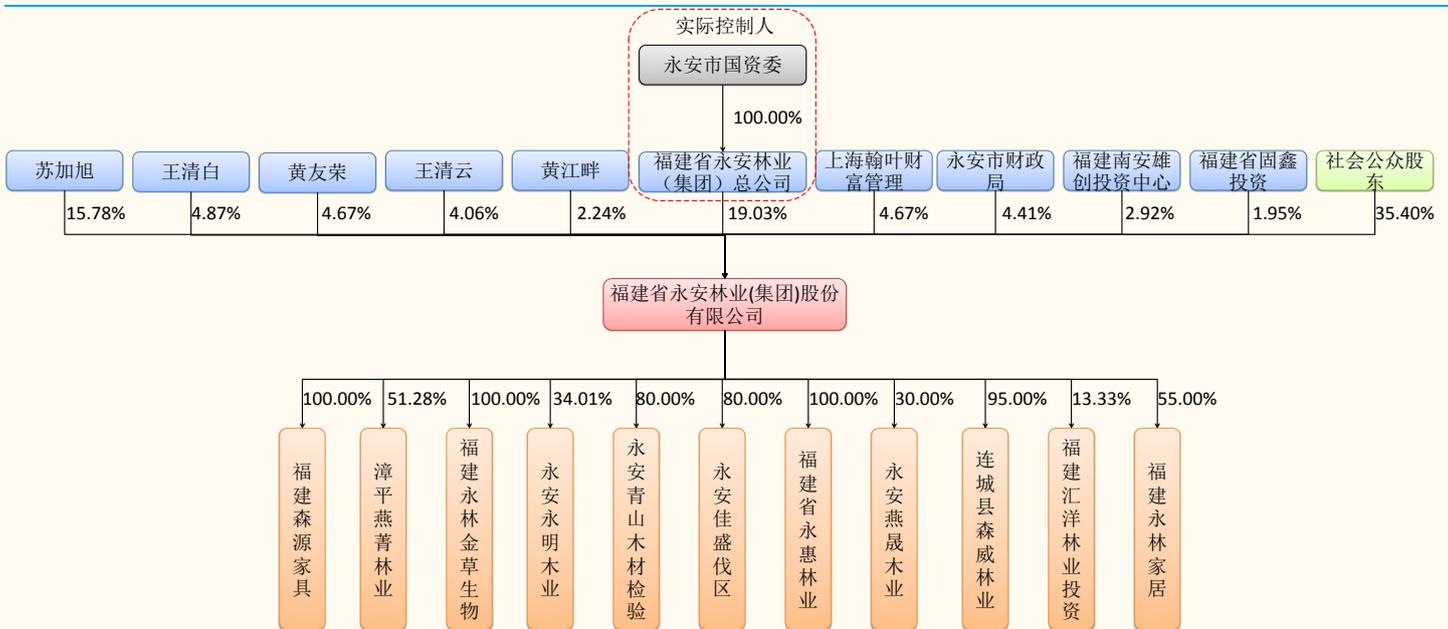
图表 2：永安林业已经形成木质材料全产业链



来源：公司官网，国金证券研究所

- 公司自上市后控制权始终未发生变化。永安市国资委通过福建省永安林业（集团）总公司持有永安林业 19.03% 的股份，为实际控制人。2015 年，公司通过发行股票和支付现金的方式，完成对森源家具 100% 的股权收购，原森源家具股东苏加旭和王清白等人成为公司新进股东。

图表 3：永安林业股权结构

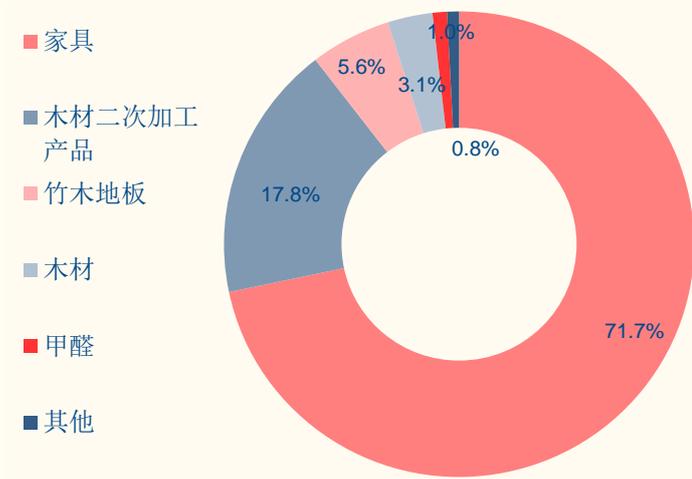


来源：wind，国金证券研究所

- 收购森源家具大幅提升整体盈利能力。2012-2014 年，公司主营收入和净利润增速缓慢，2014 年公司一度出现亏损，但在 2015 年公司收入和净利润增速大幅提升，完成扭亏整体业绩出现拐点。2016 年前三季度，公司实现主营业务收入达 111,116.34 万元，同比增速为 202.22%，净利润达到

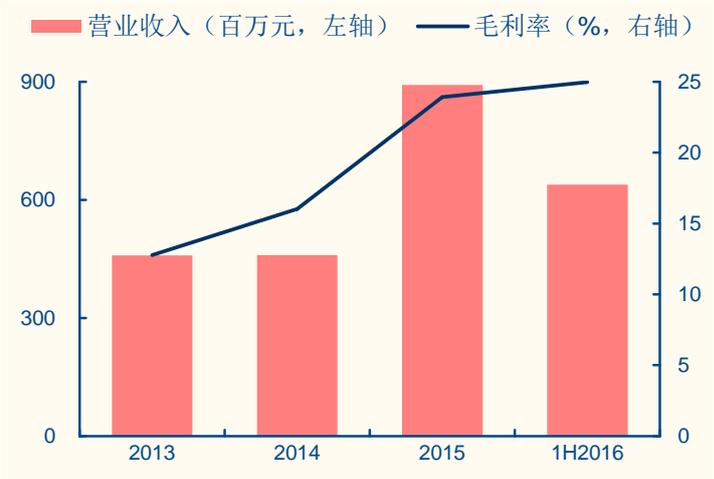
1,345.32 万元，同比增速为 50.66%。2012-2014 年，公司整体盈利能力偏弱，净利率、ROE 和 ROA 三项指标一度于 2014 年出现负值。而在 2015 年，公司完成对森源家具的收购，公司主营业务延展至高端定制家具制造，使得公司整体盈利能力得到大幅改善。

图表 4：永安林业 1H2016 主营收入分解



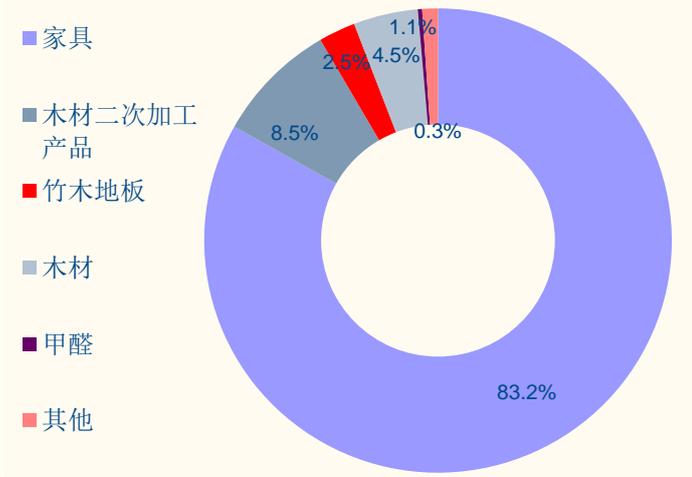
来源：Wind, 国金证券研究所

图表 5：永安林业历史营运表现



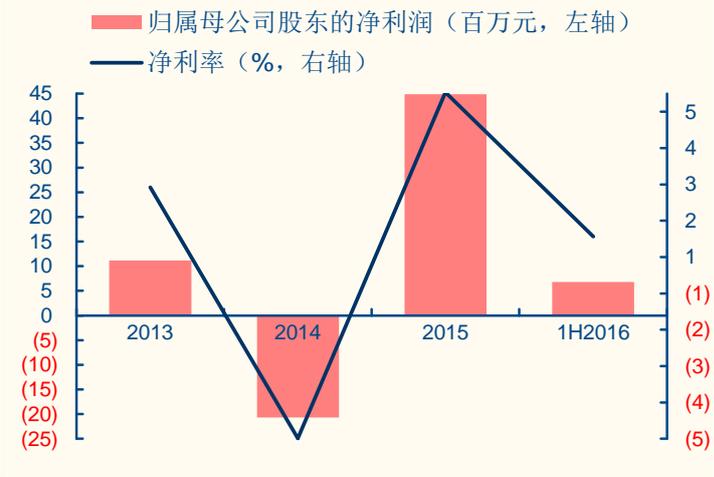
来源：Wind, 国金证券研究所

图表 6：永安林业 1H2016 营业利润分解



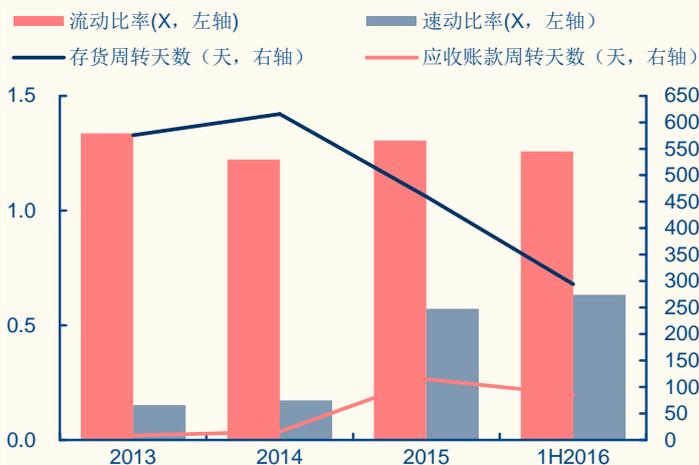
来源：Wind, 国金证券研究所

图表 7：永安林业近年盈利表现



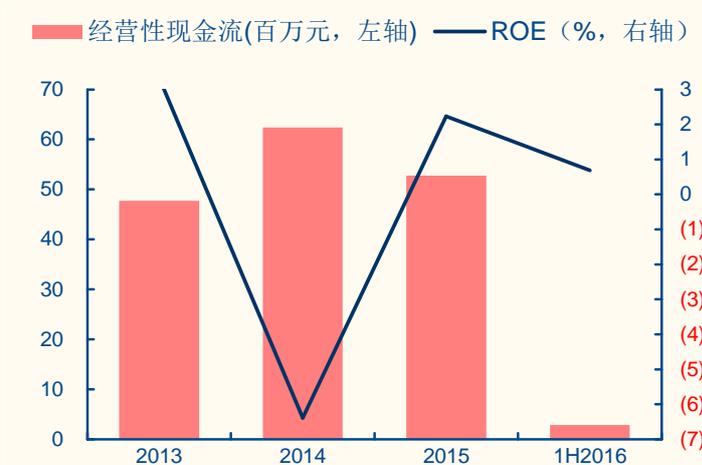
来源：Wind, 国金证券研究所

图表 8: 永安林业近年经营效率



来源: Wind, 国金证券研究所

图表 9: 永安林业近年现金流和盈利能力



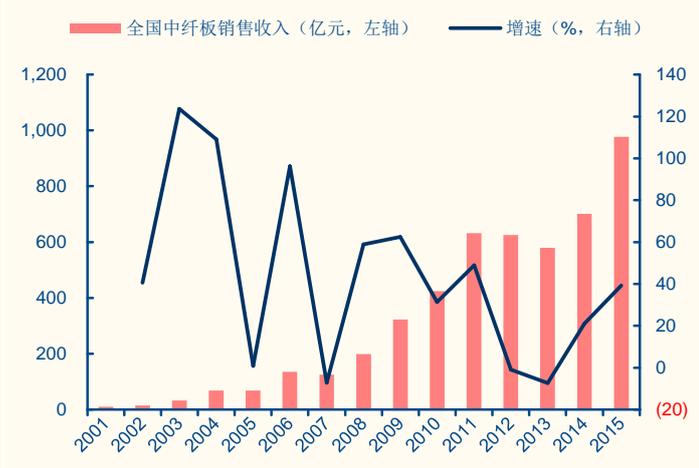
来源: Wind, 国金证券研究所

纤维板价格上涨推动公司业绩提升, 地产后周期效应渐弱, 定制家具确定增长

中纤板行业保持发展, 五大因素助力板材上涨

- 中纤板行业稳步发展, 2015 年市场需求上升明显。中纤板是以木质纤维或其他植物纤维为原料, 经打碎、纤维分离、干燥后施加脲醛树脂或其他适用的胶粘剂, 再经热压后制成的一种人造板材, 属于纤维板的一种。2001-2015 年, 我国中纤板行业销售收入实现复合增长 35.41%。2015 年, 中纤板销售收入达到 977.28 亿元, 同比增速为 39.27%。在产销方面, 2015 年, 全国中纤板产量达到 5,768.83 万立方米, 增速为 1.52%, 同期销量为 6,584.39 万立方米, 增速为 50.76%。

