

2017年03月23日

华立股份 (603038.SH)

深度分析

装饰复合材料行业龙头，产能扩张助业绩腾飞

投资要点

- ◆ **国内装饰复合材料行业龙头，业绩增长稳定**：公司是专业从事装饰复合材料研发、设计、生产和销售的国家高新技术企业，经过多年的发展与创新，公司已成为国内装饰复合材料行业综合实力领先的企业之一。公司产品包括封边装饰材料、异型装饰材料和装饰材料。其中，封边装饰材料销售收入占比最大，2013至2016年上半年，分别达到82.71%、83.29%、84.27%和85.32%。公司业绩稳步增长，2013至2015年营业收入年复合增长率为6.29%，净利润年复合增长率为1.23%。2016年前三季度公司营业收入和净利润增速分别为13.56%和45.87%，净利润增速远大于营业收入增长率，一方面是因为公司下游客户需求稳步提升，另一方面，公司通过期货交易投资收益和短期理财收益实现了1,141.27万元的其他投资收益。公司立足广东，同时在四川、北京、浙江和天津成立了分、子公司。华南地区仍是公司销售收入主要来源地，2013至2016年上半年，公司在华南区的营业收入占比分别为50.14%、50.27%、45.01%和42.29%。
- ◆ **板式家具仍是消费主流，复合装饰材料需求潜力大**：公司所生产的装饰复合材料与板式家具市场容量存在高度的正相关关系。2015年，我国板式家具市场规模达到3,150亿元，同比增长10.7%。据中国产业研究院的测算，未来我国板式家具行业收入年均增长率预计为9.5%，到2020年，我国板式家具市场规模可达4,960亿元。尽管近年来，具有环保、甲醛含量低等特性的实木家具受到市场追捧，挤占了板式家具的市场份额，但从长远来看，板式家具仍是消费主流。一方面，我国森林覆盖率为21.63%，远低于世界31%的平均水平，人均森林面积仅为世界的1/4，我国林业资源相对稀缺使得木材耗用率更高的实木家具价格水涨船高，相较而言，板式家具更具价格优势，能够满足大多数消费者需求。另一方面，定制家具行业市场规模持续增长，板式家具以其款式新颖众多、设计简约大方、色彩变化丰富的特点，成为定制家具的首选材料，将吸引更多具有个性化需求的消费者。板式家具的发展将进一步推动装饰复合材料的需求。
- ◆ **募资破解产能瓶颈，未来业绩增长可期**：在封边装饰材料领域，公司处于行业领先地位，根据公开资料测算，公司在2013至2015年封边复合装饰材料市场份额分别为8.52%、8.37%和8.03%，市场份额较高。同时，为了顺应下游行业客户定制化趋势，快速满足客户个性化需求，公司建立了从研发设计、生产制造至物流配送的快速反应体系。公司下游需求强劲，产能不足问题显现。三个主要募投项目的逐步建成将有效破解产能瓶颈。截至目前，四川和浙江生产基地建设项目少量设备已安装完成并进行第一期生产，东莞装饰复合材料生产线建设项目公司已开始着手主要生产线的选型及后续购置安装工作。公司产能逐步提升，未来业绩增长可期。
- ◆ **投资建议**：我们预测公司2016年至2018年每股收益分别为1.86、1.41和1.66元。净资产收益率分别为17.3%、9.7%和10.6%，给予买入-B建议，6个月目标价为80元，相当于2018年48.19倍的动态市盈率。
- ◆ **风险提示**：原材料价格波动风险；宏观经济波动风险；应收账款坏账损失的风险。

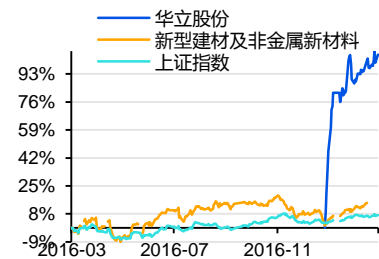
建材 | 新型建材及非金属新材料 III

投资评级	买入-B(首次)
6个月目标价	80元
股价(2017-03-23)	69.41元

交易数据

总市值(百万元)	4,629.65
流通市值(百万元)	1,159.15
总股本(百万股)	66.70
流通股本(百万股)	16.70
12个月价格区间	33.49/71.88元

一年股价表现



资料来源：贝格数据

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	13.25	-3.47	-8.31
绝对收益	12.86		

分析师

叶中正
 SAC 执业证书编号：S0910516080001
 yezhongzheng@huajinsec.cn

相关报告

财务数据与估值

会计年度	2014	2015	2016E	2017E	2018E
主营收入(百万元)	467.2	488.9	531.5	625.0	720.6
同比增长(%)	8.0%	4.6%	8.7%	17.6%	15.3%
营业利润(百万元)	80.8	80.0	106.2	107.5	127.5
同比增长(%)	4.9%	-1.0%	32.8%	1.2%	18.6%
净利润(百万元)	71.4	69.8	92.8	93.9	110.8
同比增长(%)	4.8%	-2.2%	33.0%	1.1%	18.1%
每股收益(元)	1.07	1.05	1.86	1.41	1.66
PE	60.6	62.0	34.9	46.1	39.0
PB	11.3	9.5	6.0	4.5	4.1

数据来源：贝格数据，华金证券研究所

内容目录

一、国内装饰复合材料行业龙头，业绩增长稳定	5
(一) 产品种类齐全，毛利率水平较高	5
(二) 业绩稳步增长，资产运营能力较强	6
(三) 全国性区域布局成型，华南地区仍为销售收入主要来源地	7
(四) 公司股权集中，高管研发领域具有深厚造诣	7
二、板式家具仍是消费主流，复合装饰材料需求潜力大	9
(一) 公司所处行业上下游	9
(二) 上游原材料价格波动较为明显，公司产品价格保持相对稳定	9
(三) 板式家具逐渐成为家具消费的主流	10
1、家具制造业规模稳步提升，木质家具占绝对优势	10
2、板式家具市场占有率较高，实木家具市场份额增加	11
4、木材供需缺口不断增大，板式家具是未来家具产业的主要发展方向	12
5、板式家具适应家具个性化与定制化需求	13
(四) 装饰复合材料市场与下游行业基本保持同步	14
1、板式家具市场规模持续扩大，PVC 封边装饰材料处于快速成长期	14
2、封边装饰材料市场与板式家具市场规模变化基本保持同步	15
3、异型装饰材料市场需求将稳步增长	16
三、募资破解产能瓶颈，未来业绩增长可期	16
(一) 产业集中度低，公司处于行业领先地位	16
(二) 快速反应体系适应未来家具产业个性化需求	17
(三) 募投项目突破产能瓶颈，业绩增长可期	18
四、盈利预测与估值	19
(一) 盈利预测假设	19
(二) 可比公司估值	19
五、风险提示	20

图表目录

图 1：公司三大产品线销售收入占比	6
图 2：公司三大产品线毛利率（单位：%）	6
图 3：公司营业收入及归母净利润情况	6
图 4：公司期间费用率情况（单位：%）	6
图 5：公司现金净流量情况（单位：万元）	7
图 6：公司业务布局思路	7
图 7：公司营业收入地域分布	7
图 8：公司上市前股权结构图	8
图 9：公司所处行业上下游	9
图 10：我国 PVC 产量及其变化趋势	9
图 11：PVC 期货（活跃合约）结算价（单位：元/吨）	9
图 12：我国住宅装饰行业市场规模	10
图 13：我国家具制造业主营业务收入及同比	10
图 14：各品类家具制造业规模（营收口径 单位：亿元）	10
图 15：人造板和锯材产量（单位：万立方米）	11

图 16：进口和原产锯材与原木数量（单位：立方米）	12
图 17：板式家具与实木家具原材料鱼珠木材市场价格（单位：元/立方米）	13
图 18：我国定制家具市场规模及同比	13
图 19：主要家具品牌营收增长率（单位：%）	13
图 20：我国板式家具市场规模（单位：亿元）	14
图 21：复合装饰材料产品发展阶段	15
图 22：规模以上企业板式家具的封边装饰材料市场规模	15
图 23：全国木地板规模及增速	16
图 24：应用于木地板的踢脚线和收口条市场规模（单位：万平米）	16
图 25：公司封边装饰材料市场份额	17
图 26：公司快速反应体系	18
表 1：公司产品简介	5
表 2：公司核心人员研究成果和参与项目	8
表 3：3 种木质家具对比	11
表 4：主要家具上市公司主营产品材质	12
表 5：复合装饰材料性能特点	14
表 6：公司主要竞争对手情况	16
表 7：募投项目实施概况	18
表 8：募投项目产能扩充计划（单位：万平米）	19
表 9：可比公司估值情况	19
表 10：同等市值规模新股估值情况	20

