

**帝龙新材(002247)**

**未来的室内装饰贴面材料专家**

**——帝龙新材深度报告**

✍ 闵雄军 执业证书编号: S1230511090001

☎ 021-64718888-1274

✉ minxiongjun@stocke.com.cn

**本报告导读:**

- 大装饰战略
- 收入快速增长

**投资要点:**

■ “十二五”期间行业仍然快速增长

2006年,我国装饰纸总产量为13.58万吨,实现总产值27亿元,另进口3.6万吨,出口0.51万吨,进口的装饰纸全部为高档装饰纸。截至2010年末,我国装饰纸总产量达到30万吨,年均复合增速约20%。我们预计到“十二五”全行业产量将达到62万吨,年均复合增速为15.6%,整体看来虽然较“十一五”有所减慢,但仍然处于快速发展过程中。

■ 大装饰战略将更好的享受行业成长

多年来公司一直保持行业龙头的地位,但近年来行业的激烈竞争降低了整体的盈利能力,公司未来的战略是成为最大的室内装饰贴面材料企业,贴面材料的应用前景更广,公司若能成功拓展新的应用领域将会更好的享受行业高速增长带来的好处。

■ 公司将呈现量增利略升的局面

10年公司的收入为3.63亿。我们预计11至13年该项业务收入分别为4.82亿、6.73亿、10.00亿,增速分别为31%、39%、48%。由于房地产和宏观调控及激烈竞争的影响,公司毛利率呈现快速下滑的态势,随着调控的适度放松,我们预计公司的毛利率将会略有上升,11至13年分别为24.49%、24.6%、25%。

■ 定向增发成功有望带来超预期增长

定向增发项目若能成功实施,公司规模优势将进一步体现。由于新项目是在大装饰战略指导下投资的,困扰公司的产能利用率问题有望得到一定程度的解决,带来超预期的增长。

■ 投资建议

我们预计公司11至13年EPS分别为0.40元、0.56元、0.85元。对比同类企业,首次覆盖并给予“增持”评级。

财务摘要(百万元)	2010	2011E	2012E	2013E
主营收入	367.05	477.00	673.00	1000.00
(+/-)	51.59%	29.96%	41.09%	48.59%
净利润	39.88	40.47	56.18	84.74
(+/-)	1.26%	1.47%	38.83%	50.84%
每股收益(元)	0.40	0.40	0.56	0.85
P/E	60.67	29.42	21.01	13.84

<b>评级:</b>	<b>增持</b>
上次评级:	首次评级
当前价格:	¥11.77

单季度业绩	元/股
3Q/2011	0.11
2Q/2011	0.12
1Q/2011	0.06
4Q/2010	0.12



公司简介

帝龙新材是从事装饰纸、装饰板业务的龙头公司,10年公司装饰纸产销量为1.2万吨,位居行业第一。

相关报告

报告撰写人: 闵雄军

数据支持人: 闵雄军





## 正文目录

1. 装饰贴面材料应用前景广阔.....	4
1.1 建筑装饰行业“十二五”仍将快速增长.....	4
1.1.1 增量市场.....	5
1.1.2 存量市场.....	5
1.2 替代效应将增加装饰贴面材料应用.....	6
1.3 多样化与一站式需求给装饰贴面材料带来更大机会.....	8
1.4 “十二五”装饰纸增速 15.6%.....	8
2. 公司业务快速增长.....	9
2.1 公司是装饰纸行业龙头.....	9
2.2 装饰纸是公司的主营业务.....	9
2.3 公司业务快速增长.....	11
2.3.1 公司产能情况.....	11
2.3.2 销售网络建设.....	12
2.3.3 分项业务预测.....	12
2.3.4 未来主要的增长点.....	15
3. 定向增发有望带来超预期增长.....	16
4. 盈利预测.....	17
4.1 预测假设.....	17
4.2 预测简表.....	17
4.3 投资评级.....	17
5. 风险提示.....	18

## 图目录

图 1: 装饰纸上下游示意图.....	4
图 2: 建筑装饰业产值及增速.....	5
图 3: 我国近年来城镇化率.....	5
图 4: 我国近年来人均居住面积.....	5
图 5: 近年来房地产竣工面积.....	6
图 6: 近年来人造板累计产量及同比增速.....	6
图 7: 世界主要国家森林覆盖率对比.....	7
图 8: 传统三板收入对比.....	7
图 9: 强化木地板与实木地板产量对比.....	7
图 10: 我国装饰纸产量及增速预测.....	8
图 11: 公司营业收入构成.....	9
图 12: 公司国内外收入占比.....	10
图 13: 公司成本结构图.....	10
图 14: 我国装饰原纸供需对比图.....	10
图 15: 装饰纸产销量及预测 (吨).....	12
图 16: 装饰纸平均单价及预测 (元/吨).....	12
图 17: 装饰纸业务毛利率变化.....	13
图 18: 浸渍纸产销量及预测 (万张).....	13
图 19: 浸渍纸平均单价及预测 (元/张).....	13
图 20: 装饰纸业务毛利率变化.....	14





图 21: 装饰板产销量及预测 (万 m <sup>2</sup> ) .....	14
图 22: 装饰板平均单价及预测 (元/m <sup>2</sup> ) .....	14
图 23: 装饰板业务毛利率变化.....	15
图 24: 氧化铝卷板收入及预测 (百万元) .....	15
图 25: 氧化铝卷板毛利率变化.....	15

## 表目录

表 1 广义装饰纸分类及应用 .....	4
表 2 帝龙新材竞争对手 .....	9
表 3 首次发行项目建设及变更情况.....	11
表 4 公司目前各主要产品产能情况.....	11
表 5 各项产品产能在生产基本分布.....	11
表 6 公司主要产品近几年产能利用率.....	11
表 7 公司主要产品近几年产能利用率.....	12
表 8 定向增发项目表 .....	16
表 9 三项费用率及预测 .....	17
表 10 实际所得税率及预测 .....	17
表 11 盈利预测简表.....	17
表 12 同类上市公司估值对比 .....	18



# 1. 装饰贴面材料应用前景广阔

帝龙新材成立于 2000 年，从事装饰纸业务；随着公司的发展，逐步涉及金属装饰面板业务；2008 年 6 月在深圳中小板上市。公司未来将致力于成为国内最大的室内装饰贴面材料制造商。

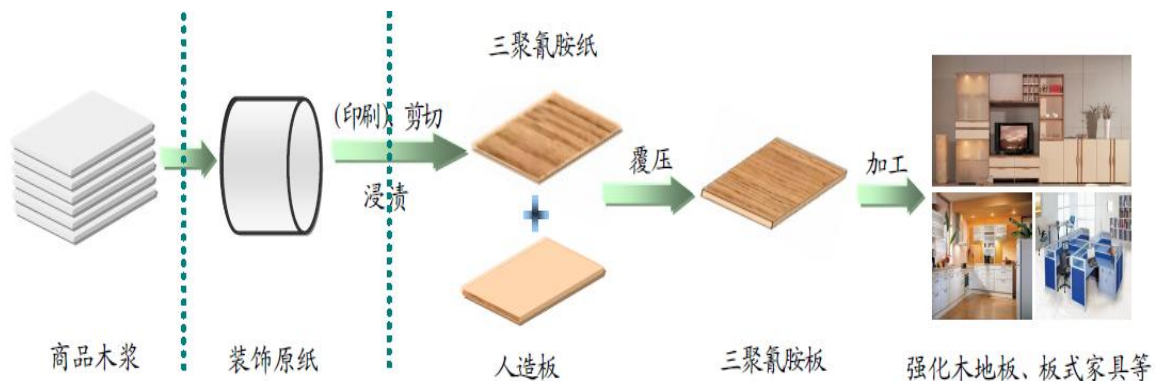
广义的装饰纸是指印有木纹、石纹等花纹（或原色），用贴面法覆贴于刨花板、纤维板等人造板表面起装饰作用的各类纸张，主要包括狭义的装饰纸、宝丽纸、预油漆纸等。而狭义的装饰纸是指采用水溶性油墨，通过凹版印刷工艺印有自然木纹、石纹机理等图案的钛白纸，用于浸渍三聚氰胺树脂后作人造板贴面。装饰纸（狭义，下同）是公司的起家业务，也是公司主要收入和利润来源。