图表 10: 我国中纤板行业保持增长



来源: wind, 国金证券研究所

图表 11: 2015 年中纤板市场需求上涨明显



来源: wind, 国金证券研究所

- 2016 年, 五大因素推高板材价格。自 2015 年末以来, 国内纤维板价格出现了两次较大上涨, 特别是去年 10 月, 纤维板价格显著上涨, 并创下近三年同期最大单月涨幅 9.58%。此轮板材价格上涨, 主要原因包括: 1) 环保风潮: 2016 年 11 月 28 日, 中央第四环境保护督察组入驻广东省进行督察, 广东省内多家板材企业被勒令整改和停产, 成为板材价格快速上涨的主要诱因之一。2) 林场限伐: 2015 年 3 月 18 日, 国务院颁布《国有林场改革

方案》称将逐年进行多个产区禁伐、限伐。同年 4 月 1 日，国家林业局宣布大兴安岭全面禁伐。两项新规的出台使得原材料供应量收窄。3) **公路运输治理**：2016 年 8 月，交通运输部宣布从 2016 年 9 月 21 日起实施《超限运输车辆行驶公路管理规定》。与 2004 版规定相比，新规明确了运输车辆超限标准，并下调了超载标准，新规整体趋严。本次新规实施后，不仅引发了运输车辆组织难等问题，更为重要的是直接引发了运输费用的普遍上涨，一般涨幅在 80%左右，部分涨幅超过 100%。板材运输中，公路运输占了很高的比重，新规的出台导致板材运输费用大幅提高。4) **汇率走低**：由于我国林业资源相对紧缺且实行较严格的保护政策，我国是全球最大的木材进口国，板材制造企业对木材进口存在较高依赖度。自 2016 年 4 月开始，人民币开启贬值周期，美元兑人民币汇率一路从 6.466 元攀升至阶段性高点 6.967 元，涨幅为 7.74%。人民币走弱直接推动进口板块成本。5) **需求井喷**：在消费升级的背景下，消费者对于家具和木质材料环保属性的关注度不断提升，E0 级环保板材的市场需求出现井喷，而板材生产企业产能建设和投放周期较长，短期出现供给缺口。

图表 12：纤维板价格持续走强



来源：wind，国金证券研究所

图表 13：五大因素推高板材价格

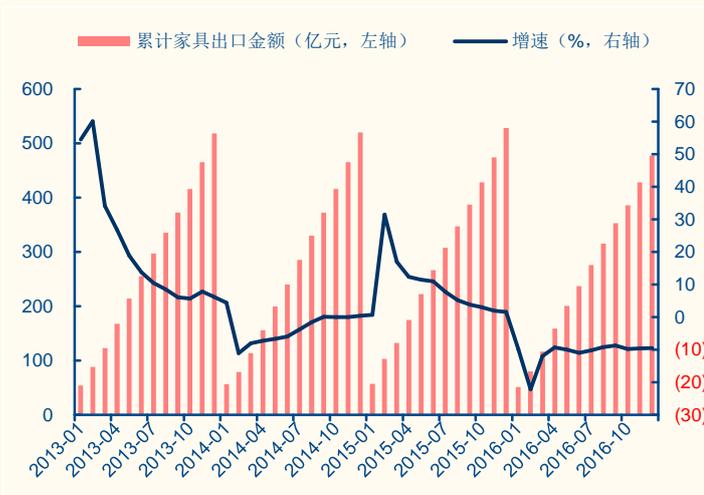


来源：国金证券研究所

### 家具行业总体稳健成长，全新市场需求崛起

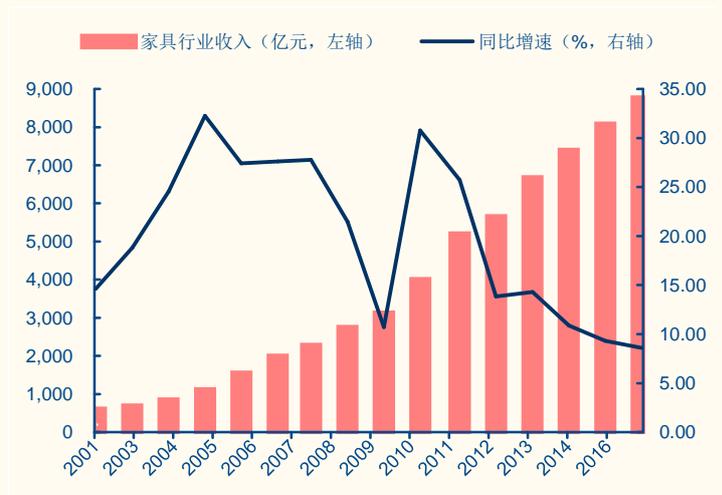
- **家具行业整体保持稳健发展**。2016 年 12 月，我国家具出口金额达到 477.78 亿美元，累计同比增速为 -9.52%。与去年初相比，12 月家具出口负增长已经明显收窄，整体出口情况正在回暖，处在逐步转好的态势之下。2016 年，我国家具行业整体收入达到 8,559.50 亿元，增速为 8.60%，家具行业继续保持平稳中速增长。

图表 14: 家具出口情况逐渐好转



来源: wind, 国金证券研究所

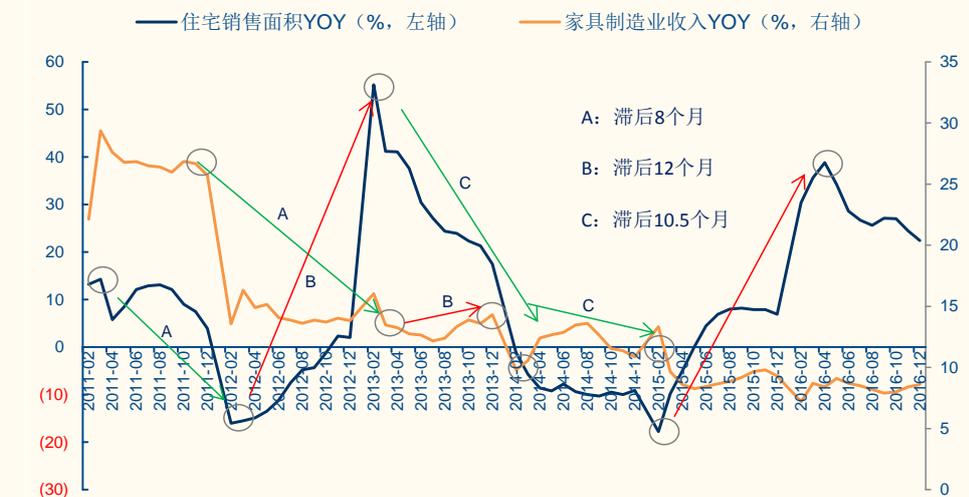
图表 15: 家具行业收入稳健增长



来源: wind, 国金证券研究所

- **地产后周期效应渐弱, 全新家具市场需求崛起。**一般观点认为, 家具作为地产行业的下游行业, 其景气度与商品房销售有着紧密的相关性。我们选取了住宅商品房销售增速和家具行业收入增速进行相关性分析。从图表上看, 家具销售大致滞后于地产销售 8-12 个月。但与住宅商品房销售增速大幅波动不同, 家具行业增速的振幅明显较小, 且在 2015 年之后振幅逐渐收敛, 整体增速趋于平稳。我们认为, 家具行业与地产行业之间的后周期效应正在逐步减弱, 家具行业的增长不再单纯依赖于住宅商品房的驱动。

图表 16: 家具行业与地产行业的后周期效应正在逐步减弱

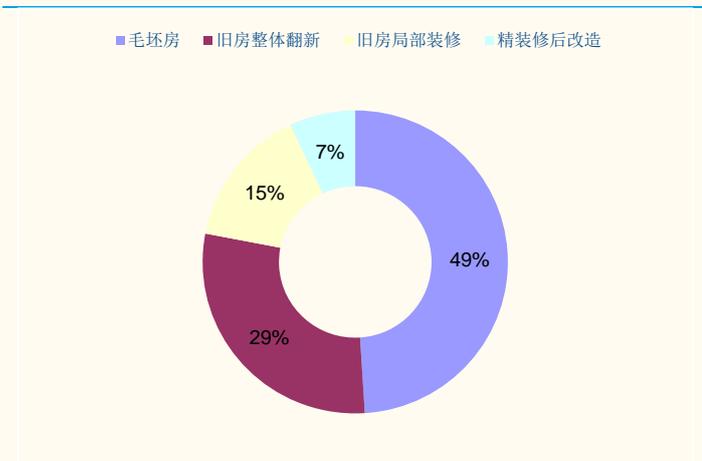


来源: wind, 国金证券研究所

在地产后周期效应渐弱的这一过程中, 家具行业全新的市场需求正在逐步崛起。从家具产品消费结构上来看, 旧房整体翻新和旧房局部翻新已经成为国内家具消费的重要领域。而自住旧房和二手房则是旧房翻新领域重要房型来源。一般行业规律认为, 居住 5 年以上房屋即出现翻新需求, 居住 10 年以上的房屋约有六成需要重装。从时间节点上看, 今年起自住旧房翻新的市场需求或将逐渐放量。但我们认为, 虽然旧房存在翻新需求, 却并不等于居住者一定会进行翻新, 该部分市场需求仍然存在不确定性。相较之下, 二手房的新住户, 更倾向摒弃原房主的装饰家居风格, 并按自我喜好重新装饰, 或是直接在毛坯上进行首次装修, 其翻新需求确定性更强。以北京为例, 2016 年北京二手房成交面积为 2,809.67 万平方米, 增速为 38.86%。而同期北京住宅商品房成交面积仅为 934 万平方米, 增速为-