一、国内装饰复合材料行业龙头，业绩增长稳定

公司是专业从事装饰复合材料研发、设计、生产和销售的国家高新技术企业，经过多年的发展与创新，公司已成为国内装饰复合材料行业综合实力领先的企业之一。公司先后在四川、北京、浙江和天津设立了分、子公司，逐步建立起以珠三角地区、成渝经济圈、环渤海地区和长三角地区等国内四大家具产业聚集区为主要目标市场的生产基地，年生产能力超过 10 亿米，形成了“贴近市场、服务需求”的国内业务战略布局。

（一）产品种类齐全，毛利率水平较高

公司是行业内产品种类最为齐全的企业之一，主要产品包括封边装饰材料、异型装饰材料和 其他装饰材料，主要应用于板式家具的封边、表面装饰及室内装修装饰等。公司产品的具体应用 如表 1 所示。

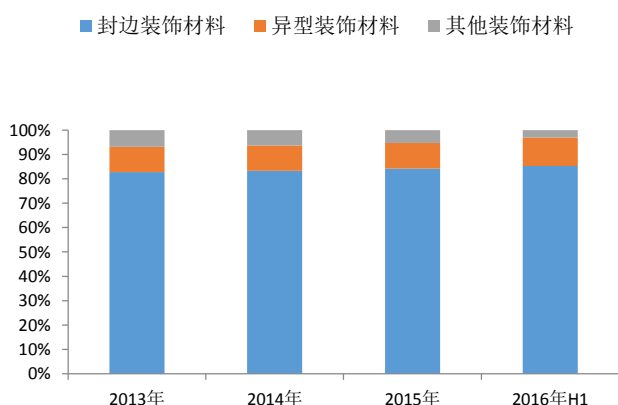
表 1：公司产品简介

产品类别	封边装饰材料（塑胶）	封边装饰材料（纸塑）	异型装饰材料	其他装饰材料
图示				
基材	PVC、ABS 和 PP 等 改性高分子树脂	原纸为原材料，用改性树脂浸 渍液进行预浸渍	改性树脂、人造板	原纸、塑胶面材
主要应用领域	各类办公桌、会议台、定制衣柜、整体橱柜 等板式家具的装饰封边		板式家具、室内地板、天花 板和楼梯等的装饰封边	板式家具及室内装饰板 等的贴面装饰
应用效果图示				

资料来源：华金证券研究所，公司招股说明书

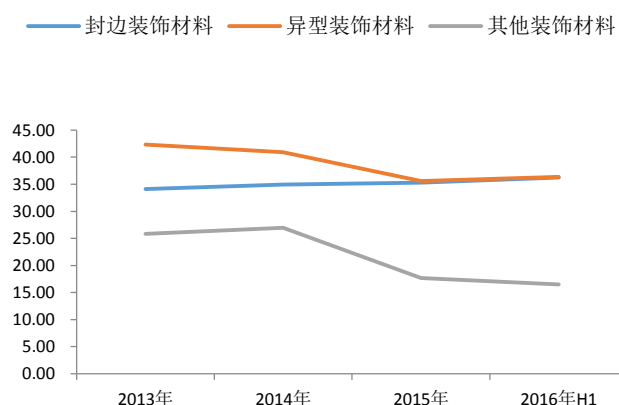
公司三大产品线中，封边装饰材料销售收入占比最大，2013 至 2016 年上半年，分别达到 82.71%、83.29%、84.27%和 85.32%，其中塑胶类封边装饰材料占比均超过 70%，封边装饰材料销售额的年复合增长率为 7.28%。毛利率方面，单位成本上升使得异型装饰材料毛利率在 2014 年和 2015 年出现了连续下降的趋势。而主要产品封边装饰材料的细分领域塑胶封边装饰材料，由于原材料 PVC 粉价格的持续下降，使得其毛利率在 2013 至 2016 年上半年来保持稳步上行趋势。2015 年起公司逐步降低其他装饰材料的产能，将主要精力集中于更具专业能力且具有更高毛利率的封边装饰材料领域。2016 年起，公司其他装饰材料全部通过委外加工或直接对外采购取得，其他装饰材料的毛利率相应大幅下调。

图 1：公司三大产品线销售收入占比



资料来源：华金证券研究所，Wind

图 2：公司三大产品线毛利率 (单位：%)

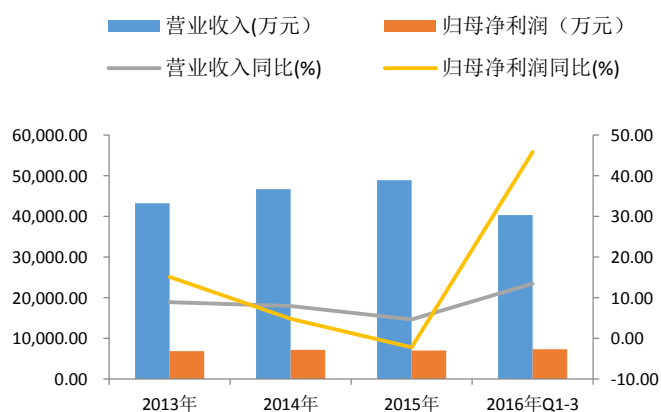


资料来源：华金证券研究所，Wind

(二) 业绩稳步增长，资产运营能力较强

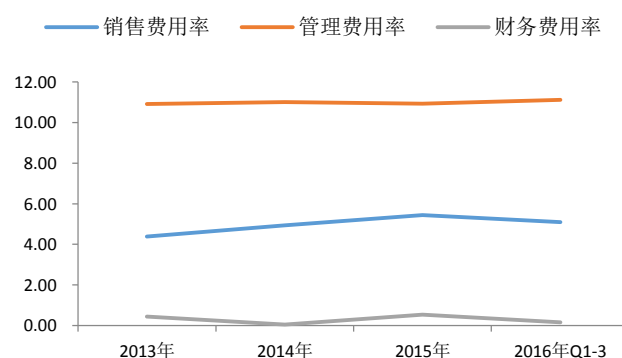
2013年至2016年前三季度，公司实现营业收入43,274.11万元、46,718.99万元、48,885.98万元和40,309.88万元，净利润分别为6,809.53万元、7,137.32万元、6,977.83万元以及7,328.47万元。2013至2015年营业收入年复合增长率为6.29%，净利润年复合增长率为1.23%，公司业务规模不断扩大，经营业绩持续稳步增长。2016年前三季度营业收入和净利润增速分别为13.56%和45.87%，净利润增速远大于营业收入增长率，一方面是因为公司下游客户需求稳步提升，另一方面，公司通过期货交易投资收益和短期理财收益实现了1,141.27万元的其他投资收益。公司期间费用率保持稳定，其中管理费用率较高，主要是由于公司重视研发，研发费用支出占管理费用的比重较大。

图 3：公司营业收入及归母净利润情况



资料来源：华金证券研究所，Wind

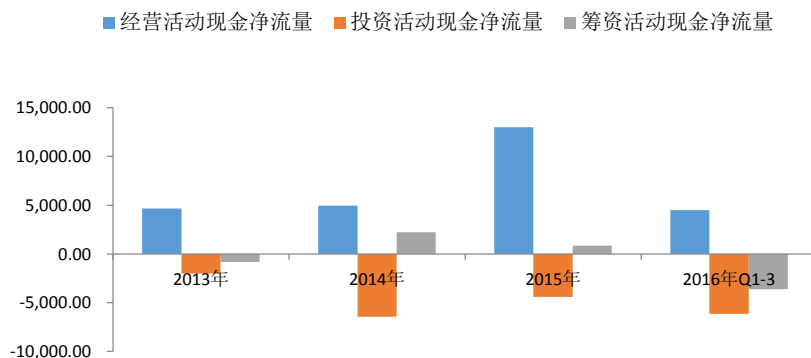
图 4：公司期间费用率情况 (单位：%)



资料来源：华金证券研究所，Wind

公司现金流状况良好，资产运营能力较高。2013至2016年前三季度，公司经营活动现金流量净额维持较高水平，主要是因为公司最近三年应收账款周转率和存货周转率均保持较高水平。公司为解决产能瓶颈而扩大生产投入的基础建设项目导致投资活动现金流量净额连续为负数。

图 5：公司现金净流量情况（单位：万元）



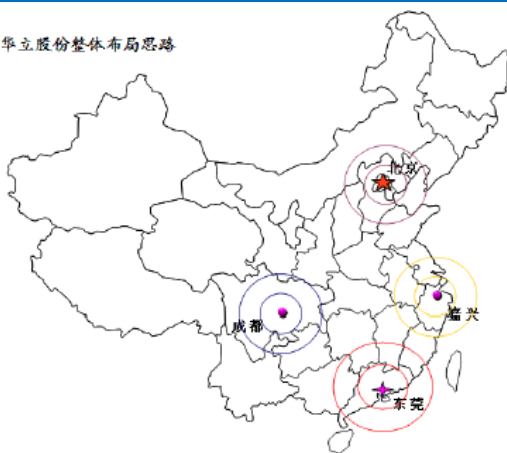
资料来源：华金证券研究所，公司招股说明书

（三）全国性区域布局成型，华南地区仍为销售收入主要来源地

公司立足广东，在保持公司珠三角地区优势的同时，积极拓展业务布局，2007 年以来先后在四川、北京、浙江和天津成立了分、子公司，实现对客户和市场的就近开发和服务。从营业收入地域分布来看，华南地区仍是公司销售收入主要来源地，2013 至 2016 年上半年，公司在华南区的营业收入占比分别为 50.14%、50.27%、45.01%和 42.29%。国外市场销售额占比分别为 18.76%、18.48%、19.55%和 22.47%。其中，亚洲和欧洲市场是两个主要的国外市场，2016 年上半年，亚洲市场销售收入占比为 9.84%，欧洲市场为 6.49%。