表 1 广义装饰纸分类及应用

分类	主要用途	备注
薄页纸	中低档家具制造	主要有宝丽纸、华丽纸等
预油漆纸	家具制造，质感较薄页纸好，更耐磨	定量在 40 至 200 克/m <sup>2</sup>
高压三聚氰胺纸	火车车厢、办公家具及橱柜	俗称防火板
低压三聚氰胺纸	人造板的贴面，然后应用于板式家具和强化木地板	狭义装饰纸

资料来源：公开资料整理

图 1：装饰纸上下游示意图



资料来源：浙商证券研究所

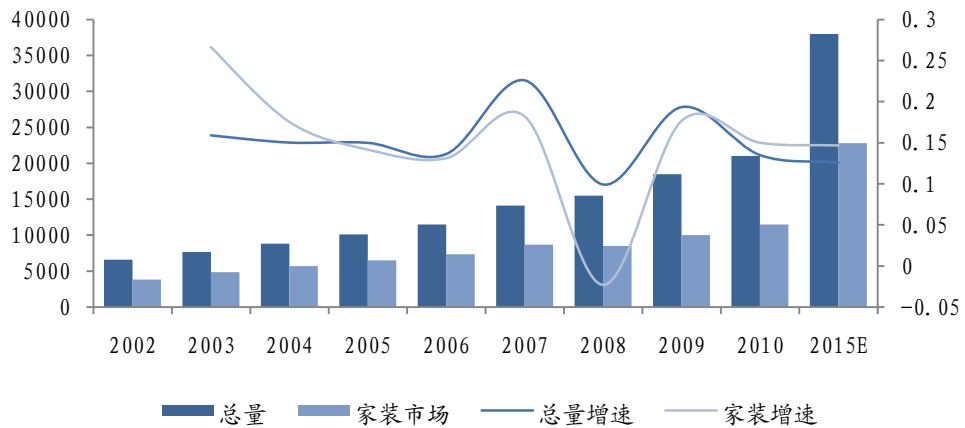
以装饰纸为代表的装饰贴面材料由于其节能环保及价格优势在未来应用前景广阔，主要体现在以下几个方面：

## 1.1 建筑装饰行业“十二五”仍将快速增长

“十一五”期间，建筑装饰行业产值从 2005 年的 1.01 万亿增长到 2.1 万亿，复合增速高达 15.7%。其中住宅装饰市场从 2005 年的 0.65 万亿增长到 1.15 万亿，复合增速为 12.1%。住宅装饰市场增速略低于公共装饰市场的主要原因是 2008 年金融危机导致该细分子行业出现了 2.3% 的负增长。根据住建部对建筑装饰业“十二五”规划，到 2015 年全行业产值为 3.8 万亿，复合增速为 12.6%，其中住宅装饰市场产值为 2.28 万亿，复合增速为 14.7%。“十二五”期间住宅装饰市场增长高于公共装饰市场，意味着民间投资增速将会比中央投资增速更快，这一点与“十一五”期间有所不同。



图 2: 建筑装饰业产值及增速

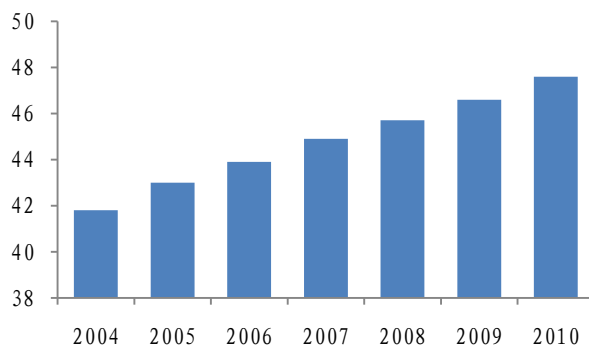


资料来源: 浙商证券研究所

### 1.1.1 增量市场

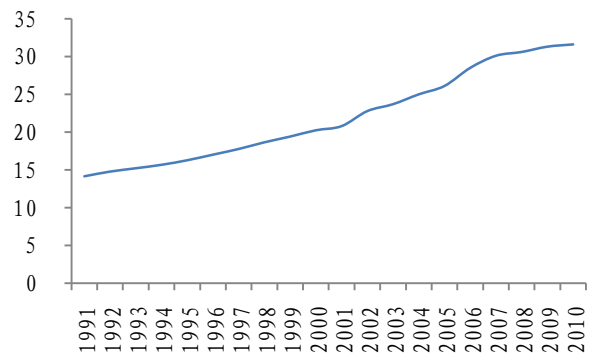
建筑装饰行业的增量市场需求主要来自于城镇化过程中新增基础设施和住宅对装饰的需求。近年来我国城镇化率以每年 0.8-1% 的速度增加, 相应增加城镇人口约 1000 万人, 按照人均住宅 31 平方米计算, 应为这些新增人口提供 3.1 亿平方米的住宅, 按照普通装修标准, 相应增加家装市场容量约 1500 亿, 加上相应基础设施对公装市场的需求, 合计新增约 2500 亿的市场。

图 3: 我国近年来城镇化率



资料来源: 国家统计局, 浙商证券研究所

图 4: 我国近年来人均居住面积



资料来源: 国家统计局, 浙商证券研究所

### 1.1.2 存量市场

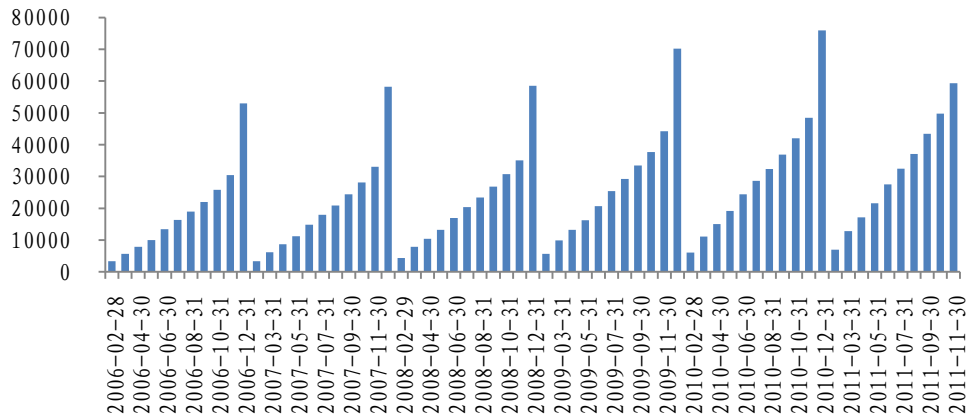
一般宾馆饭店、写字楼的装修周期是 6-8 年, 而娱乐场所、商务用房的装修周期还会更短。保守按照 8 年的周期计算, 测算 10 年底该市场容量约 1.34 万亿。由于近年来整个建筑装饰市场一直处于快速增长过程中, 因此存量市场容量一直也处于较快的增长过程中。

近年来我国住房面积快速增长, 以及以政府投资为主的公共建筑、基础设施、星级酒店等建筑面积也快速增长, 建筑装饰行业发展迅速; 同时人造板行业在节约森林资源的大背景下增速也非常明显, 其产量已经从 2003 年 2856 万 m<sup>3</sup> 增长到 2010 年 18419 万 m<sup>3</sup>。2011 年 1 至 11 月产量已经超过 2 亿 m<sup>3</sup>, 同比增速 40%。在整个建筑装饰业大发展的背景下, 以装饰纸为代表的室内装饰贴面材料必将获得较好的发展。