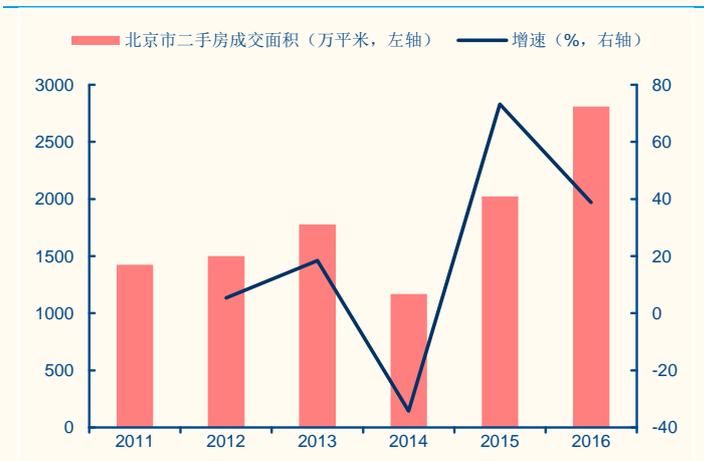
6.38%。我们认为，受一、二线城市高房价影响，价格相对较低，房龄较短的二手房更受市场青睐。我们预计，未来二手房成交面积还将不断上升，二手房将成为带动旧屋翻新需求的中坚力量，家具制造企业将充分受益。

图表 17: 家具消费结构



来源: wind, 国金证券研究所

图表 18: 北京市二手房成交面积

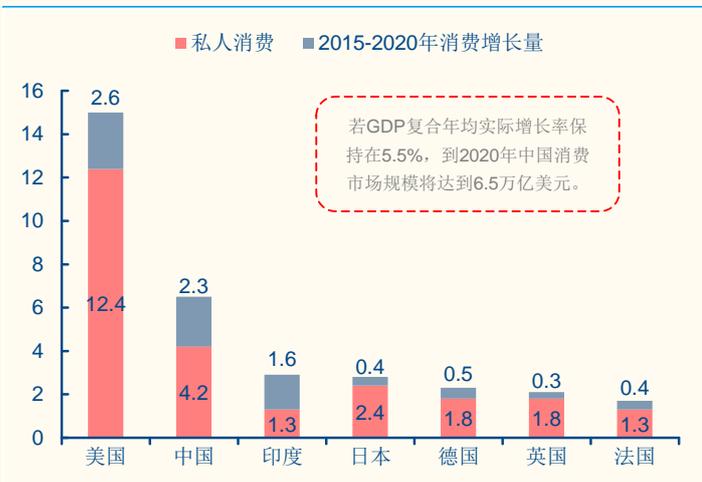


来源: wind, 国金证券研究所

消费升级催生全新家具消费需求，定制家具确定高速增长

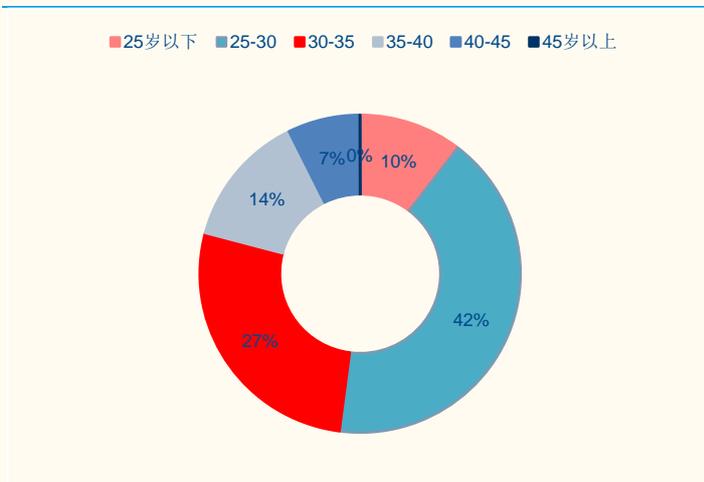
- **家具消费主力转换完成。**我国正经历第三次消费升级，根据国家统计局数据，2015 年我国私人消费对 GDP 增长贡献率已攀升至 41%，成为拉动经济发展的重要力量。根据阿里研究院及波士顿咨询联合调研报告，预计到 2020 年，中国的消费市场还将扩大约 50%，达到 6.5 万亿美元的规模。消费市场的快速增长，也让新一代消费人群迅速崛起。在家具消费方面，80、90 后人群已经逐渐成为绝对主力。

图表 19: 各国名义私人消费规模 (万亿美元)



来源: Ali Research&BCG, 国金证券研究所

图表 20: 家具消费年龄结构



来源: wind, 国金证券研究所

图表 21: 家具用品成为第三次消费升级消费热点

	第一次消费高峰	第二次消费高峰	第三次消费高峰
出生年代	1950-1957	1962-1997	1980-1991
消费高峰期	1984-1989	1992-1997	2007-2015
消费倾向	收入低、消费低	消费倾向低，储蓄率高	消费倾向高，部分属于“月光族”
消费热点	衣食等基本需求，以食品、饮料、服装、自行车、手表、音响等为代表	耐用消费品，以电视、电冰箱、洗衣机、空调为代表	高档服饰、化妆品、金银珠宝首饰等时尚护理消费品；文具等文化娱乐用品；艺术陶瓷， <b>家具等家居用品</b>
恩格尔系数	城镇>54%	城镇>54%	城镇<35%

农村>58%	农村>58%	农村<45%
居民生活水准	人均 GDP1000 元左右，居民收入偏低，需求尚未激活，消费只是满足基本的生活需求	94 年城镇居民可支配收入达到 0.43 万元，农村居民达到 0.122 万元，居民需求刚刚激活
消费市场格局	92-97 年农村收入复合增长率达到 22% 超过城市收入复合增长率，农村占据 43% 的份额	09 年城乡居民可支配收入分别为 17175 元和 5153 元，消费能力进入一个新的阶段。人均 GDP 在 08 年突破 3000 美元大关，2009 年达到 3700 美元，中国已步入消费黄金增长期 城市消费市场占据 72% 的份额

来源：wind，国金证券研究所整理

- **定制家具最大化满足新消费者个性需求。**在家具消费方面，80、90 后消费者的崛起为行业带了全新的需求。新一代消费者的需求，已经从传统的实用性追求，转变为整体性、协调性、环保性和个性化追求。因此，具备优异设计能力的家具企业备受消费者喜爱，定制家具行业获得快速发展。与传统成品家具相比，定制家具在设计环节弱化了设计师的主导地位，让客户参与到设计过程之中，根据需求针对性的设计和制造产品。定制业务更加注重企业的服务能力，最大化满足客户个性化追求。

图表 22：三类家具对比

	成品家具	传统手工打制家具	定制家具
设计	卖设计，前期设计师设计	卖服务，和消费者协商设计	卖搭配和服务，消费者参与设计
制造	非标生产	一对一手工生产	标准化柔性生产
标准	工艺先进、环保达标	材质、质量、环保都难保证	工艺先进、质量稳定、环保可控
展示	有限展示，有限选择	难以展示和选择	有限展示，无限选择
选购	展示产品设计风格供客户选择		仅展示定制服务模式，具体风格、细节在设计环节由消费者和设计师共同制定
销售	通过经销门店建立大规模销售网络	难以建立销售体系	通过经销门店建立大规模销售网络
半径	也可以通过生产基地进行销售范围的扩展	很小的销售半径	通过在华南、华中、华北等建立生产基地，降低物流费用，扩展销售半径
定价	需通过经销商分销，零售价中也包含销售渠道的利润加成	几乎无销售费用，也不需要加入销售渠道相关的利润、费用加成	由于品牌公司对于产品材料控制严格、多一层渠道利润，目前品牌定制家具定价高于传统手工打制家具
传播	可以通过大众传播	口碑传播	品牌公司通过代言人、大众传媒和销售终端的广告投入进行主动传播，龙头公司索菲亚广告费用投入近亿元。 窗体底端

来源：wind，国金证券研究所整理

- **定制家具是未来家具行业增长确定性最高的子行业。**据前瞻产业研究院《2016-2021 年中国家具行业市场需求预测与投资战略规划分析报告》，随着定制家具在商品房及二手房装修的渗透率提升，定制家具将持续成为家具行业中最具成长性的细分行业，未来每年将保持 18% 以上增速。定制家具的兴起，最初主要集中在定制橱柜和定制衣柜等领域，随着家具企业生产技术的提高和我国居民对家具消费理念的成熟，定制家具逐步拓展到卧室、书房、客厅、餐厅以及厨房等全屋家具领域。

根据 2016 年 5 月泛家居网发布的《2016 年全屋定制程度调查报告》数据显示，2015 年我国定制橱柜市场约为 1,000 亿元，定制衣柜为 500 亿元左右。由于定制橱柜相较于定制衣柜更早进入市场，发展已经相对成熟。同时，橱柜通常仅限于厨房和部分客厅空间，因此相对而言定制衣柜所占空间更大，客单价也更高。我们认为，未来定制衣柜市场规模增速将显著高

于定制橱柜。预计未来几年定制衣柜增长中枢为 20%-30%，定制橱柜为 10%-15%左右。

图表 23：定制家具具备高速增长潜质

	2015A	2016E	2017E	2018E	2019E	2020E
家具行业产值 (亿元)	7,872.5	8,541.7	9,250.6	9,999.9	10,789.9	11,631.5
增速 (%)	9.3	8.5	8.3	8.1	7.9	7.8
定制家具行业						
渗透率 (占家具行业)	20%	22%	24%	26%	28%	30%
市场规模 (亿元)	1,574.5	1,879.2	2,220.1	2,600.0	3,021.2	3,489.5
增速 (%)		19.35	18.15	17.11	16.20	15.50
定制衣柜						
渗透率 (占定制家具行业)	32%	35%	37%	38%	40%	42%
市场规模 (亿元)	503.8	657.7	821.5	988.0	1,208.5	1,465.6
增速 (%)		30.54	24.90	20.27	22.32	21.28
定制橱柜						
渗透率 (占定制家具行业)	63%	60%	58%	55%	52%	50%
市场规模 (亿元)	991.9	1,127.5	1,287.7	1,430.0	1,571.0	1,744.7
增速 (%)		13.67	14.21	11.05	9.86	11.06
其他定制家具						
渗透率 (占定制家具行业)	5%	5%	5%	7%	8%	8%
市场规模 (亿元)	78.7	94.0	111.0	182.0	241.7	279.2
增速 (%)		19.35	18.15	63.95	32.80	15.50

来源：国金证券研究所测算

- “全装修房屋”纵向加深家具需求，婚配+城镇化横向延展潜在市场。2016年2月21日，国务院发布的“中共中央国务院关于进一步加强城市规划建设管理工作的若干意见”，指出我国“十三五”期间建筑产业化发展目标。随后，各省市积极响应，相继出台建筑产业化、一体化装修和全装修住宅等相关规划。我们认为，“全装修房屋”多采用标准化装修，其装饰风格相对统一，具备良好的整体性和协调性但个性化不足。因此，家具产品便成为了房主彰显其个性和品位的重要工具，而具备极强设计感和个性化的定制家具将会备受消费者青睐。由此，我们看好在“全装修房屋”政策引导之下，家具行业的市场需求将得以纵向加深，同时也将为定制家具渗透率和占有率的提升起到良好支撑作用。

图表 24：部分省市“全装修房屋政策”

