

2017年12月08日

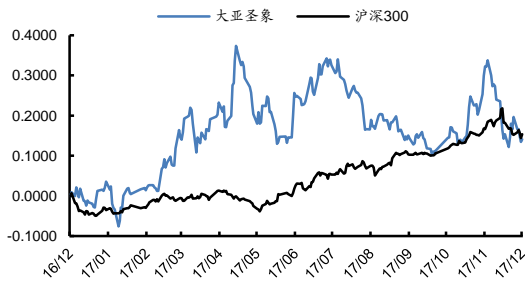
公司研究

评级：买入（维持）

研究所
证券分析师： 谭倩 S0350512090002
0755-83473923
联系人： 尹洵
17740882428 yinx@ghzq.com.cn
联系人： 姚哲巍 S0350116080001
18221921135 yaozw@ghzq.com.cn

精装赋能，龙头蓄势再腾飞 ——大亚圣象（000910）深度报告

最近一年走势



相对沪深300表现

表现	1M	3M	12M
大亚圣象	-12.2	-0.8	13.6
沪深300	-1.1	4.6	15.4

市场数据	2017-12-08
当前价格（元）	21.41
52周价格区间（元）	16.92 - 26.46
总市值（百万）	11888.33
流通市值（百万）	11319.95
总股本（万股）	55527.00
流通股（万股）	52872.24
日均成交额（百万）	71.70
近一月换手（%）	22.85

相关报告

《大亚圣象（000910）公司动态研究：精装修带动B端业务崛起，大亚圣象再起航》——
2017-11-24

合规声明

国海证券股份有限公司持有该股票未超过该公司已发行股份的1%。

投资要点：

- **地板行业集中度提升，市场份额持续向龙头靠拢，圣象作为地板龙头将长期受益。**目前，业内不少中小企业将因价格战、环保因素、林木资源稀缺、物流运输及人工成本偏高等因素而陆续被市场所淘汰，行业洗牌进程持续推进，市场份额不断向龙头靠拢，在此过程中圣象作为地板龙头将持续受益。
- **强品牌价值赋予公司毛利率水平，但净利润率水平改善仍有空间。**圣象作为业内龙头，品牌价值突出，毛利率为业内最高水平，对应2017Q3为39.68%，显著高于同业5pct-10pct。但期间费用率水平高达24.92%，显著高于同业平均水平6pct-10pct。相较于业内平均净利润率水平10%，2017年上半年圣象地板平均净利润率只有5.2%，未来随着内部经营管理效率的提升，净利润率改善仍有空间。
- **地板产品结构升级，持续优化毛利率。**2017Q3圣象的强化、多层、三层的销量增速为4%/25%/20%，产品消费结构升级趋势明显。且三层和多层的毛利率基本处于40%-43%之间，显著高于强化复合地板38%的毛利率水平。未来随着消费升级的趋势持续推进，将助推圣象地板产品结构的继续优化，持续带动毛利率水平的改善。
- **精装修政策相继落地，未来将带动B端销量持续提升。**预计公司明年B端销量增速将提升至30%。且B端客户皆为知名地产商，主要包括万科，保利，中海，碧桂园等。其中，万科占公司B端收入的50%，公司B端客户70%的账款在3-6个月之内均可收回。未来在各省市精装修政策持续落地的带动下，工装渠道将快速放量，推动收入增速稳步提升。
- **人造板行业竞争格局虽弱，但下游定制家具企业的高速成长将带动需求持续复苏。**从2017H1披露数据来看，大亚人造板的销量增速维持在6%左右，定制家具知名企业索菲亚和好莱客均为其主要客户，从目前定制家具行业年均30%以上的增速以及公司地板销量增速的稳步提升的趋势来看，可以预期具有高环保品质保障的人造板龙头企业的市占率及销量增速将稳步增长。
- **盈利预测和投资评级：**我们预计公司2017-2019年EPS分别为1.25

元、1.54 元、1.89 元，对应的 PE 分别为 17、14、11 倍。未来公司在地板行业集中度持续提升的过程中有望长期受益，且产品业务结构的继续调整有望带动毛利率水平的持续提升。除此之外，精装修政策的落实推进将有望带动 B 端销量的持续提升。另外，人造板业务板块将受益于下游定制家具行业需求回暖所带来的增长。给予“买入”评级。

- **风险提示：**原材料价格大幅上涨的风险；地产调控因素负面影响超预期；精装修业务合作情况低于预期；精装修客户过于集中的风险。

预测指标	2016	2017E	2018E	2019E
主营收入（百万元）	6531	7216	8117	9237
增长率(%)	-15%	10%	12%	14%
净利润（百万元）	541	692	854	1052
增长率(%)	70%	28%	23%	23%
摊薄每股收益（元）	1.02	1.25	1.54	1.89
ROE(%)	17.87%	18.60%	18.67%	18.70%