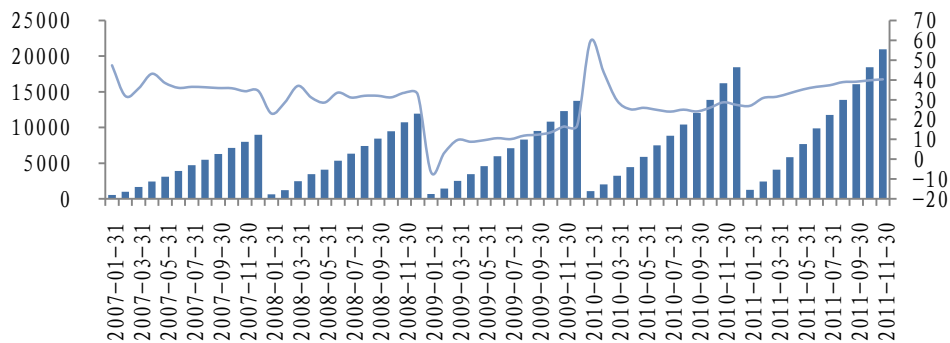


图 5：近年来房地产竣工面积



资料来源：浙商证券研究所

图 6：近年来人造板累计产量及同比增速



资料来源：浙商证券研究所

## 1.2 替代效应将增加装饰贴面材料应用

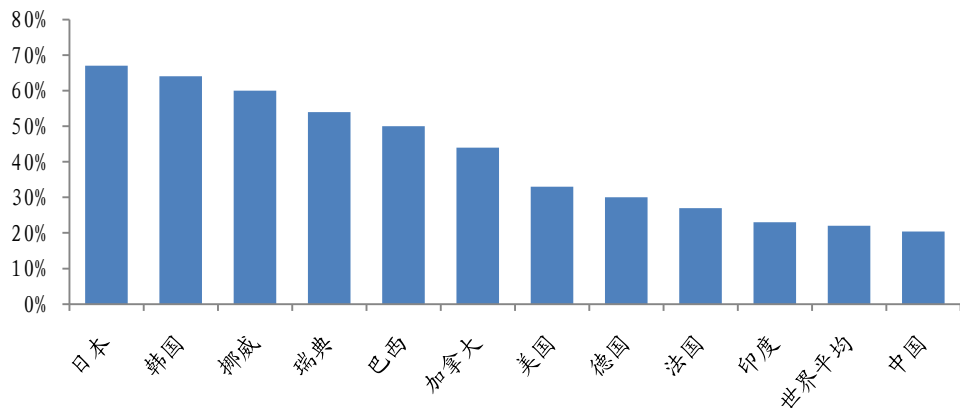
目前我国的森林覆盖率仅 20.36%，低于世界平均水平；人均森林面积仅为世界平均水平的 22%，森林蓄积仅为世界平均水平的 1/7，森林质量远远低于世界平均水平。根据“十二五”规划，2015 年末森林覆盖率将要达到 21.66%，同时还新增了有关森林蓄积的约束性指标，森林蓄积也将从 137 m<sup>3</sup> 提升至 143 亿 m<sup>3</sup>。要达到这些目标，在建筑装饰领域发展木材替代品具有重要意义。

刨花板和纤维板等人造板是环保的建筑装饰材料，其原料主要为木材加工剩余物、小径木、木屑、植物纤维等，其木材利用率较高，据专家测算：1 m<sup>3</sup> 原木只能生产 20 m<sup>2</sup> 左右的实木地板，而 1 m<sup>3</sup> 小径木材却可以生产 50-60 m<sup>2</sup> 的强化木地板，因此，人造板是实木板材的优良替代品。截至“十一五”期末，我国传统三板（胶合板、纤维板、刨花板）的比例由 2008 年的 50: 35: 15 调整为 47: 37: 16，即胶合板的比例将下降，纤维板和刨花板的比例将上升。但是这距离原本的“十一五”规划 40: 40: 20 的目标仍有相当大的差距，我们预计这一趋势在“十二五”将得到延续。刨花板、纤维板进行三聚氰胺纸贴面可制成三聚氰胺板，是制造强化木地板和板式家具的主要原材料。大力发展强化木地板和板式家具，能有效节约宝贵的森林资源，符合国家产业政策。在这样的背景下，公司的主要产品装饰纸将会获得更大的发展空间。



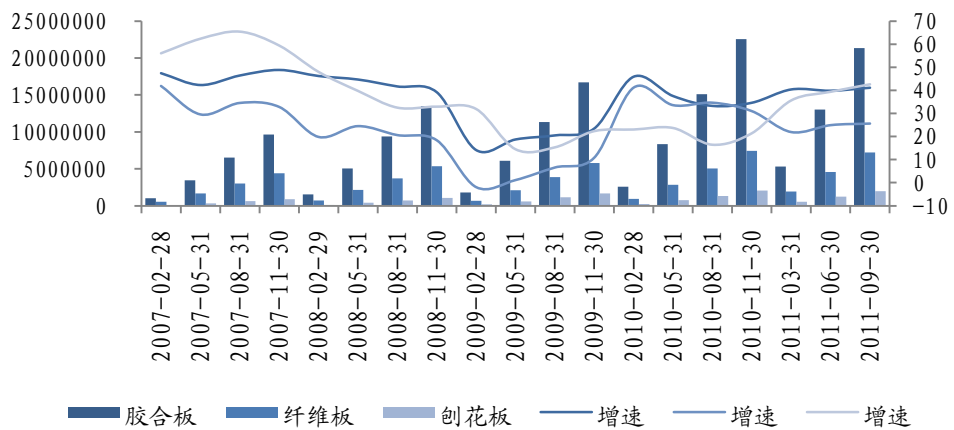


图 7：世界主要国家森林覆盖率对比



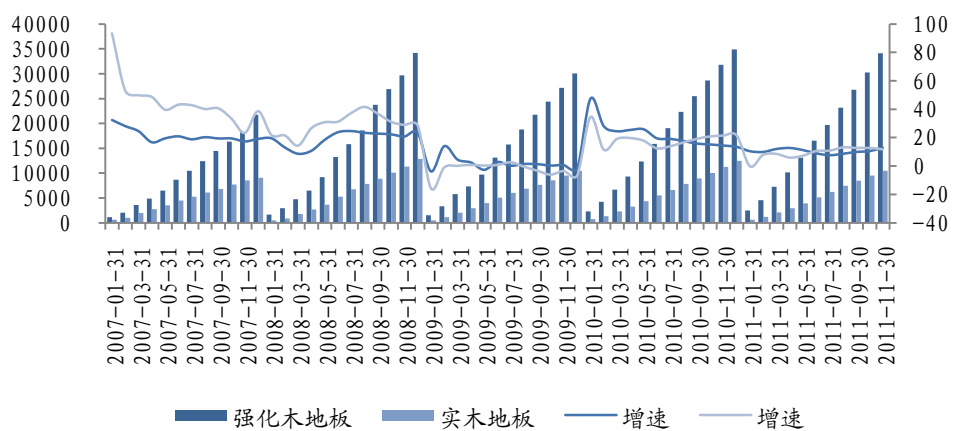
资料来源：公开资料整理，浙商证券研究所

图 8：传统三板收入对比



资料来源：WIND 资讯，浙商证券研究所

图 9：强化木地板与实木地板产量对比



资料来源：WIND 资讯，浙商证券研究所





从装饰纸的应用看，欧洲三聚氰胺板在家具和强化木地板上的应用比例为 80: 20，而我国目前为 20: 80，因为成本原因，目前我国家具主要采用薄页纸贴面的各种人造板。因此，今后三聚氰胺板应用结构的变化将持续强劲地拉动对装饰纸的需求。