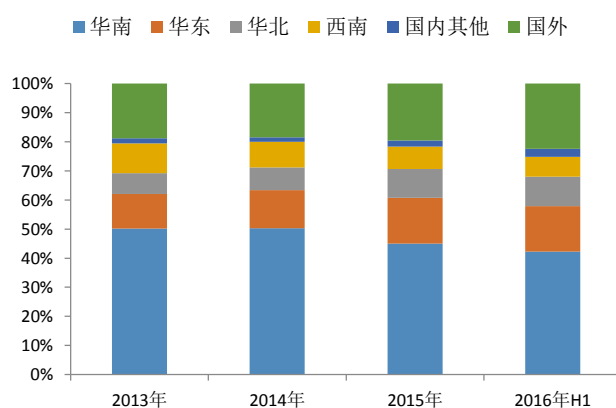
图 6：公司业务布局思路

④ 华立股份整体布局思路



资料来源：华金证券研究所，公司招股说明书

图 7：公司营业收入地域分布

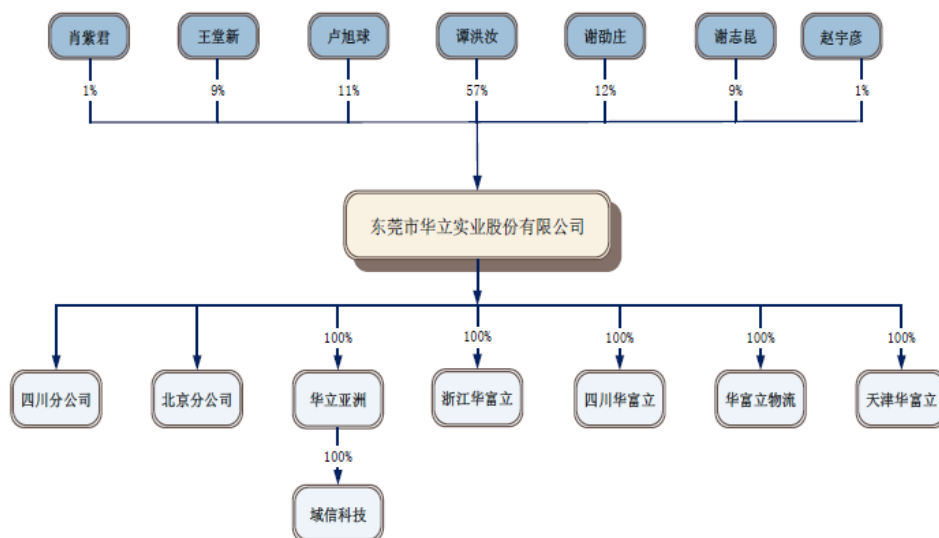


资料来源：华金证券研究所，Wind

（四）公司股权集中，高管研发领域具有深厚造诣

公司实际控制人为谭洪汝、谢劭庄夫妇。谭洪汝持有公司股份 2,850 万股，占发行前公司总股本的 57%。谢劭庄持有公司股份 600 万股，占发行前公司总股本的 12%。谭洪汝与谢劭庄合计持有公司股份 3,450 万股，占发行前公司总股本的 69%，公司股权结构集中。此外，董事谢劭庄与谢志昆为姐弟关系，公司家族制企业氛围较浓。

图 8：公司上市前股权结构图



资料来源：华金证券研究所，公司招股说明书

公司创始人和核心技术人员在装饰复合材料研发领域具有深厚造诣，技术研发实力较强。

表 2：公司核心人员研究成果和参与项目

核心技术人员	担任职务	教育背景	研究成果、参与项目情况
谭洪汝	董事长	硕士	主持了《高性能聚氯乙烯材料的研发及其在板式家具中的应用》、《预浸渍三聚氰胺纸塑复合装饰材料的研发及其在板式家具中的应用》等多项国家、省、市级科研项目，其中“预浸渍三聚氰胺纸封边”被认定为国家重点新产品，多个项目获得广东省及东莞市科学技术进步奖；公司数十项专利的发明人。
谢志昆	董事、总经理、技术中心主任	本科	先后主持了高性能 PVC 封边复合材料和环保型 ABS 封边复合材料等多项公司核心配方的设计和研发；主持了公司广东省省级企业技术中心和合格评定国家认可委员会认可实验室的筹建工作。主持并参与国家火炬计划项目及多项省、市级科研项目。作为第二完成人完成国家林业局科技成果推广计划《人造板表面装饰技术-预涂装饰纸生产工艺研究》项目，并荣获国家教育部科学技术进步二等奖。作为主要起草人员参与行业技术标准《家具用封边条技术要求》（QB/T 4463-2013）的制定工作。
雷厚根	技术中心副主任	大专	参与中国合格评定国家认可委员会认可实验室筹备及多项科研项目的策划和实施工作；广东省家具制造标准化技术委员会技术委员，参与审订《家具中挥发性有机物释放量的测定-环境试验舱法》广东省地方标准以及《家具热塑性塑料封边条的热变形温度测定方法》等多项公司专利和项目的申请和实施；在《中国家具》、《亚洲板材与家具》等权威杂志发表多篇论文；作为主要起草人员参与行业技术标准《家具用封边条技术要求》（QB/T 4463-2013）的制定工作。

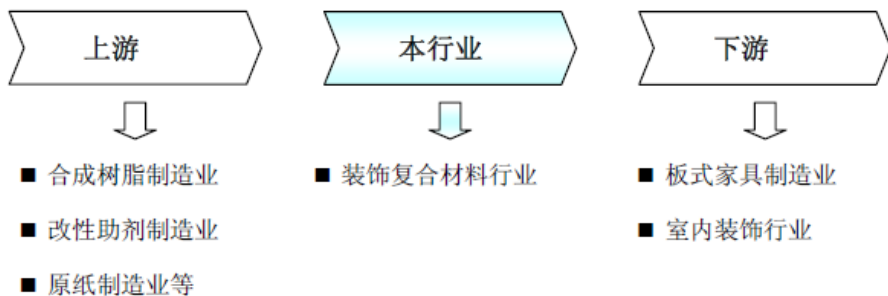
资料来源：华金证券研究所，公司招股说明书

二、板式家具仍是消费主流，复合装饰材料需求潜力大

（一）公司所处行业上下游

装饰复合材料行业上游主要是合成树脂制造业、改性助剂制造业以及原纸制造业等传统化工行业。装饰复合材料行业的发展较大幅度受制于下游板式家具、室内装饰产业的发展。

图 9：公司所处行业上下游

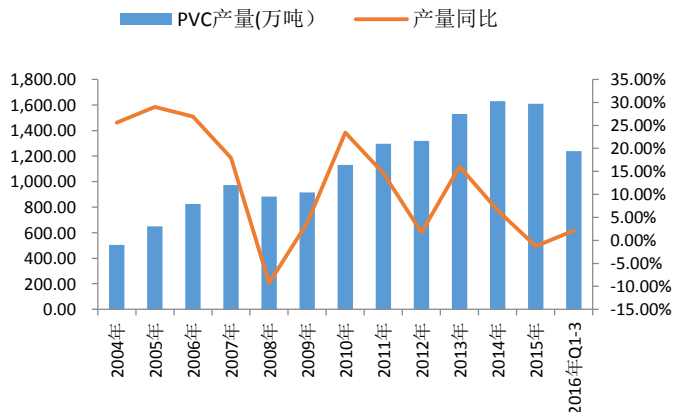


资料来源：华金证券研究所，公司招股说明书

（二）上游原材料价格波动较为明显，公司产品价格保持相对稳定

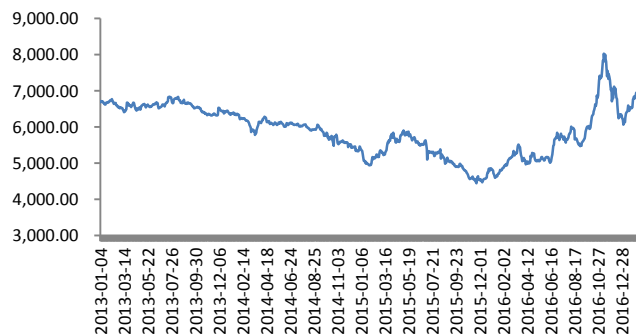
装饰复合材料的主要原材料为 PVC 粉、助剂、胶粘剂、原纸等，公司原材料成本占生产成本的比重约为 76%。原材料价格波动主要受国际原油价格及国内外市场供求情况影响。以产品最主要的原材料 PVC 为例，从 2010 年年底到 2016 年年初，由于 PVC 供过于求，其价格经历了一段长达五年的下行周期。2016 年下半年以来，受供给侧改革、环保严查、运输新规出台等影响，PVC 供应紧张，价格呈现大幅上升趋势，对公司产品价格和毛利率形成一定的影响。但从公司调研反馈的结果看，尽管上游原材料价格出现了较大波动，公司采取适当的套期保值操作手段对冲原材料价格上涨的不利影响，公司产品价格保持相对稳定，并未因原材料价格剧烈波动而采取过激的反应。