资料来源：Wind 资讯、国海证券研究所

内容目录

1、 龙头地位突出，业务调整助推业绩新增长	5
1.1、 公司基本情况介绍	5
1.2、 公司股权结构及股权激励计划	6
1.3、 公司主营业务结构分析	7
1.4、 公司财务状况分析	9
2、 地板行业集中度持续提升，龙头显著受益	11
3、 城镇化进程加速，推动产品结构升级，持续优化毛利率	13
4、 精装修业务兴起，带动 B 端收入迅速放量	16
5、 下游定制家具行业兴起，带动人造板需求复苏	19
6、 盈利预测与评级	20
7、 风险提示	20

图表目录

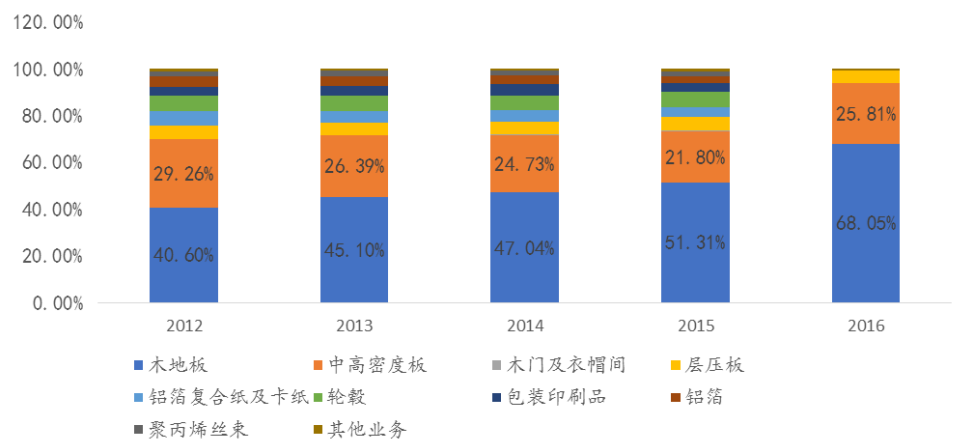
图 1: 大亚圣象主营业务结构一览	5
图 2: 大亚圣象股权结构	6
图 3: 大亚圣象历年公司营业收入变化趋势	7
图 4: 大亚圣象历年公司归母净利润变化趋势	7
图 5: 大亚圣象木地板和人造板收入合计及同比增长情况	8
图 6: 圣象地板收入增长情况	8
图 7: 大亚人造板收入增长情况	8
图 8: 大亚圣象分产品毛利率变化情况	9
图 9: 圣象地板毛利率横向比较	9
图 10: 销售毛利率横向比较	9
图 11: 销售净利率横向比较	9
图 12: 2012-2017H1 大亚圣象期间费用率%	10
图 13: 2012-2017H1 大亚期间费用率与竞争对手比较	10
图 14: 2012-2017H1 管理费用率拆分	10
图 15: 2012-2017H1 销售费用率拆分	10
图 16: 应收账款周转率和应付账款周转率	11
图 17: 营业利润与经营性现金流	11
图 18: 地板行业销售收入的变化趋势	12
图 19: 地板行业规模净利润的变化趋势	12
图 20: 近十年我国城镇化进程的推进情况	13
图 21: 农村、城镇居民消费性支出保持稳定增长	13
图 22: 规模以上地板企业主要品类的销量增速	14
图 23: 精装修政策发布时间轴线	17
图 24: 全装修政策发布时间轴线	17
图 25: 精装修客户需求分析	18
图 26: 我国人造板历年产量及同比增速	19
图 27: 我国人造板历年营收及同比增速	19
图 28: 刨花板年产销量数据及同比增速	20
图 29: 中国刨花板价格波动趋势 (2015.05-2017.11)	20
表 1: 2016-2017 年公司限制性股票激励计划情况	7
表 2: 规模以上企业地板主要品类集中度的提升情况	13
表 3: 地板主要品类介绍	14
表 4: 行业规模以上企业按品类划分产量结构占比	15
表 5: 产品结构调整对毛利率水平的影响测算 (调整前)	15
表 6: 产品结构调整对毛利率水平的影响测算 (调整后)	16
表 7: 按渠道拆分木地板销售并预测未来销量	18

1、龙头地位突出，业务调整助推业绩新增长

1.1、公司基本情况介绍

大亚圣象是我国人造板和地板行业的龙头企业。公司以人造板、地板为主业，人造板和地板的营收占比分别为 73.78%，25.50%。目前，公司已具备一条完善的涵盖资源、基材、工厂、研发、设计、营销、服务等各大环节的森工行业上下游的绿色产业链。大亚旗下目前拥有“圣象”地板和“大亚”人造板两个品牌，品牌价值分别达到 345.68 亿元和 108.36 亿元。公司在 2015 年之前，业务结构相对分散，非木业收入合计占比近 30%。在 2015 年度内，公司对原有的业务结构做了相应的调整和剥离，将烟草包装、汽车轮毂以及信息通信等全部非木业资产置出上市公司体系。主要因为汽车轮毂业务已连续两年持续亏损，烟草包装业务受到国家政策的限制，汽配业务也存在较大的不确定性。除此之外，公司还收购了部分木业子公司的少数股东股权。目前，公司已由原来的多元化经营业务模式，转变为以人造板、木地板为主要产品的经营模式。目前，木业板块为主的业务结构有利于公司体系内各木业子板块之间的充分挖掘并加强品牌、渠道资源之间的协同效应。