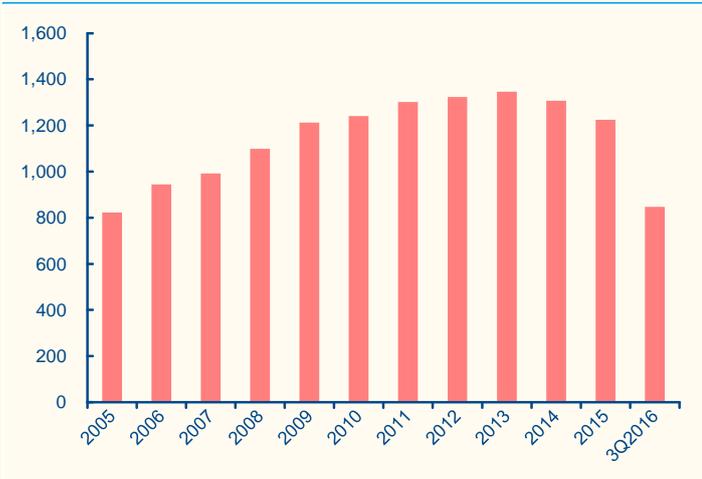
时间	颁布单位	名称	内容
2016/8/5	工信部	轻工业“十三五”规划	推动家具工业与建筑业融合发展，推进全屋定制新型制造模式发展。直接点明了家具制造行业未来发展方向
2016/2/21	国务院	中共中央国务院关于进一步加强城市规划建设管理工作的若干意见	加大政策支持力度，力争用 10 年左右时间，使装配式建筑占新建建筑的比例达到 30%。积极稳妥推广钢结构建筑。在具备条件的地方，倡导发展现代木结构建筑
2018/8/18	上海市住建委	《关于进一步加强本市新建全装修住宅建设管理的通知》	从 2017 年 1 月 1 日起，全装修住宅面积占新建商品住宅面积（三层及以下的低层住宅除外）的比例为：外环线以内 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%
2016/9/10	浙江省人民政府	《关于推进绿色建筑和建筑工业化发展的实施意见》	实现新建住宅全装修全覆盖。2016 年 10 月 1 日起，全省各市、县中心城区出让或划拨土地上的新建住宅，全部实行全装修和成品交付，鼓励在建住宅积极实施全装修
2016/9/6	山东省办公厅	《山东省房地产业转型升级实施方案》	2017 年设区城市新建高层住宅实行全装修,2018 年新建高层、小高层住宅淘汰毛坯房
2016/6/29	河南省委省政府	《关于加强城市规划建设管理工作的意见》	2016 年起，郑州航空港区、郑东新区新建商品住宅告别毛坯房；到 2020 年，全省新建商品住宅基本实现无毛坯

时间	颁布单位	名称	内容
2016/1/29	泉州市政府	《鼓励推进新建商品住房精装修的通知》	<p>房</p> <p>(一) 推行新建商品住房精装修项目, 进入精装修阶段后, 经本地有在建项目的二级或以上资质房地产开发企业出具担保函(明确企业在破产、解散等清算情况发生后, 作为项目工程顺利竣工的责任承担主体), 经企业申请, 可以解除预售资金监管。(二) 新建商品住房项目整体推行精装修的, 选聘前期物业服务企业时可由开发企业参照相关规定采取邀请招标。(三) 推行新建商品住房精装修项目, 其基础设施配套费给予缓交, 在规划验收时一次性交清。(四) 推行新建商品住房精装修项目, 在各相关手续的办理过程中, 有关行政审批部门应为其开通绿色通道, 简化审批环节, 缩短审批时限。(五) 实行房地产开发企业资质等级升级与新建商品住房精装修开发业绩挂钩, 对开发新建商品住房精装修的开发企业优先扶持升级; 参与评先评优的, 优先予以考虑; 在房地产资质年度检查中, 优先列入绿色通道办理。</p>

来源: 国务院、工信部、各省市人民政府、各省市城乡建设和管理委员会等, 国金证券研究所

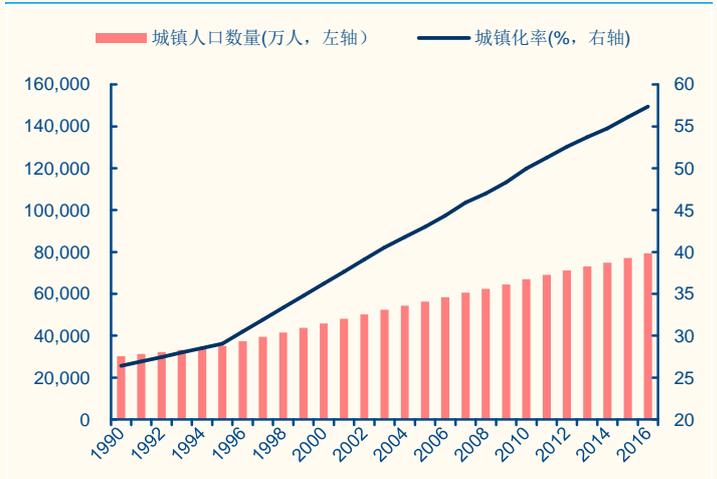
根据我国传统婚姻习惯, 结婚一般需要配置新房, 且婚房装修和家具用品较为考究。而过去 5 年我国婚姻登记对数始终维持千万以上, 2015 年达到 1,224.70 万对。在这一情况之下, 将使国内得房屋刚需得以持续释放, 并将衍生新的高品质家具用品潜在消费需求。此外, 根据“十三五规划纲要”, 到 2020 年我国目标实现城镇化率为 60%, 而 2016 年为 57.35% 存在提升空间。我们认为, 在城镇化的推进过程中, 新增城市将拉动房屋和基础设施建设, 这将有效延展国内家具用品的市场需求。

图表 25: 近 5 年我国婚姻登记对数保持千万以上



来源: wind, 国金证券研究所

图表 26: 我国城镇化水平



来源: wind, 国金证券研究所

- 竹家具优势突出, 未来发展空间巨大。** 与传统木质家具相比, 竹家具在工艺处理、防虫防蛀、可持续发展和材料方面具备明显优势, 是我国大力推行的新兴低碳产业。截止 2015 年 10 月, 我国竹制品行业收入达到 550.37 亿元, 累计同比增速为 11.00%。根据国家林业局出台的《全国竹产业发展规划》来看, 2015 年我国竹材人造板、竹材地板和竹材家具产量分别为, 293 万吨、95 万立方米和 918 万件, 预计到 2020 年将分别到 430 万吨、121 万立方米和 1288 万件, 整体具备充足发展空间。

图表 27: 竹家具和木制家具对比

	竹制家具	木制家具
工序处理	切割、粘合等工序处理, 能够很好的平衡内外界的各种力量	切割、粘合等工序处理, 但受环境影响较大, 易开裂和变形
防虫防蛀	进行蒸煮和碳化工艺处理, 基本上	没有蒸煮和碳化工艺处理, 防虫防

	竹制家具	木制家具
可持续发展	<p>灭绝了竹材内的寄生虫，基本上就不会被虫蛀</p> <p>竹子的生长周期一般在 5 年左右，且栽植容易，可持续发展行强</p>	<p>蛀只能使用防腐剂等材料来处理，效果不如竹家具</p> <p>树的生长周期一般要在 20 年至 50 年，可持续发展性弱</p>
材料	经过高温处理，无毒无害	采用天然烘干后加工的，呈现出来的天然的木质纹理和颜色，比竹家具更具有亲和力

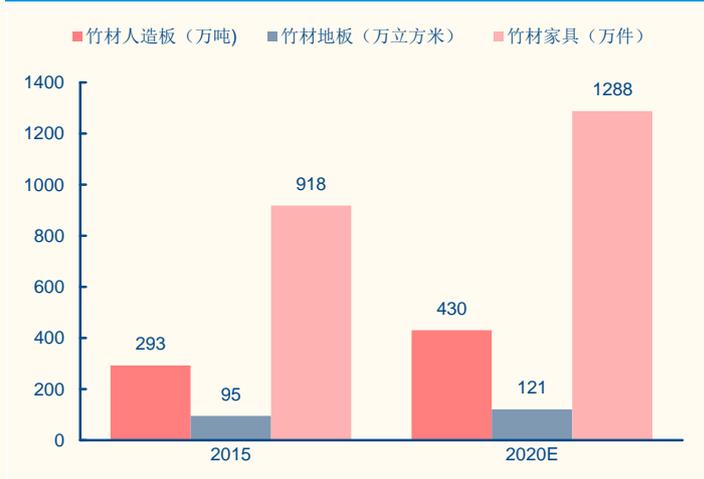
来源：美乐乐，国金证券研究所整理

图表 28：我国竹制品行业发展情况



来源：wind，国金证券研究所

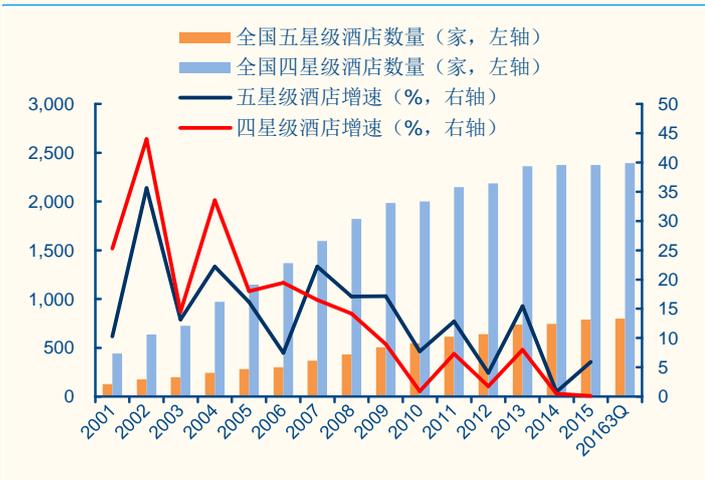
图表 29：国家林业局规划的部分竹制品发展目标



来源：林业局《全国竹产业发展规划》，国金证券研究所

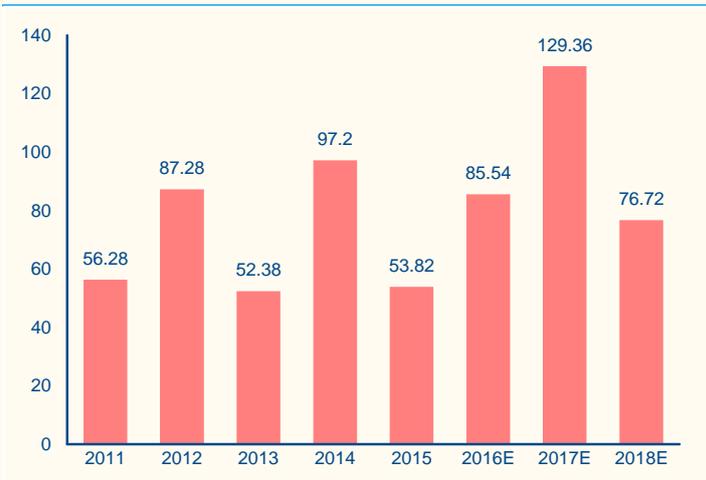
- 酒店家具迎来更换潮，“悠久历史”企业或有先发优势。2016 年前三季度，我国 4、5 星级酒店总数分别达到 2,395 家和 798 家，2001-2015 年分别实现复合增长 11.88%和 12.83%。从整体上看，我国 4、5 星级酒店处在平稳的发展态势之下，酒店新增数量相对较少，因而行业内部竞争情况相对激烈。在这一情况之下，酒店为了确保足够的市场竞争力，将在提升服务质量的同时，不断优化酒店硬件设施。而家具就成为了酒店优化升级的重要硬件设施之一。通常来说，为了确保客户的体验度，4、5 星级酒店规定五年更换一次家具。从时间节点上看，我国近几年正在逐步开启酒店家具更换潮。中国产业信息网预计，未来两年我国酒店家具更换市场规模合计将突破 200 亿元。与家用家具相比，酒店家具整体市场体量较小，且属于对公业务。因此，酒店家具制造企业需要具备比家用家具制造企业更强的生产能力、设计能力和更悠久的历史等优势。我们认为，在酒店家具这一细分领域，只有较早涉足、产能充足、设计卓越和成功案例广泛的家具企业才能在此次更换潮中获得先发优势。