图 10：我国 PVC 产量及其变化趋势



资料来源：华金证券研究所，Wind

图 11：PVC 期货（活跃合约）结算价（单位：元/吨）



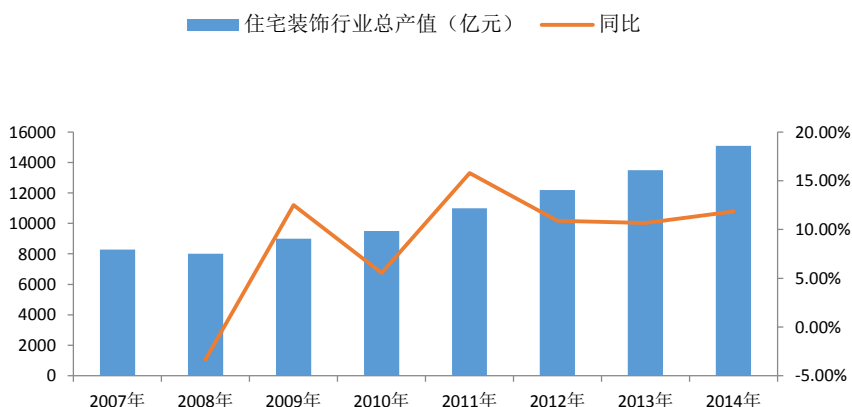
资料来源：华金证券研究所，Wind

(三) 板式家具逐渐成为家具消费的主流

1、家具制造业规模稳步提升，木质家具占绝对优势

近几年，随着我国国民消费能力的日渐提升和居民住房保有量的逐年提高，我国住宅装饰行业总产值呈现稳步上升趋势。据中国建筑装饰协会统计数据显示，我国住宅装饰装修总产值由2007年的8,274亿元提升至2014年的15,100亿元，年复合增长率为8.97%。

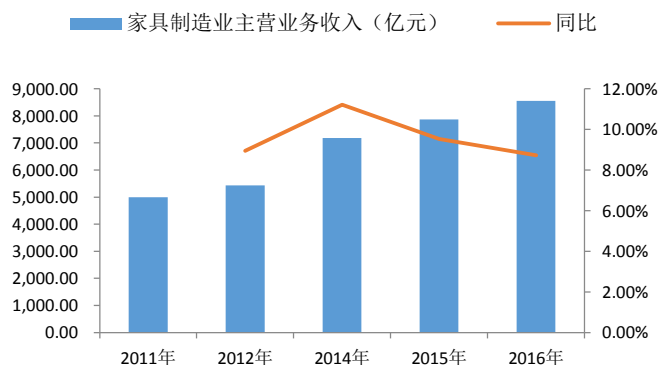
图 12：我国住宅装饰行业市场规模



资料来源：华金证券研究所，中国建筑装饰协会

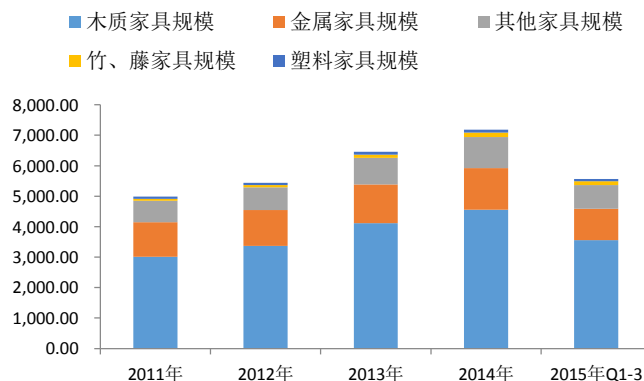
家具产业作为住宅装饰行业的子行业，伴随着住宅装饰行业的稳步提升，同样保持了较快的增长速度。我国家具制造业主营业务收入从2011年的4,992.30亿元增长到了2016年的8,559.50亿元，年复合增长率达11.39%，与住宅装饰行业增速相当。家具产品种类繁多，按材质可以分为木质家具、金属家具、竹藤家具、塑料家具及其他家具等。在各类材质家具中，木质家具产值约占每年家具总产值的60%，在家具市场上占有绝对优势。

图 13：我国家具制造业主营业务收入及同比



资料来源：华金证券研究所，Wind

图 14：各品类家具制造业规模（营收口径 单位：亿元）



资料来源：华金证券研究所，Wind

2、板式家具市场占有率较高，实木家具市场份额增加

木质家具按照产品构成的主要材料可以分为实木类家具、板式家具和综合类家具，三种家具特征对比如表 3 所示。

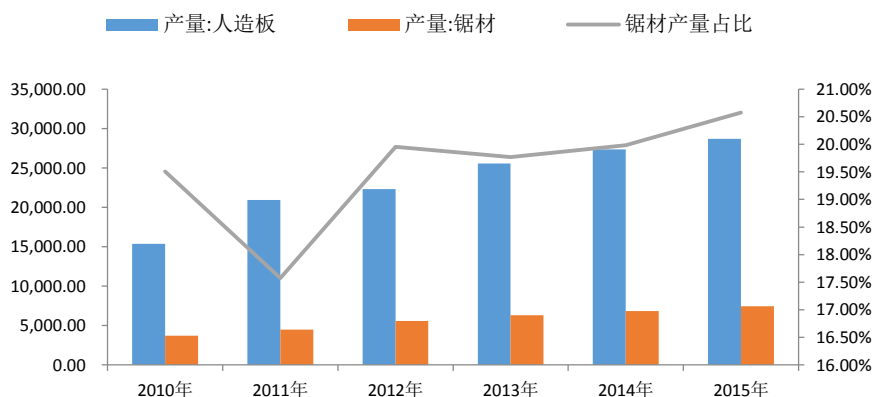
表 3：3 种木质家具对比

类别	材料成型方式	价格	优点	缺点
板式家具	利用加工后的木质单元材料添加胶黏剂、采用复合装饰材料贴面制成	适中，符合大多数消费者需求	<ul style="list-style-type: none"> ◆ 密度高，结构紧密，物理性能稳定 ◆ 不易变形，其抗弯力不亚于甚至有些高于纯木材 ◆ 木材综合利用率高 	<ul style="list-style-type: none"> ◆ 易挥发甲醛等有毒气体 ◆ 加工难度较大
实木家具	按一定规格直接切割原木而成的板材或用多块锯齿状木板拼接而成的板材	较高，高端消费者较为偏爱	<ul style="list-style-type: none"> ◆ 美观度高、触感好 ◆ 易于现场加工 ◆ 化学物质挥发量少，更环保、健康 	<ul style="list-style-type: none"> ◆ 可能出现板材变形、开裂现象 ◆ 木材综合利用率低
综合类家具	框架采用实木、平面部分则采用各类人造板	相比于实木家具较为实惠	◆ 相比于实木家具较为实惠	<ul style="list-style-type: none"> ◆ 综合实木和板式的工艺 ◆ 样式美观

资料来源：华金证券研究所，公开资料整理

从市场占有率情况来看，板式家具不论在产量还是生产企业数量方面，均远超过实木家具。产量方面，每年实木锯材与人造板产量之比约为 1:4，板式家具市场份额远高于实木家具市场份额。从另一角度看，锯木产量占比近年来略有提升，从侧面反应出实木家具近来受到市场追捧的现状。这主要是因为过去，板式家具行业门槛较低，产品良莠不齐，甲醛超标、封边工艺做不到位、生产厂家鱼龙混杂等问题的频发使板式家具“声名狼藉”。居民环保意识以及收入的普遍提升，环保性能和品质服务成为消费者挑选家具时首要考虑的因素，实木家具厂商和媒体在引导家具消费时充分突出“绿色”和“环保”，认为实木家具才是绝对安全可靠的。种种原因使得实木家具消费群体有所扩大，对板式家具的市场份额形成了一定挤压。

图 15：人造板和锯材产量（单位：万立方米）



资料来源：华金证券研究所，中国林业年鉴

从主要家具企业普及度来看，目前家具行业主要上市公司中，板式家具普及度远高于实木家具，公司主要客户好莱客和索菲雅均是板式定制家具制造商。原来仅生产实木家具的美克家居也推出定增计划，向板式家具领域拓展。