图 1：大亚圣象主营业务结构一览



资料来源：公司公告，国海证券研究所

目前，从 2017H1 的数据来看，圣象的地板业务在公司的收入结构中占据近 73.78% 的份额，其产品主要覆盖实木地板、强化地板、实木复合地板、竹地板等。公司在全国拥有 3000 家门店，拥有 4700 万平米的地板生产能力，此外还有 1400 万平米的强化地板生产线正在建设中。2016 年公司地板业务实现销售额约 44.4 亿，占公司总收入的 68%，对应 2016 年的毛利率为 39.68%。从圣象地板的市占率来看，圣象的地板销量占地板市场总规模的 12%，位列行业第一。另外从 2017H1 圣象的毛利率水平横向比较的结果来看，明显高于行业平均水平 7pct-8pct。由此可见，圣象地板作为地板行业的龙头企业，因地板行业产能规模大而带来的市占率优势以及强品牌影响力所带来的产品溢价优势相对突出。

大亚人造板业务因其塑造了健康、环保、优质的高端品牌形象，成为圣象地板及

国内众多知名定制家具企业、木门企业及地板企业的产品供应商，曾获得“优质家具纤维板”和“优质家具刨花板”的称号。公司目前拥有 150 万亩速生林基地，160 多万立方米的中高密度板和刨花板产能，2016 年公司筹划在宿迁建设 50 万立方米刨花板项目，达产之后人造板的产能将提升至 210 万立方米，新增产能约 30%。2016 年公司实现人造板收入 16.9 亿元，占公司营业收入的比重为 25.8%，对应当年毛利率水平为 22.03%。从毛利率横向比较来看，明显高于行业平均水平 5pct。由此可见，大亚作为人造板第一品牌在竞争格局稍弱且同质化竞争较为激烈的人造板行业同样具有较强的品牌溢价能力及品质保障。