图表 30：国内 4、5 星级酒店开设情况



来源：wind&国家旅游局，国金证券研究所

图表 31：国内 4、5 星级酒店家具更换市场规模



来源：中国产业信息网，国金证券研究所

### 发展瓶颈有效突破，公司业绩重拾增势

#### 以森林资源为基础，林木产业链完整布局

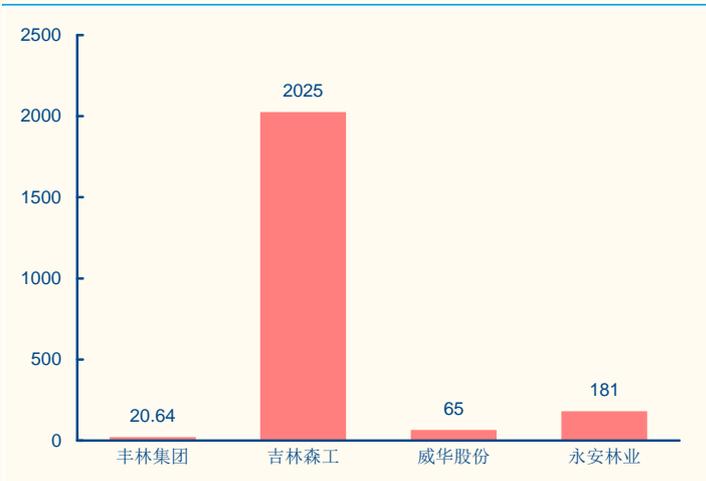
- **公司森林资源充足，对比同业优势突出。**永安林业自成立以来，始终以“因地制宜管理经营森林资源”为经营理念。截止目前，公司森林经营总面积为 181 万亩。其中，生态公益林地 20.4 万亩，商品林地 160.4 万亩，林木蓄积 1200 万立方米，公司可实现年产杉木、马尾松、桉树、杂木等木材产品 20 万立方米。此外，与同业相比，公司具备较为丰富的森林资源，使得公司在木质材料和木质产品制造方面，拥有一定综合成本和资源整合优势。

图表 32：公司现有森林资源结构



来源：公司公告，国金证券研究所

图表 33：林业上市公司森林资源对比 (万亩)



来源：公司官网&各公司公告，国金证券研究所

- **公司板材生产设备先进，木地板业务品牌优势突出。**在板材生产方面，公司引入全套具有世界先进水平的德国迪芬巴赫 9 尺连续平压中纤板生产线、奥地利安德里茨热磨、干燥设备。同时，配套瑞士史丹利蒙的宽幅砂光机和国内先进备料、热能中心。目前来看，公司板材生产线能耗低、效率高，整体板材产能可达到年产 30 万立方米，可提供 E1、E0 以及“CARB”、“COC”认证产品，且产品性能已达到或超过欧洲标准。“永林蓝豹”是公司在 1998 年推出的木地板品牌，依托公司强大林木资源的支持，永林蓝豹地板具备卓越产品质量。历经近 20 年发展，永林蓝豹木地板获得过“中国驰名商标”、“国际森林认证 (FSC 认证) 品牌”和“国家免检产品”

等多项企业荣誉。2010年永林蓝豹被选为“上海世博会福建馆指定木地板”，2015年被选为三明市沙县机场唯一地板供应商。

图表 34：德国迪芬巴赫 9 尺连续平压生产线



来源：百度图片，国金证券研究所

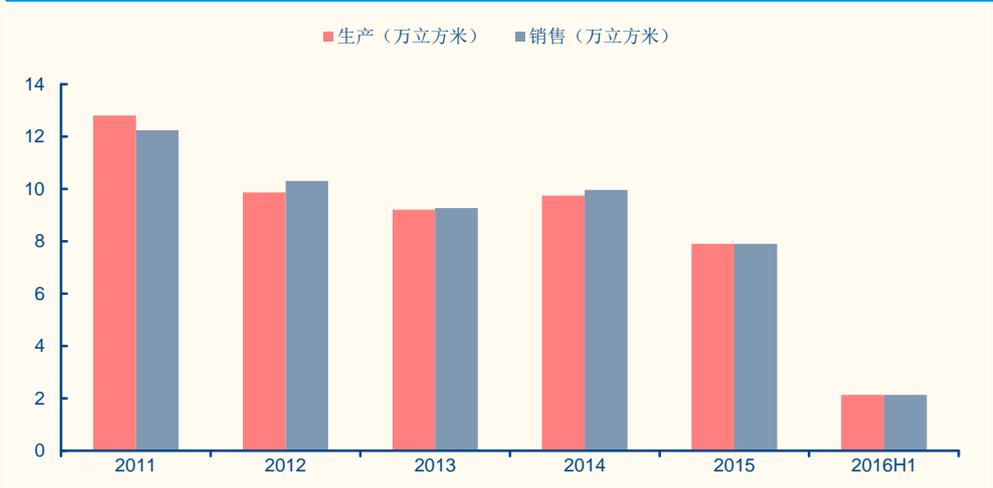
图表 35：永林蓝豹所获部分品牌荣誉



来源：公司官网，国金证券研究所

- **收购森源家具延伸产业链布局，公司各项业务得以升级优化。**2015年9月，公司通过发行股票和支付现金的方式，完成对森源家具 100%的股权收购。本次交易完成后，公司业务成功延展至高端定制家具领域，并成功延展林木产业链布局，使得公司真正成为一家“木质材料为主的全产业链企业集团”。在本次交易之前，受到林业限伐政策执行的影响，公司近年木材产销一直处在下滑态势。同时，公司大部分林木采伐采用作业成本较高的择伐方式。由于森源家具主营高端家具制造，所以原材料的筛选极为苛刻，存在对花梨木、斑马木和黑檀木等高端木材的需求。因此本次交易完成后，为了满足下游家具生产所需原材料，公司已逐步开始培育符合定制化家具生产要求的长树龄、大径材林木，加大良种壮苗培育与技术创新力度，打造公司本部与森源家具长期稳定的木材供应来源。这一调整优化，使得公司林木资源得以有效整合，森林资源优势继续扩大。

图表 36：公司木材产销水平逐年缩减



来源：wind，国金证券研究所

在板材业务方面，本次交易前，由于公司销售未直接对口家具制造企业，致使公司板材生产中存在批次多、种类多、订单小等问题，影响了公司板材业务的整体盈利能力和毛利水平。而本次交易后，公司加强了与森源家具在板材生产方面的合作，根据森源家具对原料板材的硬度、重量、环保等特殊要求，对现有的板材生产线进行技术调整，为森源家具提供了符合其生产要求的定制化、专业化板材。

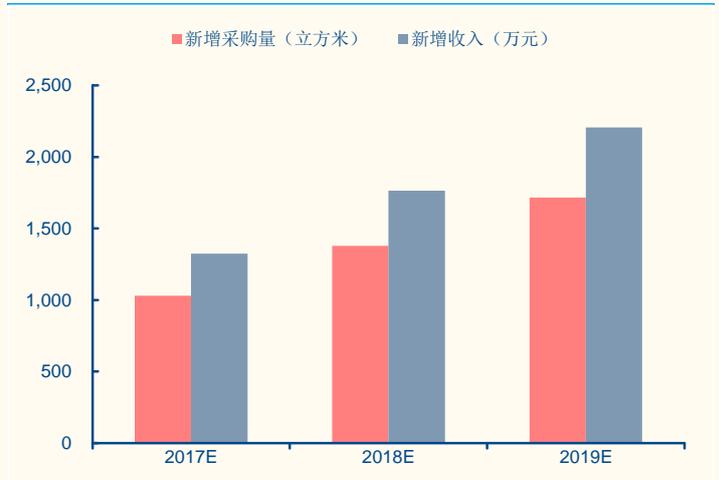
采购商上市扩产或将带动增长，公司转型完成新增长点已经确立

- 下游采购商上市提升产能，公司板材业务需求有望扩容。2013-2016 年上半年，公司一直是江山欧派木门的前五大原材料供应商之一。2015 年 12 月 1 日，公司与江山欧派签订采购合同，成为后者核心战略合作伙伴。2017 年 2 月 10 日，江山欧派在上海证券交易所上市，本次江山欧派通过公开发行股票的方式，拟募集不超过 5.02 亿元，用于提升模压门和实木复合门产能，同时切入定制柜体业务。我们认为，公司作为江山欧派中纤板的核心供应商，本次江山欧派上市扩产之后将加大对公司的板材采购需求，利好公司中纤板业务的增长。结合江山欧派募投项目达产情况、江山欧派对公司板材采购价格和公司在江山欧派整体采购量的占比测算，我们保守预计，2017-2019 年江山欧派对公司的中纤板采购量将分别新增 1,029.84 立方米、1,379.42 立方米和 1,716.40 立方米，对应新增收入分别为 1,323.87 万元、1,765.16 万元和 2,206.44 万元。

图表 37：江山欧派募投扩产项目

项目	拟使用募集资金	项目核准备案文号
30 万套实木复合门项目	11,873.12 万元	江发改备 (2012) 31 号
年产 30 万套模压门项目	3,753.25 万元	江发改备 (2014)45 号
年产 20.5 万件定制柜类项目	19,490.58 万元	江发改备 (2016) 30 号

图表 38：预计新增板材采购量&新增收入



来源：江山欧派招股说明书，国金证券研究所

来源：国金证券研究所

- 收购优质家具标的助力公司转型，全新业绩增长点已然确定。2015 年，公司完成对森源家具的股权收购，同年三季度进行收入并表。从 2015 年全年收入结构上来看，公司家具业务收入占比达到 53.29%，超越木材二次加工业务成为公司核心主营业务，这一情况表明，公司不仅通过对森源家具的收购完整了产业链布局，同时也让公司从林业企业转型成为家具生产制造企业。
  - 创建于 1994 年的森源家具是国内领先的定制化家具供应商，为国内外中高档酒店、商品住宅、办公楼提供系统的固定家具、活动家具解决方案。是中国乃至亚洲最具知名度和影响力的家具制造商之一。

图表 39: 森源家具主营产品



来源: 公司公告, 国金证券研究所

- **生产端:** 森源家具拥有深圳、福建和东莞总面积近 60 万平方米的三大生产与研发基地, 4 条世界上最为先进的 PU/NC 油漆全自动生产线和半自动生产线, 以及行业内超大的近 6,000 平方米的产品展示中心和国际一流的家具研发中心。由于森源家具需要根据客户订单进行定制家具产品的设计和生, 因此公司以信息化手段改造传统制造工艺, 通过引进信息化设备、工具和手段, 提升生产管理效率和生产工艺水平。

图表 40: 森源家具三大基地分工情况

主体	订单接收	生产安排	客户群体
福建基地	统一由森源股份总部承接	主要承接境内客户订单生产	最终销售客户
深圳基地			对总部销售
东莞基地		除承接境内客户订单外, 还承接大部分的境外客户订单	对总部销售

来源: 公司公告, 国金证券研究所

图表 41: 森源家具生产设备国际领先



来源: 森源家具公司官网, 国金证券研究所

- **设计和制造工艺:** 定制家具制造要求企业拥有强大、快速的设计能力。森源家具拥有超过 100 人的家具设计团队, 各类家具的 CAD 设计图纸接近 10 万款。此外, 森源家具还通过信息化系统, 将历史设计图纸进行电子化, 并积极推进标准化设计工作的发展, 提升了公司快速设计的能力, 确保及时响应客户需求。在制造工艺方面, 由于高端家具制造所使用的木材在材料特性上与普通木材有很大不同, 因此材料保