表 4：主要家具上市公司主营产品材质

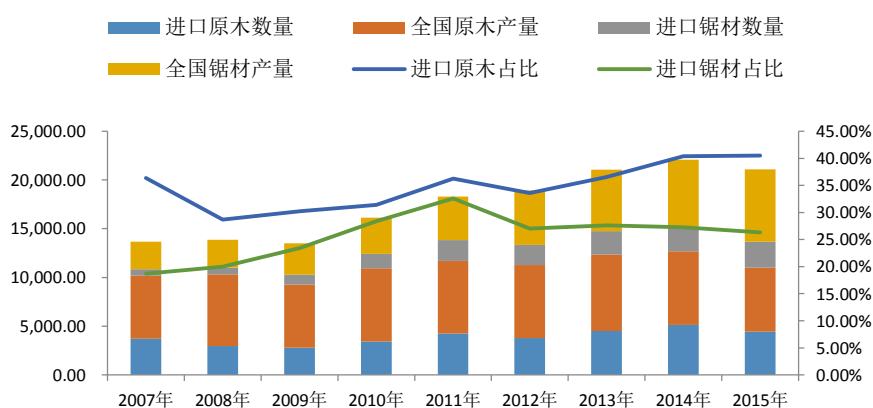
股票代码	公司名称	主营产品	产品材质
603898.SH	好莱客	定制家具	板式
002572.SZ	索菲雅	定制家具	板式
603833.SH	欧派家居	定制家具	板式
300616.SZ	尚品宅配	定制家具	板式
603389.SH	亚振家居	成品室内家具	实木、板式
002489.SZ	浙江永强	户外家具	实木、板式
600337.SH	美克家居	成品家具、定制家具	实木、板式
603818.SH	曲美家具	成品家具、定制家具	实木、板式、综合类
600978.SH	宜华生活	成品家具、定制家具	实木、板式、综合类

资料来源：华金证券研究所，各公司官网

4、木材供需缺口不断增大，板式家具是未来家具产业的主要发展方向

相较于板式家具，实木家具对木材的依存度更高，且木材综合利用率较低，一般情况下，原木加工成实木板的出材率为 36%~42%，人造板则接近 90%。而根据 2014 年第八次全国森林资源清查结果，我国森林覆盖率为 21.63%，远低于世界 31%的平均水平，人均森林面积仅为世界的 1/4，我国林业资源相对稀缺。另一方面，家具产业的快速发展加剧了木材供需缺口，我国木材对外依存度逐步提高。木材供需缺口的不断增大将使木材综合利用率更高的板式家具成为未来家具产业的主要发展方向。

图 16：进口和原产锯材与原木数量（单位：立方米）

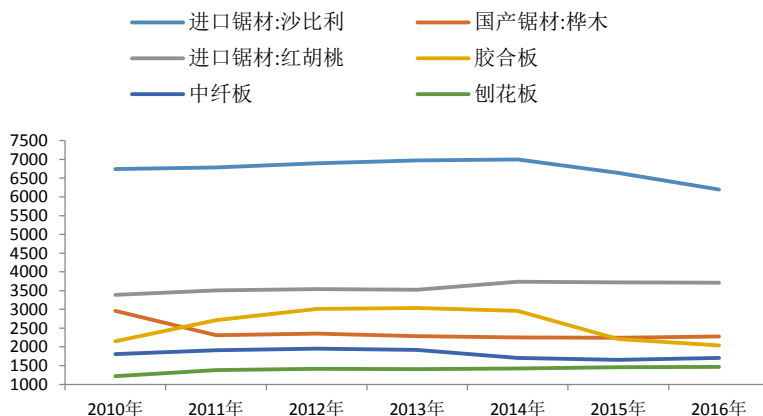


资料来源：华金证券研究所，Wind

价格方面，板式家具也具有显著优势。一方面，随着可采森林资源趋于减少，各国相继出台政策限制原木出口。同时，我国实施天然林保护工程，禁伐、限伐天然林，使原木的供需矛盾逐步加剧。另一方面，由于板式家具能够充分利用木材的边角料，木材综合利用率远高于实木家具，成本远低于实木板材。从我国最大的木材交易市场鱼珠市场的交易价格来看，进口锯材价格远高于人造板和国产锯材，国产桦木的价格也几乎是刨花板价格的两倍。因此，国内实木家具的发展

将受到原木紧缺和价格攀升的双重制约，板式家具对实木家具的替代趋势长期来看将得到凸显。未来，板式家具行业经过洗牌和整合，产能较大、价格有竞争力的家具生产厂如果能够消除消费者的疑问及恐惧心理，那么价格更低廉的板式家具还是非常具有竞争实力的。

图 17：板式家具与实木家具原材料鱼珠木材市场价格（单位：元/立方米）

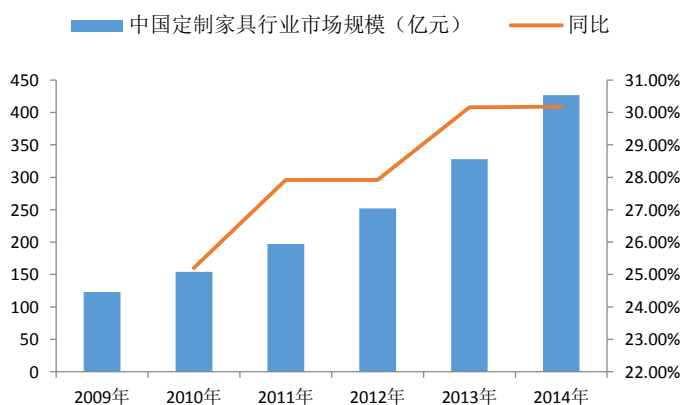


资料来源：华金证券研究所，Wind

5、板式家具适应家具个性化与定制化需求

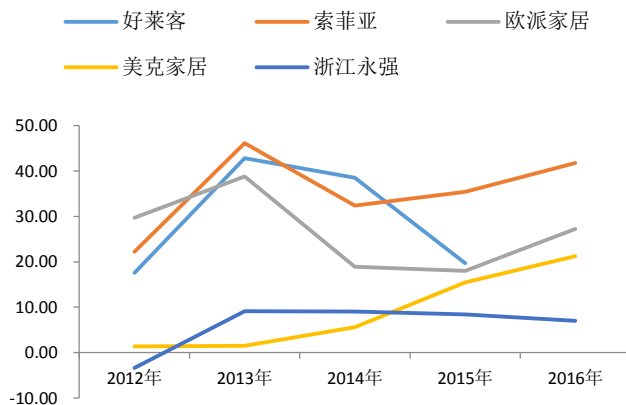
伴随着居民收入提高、居住条件改善和消费能力升级，个性化需求与家具定制将在未来数年得到规模化发展。2009年至2014年我国定制家具行业市场规模和增速持续增长，根据博思数据发布的《2015-2022年中国定制家具市场分析与投资前景报告》，定制家具市场规模未来将达千亿，显示出定制家具市场的良好前景。

图 18：我国定制家具市场规模及同比



资料来源：华金证券研究所，中国产业研究院

图 19：主要家具品牌营收增长率（单位：%）



资料来源：华金证券研究所，Wind

另外，从不同家具生产商营业收入增长率来看，主打定制家具的好莱客、索菲亚和欧派家居营业收入增长率显著高于生产成品家具的浙江永强和美克家居。这与成品家具制造业库存高企的行业现状相呼应。2016年，我国家具制造业产销量为 97.9%，较 2015 年下降 0.3 个百分点，产销量下降，企业库存增加，成品家具企业经营恶化。相较而言，定制化家具不会占据太多库存，为此主打实木成品家具的美克家居近来也推出定增计划，新建两条坂木定制柜类家具生产线，预计未来大量成品家具企业将转向定制家具。板式家具以其款式新颖众多、设计简约大方、色彩变

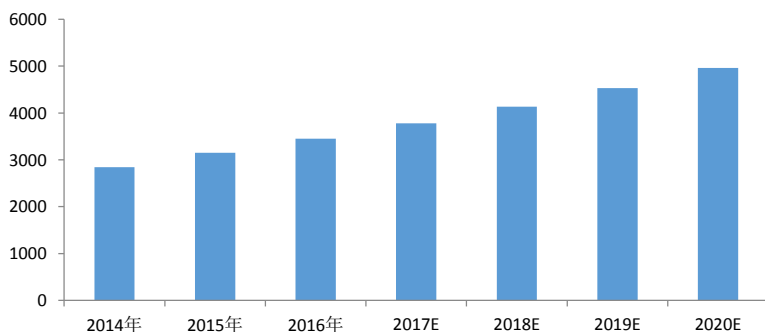
化丰富的特点，成为定制家具的首选材料，将吸引更多具有个性化需求的消费者，逐步成为消费者家装的首选。

（四）装饰复合材料市场与下游行业基本保持同步

1、板式家具市场规模持续扩大，PVC 封边装饰材料处于快速成长期

2015 年，我国板式家具市场规模达到 3,150 亿元，同比增长 10.7%。据中国产业研究院的测算，未来我国板式家具行业收入年均增长率预计为 9.5%，到 2020 年，我国板式家具市场规模可达 4,960 亿元，板式家具的发展将进一步推动装饰复合材料行业的发展。