据行业协会的有关预测，板式家具到 2015 年的需求比例将从家具总量的 50% 上升到 60%；强化木地板 2015 年的市场需求也将占到木质地板面积的 60%，约 3.6 亿平方米。这些替代因素的存在将会极大的刺激以装饰纸为代表的室内装饰贴面材料市场。

### 1.3 多样化与一站式需求给装饰贴面材料带来更大机会

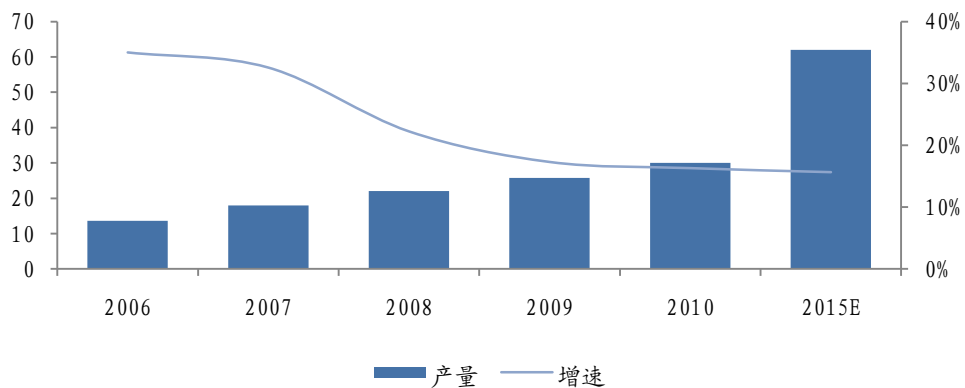
人造板在制造家具、地板等制品前，需在表面贴合或包覆饰面材料，以体现出不同花纹、图案的木质或金属质感，并起到对人造板的保护作用。随着人们生活水平的提高，在家具和装修方面的需求呈现多样化发展趋势。与此同时，随着技术和生产工艺的不断突破，装饰贴面材料领域涌现出包括木皮、装饰纸、PVC 片（膜）、金属材料等不同性能、不同质感，不同外观的各类饰面材料，以满足市场对于装饰装修材料功能性、环保性、舒适性、美观性和时尚性等方面的多样化需求。而某类饰面材料中又因应用领域的差别而发展出不同性能和外观的产品，以装饰纸为例，除已普遍使用的印刷装饰纸、传统浸渍纸外，具有异型包覆功能的立体包覆纸、CPL、以及替代传统耐磨纸的三氧化二铝浸渍纸等新品种不断涌现，并获得用户的欢迎。

目前，建筑装饰的终端用户对于装修，通常要求整体设计、统一装修。面对这种需求，提供整体装饰、装修解决方案及服务的企业脱颖而出；同时，传统的家具、地板厂商也在不断整合，力求为终端用户提供整体解决方案。这些企业在为客户提供产品和服务时，往往需要同一纹理、图案，但材质不同、性能不同的贴面材料；且为保证纹理、图案的统一、质量无差异，这些尽量来源于同一供应商，即供应商能够提供一站式的产品。公司的大室内装饰贴面战略能够顺应这种潮流，从而获得更大的发展机会。

### 1.4 “十二五”装饰纸增速 15.6%

2006 年，我国装饰纸总产量为 13.58 万吨，实现总产值 27 亿元，另进口 3.6 万吨，出口 0.51 万吨，进口的装饰纸全部为高档装饰纸。截至 2010 年末，我国装饰纸总产量达到 30 万吨，年均复合增速约 20%。我们预计到“十二五”全行业产量将达到 62 万吨，年均复合增速为 15.6%。总体来看虽然增速相对于“十一五”期间有所减缓，但是行业仍然处于快速增长过程中。而狭义装饰纸作为室内装饰贴面材料的一个细小分支，其产值有望超过 100 亿元，公司作为该领域的龙头，必然获得更好的发展。

图 10：我国装饰纸产量及增速预测



资料来源：浙商证券研究所







## 2. 公司业务快速增长

### 2.1 公司是装饰纸行业龙头

2010年，公司装饰纸产量1.2万吨（行业第二0.7万吨），市场占有率略超4%，稳居行业第一的位置，总体上公司的市场占有率稳中有升。帝龙新材的主要竞争对手是欧洲厂商在国内的分支机构，主要是：

表 2 帝龙新材竞争对手

公司	产能情况	备注
夏特（上海）	年产量 7000 吨装饰纸	德国公司，技术先进
普莱特（中国）	4 条生产线，年产能 8000 吨	德国公司，技术先进
北京三优	10 余条生产线，年产量 5000 吨，800 万张浸渍纸，60 余万张装饰板	
河北恒源实业	年产 2 万吨装饰纸及高压防火板，2.2 万吨浸渍纸	北方市场占有率高，北方最大
永鑫达木业	年产装饰纸 3000 吨	
建丰饰材	年产 2000 余吨装饰纸	西南地区市场占有率较高

资料来源：公开资料整理

与国外公司在国内分支机构对比，公司主要竞争差距在于技术上，而竞争优势体现在量比较小的单子上。与国内同行对比，公司的竞争优势比较明显，主要体现在以下几个方面：

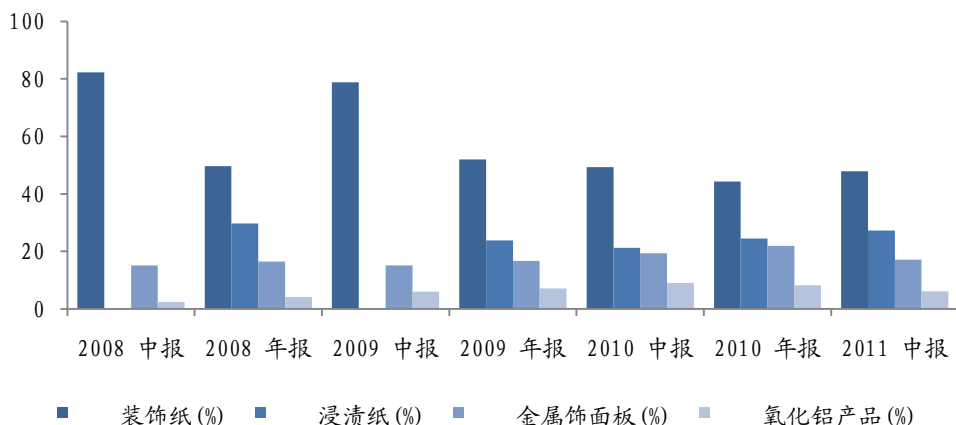
**技术优势：**公司的花色资源丰富，公司目前拥有 1000 余种版辊库，4000 余种款式；公司油墨自给率高，有一定的成本优势。公司的核心技术人员稳定，10 多年来核心团队不变。

**品牌优势：**公司多年来积累了良好的口碑，“找花色到帝龙”、“帝龙赋予了金属生命力”等在业内相传，公司的品牌优势明显。

### 2.2 装饰纸是公司的主营业务

装饰纸一直是公司的主要收入和利润来源。为了更长远的发展，公司也逐步涉足金属装饰面板和其他类型的装饰贴面材料业务。分地区来看，公司业务主要在国内，2011 年中期公司国内业务收入占比 88%，国外业务占比 12%。