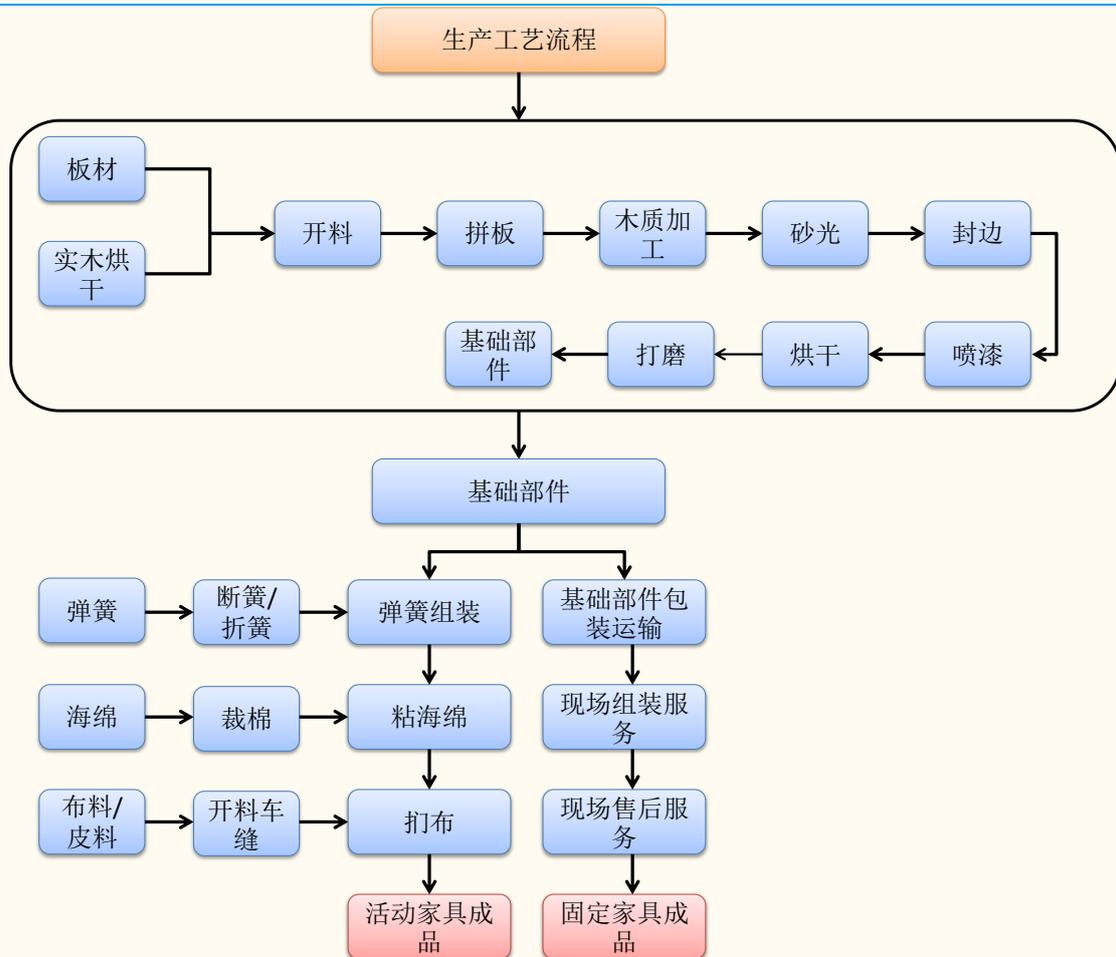
存、开料、雕花、打磨、涂装和组装各环节均有其特殊工艺要求。而森源家具从事高端家具制造业务历史“悠久”，对材料性质有深入的理解。公司已形成一套完整的高端木材解决方案，并得到实践检验。此外，公司还拥有 145 项专利，其中发明专利 3 项、实用专利 87 项和外观设计 55 项，成就公司在设计和生产制造方面具备突出优势，使得高难度订单接单能力不断加强，获利能力也得以有效提升。

图表 42：森源家具所获部分专利

序号	专利名称	类型	专利编号	申请日	专利期限
1	一种表面具有裂纹效果的板材的生产工艺	发明专利	2010106019323	2010.12.23	20 年
2	一种贴金/银箔的工艺	发明专利	2011102804121	2011.9.21	20 年
3	一种改进型床尾凳	实用新型	2010202666160	2010.7.22	10 年
4	一种带弹性较强的沙发垫	实用新型	2011203538107	2011.9.21	10 年
5	一种门框试组架	实用新型	2012204937522	2012.9.26	10 年
6	一种轻质板材以及采用该板材的门板	实用新型	2012205987196	2012.11.14	10 年
7	茶几(方形)	外观设计	2013303718551	2013.08.05	10 年
8	休闲椅(异形)	外观设计	2013303703880	2013.08.02	10 年

来源：公司公告，国金证券研究所

图表 43：森源家具生产工艺流程

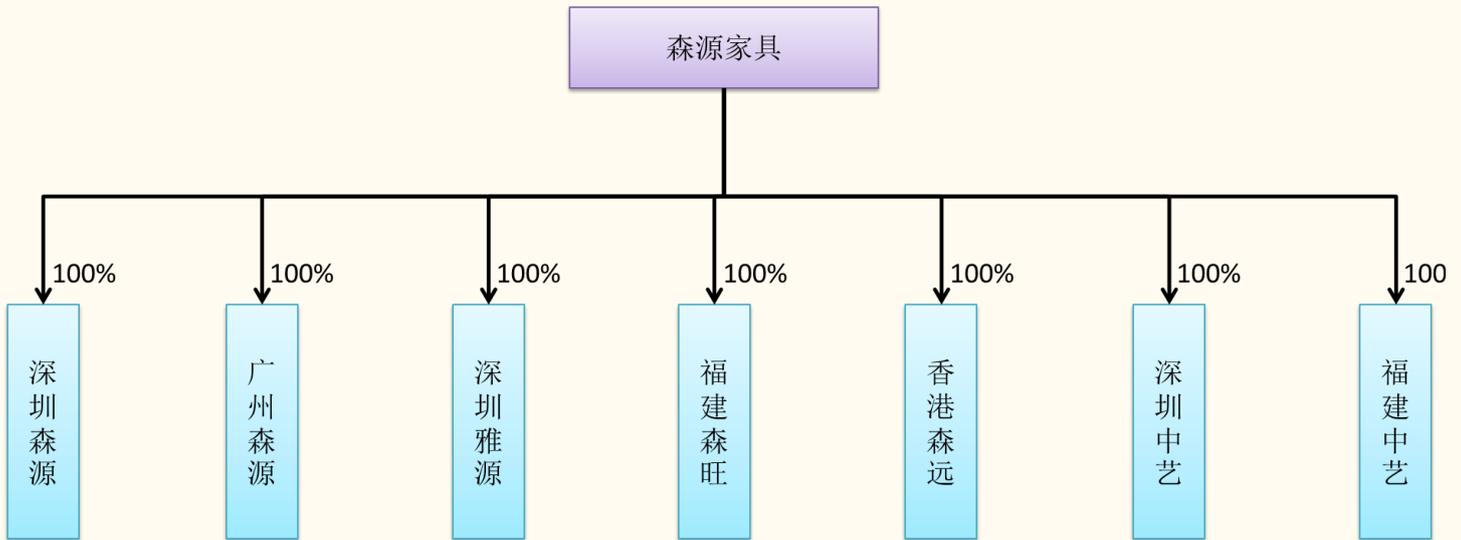


来源：公司公告，国金证券研究所

➤ **营销：**在营销方面，我们认为森源家具拥有两大核心优势。目前公司旗下共拥有 7 家子公司，其中深圳雅源、深圳中艺和福建中艺都涉及建筑设计和室内装饰设计业务，成功实现装饰和家具领域的完整布局。公司可依托装饰业务实现对家具业务的导流，使得两项业务良好交互。

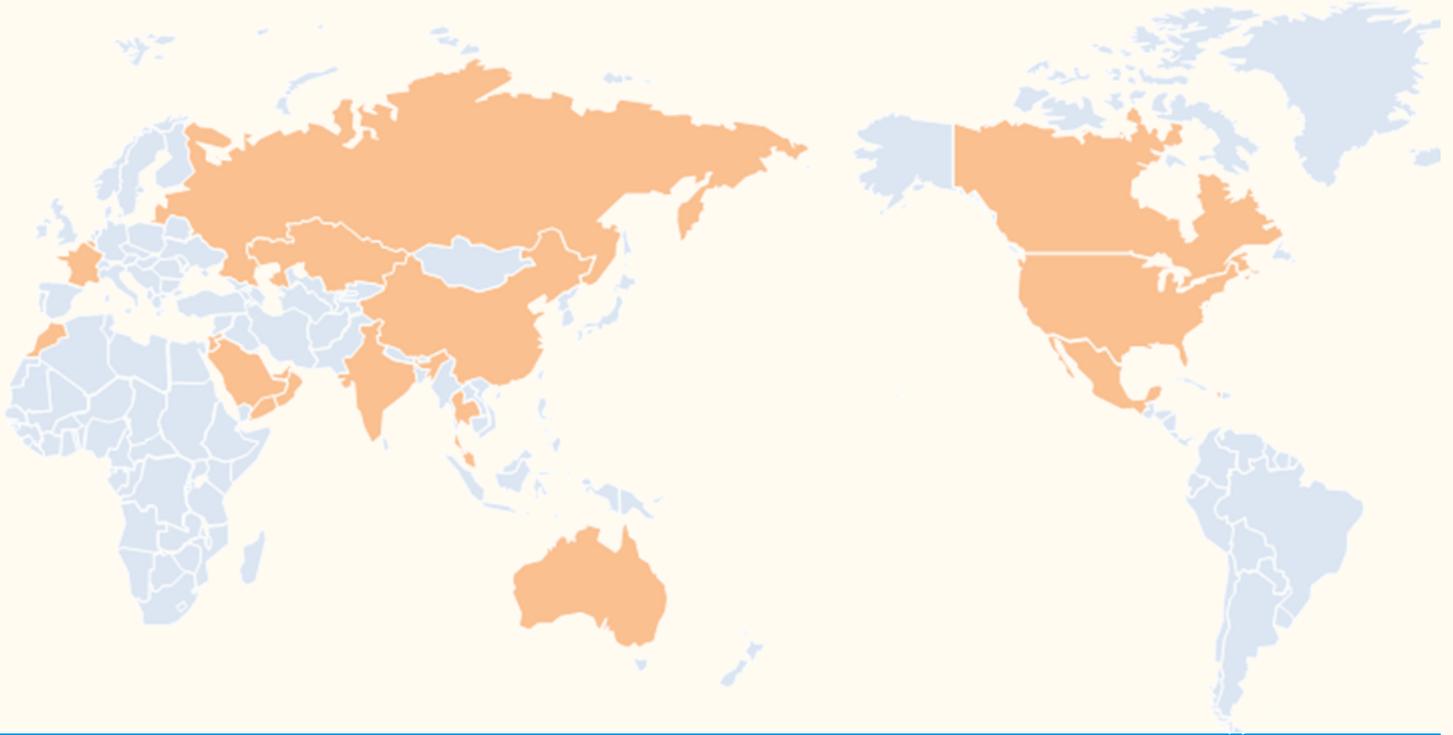
形成优势互补，完成家装家居的一体化解决方案供应。其次，由于森源家具主要服务于中高档酒店、商品住宅和办公楼等，客户管理流程较为规范，因此公司的产品销售通常以招投标的形式进行业务拓展和市场销售。在海外销售方面，除了采用招投标的方式之外，公司与境外客户采用了 FOB (Free On Board) 价格的结算方式，这样确保了公司可以一次性确认海外销售收入，并降低销售风险和现金流压力。目前来看，公司销售渠道已经覆盖全国所有省份，海外销售网点遍布欧美和中亚等国家。公司凭借全资子公司将业务向产业链上游进行追溯，加深公司业务深度，加之海内外销售渠道健全，公司形成了得天独厚的营销优势。