图 20：我国板式家具市场规模（单位：亿元）



资料来源：华金证券研究所，中国产业研究院

公司所生产的装饰复合材料主要用于对板式家具、室内装饰的边缘、断面、表面和轮廓进行装饰和固封保护。装饰复合材料可印刷成木纹或其他多种精美艺术图案，花色品种多、色泽鲜艳亮丽、层次感突出，具有耐热、耐磨、抗老化、尺寸稳定、易清洁、造价低、绿色环保等优良特性，是制作各类整体橱柜、衣柜等板式家具以及房屋室内装饰的重要材料，广泛应用于家庭、酒店、商场、写字楼及各类娱乐文化场所、大型场馆等。

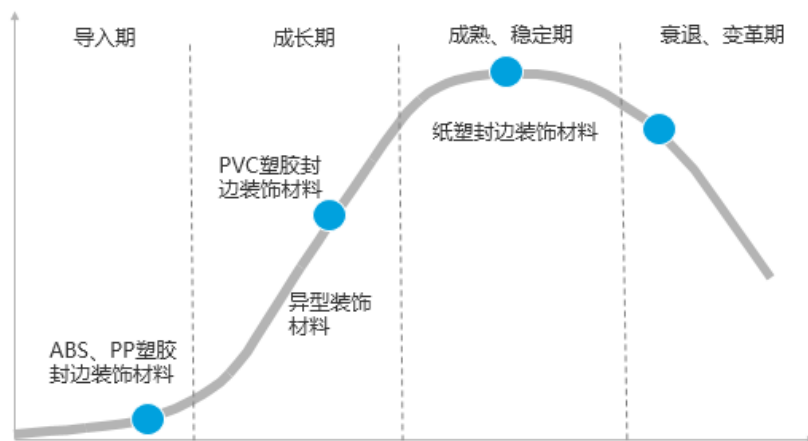
表 5：复合装饰材料性能特点

产品特性	优势体现
易于加工	易加工、易成型，适合大规模生产
设计自由	可根据客户的定制化要求生产出直线型、可转角型和异型等不同规格和形状的产品，外观、形状多种多样
装饰效果佳	既可以仿制出真实木材的纹路感和光洁度，又可设计和生产出各种木纹、皮纹、石纹、瓷纹等不同纹理以及哑光、亮光和立体等不同视觉效果的产品
理化性能优良	耐热、耐磨、耐腐蚀、抗老化；尺寸稳定、抗冲击能力强；不易产生裂缝、翘曲，使用寿命长
低碳环保	一方面，封边或贴面是人造板应用的必要工序，人造板的应用能有效降低原木的消耗，减轻对环境的压力，保护森林资源；另一方面，能有效防止人造板加工过程中粘合材料残余气味的外泄

资料来源：华金证券研究所，公司招股说明书

装饰复合材料起源于欧洲，以德国为代表的西欧一直是装饰复合材料的主要生产地区，产品销往世界各地。20 世纪 80 年代，板式家具开始在国内兴起，作为配套的装饰复合材料在我国也随之起步。进入本世纪以来，我国装饰复合材料产业得到快速发展，生产技术水平和质量快速提升，国内民营企业迅速崛起，逐步占据国内市场的主要份额，甚至开始冲击欧美企业在国际市场上的地位。截至目前各装饰复合材料主要产品的发展阶段如图 21 所示。

图 21：复合装饰材料产品发展阶段



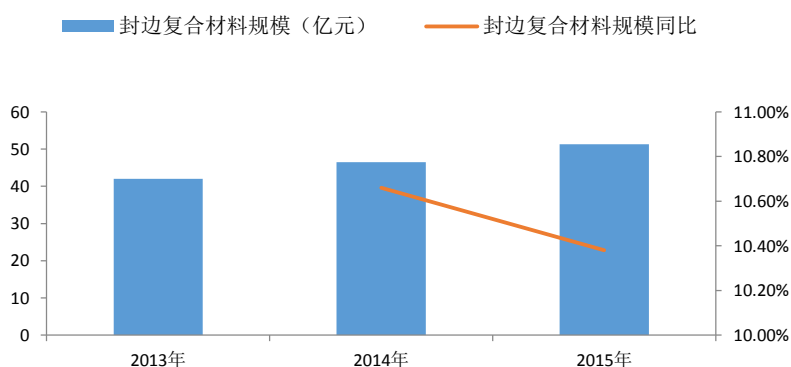
资料来源：华金证券研究所，公司招股说明书

从产品的生命周期来看，PVC 塑胶封边装饰材料和异型装饰材料正处于快速发展的成长期，其中 PVC 封边装饰材料性价比高，是国内封边装饰的主流产品。而 ABS 和 PP 塑胶封边装饰材料目前正处于行业发展的导入期，因其价格相对较高，目前在国内高端产品及欧美市场适用较多。此外，纸塑封边装饰材料处于发展的稳定期。

2、封边装饰材料市场与板式家具市场规模变化基本保持同步

作为板式家具的上游行业，封边装饰材料，可以对板式家具的边部、断面和轮廓起到固封、保护和装饰作用。以中国轻工业信息中心数据为基础，套用中国家具协会原辅材料专业委员会的测算方法，2013 年至 2015 年我国用于规模以上企业板式家具的封边装饰材料市场规模情况如图 22 所示。封边装饰材料市场规模增速与板式家具市场规模变化基本保持同步。

图 22：规模以上企业板式家具的封边装饰材料市场规模

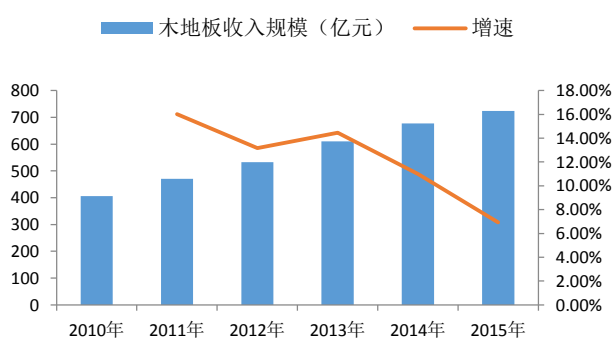


资料来源：华金证券研究所，公司招股说明书

3、异型装饰材料市场需求将稳步增长

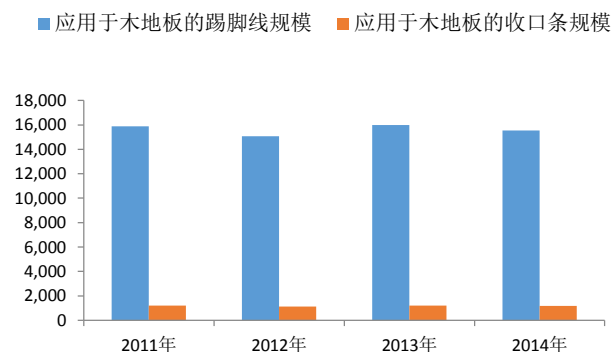
异型装饰材料下游行业主要分为板式家具领域和室内装饰领域。异型装饰材料的市场需求与板式家具市场容量存在高度的正相关关系，随着我国家具总产值和板式家具市场占有率的逐年提高，异型装饰材料的市场需求将同步增长。室内装饰领域，异型装饰材料主要为与木地板铺装配套的踢脚线和收口条。近年来，我国木地板收入规模稳步提升，作为木地板安装的必备配套材料，异型装饰材料的市场规模可以通过木地板的市场规模进行推算。根据国家林业局及中国林产工业协会地板专业委员会发布数据，保守估计，每 100 平方米木地板需配套 40 米踢脚线和 3 米的收口条，由此测算，2011-2014 年国内应用于木地板的异型装饰复合材料市场规模如图 24 所示。

图 23：全国木地板规模及增速



资料来源：华金证券研究所，Euromonitor

图 24：应用于木地板的踢脚线和收口条市场规模（单位：万平米）



资料来源：华金证券研究所，公司招股说明书

三、募资破解产能瓶颈，未来业绩增长可期

（一）产业集中度低，公司处于行业领先地位

目前我国装饰复合材料生产企业主要分散在东部沿海省市及西南地区，产业集中度较低。行业内多为中小微型企业，从业人员在 300 人以上的且以自主技术为主的企业相对较少。据统计，我国生产装饰复合材料的生产商约有 100 多家，大部分企业的年生产规模在 500 吨以下，年产 2000 吨以上的不超过 10 家。