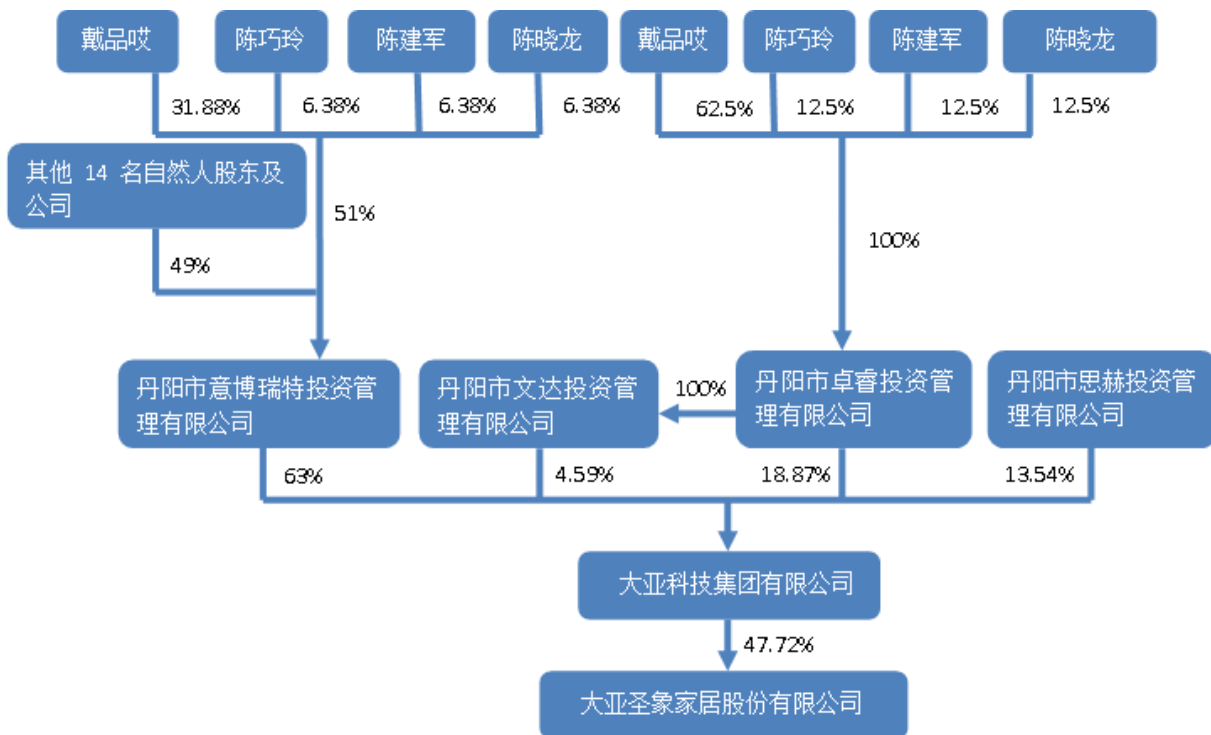
1.2、公司股权结构及股权激励计划

大亚集团由董事长陈兴康先生于 1987 年成立，90 年代改制后成为丹阳市国资委全资企业，2004 年到 2009 年，陈兴康先生与公司创始人团队通过丹阳市意博瑞特投资管理有限公司对大亚集团进行两次股权收购，最终实现控股 63%，从而间接控股大亚科技，完成了管理层收购（MBO）。

从目前的股权结构来看，公司的控股股东为大亚集团，持股比例为 47.72%。大亚集团原实际控制人为陈兴康先生，2015 年 4 月，陈兴康意外身故之后，其名下股份由其妻子戴品哎，子女陈巧玲、陈建军、陈晓龙继承，四人合计控制了大亚集团 86.46% 股权，实现了对大亚圣象的实际控制。

2015 年 9 月陈兴康之子陈晓龙先生继任成为公司新董事长，这标志着公司新老交替完毕，新董事长陈晓龙先生的上任给公司发展注入新活力。

图 2：大亚圣象股权结构



资料来源：公司公告、国海证券研究所

公司于2017年7月完成了第二期限限制性股权激励计划的首次股票授予,向管理层和核心技术骨干等245名激励对象授予限制性股票2462万股(占总股本的比例为4.64%),授予股票分三年解锁,解锁条件为2017/2018/2019年公司实现的归母扣非净利润较16年分别增长12%/25%/45%。相比2016年第一期限限制性股权激励计划,本次覆盖面更为广泛,且激励力度更大。本次限制性股票授予人数为245人,明显高于16年限制性股票授予人数61人。此外,激励力度明显提升。相对2016年人均授予股票数4.95万股,2017年人均股票授予数为9.65万股。此次股权激励将进一步激发员工活力,提升员工积极性,助推业绩新增长。

表 1: 2016-2017 年公司限制性股票激励计划情况

	授予时间	授予对象	授予股票数量(万股)	授予价格	专业解锁条件
2016年限制性股票激励计划	2016-07-20	董秘、财务总监、中层管理人员及核心技术骨干共61人	327	7.04	2016/2017/2018年股票解锁比例分别为40%/30%/30%,解锁条件为2016/2017/2018年实现归母扣非净利润较2015年分别增长20%/35%/50%。
2017年限制性股票激励计划	2017-07-10	董秘、财务总监、中层管理人员及核心技术骨干共245人	2462	11.56	2017/2018/2019年股票解锁比例分别为45%/30%/25%,解锁条件为2017/2018/2019年归母扣非净利润较2016年分别增长12%/25%/45%。

资料来源:公司公告、国海证券研究所

1.3、公司主营业务结构分析

从公司近5年以来的营业收入和归母净利润的变化趋势可以发现公司从2015年开始对业务结构做了较大调整,具体来说将烟草包装印刷、汽车轮毂、信息通信等与当前主业关联度较低的全部非木业资产置出上市公司体系,同时收购部分木业子公司的少数股东股权。所以资产置出及收购少数股东权益的影响即体现在报表层面营收和净利润增速的异常变化,即2015年营业收入为76.8亿元,同比下降了9%,2015年归母净利润为3.2亿元,同比增加了94.4%。2016年营业收入为65.3亿,同比下降了14.9%,2016年归母净利润为5.4亿,同比增加了70.2%。

图 3: 大亚圣象历年公司营业收入变化趋势

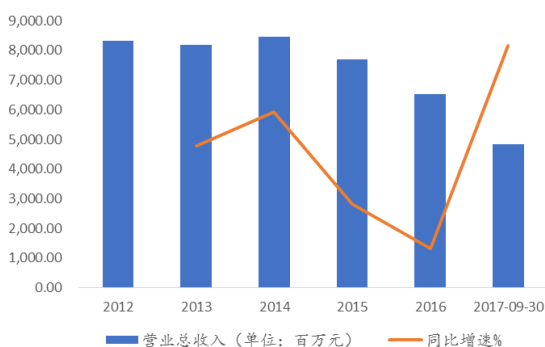
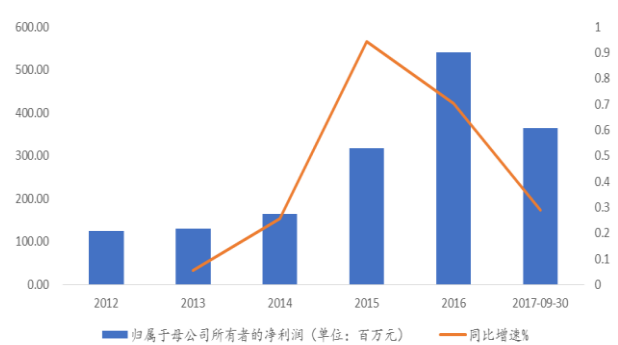