图 11：公司营业收入构成

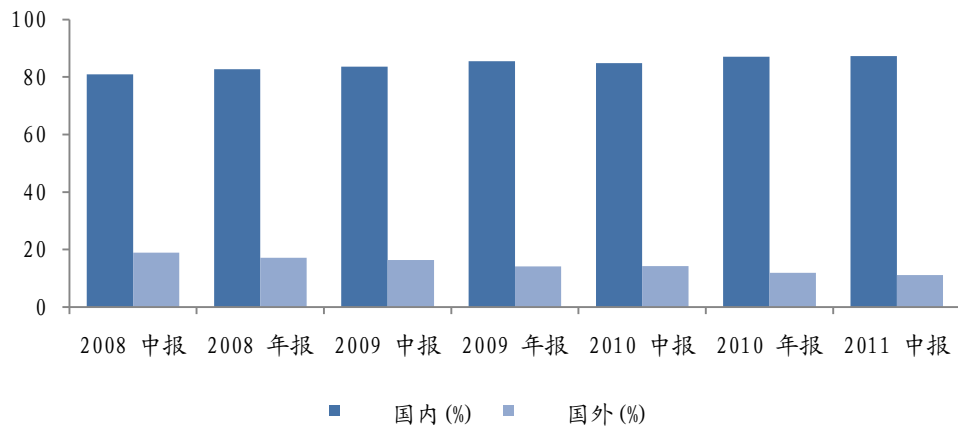


资料来源：公司公告，浙商证券研究所





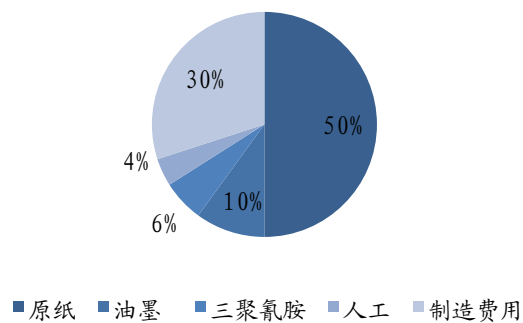
图 12: 公司国内外收入占比



资料来源: 公司公告, 浙商证券研究所

公司成本结构中, 原材料占 65%, 人工成本占 15%, 制造费用约 20%。原材料是公司的主要成本, 其中最主要的是原纸, 占成本的 50%。对于原材料的波动, 公司主要采取与供应商长期合作的方式来降低波动带来的影响。

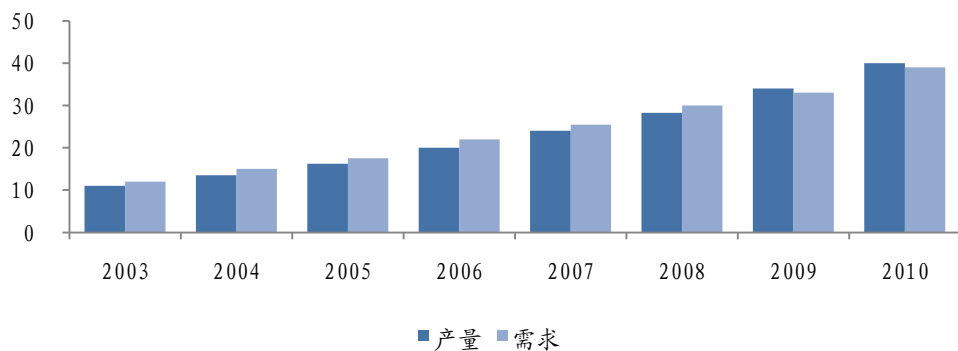
图 13: 公司成本结构图



资料来源: 浙商证券研究所

装饰原纸在 08 年以前供应一定程度上供应偏紧, 经过多年的迅速发展, 截至 2010 年末其产量已经超过 40 万吨, 而装饰纸行业产量仅有约 30 万吨, 作为装饰纸的最主要原材料相对供应比较充分, 目前价格基本稳定。

图 14: 我国装饰原纸供需对比图



资料来源: 浙商证券研究所





油墨方面，由于公司的油墨主要由自身供给，价格波动对成本影响较小，这也是公司竞争优势之一。

三聚氰胺主要用在浸渍纸，对其影响较大，是影响浸渍纸毛利率变化的一个主要原因。我国是三聚氰胺最大的生产国，其供应充分。

## 2.3 公司业务快速增长

### 2.3.1 公司产能情况

截至 2007 年末公司上市前，公司装饰纸产能 8500 万吨，实际产量 6700 余万吨；金属装饰面板产能 30 万 m<sup>2</sup>，产能充分利用。公司上市募集资金项目建设及变更情况如下：

表 3 首次发行项目建设及变更情况

	达产日期	计划投资	变更情况
新增年产 12,500 吨高档装饰纸生产线技改项目	2010 年 7 月	15080	2980 增资成都帝龙, 3120 增资廊坊帝龙
新增年产 50 万平方米高性能金属面板技改项目		4120	2880 增资廊坊帝龙, 720 增资成都帝龙
新增年产 5,000 吨铝卷板阳极氧化连续技改项目	2011.12.31	3360	
新建装饰纸、浸渍纸生产线项目	2011 年 1 月	3700	
年产 150 万张高性能装饰板、400 万张高档浸渍纸	2012 年 5 月	6000	变更后 6500 万, 产能为 180 万张装饰板

资料来源：公司公告，浙商证券研究所

根据以上募集投资项目建设、变更及达产情况，目前公司各项产品的产能情况如下：

表 4 公司目前各主要产品产能情况

产品	装饰纸	浸渍纸	装饰板	氧化铝卷板
产能	18600 吨	1440 万张	180 万张	5000 吨

资料来源：公司公告，浙商证券研究所

公司各项产品产能在各生产基地的布局如下：

表 5 各项产品产能在生产基本分布

地区	产能
本部	装饰纸 15600 吨，浸渍纸 900 万张，氧化铝卷板 5000 吨，装饰板 30 万张，包覆纸在建
北京	装饰纸 120 吨
廊坊	装饰板 150 万张
成都	装饰纸 2880 吨，浸渍纸 540 万张

资料来源：公司公告，浙商证券研究所

各项主要产品近年来的产能利用率如下：

表 6 公司主要产品近几年产能利用率

	2008	2009	2010
装饰纸	85%	83%	77%
浸渍纸	80%	73%	48%
装饰板	100%	70%	56%
氧化铝卷板			10%

资料来源：公司公告，浙商证券研究所





### 2.3.2 销售网络建设

对于装饰纸、浸渍纸和氧化铝卷板而言，公司的主要客户是装饰板、强化木地板、板式家具、橱柜、集成吊顶等，这一类产品主要采取直销模式；对于装饰板而言，针对家具生产商采用直销模式，而对于终端用户则采用经销商模式。

截至 2010 年末，公司在近 30 个大中城市设置了常驻销售员办事处，装饰板业务在 76 个城市设置了产品展示厅，45 个区域总代理。

表 7 公司主要产品近几年产能利用率

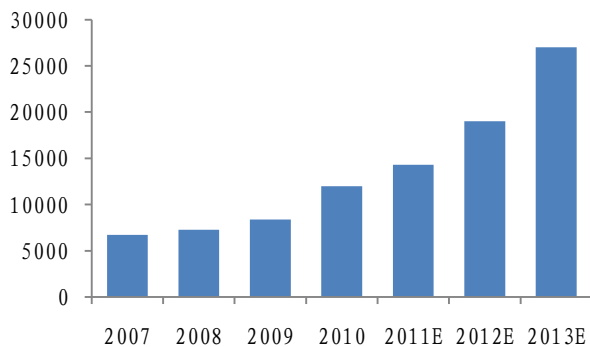
	上市前	2008	2009	2010
常驻销售员办事处		22	25	
产品展示厅	15	23	30	45
区域总代理	33	51	52	76

资料来源：公司公告，浙商证券研究所

### 2.3.3 分项业务预测

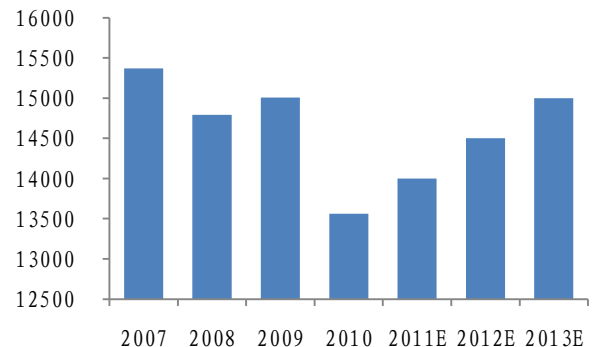
装饰纸方面，07 至 10 年收入分别为 1.03 亿、1.07 亿、1.25 亿、1.62 亿，产销量分别为 6706 吨、7260 吨、8380 吨、12000 吨，增速分别为 22%、8%、15%、43%。随着成都项目的完全达产及有关项目的后续建设，我们预计 11 至 13 年该项业务产销量分别为 1.43 万吨、1.9 万吨、2.7 万吨，对应平均单价稳中略有上升，分别为 1.4 万、1.45 万、1.5 万，从而相应的收入分别为 2.00 亿、2.76 亿、4.05 亿。同比增速分别为 23%、38%、47%。公司的最主要业务装饰纸在未来几年收入增速明显。