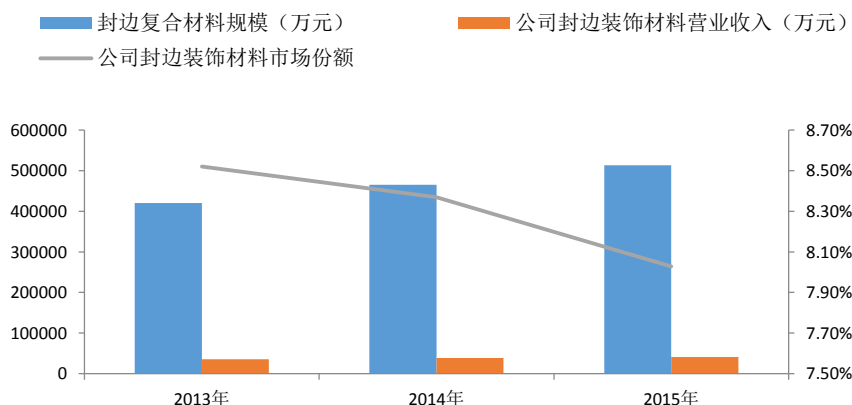
表 6：公司主要竞争对手情况

公司名称	主要业务	生产基地	厂房面积 (平方米)
东莞市兄奕塑胶制品有限公司	各类家具、厨具用塑胶封边装饰材料、装饰膜和其他配件	东莞、上海、北京、成都、浙江	30,000
嘉美装饰材料有限公司	家具封边装饰材料、平面装饰材料和木工粘合剂	佛山、河源、成都	--
广州佳得塑胶制品有限公司	PVC 封边条、木纹装饰片、吸塑片、喷绘膜、热熔胶等	--	40,000
东莞华立股份	封边装饰材料、异型装饰材料和其他装饰材料	东莞、四川、北京、浙江、天津	--

资料来源：华金证券研究所，公司招股说明书

公司在封边装饰材料领域具有较大规模和较强竞争力，在行业中处于领先地位。套用中国家具协会原辅材料专业委员会的测算方法，测算出 2013 至 2015 年封边复合装饰材料市场规模分别为 420,100 万元、464,900 万元以及 513,100 万元，公司这三年市场份额分别为 8.52%、8.37% 和 8.03%，市场份额较高。未来随着复合装饰材料行业的快速升级，产业集中度将会逐步提高，产业梯度也将分化，公司作为封边装饰领域的龙头企业，前景良好。

图 25：公司封边装饰材料市场份额



资料来源：华金证券研究所，公开资料测算

（二）快速反应体系适应未来家具产业个性化需求

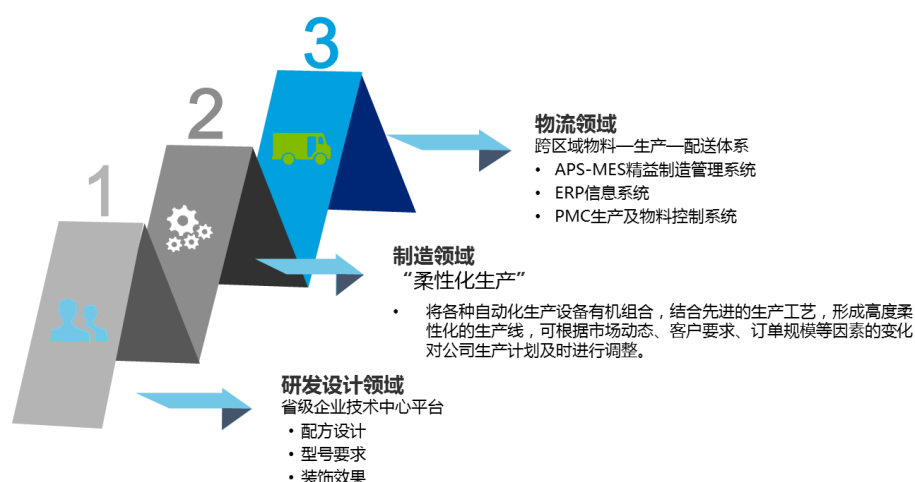
面对瞬息万变的市场需求，及时、快速的响应是长远发展的生命线。为了顺应下游行业客户定制化的趋势，快速满足客户的个性化需求，公司建立了从研发设计、生产制造至物流配送的快速反应体系。

第一，在研发设计领域，公司充分利用省级企业技术中心平台，与客户就产品设计进行充分沟通，能快速将配方设计、型号要求、装饰效果等信息进行有机结合，实现同步开发，大大提高了研发设计的效率。

第二，在制造领域，由于公司众多产品在基础材料、制造工艺等方面具有高度的相似性，所使用的某些生产设备具有较强的通用性，公司采用“柔性化生产”管理理念，将各种自动化生产设备（如共混设备、挤出设备、背涂处理设备、快速收卷分切设备、自动化凹版印刷设备等）有机组合，结合先进的生产工艺，形成高度柔性化的生产线，可根据市场动态、客户要求、订单规模等因素的变化对公司生产计划及时进行调整。

第三，在物流领域，公司充分利用 APS-MES 精益制造管理系统、ERP 信息系统和 PMC 生产及物料控制系统，建立跨区域物料—生产—配送体系，对公司资源进行整合，能够充分满足客户对交货期提出的较高要求。

图 26：公司快速反应体系



资料来源：华金证券研究所，公司招股说明书

（三）募投项目突破产能瓶颈，业绩增长可期

公司作为国内装饰复合材料行业的领先企业，下游需求强劲，公司产能不足逐步显现，2013年-2015年平均产能利用率为92.63%，高峰时期设备即使满负荷连续运转，产品仍供不应求。鉴于生产能力不足已成为公司未来业务增长的制约因素，募投项目的实施将结合现有的生产能力，按照未来业务增长的实际需求，着眼于提升制造硬件水平、巩固承接品牌客户订单能力，建设设施更先进、流程更优化、布局更科学、管理更完善的具有国际化水准的装饰复合材料生产线，为公司业务快速增长和市场领先地位的巩固提供坚实保障。募投项目投产后，将逐步解决目前产能不足的问题，未来两至三年内主营产品产销量及营收水平预计将稳定增长。

表 7：募投项目实施概况

项目名称	投资总额 (万元)	募集资金 (万元)	项目实施主体	服务区域	截至 2016 年 6 月 未投入资金 (万元)	投入资 金占比	项目进展情况
装饰复合材料生产基地建设项目	14,564	10,969	浙江华富立	珠三角地区及 出口业务	5,482.70	37.65%	已安装少量设备并进行第一期生产
装饰复合材料生产线建设项目	5,613	5,292	东莞华立股份	长三角地区、 环渤海地区	4,702.02	83.77%	开始主要生产线设备的选型及后续购置安装工作
家居装饰封边复合材料生产基地项目	15,028	10,421	四川华富立	成渝经济圈 及周边	7,973.14	53.06%	已安装少量设备并进行第一期生产
技术中心扩建项目	2,038	2,038	东莞华立股份	--	0	0	--

资料来源：华金证券研究所，公司招股说明书

募投项目达产后，公司产能将得到有效补充，未来业绩增长可期。

表 8：募投项目产能扩充计划（单位：万平米）

类别	2015 年产能	募投项目达产年		合计
		新增产能	产能扩充幅度	
封边装饰材料	141,000	79,504	56.39%	220,504
异型装饰材料	3,430	2,300	67.06%	5,730
其他装饰材料	300	-	-	-
合计	144,730	81,804	56.52%	226,534

资料来源：华金证券研究所，公司招股说明书

四、盈利预测与估值

（一）盈利预测假设

根据去公司调研反馈的结果，公司近年来产品总销量主要受产能制约的影响，因此产能的扩张是本次盈利预测主要的逻辑出发点。

目前公司三个募投项目中，四川和浙江生产基地建设项目少量设备已安装完成并进行第一期生产，东莞装饰复合材料生产线建设项目公司已开始着手主要生产线设备的选型及后续购置安装工作。假设募投项目在投产期间产能逐步释放，公司在 2016 年至 2018 年相较于 2015 年产能扩充的幅度分别为 16.11%、50%和 100%，公司主要产品产能利用率和产销率将保持稳定。

价格方面，尽管公司上游原材料价格出现了较大波动，公司采取适当的套期保值操作手段对冲原材料价格上涨的不利影响，公司产品价格保持相对稳定，并未因原材料价格剧烈波动而采取过激的反应。因此，预计公司产品价格将不会出现大幅波动。

我们预测公司 2016 年至 2018 年每股收益分别为 1.86、1.41 和 1.66 元。净资产收益率分别为 17.3%、9.7%和 10.6%，给予买入-B 建议，6 个月目标价为 80 元，相当于 2018 年 48.19 倍的动态市盈率。

（二）可比公司估值

可比公司估值情况如下表所示：

表 9：可比公司估值情况

代码	证券简称	总市值（亿元）	市盈率 PE			市净率 PB(MRQ)
			TTM	16E	17E	
002247.SZ	帝龙文化	139.41	34.93	32.71	22.82	3.13
300234.SZ	开尔新材	46.79	164.43	31.68	24.48	4.66
300163.SZ	先锋新材	44.13	63.23	-	-	6.15