图 4: 大亚圣象历年公司归母净利润变化趋势

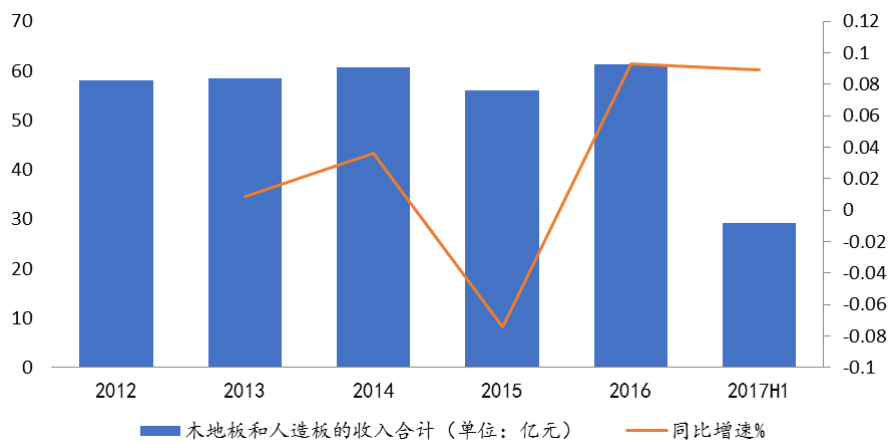


资料来源:公司公告、国海证券研究所

资料来源:公司公告、国海证券研究所

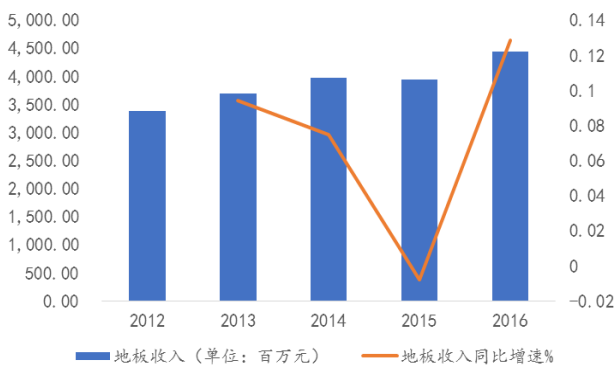
目前，基于公司原有的烟草包装印刷、汽车轮毂、信息通信业务已经剥离，原有汽配业务的亏损及政策层面的负面预期对上市公司业绩层面的影响基本可以排除。未来业绩增长的重头戏在于木地板业务和人造板业务。据此，剔除非木业以外的其他业务仅重点关注木地板和人造板业务的营收增长趋势，可得出结论：除了2015年木地板和人造板营业收入呈现一定程度的下滑之外，其他年份均保持比较稳定的增长。2016年木地板和人造板的收入增速均出现比较明显的拐点，约为9.27%，且这样的增速一直持续至今。2015年地板和人造板的收入增速下滑的原因可能是受到宏观经济不景气及地产调控因素的影响。2016年地板和人造板收入增速拐点出现的主要原因是和地板行业集中度的持续提升、工装渠道持续加速、城镇化进程推动地板渗透率提升以及地产销售增速持续回暖的后周期效应有关。