图表 44：森源家具借助全资子公司成功覆盖装饰和家具领域



来源：公司公告，国金证券研究所

图表 45：森源家具远销海外（橙色部分为覆盖国家）



来源：森源家具公司官网，国金证券研究所

- **历史经验：**森源家具从事酒店定制家具业务已经有 20 余年，拥有大量高品质客户（如：迪拜亚特兰蒂斯酒店、阿布扎比利兹卡尔顿酒店和北京钓鱼台国宾馆等国内外知名酒店），为公司积累了丰富的酒店定制家具供应经验。目前来看，凭借在该领域“悠久”的发展历史和丰富经验，公司获得了良好的声誉和市场号召力。在国内酒店及精装项目招标中，公司入围与否成为了项目水平好坏的重要标准之一。这一优势使得公司在征取订单时更为自主，具备极强的议价和高利润订单筛选能力。

图表 46：森源家具具备丰富酒店家具和精装豪宅家具供应经验



迪拜亚特兰蒂斯酒店



迪拜丽思卡尔顿酒店



以色列万丽酒店



广州猎德天壹



上海华润外滩九里



绿城温州鹿城广场

来源：森源家具官网，国金证券研究所

森源家具在生产、设计和营销方面具备突出市场竞争优势，在酒店定制家具领域发展历史“悠久”，具备充足业务经验和客户资源。公司收购森源家具不仅是对业务的延伸，更是对发展战略的有效执行。**短期来看**，公司收购森源家具并完成 2016 年森源家具全年收入的并表，使得整体业绩得到有效提振，预计 2016 年公司业绩增速将达到 150%-200%。而**从中长期来看**，森源家具目前已在原有酒店家具定制和商品住宅高端定制的基础之上，建立了“私宅定制”营销团队，推出高端民用全屋定制蒙玛·MOMA 品牌，为客户提供从选购建材、装饰装修、家具定制及安装、售后服务等闭环式一体化服务，解决客户在选用全屋定制家具时的痛点，实现效率更高、成本更低、售后服务更完备的客户价值体验。公司披露，根据森源家具管理层预测，至 2019 年，森源家具酒店家具业务和精装家具业务将分别实现主营收入 11.89 亿元和 5.71 亿元，复合增长率分别为 7.98%和 18.93%，定制家具业务将成为公司未来中长期业绩的主要增长点。

图表 47: 蒙玛私宅定制厦门体验馆



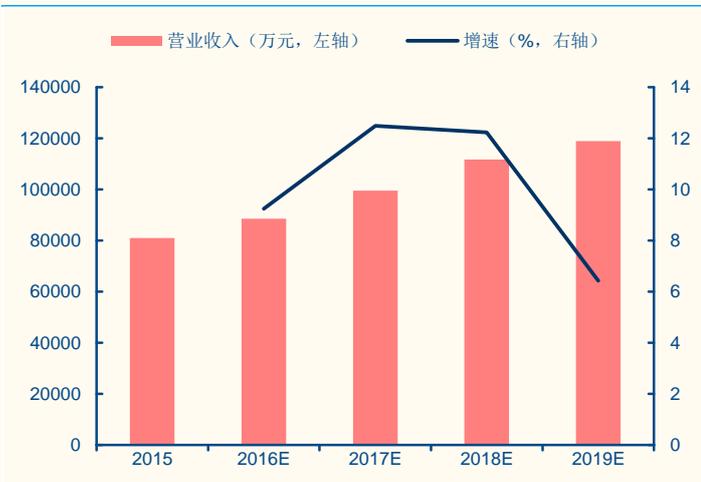
来源: 万盛文仪, 国金证券研究所

图表 48: 蒙玛私宅定制之客厅展示



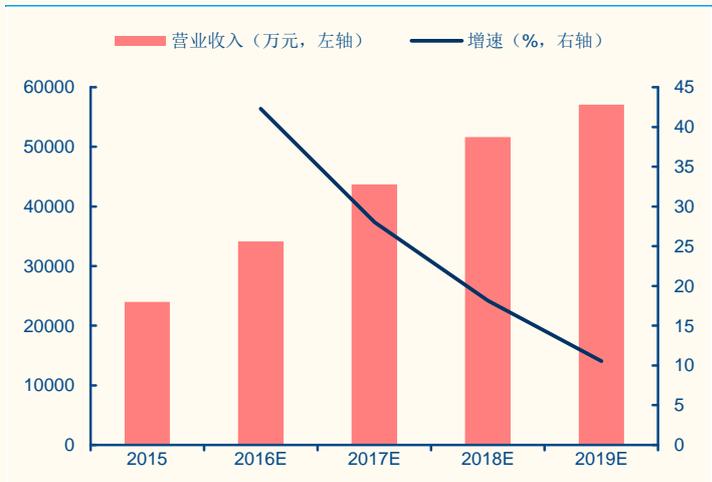
来源: 万盛文仪, 国金证券研究所

图表 49: 森源家具未来酒店家具业务收入



来源: 公司公告, 国金证券研究所

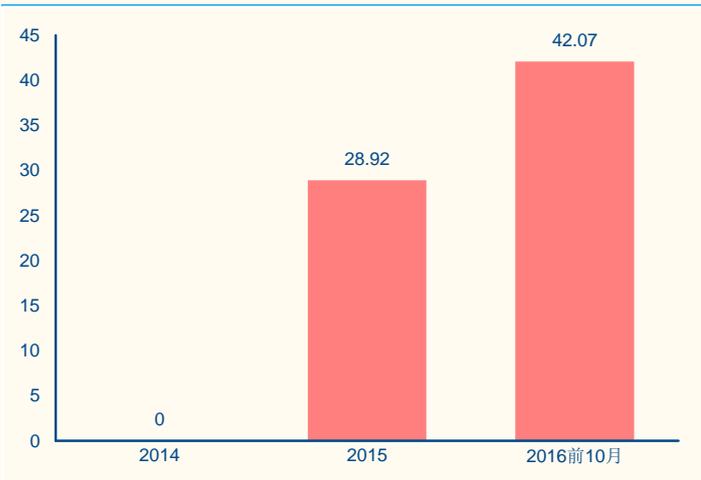
图表 50: 森源家具未来精装家具业务收入



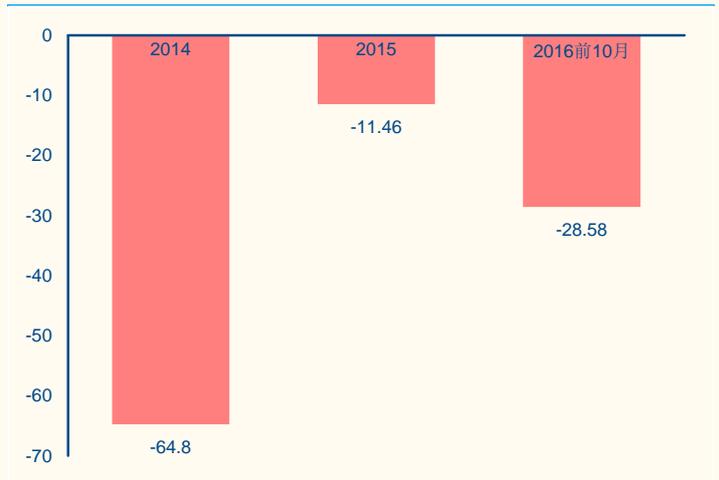
来源: 公司公告, 国金证券研究所

- 出售亏损木门业务, 公司增长摆脱羁绊。**2016 年 11 月公司公告, 将福建森源门业有限公司 92.96%股权转让给刘永彬, 转让价格为 1.6 亿元。森源门业成立于 1997 年, 原为森源家具旗下全资子公司, 在公司完成对森源家具的收购后, 成为公司旗下孙公司。2014 年、2015 年和 2016 年前 10 月, 森源门业实现主营业务收入分别为 0 元、28.92 万元和 42.07 万元, 同期净利润为 -64.80 万元、-11.46 万元和 -28.58 万元。从数据上看, 森源门业成立近二十年, 但整体收入规模极小, 几乎没有木门业务体量, 对于森源家具收入贡献度低, 且处亏损状态对森源家具整体盈利有负面影响。而本次资产出售, 森源门业全部权益价值评估为 1.4 亿元, 转让价格为 1.6 亿元属小幅溢价转让。根据公司公告披露内容, 本次资产出售所获资金将作为森源家具大岭山生产基地的现金储备。本次交易剥离了森源家具的亏损业务, 有助于优化森源家具的业务结构, 降低运营成本提升盈利能力, 并且, 并且将促进公司集中优化家具业务生产基地布局的建设。

图表 51: 森源木业营业收入 (万元)



图表 52: 森源门业连年亏损 (万元)



来源: 公司公告, 国金证券研究所

来源: 公司公告, 国金证券研究所

- **环保需求提升推动公司绿色家具发展, 公司地板业务具备海外持续扩张良好预期。**家具环保属性, 历来都是消费者关注的热点问题。2016 年印发的《轻工业发展规划 (2016—2020 年)》中, 也提出推动家具工业向绿色、环保、健康、时尚方向发展的意见。我们认为, 在国家政策引导和消费者环保需求提升的情况下, 具备突出环保性能的家具产品将会备受青睐。而公司参股的绿欧家具公司, 是一家专业生产整体衣橱柜的家具企业, 其家具产品所用的主要原材料为永林蓝豹绿色板材, 环保性能极为突出。同时, 绿欧家具携手公司、奥地利百隆和台湾优特等国际顶级供应商, 打造全球采购平台, 实现高效高质的绿色家具生产。近年, 凭借上市公司平台, 绿欧家具在福建、江西、安徽、浙江、广东等省开设 600 百多家综合馆。未来伴随绿欧家具对乡镇网点覆盖力度加强, 以及区域性促销活动的推出, 公司家具产品销售体量或将继续扩大。

永林蓝豹是公司旗下主打环保地板品牌, 在国内市场具备极强品牌竞争力和市场地位。根据公司计划, 未来公司将继续夯实永林蓝豹第一木地板品牌地位。在海外销售方面, 公司在澳洲建立了永林蓝豹木地板专卖店销售渠道, 以自有品牌实现出口。在美国收购面向北美建材市场的美国艾玛地板公司直接与美国 Home Depot、Floor Décor 等国际著名超市建立了合作关系, 建立了广泛而稳定的销售网络。利用澳洲永林蓝豹专卖店以及美国艾玛地板公司完善的国际销售网络和渠道优势, 有效扩展国际市场。此外, 公司于 2016 年 8 月, 将价值 40 万美元的货品顺利出口至加纳, 成功开拓了非洲市场, 使得永林蓝豹地板在国际市场上的竞争力和市场占有率再上一层楼。

图表 53: 澳大利亚永林蓝豹 HILLS 专卖店



来源: 买购网, 国金证券研究所

- **对外投资, 公司切入竹家具业务。**2015 年 12 月, 公司拟出资 5,500 万元与王正丰先生共同设立竹家具公司。竹家具因其特殊属性, 在近几年愈发受到消费者的喜爱。而永安市竹子资源十分丰富, 毛竹林面积 70 余万亩, 位居福建省第二位, 农民人均拥有毛竹面积 3.9 亩, 居全国首位。公司自身拥有竹林面积 6.5 万余亩, 合资公司可充分利用永安市和公司自身的竹林资源。此外, 合伙人王正丰先生从事竹家具行业多年经验丰富, 同时又拥有多种销售渠道资源, 能为公竹家具业务的可持续发展奠定良好基础。根据公司公告, 预计合资公司 2016 年可实现竹木地板对外贸易额 2 亿元, 并逐年增加, 2018 年可达 4 亿元左右, 为上市公司带来较好的经济效益。