资料来源：华金证券研究所，Wind 注：数据截至 2017 年 3 月 20 日

公司目前是新股，从新股整体估值情况来看，公司估值相对较低。市值规模在 45 至 50 亿元附近的 2017 年上市新股中，华立股份扣除非经常性损益后的市盈率处于较低水平。

表 10：同等市值规模新股估值情况

证券代码	证券简称	首发上市日期	最新市值（亿元）	市盈率 (TTM,扣除非经常性损益)
603266.SH	天龙股份	2017-01-10	48.08	57.99
603038.SH	华立股份	2017-01-16	46.30	59.92
300608.SZ	思特奇	2017-02-13	49.22	59.97
603665.SH	康隆达	2017-03-13	66.06	64.50
300587.SZ	天铁股份	2017-01-05	45.93	64.72
002853.SZ	皮阿诺	2017-03-10	65.48	70.96
603037.SH	凯众股份	2017-01-20	46.37	72.26
603637.SH	镇海股份	2017-02-08	48.72	81.41
300610.SZ	晨化股份	2017-02-13	46.23	82.18
300615.SZ	欣天科技	2017-02-15	48.96	93.78
603040.SH	新坐标	2017-02-09	46.19	105.40
300592.SZ	华凯创意	2017-01-20	46.99	109.98
300588.SZ	熙菱信息	2017-01-05	51.83	122.62
603032.SH	德新交运	2017-01-05	48.79	195.95

资料来源：华金证券研究所，Wind 注：数据截至2017年3月22日

五、风险提示

- 原材料价格波动风险；
- 宏观经济波动风险；
- 应收账款发生坏账损失的风险；
- 诉讼风险。

财务报表预测和估值数据汇总

利润表						财务指标					
(百万元)	2014	2015	2016E	2017E	2018E	(百万元)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入	467.2	488.9	531.5	625.0	720.6	年增长率					
减:营业成本	303.3	320.8	348.4	410.5	470.1	营业收入增长率	8.0%	4.6%	8.7%	17.6%	15.3%
营业税费	2.9	3.1	3.3	3.9	4.5	营业利润增长率	4.9%	-1.0%	32.8%	1.2%	18.6%
销售费用	23.0	26.6	26.2	31.9	37.1	净利润增长率	4.8%	-2.2%	33.0%	1.1%	18.1%
管理费用	51.4	53.4	58.2	68.5	78.8	EBITDA 增长率	6.0%	6.6%	24.4%	8.3%	15.7%
财务费用	0.2	2.6	-	-	-	EBIT 增长率	2.6%	2.0%	28.6%	1.2%	18.6%
资产减值损失	5.1	3.2	3.8	4.0	3.7	NOPLAT 增长率	3.5%	1.1%	28.9%	1.3%	18.5%
加:公允价值变动收益	-0.8	-0.3	-0.6	0.2	0.1	投资资本增长率	51.8%	-2.2%	15.2%	25.0%	-1.8%
投资和汇兑收益	0.4	1.1	15.2	1.2	1.2	净资产增长率	22.7%	18.1%	18.4%	79.4%	9.1%
营业利润	80.8	80.0	106.2	107.5	127.5	盈利能力					
加:营业外净收支	2.1	1.8	2.2	2.1	2.0	毛利率	35.1%	34.4%	34.4%	34.3%	34.8%
利润总额	82.9	81.7	108.4	109.6	129.6	营业利润率	17.3%	16.4%	20.0%	17.2%	17.7%
减:所得税	11.5	12.0	15.6	15.7	18.7	净利润率	15.3%	14.3%	17.5%	15.0%	15.4%
净利润	71.4	69.8	92.8	93.9	110.8	EBITDA/营业收入	20.6%	21.0%	24.0%	22.1%	22.2%
						EBIT/营业收入	17.3%	16.9%	20.0%	17.2%	17.7%
资产负债表						偿债能力					
	2014	2015	2016E	2017E	2018E	资产负债率	32.9%	31.1%	19.0%	19.6%	13.9%
货币资金	107.3	196.4	184.7	531.6	627.1	负债权益比	49.0%	45.2%	23.5%	24.4%	16.1%
交易性金融资产	-	0.5	0.2	0.2	0.3	流动比率	2.18	2.43	3.19	3.69	5.50
应收帐款	79.1	74.9	68.3	121.3	92.1	速动比率	1.53	1.92	2.44	3.10	4.81
应收票据	7.3	6.6	5.6	10.9	7.8	利息保障倍数	376.46	31.32			
预付帐款	20.8	13.1	16.8	24.3	21.4	营运能力					
存货	92.7	78.9	85.4	132.2	108.6	固定资产周转天数	122	163	163	164	159
其他流动资产	5.8	4.9	4.0	4.9	4.6	流动营业资本周转天数	50	38	37	44	42
可供出售金融资产	-	-	-	-	-	流动资产周转天数	226	254	251	343	422
持有至到期投资	-	-	-	-	-	应收帐款周转天数	59	57	49	55	53
长期股权投资	-	-	-	-	-	存货周转天数	68	63	56	63	60
投资性房地产	-	-	-	-	-	总资产周转天数	394	453	448	536	604
固定资产	207.8	235.3	245.6	325.1	313.3	投资资本周转天数	194	221	216	221	211
在建工程	5.1	3.5	2.6	3.7	-	费用率					
无形资产	34.3	33.5	32.5	31.5	30.5	销售费用率	4.9%	5.4%	4.9%	5.1%	5.2%
其他非流动资产	11.8	10.8	17.1	12.7	13.3	管理费用率	11.0%	10.9%	10.9%	11.0%	10.9%
资产总额	572.2	658.7	663.0	1,198.5	1,219.2	财务费用率	0.0%	0.5%	0.0%	0.0%	0.0%
短期债务	-	-	-	-	-	三费/营业收入	16.0%	16.9%	15.9%	16.1%	16.1%
应付帐款	52.2	49.9	37.4	81.3	53.2	投资回报率					
应付票据	70.8	69.1	53.6	111.8	74.8	ROE	18.6%	15.4%	17.3%	9.7%	10.6%
其他流动负债	20.8	35.9	23.5	30.4	28.6	ROA	12.5%	10.6%	14.0%	7.8%	9.1%
长期借款	33.2	37.0	-	-	-	ROIC	34.9%	23.3%	30.7%	27.0%	25.6%
其他非流动负债	11.3	13.3	11.5	12.0	12.3	分红指标					
负债总额	188.2	205.1	126.1	235.5	168.9	DPS(元)	-	0.37	0.22	0.22	0.35
少数股东权益	-	-	-	-	-	分红比率	0.0%	35.8%	11.9%	15.9%	21.2%
股本	50.0	50.0	50.0	66.7	66.7	股息收益率	0.0%	0.6%	0.3%	0.3%	0.5%
留存收益	335.4	405.2	486.9	896.3	983.6						
股东权益	384.0	453.6	536.9	963.0	1,050.3						
						业绩和估值指标					
现金流量表							2014	2015	2016E	2017E	2018E
净利润	71.4	69.8	92.8	93.9	110.8	EPS(元)	1.07	1.05	1.86	1.41	1.66
加:折旧和摊销	16.2	20.8	21.4	30.7	32.4	BVPS(元)	5.76	6.80	10.74	14.44	15.75
资产减值准备	5.1	3.2	-	-	-	PE(X)	60.6	62.0	34.9	46.1	39.0
公允价值变动损失	0.8	0.3	-0.6	0.2	0.1	PB(X)	11.3	9.5	6.0	4.5	4.1
财务费用	0.8	2.4	-	-	-	P/FCF	-472.2	48.7	873.6	422.0	36.1
投资损失	-0.4	-1.1	-15.2	-1.2	-1.2	P/S	9.3	8.8	6.1	6.9	6.0
少数股东损益	-	-	-	-	-	EV/EBITDA	32.9	30.1	23.9	27.4	23.1
营运资金的变动	-29.1	39.4	-42.9	-1.4	-9.3	CAGR(%)	9.6%	16.7%	10.9%	9.6%	16.7%
经营活动产生现金流量	49.5	129.9	55.5	122.2	132.8	PEG	6.3	3.7	3.2	4.8	2.3
投资活动产生现金流量	-64.3	-43.9	-13.9	-109.3	-14.9	ROIC/WACC	3.3	2.2	2.9	2.6	2.4
融资活动产生现金流量	22.4	8.4	-53.4	333.9	-22.4						

资料来源: 贝格数据华金证券研究所

公司评级体系

收益评级：

买入—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；

增持—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；

中性—未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；

卖出—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

A —正常风险，未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；

B —较高风险，未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

分析师声明

叶中正声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

华金证券股份有限公司（以下简称“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。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。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。

免责声明：

本报告仅供华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发、篡改或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华金证券股份有限公司研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华金证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

风险提示：

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。投资者对其投资行为负完全责任，我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

华金证券股份有限公司

地址：上海市浦东新区杨高南路 759 号（陆家嘴世纪金融广场）30 层

电话：021-20655588

网址：www.huajinsec.cn