图 15: 装饰纸产销量及预测 (吨)



资料来源：公司公告，浙商证券研究所

图 16: 装饰纸平均单价及预测 (元/吨)



资料来源：公司公告，浙商证券研究所

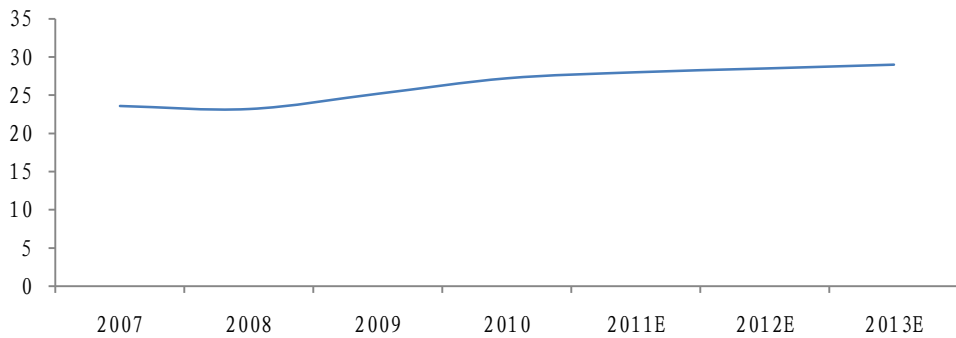
07 至 10 年装饰纸业务的毛利率分别为 23.57%、23.17%、25.18%、27.21%。装饰纸为公司的拳头产品，受其他中小厂商价格竞争的影响比较小，能够及时消化原材料带来的不利影响，总体上这几年一直是稳步上升的状态。我们预计该项业务 11 至 13 年毛利率稳定在 28% 至 29% 之间，分别为 28%、28.5%、29%。

浸渍纸方面，07 至 10 年收入分别为 0.61 亿、0.64 亿、0.58 亿、0.90 亿，产销量分别为 760 万张、810 万张、800 万张、1250 万张，增速分别为 31%、7%、-1%、56%。随着成都项目的完全达产及有关项目的后续建设，我们预计 11 至 13 年该项业务产销量分别为 1900 万张、2540





图 17: 装饰纸业务毛利率变化

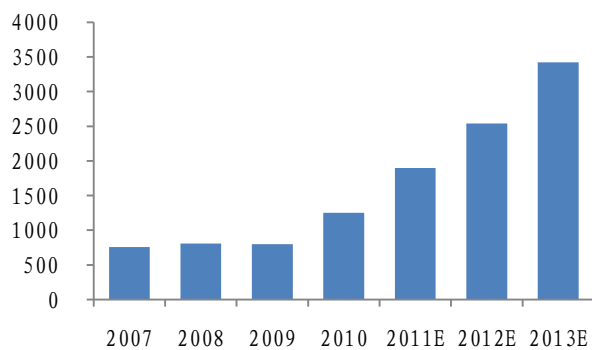


资料来源: 公司公告, 浙商证券研究所

万张、3420 万张, 对应平均单价稳中略有上升, 分别为 7.47 元、7.60 元、7.90 元, 从而相应的收入分别为 1.42 亿、1.93 亿、2.70 亿, 同比增速分别为 58%、36%、40%。浸渍纸在未来几年增速要快于装饰纸业务。

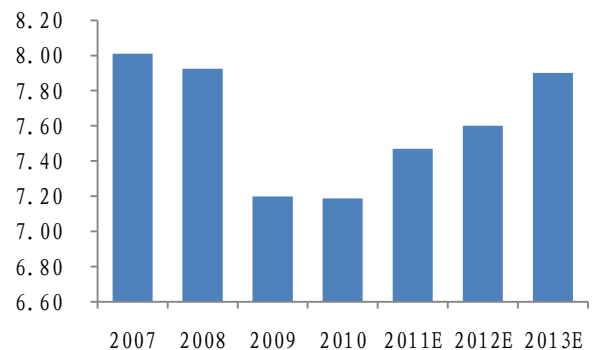
07 至 10 年浸渍纸业务的毛利率分别为 23.53%、22.70%、30.86%、16.98%。浸渍纸是公司在装饰纸类中要不断增产扩能的产品, 公司的产品 CPL 浸渍纸一度销售火爆。浸渍纸在 10 年毛利率大幅下滑的主要原因是其主要原材料之一三聚氰胺价格大幅上涨所致(该原材料供应较为充分, 其上涨属于正常价格波动), 其他厂商迅速跟进生产公司同类产品也产生了一定的不利影响。随着原材料价格的下调该项产品毛利率将会有明显的回升。我们预计该项业务 11 至 13 年毛利率稳定在 22% 至 23% 左右, 分别为 22%、23%、23.5%。

图 18: 浸渍纸产销量及预测 (万张)



资料来源: 公司公告, 浙商证券研究所

图 19: 浸渍纸平均单价及预测 (元/张)



资料来源: 公司公告, 浙商证券研究所

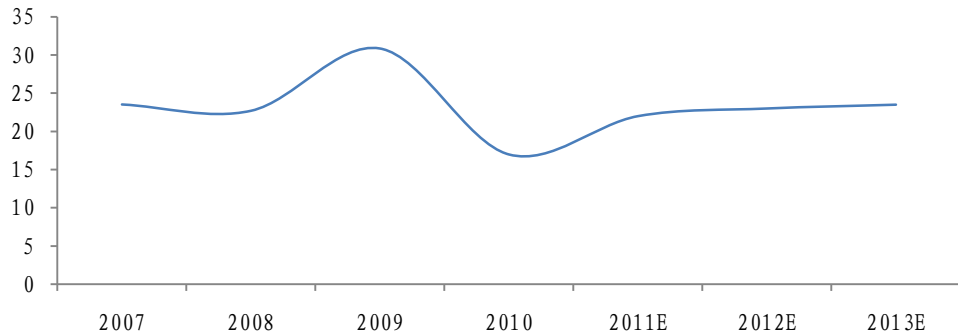
装饰板方面, 07 至 10 年收入分别为 0.33 亿、0.36 亿、0.41 亿、0.80 亿, 产销量分别为 32.57 万 m<sup>2</sup>、42.57 万 m<sup>2</sup>、54 万 m<sup>2</sup>、110 万 m<sup>2</sup>, 增速分别为 39%、31%、29%、104%。随着河北廊坊项目的完全达产及有关项目的后续建设, 我们预计 11 至 13 年该项业务产销量分别为 120 万 m<sup>2</sup>、162 万 m<sup>2</sup>、213 万 m<sup>2</sup>, 对应平均单价稳中略有上升, 分别为 75 元/m<sup>2</sup>、78 元/m<sup>2</sup>、80 元/m<sup>2</sup>, 从而相应的收入分别为 0.90 亿、1.26 亿、1.70 亿。同比增速分别为 12%、40%、35%。公司的装饰板业务在 12 年后增速明显。

07 至 10 年装饰板业务的毛利率分别为 42.75%、40.1%、32.96%、19.99%。公司的装饰板业务曾经由于在市场上找不到替代产品, 因而享受了高毛利率。但近几年受其他中小厂商价格竞争