图 5：大亚圣象木地板和人造板收入合计及同比增长情况



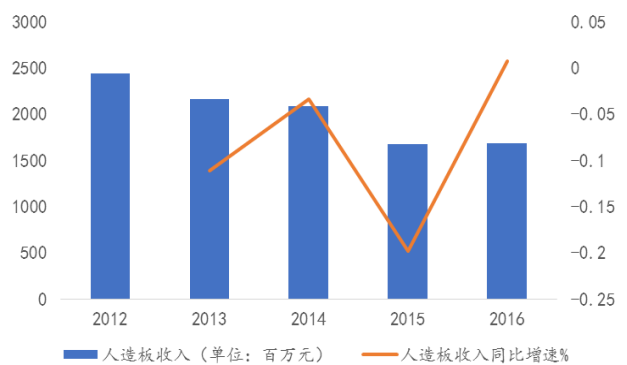
资料来源：公司公告、国海证券研究所

图 6：圣象地板收入增长情况



资料来源：公司公告、国海证券研究所

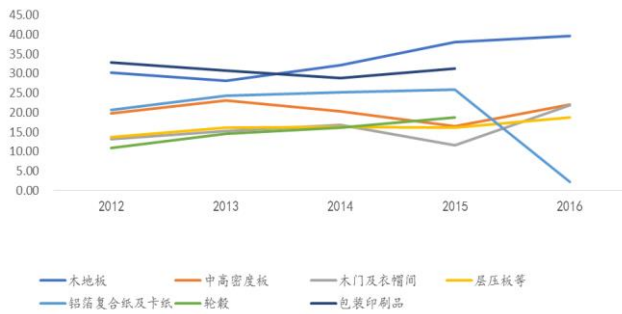
图 7：大亚人造板收入增长情况



资料来源：公司公告、国海证券研究所

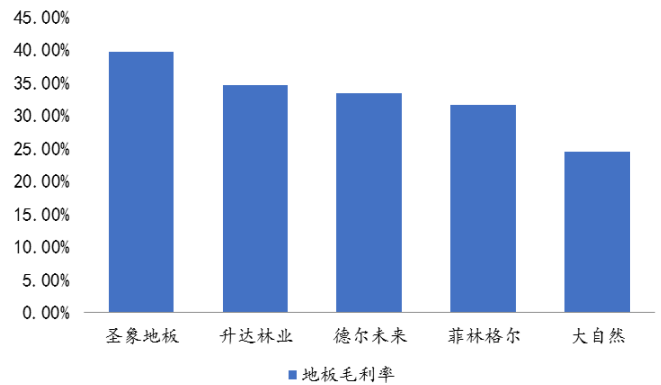
从圣象的地板毛利率纵向及横向比较结果来看，第一、可以看出相对木地板近40%的毛利率，其他非木业板块的毛利率整体较低且下滑趋势明显。可以预期烟草包装印刷、汽车轮毂以及信息通信业务剥离掉之后，公司的毛利率在未来有望继续提升。第二、可以看出地板的毛利率呈现持续提升的状态且明显高于同业。这主要和圣象的强品牌价值及高品质保证所赋予地板产品的强溢价能力、全产业链带来的原材料成本优势以及龙头自身所具有的规模经济效应有关。

图 8: 大亚圣象分产品毛利率变化情况



资料来源: 公司公告、国海证券研究所

图 9: 圣象地板毛利率横向比较

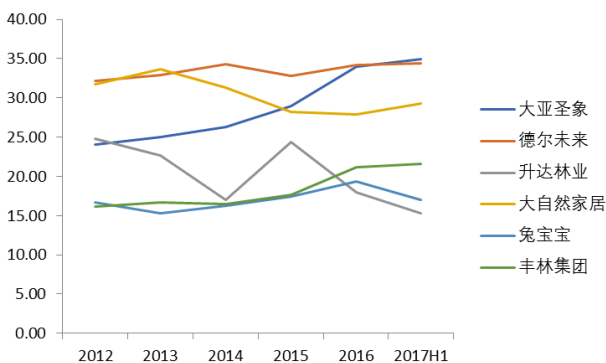


资料来源: 公司公告、国海证券研究所

1.4、公司财务状况分析

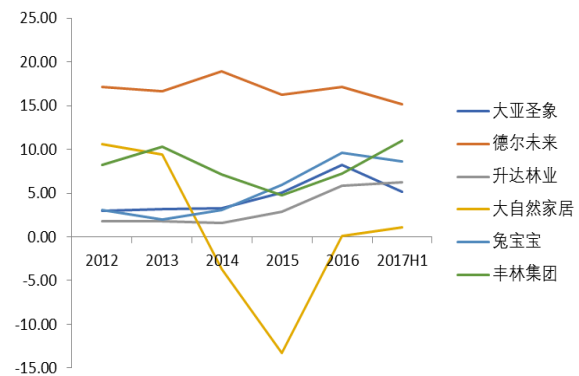
2012-2017H1, 公司的毛利率水平持续提升, 从 2012 年的 24% 提升至 2017H1 的 34.95%, 处于业内最高水平。但对应净利润率水平仅为 5.20%, 显著低于业内净利润率平均水平 10%, 主要因为管理费用率和销售费用率高企所致。