## 风险因素

### 宏观经济波动风险

- 公司的木材及家具业务有一定的周期性, 易受到经济波动, 特别是房地产行业的影响。如果经济出现较大波动, 终端消费者将减少对民用家具的需求, 导致公司主要客户订单需求不稳定性增加, 最终影响公司的盈利水平。

### 原材料价格波动风险

- 森源高端酒店及精装商品住宅定制家具的主要材料为木皮、板材和实木等等, 直接材料成本占比较高。主要原材料采购价格的波动, 将直接影响公司的经营业绩。

### 汇率风险

- 木竹地板出口业务及人造板外币贷款受人民币汇率波动影响。

## 盈利预测

### 关键假设

- 森源家具业绩补偿方 2016/2017 年承诺净利润 1.35/1.6 亿元足额实现。
- 公司主要业务, 包括木材和家具等毛利率保持大致稳定。
- 森源家具现分布在福建南安、广东深圳和东莞三地的产能, 未来两年内全部集中于东莞大岭山基地。

## 盈利预测

图表 54: 永安林业盈利预测

	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入 (万元)	44,173.2	43,906.6	86,567.1	153,244.3	195,822.3	234,958.1
家具	0.0	0.0	47,520.0	99,792.0	134,719.2	168,399.0
木材二次加工产品	35,815.0	35,594.0	31,543.0	36,274.5	41,715.6	45,052.9
竹木地板	0.0	0.0	0.0	8,900.0	10,235.0	11,360.9
木材	6,907.0	7,597.0	6,484.0	7,002.7	7,560.1	8,158.9
其他	1,451.2	715.6	1,020.1	1,275.2	1,592.4	1,986.5
营业成本 (万元)	38,377.7	36,544.4	65,331.1	113,394.3	145,047.7	173,258.3
家具	0.0	0.0	33,763.0	69,355.4	94,572.9	118,316.5
木材二次加工产品	32,970.0	31,788.0	27,134.0	31,377.4	36,125.7	39,046.0
竹木地板	0.0	0.0	0.0	7,876.5	9,078.4	10,079.6
木材	4,302.0	4,433.0	3,995.0	4,236.6	4,581.4	4,950.7
其他	1,105.7	323.4	439.1	548.3	689.3	865.5
业务利润 (万元)	5,795.5	7,362.2	21,236.0	39,850.0	50,774.6	61,699.8
家具	0.0	0.0	13,757.0	30,436.6	40,146.3	50,082.5
木材二次加工产品	2,845.0	3,806.0	4,409.0	4,897.1	5,589.9	6,006.9
竹木地板	0.0	0.0	0.0	1,023.5	1,156.6	1,281.2
木材	2,605.0	3,164.0	2,489.0	2,766.1	2,978.7	3,208.2
其他	345.5	392.2	581.0	726.8	903.1	1,121.0
毛利率 (%)	13.1	16.8	24.5	26.0	25.9	26.3
家具	-	-	28.9	30.5	29.8	29.7
木材二次加工产品	7.9	10.7	14.0	13.5	13.4	13.3
竹木地板	-	-	-	11.5	11.3	11.3
木材	37.7	41.6	38.4	39.5	39.4	39.3
其他	23.8	54.8	57.0	57.0	56.7	56.4
增速 (%)	35.1	-0.6	97.2	77.0	27.8	20.0
家具	-	-	-	110.0	35.0	25.0
木材二次加工产品	9.5	-0.6	-11.4	15.0	15.0	8.0
竹木地板	-	-	-	-	15.0	11.0
木材	-25.9	10.0	-14.7	8.0	8.0	7.9
其他	-26.3	-50.7	42.6	25.0	24.9	24.8

来源: Wind, 国金证券研究所预测

基于以上假设, 经模型测算得出公司 2016-2018 年净利润分别为 1.29/1.69/2.33 亿元, 三年 CAGR 为 73.3%, 全面摊薄后每股收益为 0.38/0.50/0.68 元/股。

**附录：三张报表预测摘要**

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)						
	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E		2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
<b>主营业务收入</b>	<b>459</b>	<b>460</b>	<b>892</b>	<b>1,863</b>	<b>2,504</b>	<b>3,437</b>	货币资金	36	61	264	297	319	351
增长率		0.2%	93.8%	108.9%	34.4%	37.3%	应收款项	41	45	626	324	436	598
主营业务成本	-400	-386	-678	-1,373	-1,847	-2,526	存货	647	656	1,053	2,099	2,824	3,862
%销售收入	87.2%	84.0%	76.1%	73.7%	73.8%	73.5%	其他流动资产	6	9	154	29	39	52
毛利	59	74	213	490	657	912	流动资产	730	771	2,097	2,750	3,618	4,863
%销售收入	12.8%	16.0%	23.9%	26.3%	26.2%	26.5%	%总资产	53.9%	56.3%	52.6%	48.9%	55.4%	62.1%
营业税金及附加	-3	-3	-12	-18	-24	-33	长期投资	162	153	134	135	134	134
%销售收入	0.8%	0.7%	1.3%	1.0%	1.0%	0.9%	固定资产	377	360	549	593	634	674
营业费用	-7	-6	-38	-84	-100	-151	%总资产	27.9%	26.3%	13.8%	10.5%	9.7%	8.6%
%销售收入	1.5%	1.4%	4.3%	4.5%	4.0%	4.4%	无形资产	48	48	1,147	2,142	2,149	2,156
管理费用	-47	-48	-75	-145	-183	-261	非流动资产	625	599	1,887	2,871	2,918	2,965
%销售收入	10.2%	10.5%	8.4%	7.8%	7.3%	7.6%	%总资产	46.1%	43.7%	47.4%	51.1%	44.6%	37.9%
息税前利润 (EBIT)	1	16	89	243	350	467	<b>资产总计</b>	<b>1,355</b>	<b>1,371</b>	<b>3,984</b>	<b>5,620</b>	<b>6,536</b>	<b>7,828</b>
%销售收入	0.3%	3.4%	10.0%	13.0%	14.0%	13.6%	短期借款	381	433	849	2,400	2,916	3,633
财务费用	-47	-54	-55	-96	-150	-181	应付款项	155	186	580	662	888	1,218
%销售收入	10.3%	11.7%	6.2%	5.1%	6.0%	5.3%	其他流动负债	10	11	179	162	217	298
资产减值损失	-5	-19	-3	0	0	0	流动负债	546	631	1,607	3,225	4,021	5,150
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0	长期贷款	421	355	293	293	293	294
投资收益	35	19	15	15	15	15	其他长期负债	27	30	39	2	2	2
%税前利润	255.5%	-103.3%	22.4%	8.4%	6.4%	4.7%	<b>负债</b>	<b>994</b>	<b>1,017</b>	<b>1,940</b>	<b>3,520</b>	<b>4,316</b>	<b>5,446</b>
营业利润	-16	-38	45	162	216	301	<b>普通股股东权益</b>	<b>332</b>	<b>323</b>	<b>2,013</b>	<b>2,064</b>	<b>2,177</b>	<b>2,333</b>
营业利润率	n.a	n.a	5.0%	8.7%	8.6%	8.8%	少数股东权益	28	31	31	37	43	49
营业外收支	30	20	20	18	18	18	<b>负债股东权益合计</b>	<b>1,355</b>	<b>1,371</b>	<b>3,984</b>	<b>5,620</b>	<b>6,536</b>	<b>7,828</b>
税前利润	14	-18	65	179	234	319	<b>比率分析</b>						
利润率	3.0%	n.a	7.3%	9.6%	9.3%	9.3%		2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
所得税	0	0	-18	-45	-58	-80	<b>每股指标</b>						
所得税率	0.1%	n.a	27.0%	25.0%	25.0%	25.0%	每股收益	0.05	-0.10	0.13	0.38	0.50	0.68
净利润	14	-18	47	135	175	239	每股净资产	1.64	1.59	5.90	6.05	6.38	6.84
少数股东损益	3	3	3	6	6	6	每股经营现金净流	0.24	0.31	0.15	-1.03	-0.67	-1.09
<b>归属于母公司的净利润</b>	<b>11</b>	<b>-21</b>	<b>45</b>	<b>129</b>	<b>169</b>	<b>233</b>	每股股利	0.00	0.00	0.00	0.12	0.16	0.23
净利率	2.4%	n.a	5.0%	6.9%	6.8%	6.8%	<b>回报率</b>						
<b>现金流量表 (人民币百万元)</b>							净资产收益率	3.35%	-6.39%	2.23%	6.23%	7.78%	10.00%
净利润	14	-18	47	135	175	239	总资产收益率	0.82%	-1.51%	1.13%	2.29%	2.59%	2.98%
少数股东损益	0	0	0	0	0	0	投入资本收益率	0.11%	1.37%	2.02%	3.79%	4.84%	5.54%
非现金支出	40	53	44	45	51	57	<b>增长率</b>						
非经营收益	7	34	39	66	123	154	主营业务收入增长率	0.45%	0.23%	93.84%	108.91%	34.43%	37.28%
营运资金变动	-14	-6	-78	-595	-579	-824	EBIT增长率	-92.63%	1178.32%	460.62%	173.34%	44.51%	33.10%
<b>经营活动现金净流</b>	<b>48</b>	<b>62</b>	<b>53</b>	<b>-350</b>	<b>-229</b>	<b>-373</b>	净利润增长率	2.93%	N/A	N/A	186.31%	31.79%	37.84%
资本开支	4	0	-8	-1,030	-81	-86	总资产增长率	-7.21%	1.19%	190.60%	41.08%	16.29%	19.77%
投资	38	13	-125	-1	0	0	<b>资产管理能力</b>						
其他	4	3	1	15	15	15	应收账款周转天数	8	16	115	37	37	37
<b>投资活动现金净流</b>	<b>45</b>	<b>16</b>	<b>-131</b>	<b>-1,016</b>	<b>-66</b>	<b>-71</b>	存货周转天数	576	616	460	558	558	558
股权募资	0	0	401	0	0	0	应付账款周转天数	55	73	86	64	64	64
债权募资	-85	-14	-135	1,536	516	718	固定资产周转天数	300	285	192	96	75	56
其他	-59	-54	-61	-137	-198	-243	<b>偿债能力</b>						
<b>筹资活动现金净流</b>	<b>-143</b>	<b>-68</b>	<b>204</b>	<b>1,399</b>	<b>317</b>	<b>475</b>	净负债/股东权益	212.65%	206.14%	43.02%	114.19%	130.26%	150.22%
<b>现金净流量</b>	<b>-50</b>	<b>10</b>	<b>126</b>	<b>33</b>	<b>22</b>	<b>31</b>	EBIT利息保障倍数	0.0	0.3	1.6	2.5	2.3	2.6
							资产负债率	73.38%	74.17%	48.69%	62.63%	66.03%	69.57%

来源：公司年报、国金证券研究所

**市场中相关报告评级比率分析**

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	0	0	0	0
增持	0	0	0	0	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
<b>评分</b>	<b>0.00</b>	<b>0.00</b>	<b>0.00</b>	<b>0.00</b>	<b>0.00</b>

来源：朝阳永续

**市场中相关报告评级比率分析说明：**

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性  
3.01~4.0=减持

**长期竞争力评级的说明：**

长期竞争力评级着重于企业基本面，评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

**优化市盈率计算的说明：**

行业优化市盈率中，在扣除行业内所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

**投资评级的说明：**

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；

增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；

中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；

减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

**特别声明：**

国金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。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，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，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。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。本报告亦非作为或被视作出售或购买证券或其他投资标的邀请。

证券研究报告是用于服务机构投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券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。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

本报告仅供国金证券股份有限公司的机构客户使用；非国金证券客户擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

**上海**

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 7 楼

**北京**

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

**深圳**

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳福田区深南大道 4001 号

时代金融中心 7BD