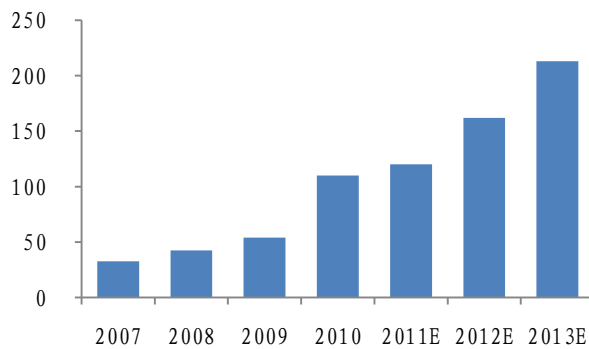


图 20: 装饰纸业务毛利率变化

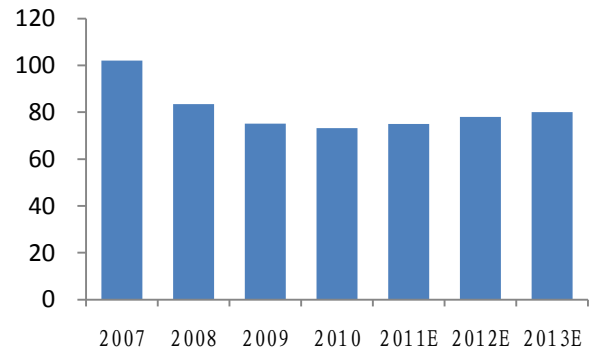


资料来源: 公司公告, 浙商证券研究所

的影响比较大, 销售价格出现了明显的下滑, 毛利率因此也出现了较大的下滑。另外子公司廊坊帝龙新建 180 万张高档装饰板项目尚未完全达产, 产能利用率不足 (2010 年其产能利用率不足 60%), 也对毛利率产生了不利影响。我们预计该项业务 11 至 13 年毛利率稳定在 22% 至 23% 左右, 分别为 22%、23%、23.5%。

图 21: 装饰板产销量及预测 (万 m<sup>2</sup>)

资料来源: 公司公告, 浙商证券研究所

图 22: 装饰板平均单价及预测 (元/m<sup>2</sup>)

资料来源: 公司公告, 浙商证券研究所

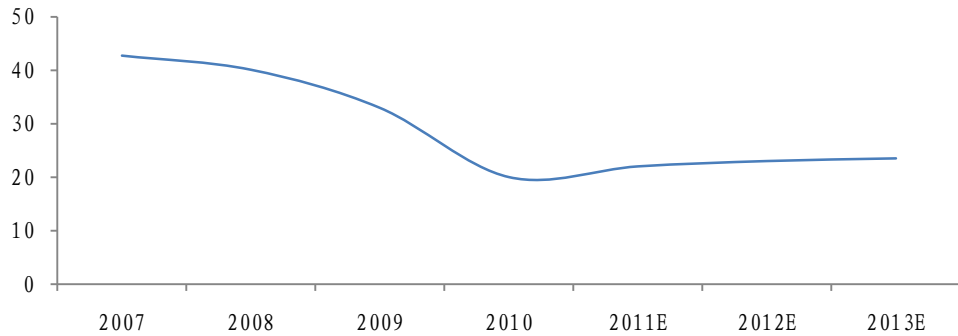
氧化铝卷板方面, 08 至 10 年收入分别为 0.09 亿、0.17 亿、0.30 亿。氧化铝卷板是公司首次发行上市的募集投资项目之一, 技术含量较高, 生产工艺复杂, 国内能生产的厂商较少; 另一方面其可以应用的范围较广, 包括集成吊顶、灯装饰、手机电子产品、汽车家电等, 上市时公司对该产品预计的需求缺口大。实际上由于 08 年金融危机的影响及最近 1 年多以来的宏观调控, 高端需求受到抑制, 而低端需求也并未像公司预期的那样出现放量, 因此该项目建设进度慢于招股说明书披露的进度, 产能利用率也很低, 直至 2011 年底 5000 吨的氧化铝卷板项目尚未完全达产, 我们预计于今年上半年完全达产。随着项目的完全达产以及产能利用率的提升, 该项业务收入将出现快速增长, 11 至 13 年收入分别为: 0.50 亿、0.80 亿、1.55 亿, 增速分别为 67%、60%、94%, 是所有业务里面增速最快的一个, 主要原因是其基数低。

08 至 10 年氧化铝卷板业务的毛利率分别为 21.16%、30.04%、20.72%。该项业务毛利率偏低且处于下滑状态的原因一是投放进度及产能利用率低 (截至 2010 年末 5000 吨氧化铝项目投资仅达到承诺投资的 11%, 远远低于预期); 二是由于下游需求的影响及竞争的关系, 公司调整了产品的结构及价格, 致使毛利率下滑。根据浙商证券银行业研究员的预计, 今年的货币政策相对于 2011 年将会有所放松, 同时随着募投项目的完全达产和产销量的提升, 该项业务毛利率将会有所提升, 预计 11 至 13 年分别为: 22%、23%、23.5%。



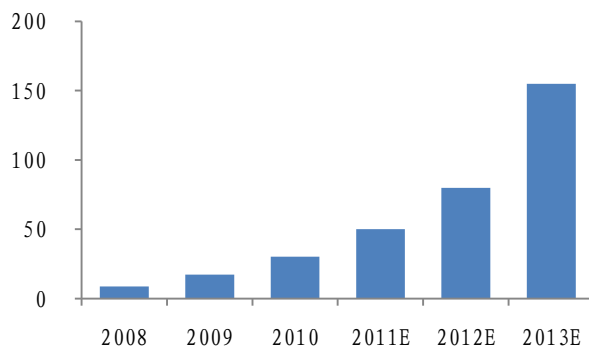


图 23: 装饰板业务毛利率变化



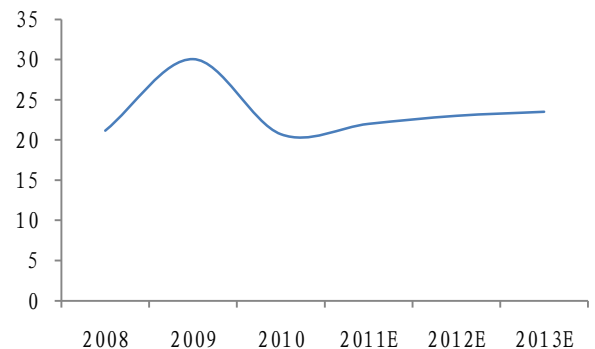
资料来源: 公司公告, 浙商证券研究所

图 34: 氧化铝卷板收入及预测 (百万元)



资料来源: 公司公告, 浙商证券研究所

图 25: 氧化铝卷板毛利率变化



资料来源: 公司公告, 浙商证券研究所

### 2.3.4 未来主要的增长点

公司未来几年主要增长点在以下几个方面:

**替代、低价市场的放量:** 公司作为行业龙头, 不仅仅关注高端市场, 今后还会关注替代、低价市场, 如电梯里的镜子, 采用不锈钢要 10 元/m<sup>2</sup>, 而采用公司的替代产品则仅须 5 元/m<sup>2</sup>。

**差异化的竞争:** 公司今后会更注重创新, 采用差异化竞争手段。每年将会推出大量的新产品, 更好地满足客户的需求。

**毛利率的改善:** 公司近几年处于增收不增利的状态, 主要是毛利率下滑明显。未来几年毛利率将会有所提升, 主要是产量和产能利用率的提升以及国家相关政策的放松。

公司之所以近几年处于增收不增利的状态, 主要原因是“小行业、小公司”, 稍微的竞争就能改变企业的盈利能力。一个有利的因素是“十二五”期间行业保持快速增长。要改变目前的状况, 必须提高市场占有率。我们认为可以从以下几个方面着手:

**快速跑马圈地:** 一个成功的例子是联塑科技通过快速铺设销售网络抢占市场, 经过 10 年的努力成为行业第一; 这种方式公司可以借鉴, 至少在某些批量较大的产品里可以尝试。

**寻找新的应用领域, 提升产能利用率:** 除了扩大现有产品的应用范围外, 还可以开拓一些新项





目，公司在 2011 年初就用非募集资金投资项目 1300 万平米特种装饰贴面材料。

有效的对外并购：作为上市公司，资金相对充裕，而一些非上市公司可能面临资金紧缺的情况，在近期选择好合适的标的进行收购可能可以快速扩大公司的市场份额。

### 3. 定向增发有望带来超预期增长

公司本次增发主要投向以下四个项目：

表 8 定向增发项目表

项目	产品	投资	达产进度	收入	回收期
10500 吨装饰纸	印刷装饰纸、立体包覆纸、CPL 以及三氧化二铝浸渍纸	22880	建设期 2 年，50%，80%，100%	36962	6.86
2800 万平米地板膜	PVC 地板膜	3460	建设期 18 月，15%，70%，100%	10318	5.69
5600 吨装饰纸+85 万张装饰板	装饰纸，装饰板	9390	建设期 18 月，15%，70%，100%	23355	6.01
65 万张装饰板	装饰板	2910	建设期 18 月，15%，70%，100%	8889	5.77

资料来源：公司公告，浙商证券研究所

**新增年产 10,500 吨装饰纸技改项目：**主要建设内容为 10,500 吨装饰纸生产线、以及配套的厂房和综合仓库。项目总投资为 22,880 万元，其中固定资产投资 19,890 万元，铺底流动资金 2,990 万元。项目建成达产后，将新增年产 10,500 吨装饰纸的生产能力，主要产品为印刷装饰纸、立体包覆纸、CPL 以及三氧化二铝浸渍纸等。

项目建设期为 24 个月，第 25 个月投产，投产第一年达到设计产能的 50%、项目计算期（含建设期）第四年达到设计产能的 80%，第五年完全达产。项目建成达产后，可实现年新增销售收入 36,962 万元。

**新增年产 2,800 万平米地板膜项目：**利用空余生产厂房、投资新建 2,800 万平米 PVC 地板膜生产线。项目总投资为 3,460 万元，其中固定资产投资 2,660 万元，铺底流动资金 800 万元。项目建成达产后，将新增年产 2,800 万平米 PVC 地板膜的生产能力。

项目建设期为 18 个月，第 19 个月投产，当年产量达到设计产能的 15%、项目计算期（含建设期）第三年达到设计产能的 70%，第四年完全达产。项目建成达产后，可实现年新增销售收入 10,318 万元。

**新增年产 5,600 吨装饰纸、85 万张高性能装饰板项目：**项目总投资为 9,390 万元，其中固定资产投资 7,590 万元，铺底流动资金 1,800 万元。项目建成达产后，将新增年产 5,600 吨装饰纸、85 万张高性能装饰板的生产能力。

项目建设期为 18 个月，第 19 个月投产，当年产量达到设计产能的 15%、项目计算期（含建设期）第三年达到设计产能的 70%，第四年完全达产。项目建成达产后，可实现年新增销售收入 23,355 万元。

**新增年产 65 万张高性能装饰板项目：**项目总投资为 2,910 万元，其中固定资产投资 2,210 万元，铺底流动资金 700 万元。项目建成达产后，将新增年产 65 万张高性能装饰板的生产能力。

项目建设期为 18 个月，第 19 个月投产，当年产量达到设计产能的 15%、项目计算期（含建设期）第三年达到设计产能的 70%，第四年完全达产。项目建成达产后，可实现年新增销售收入 8,889 万元。

本次募投能够扩大优势产品产能、丰富产品系列，有利于优化产品结构、使品种供应更灵活、应用领域更广大、市场更开阔，更好地满足新老客户多样化、差异化、一站式需求。







## 4. 盈利预测

### 4.1 预测假设

国内外经济政治不出现大的问题，房地产等宏观调控不会严于 2011 年；

钛白粉、三聚氰胺等原材价格不出现异常波动；

差异化和创新的竞争战略有效推进；

新增产能有效消化。

### 4.2 预测简表

公司 08 至 10 年的三项费用率分别为：15.36%、13.65%、12.93%。总体上随着募集资金运用完成而有所增加，公司在未来几年仍有新的项目建设计划，我们预计费用率仍然呈现略有上升的态势，分别为：15.05%、15.10%、15.20%。

表 9 三项费用率及预测

	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
三项费用率	15.36%	13.65%	12.93%	15.05%	15.10%	15.20%

资料来源：浙商证券研究所

公司 08 至 10 年的三项费用率分别为：10.47%、8.96%、10.49%。11 年前 3 季度所得税率有所提高的主要原因是高新技术企业的资格需要复评，公司按 25% 比例计提。我们预计 11 至 13 年实际所得税率分别为：11.0%、11.0%、11.0%。

表 10 实际所得税率及预测

	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
实际税率	10.47%	8.96%	10.49%	11.00%	11.00%	11.00%

资料来源：浙商证券研究所

综合以上情况，公司的盈利预测简表如下：

表 11 盈利预测简表

	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
收入	2.15	2.43	3.63	4.78	6.73	10.00
毛利率	25.73%	28.19%	22.54%	24.32%	24.60%	25.00%
税金及附加	0.50%	0.50%	0.54%	0.50%	0.50%	0.50%
三项费用率	15.36%	13.65%	12.93%	15.05%	15.10%	15.20%
实际税率	10.47%	8.96%	10.49%	11.00%	11.00%	11.00%

资料来源：浙商证券研究所

### 4.3 投资评级

根据以上收入及有关成本费用的预测，我们对公司 11 至 13 年三表预测如附注。我们预计公司 11 至 13 年 EPS 分别为：0.40 元、0.56 元、0.85 元，对比同类上市公司，首次覆盖并给予公司“增持”投资评级。





表 12 同类上市公司估值对比

	2011E	2012E	2013E
帝龙新材	29.42	21.01	13.84
兔宝宝	35.20	19.10	10.12
大亚科技	25.00	22.00	17.00
丰林集团	19.00	17.00	13.30

资料来源：浙商证券研究所

## 5. 风险提示

**房地产及宏观调控的影响：**公司主要下游应用是强化木地板、板式家具、宾馆酒店等地方的贴面装饰等，受到房地产调控的影响很大，如果出台更为严厉的措施，公司的下游需求将进一步萎缩，从而对公司产生重大不利影响。

**原材料价格大幅波动的影响：**公司的主要原材料是钛白纸、三聚氰胺等，合计占到主营业务成本的 66%，尤其是三聚氰胺波动很大。原材料的大幅波动将会对公司产品的毛利产生不利影响。

**产能利用率不能提升：**近几年公司毛利率偏低的一个重要原因是产能利用率不足，公司若不能有效提高产能利用率，不断推出新的产品或者扩大传统产品的应用范围，则会面临行业竞争不断加剧带来的不利影响。







## 股票投资评级说明

以报告日后的 6 个月内，证券相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、买入：相对于沪深 300 指数表现 +20%以上；
- 2、增持：相对于沪深 300 指数表现 +10%~+20%；
- 3、中性：相对于沪深 300 指数表现-10%~+10%之间波动；
- 4、减持：相对于沪深 300 指数表现-10%以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、看好：行业指数相对于沪深 300 指数表现+10%以上；
- 2、中性：行业指数相对于沪深 300 指数表现-10%~+10%以上；
- 3、看淡：行业指数相对于沪深 300 指数表现-10%以下。

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。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论

## 法律声明及风险提示

本报告由浙商证券有限责任公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券有限责任公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，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，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

## 浙商证券研究所

上海市长乐路 1219 号长鑫大厦 18 层

邮政编码：200031

电话：(8621)64718888

传真：(8621)64713795

浙商证券研究所：<http://research.stocke.com.cn>