图 10: 销售毛利率横向比较



资料来源: 公司公告、国海证券研究所

图 11: 销售净利率横向比较

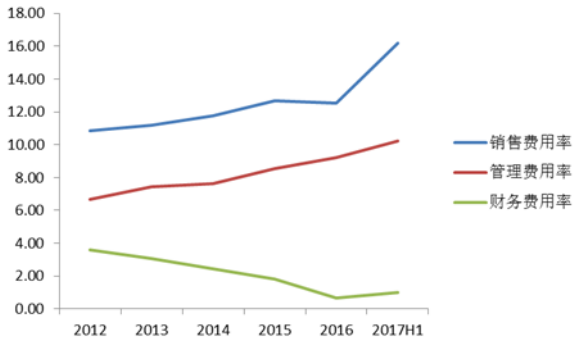


资料来源: 公司公告、国海证券研究所

从大亚的期间费用率变化趋势来看, 与同行业内其他公司相比, 大亚的期间费用率水平要显著高出 6pct-10pct, 主要因为从 2011 年开始起, 公司的管理费用率和销售费用率均呈现出持续提升的趋势。从 2011 年至 2016 年, 公司的销售费用率已经从 10.13% 提升至 2016 年的 12.54%, 管理费用率已经从 7.25% 提升至 9.20%。但财务费用率呈现逐年下跌的趋势, 财务费用率已从 2012 年的 3.61% 下滑至 2016 年的 0.68%, 主要因为公司贷款规模减少、贷款利率降低及汇兑收益增加。公司的管理费用率提升过快主要因为工资薪酬率提升过快以及因折旧处理方式变动而对折旧费用率造成的影响。销售费用率提升过快主要因为公司的广告宣传推广费率提升过快以及物流运输费率偏高所致, 从而导致销售费用率从 2012 年至 2017H1 提升了 6pct。公司销售费用率偏高的主要原因可以从两方面解释, 一方面因为大亚曾经主业繁杂, 各业务板块之间对销售渠道及物流运输系统的协同利用率较低, 同时因为公司拥有近 3000 家门店, 品牌营销推广投入相对较高。未来随着公司资产整合的陆续完成, 相信公司在主业方面的协同效应以

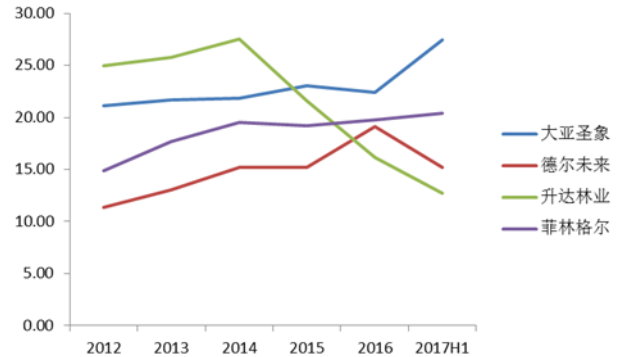
及销售费用率持续下降的效果会逐渐显现。此外，管理费用方面，随着限制性股权激励计划的持续落地，公司治理结构将进一步完善，管理人员工资薪酬有望继续降低，从而带动净利润率水平的持续提升。

图 12: 2012-2017H1 大亚圣象期间费用率%



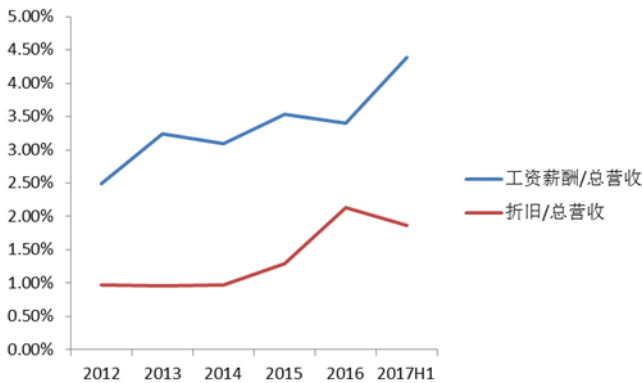
资料来源：公司公告、国海证券研究所

图 13: 2012-2017H1 大亚期间费用率与竞争对手比较



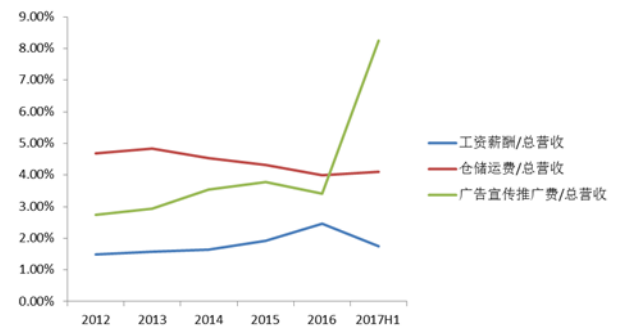
资料来源：公司公告、国海证券研究所

图 14: 2012-2017H1 管理费用率拆分



资料来源：公司公告、国海证券研究所

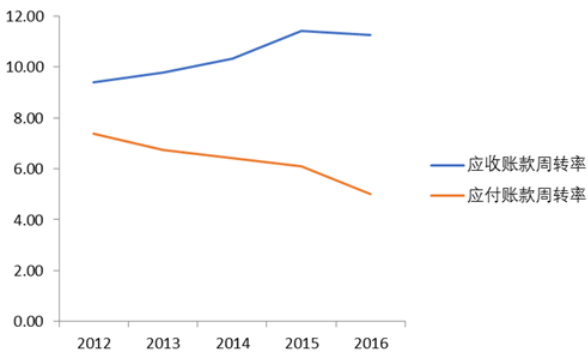
图 15: 2012-2017H1 销售费用率拆分



资料来源：公司公告、国海证券研究所

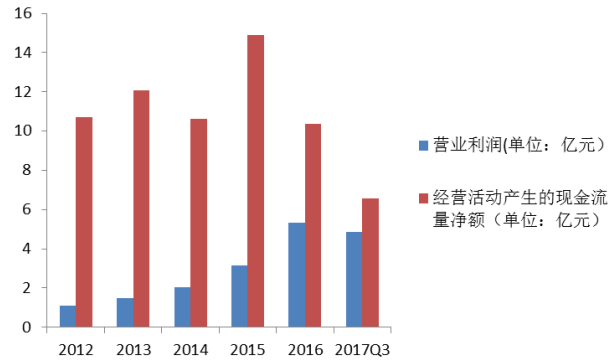
从经营性现金流和营业利润的关系来看，公司经营性现金流大幅高于营业利润。以 2016 年来说，营业利润为 5.31 亿，经营性现金流为 10.36 亿，现金流是营业利润的 1.95 倍。充足的经营性现金流显示出公司具备优秀的现金管理能力、偿债能力与抗风险能力，为大亚的投资、筹资活动提供了保障。从公司目前的商业信用来看，应收账款的周转率从 2012 年的 9.4 提升至 2016 年的 11.24，应付账款的周转率从 2012 年的 7.37 下降至 2016 年 5.01，这说明公司的商业信用周期处于持续优化中。且应付账款的规模大于应收账款，企业现金流充足。

图 16: 应收账款周转率和应付账款周转率



资料来源: 公司公告、国海证券研究所

图 17: 营业利润与经营性现金流



资料来源: 公司公告、国海证券研究所

2、地板行业集中度持续提升，龙头显著受益

纵观过去近二十年，中国木地板行业经历过三大阶段：

初步建设期：1995 年-2002 年，1995 年，汇丽集团第一个引入了强化地板技术，开始了强化地板的生产；1996 年，圣象集团前创始人之一的彭鸿斌先生从代理艾格地板、注册圣象商标、逐渐引入国外技术，开始自主生产，成为中国强化地板的第一批创业者。从 1995 年到 2002 年，处于强化地板的引入期和推广期。由于圣象早期品牌化的运作，使得这一行业被关注且快速的发展，传统的实木地板如大自然也开始了品牌建设。这一时期形成了南实木、北强化的地域特征，且行业发展增速在 30% 以上，基本还是一个卖方市场，品牌建设刚刚起步。

快速成长期：2003 年-2008 年，自 2003 年开始，随着大自然、菲林格尔、升达、德尔、柏高、安信等企业的快速发展，中国木地板行业开始了加速发展的进程。许多企业的年收入增速已经提升至 70% 以上，最低增速也保持在 30% 左右。在此期间，圣象率先发起总裁签售等促销推广模式及后续众多品牌的跟进，行业营销竞争加剧。快速成长期的特征主要包括：品牌专卖店的升级、好店大店模式、促销的精细化运作成为核心竞争手段。与此同时，跑马圈地，建设一二三级市场渠道也是重心。快速成长期是企业 and 经销商发展最鼎盛的时候，销量大、利润可观，并且成就了行业内众多的大商和今天的品牌企业，可以说是地板行业发展的黄金五年。此时也正处于中国房地产行业的快速发展期，结合行业内品牌运作化水平总体不高的情况来看，中小地板企业整体经营状况颇佳。

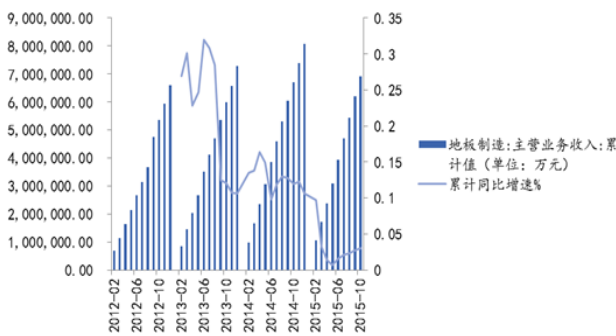
行业品牌分化、整合期：2009 年-2014 年，由于前十年地板行业的加速发展，直接造成了产能过剩的情况。各区域竞争优势品牌为了巩固区域内的竞争地位，开启了高举高打的价格战，使得部分中小企业逐步失去价格优势被率先淘汰出市场。举例来说，号称实木地板之都的浙江南浔及强化地板之都的江苏常州横林镇，发展势头明显放缓，品牌崛起整体无力。

据此，再结合行业发展趋势和具体数据（图 18、图 19）来看，2013 年可以认为是地板行业由成长期向成熟期切换的关键时点。地板行业在 2013 年之前主营业务收入仍然有 30% 以上的增长，但在 2013 年以后行业收入增速迅速下滑的趋

势一直持续至今，降至目前的 4%左右，并且归母净利润的增长情况也保持同样的趋势，归母净利润的增速大约维持在 5.23%左右。如果再从收入维度，将圣象的地板收入增速和地板行业的收入增速加以对比，可以发现：2013 年地板行业销售收入的增速为 30%，同年圣象地板销售收入的增速近 19%，但截至 2017H1，地板行业销售收入的增速已经下滑至 4%-5%，圣象地板销售收入的增速却逆势提升至 12.83%。圣象为何能在行业营收增速放缓的过程中逆势而升？我们认为，除了行业进入成熟阶段的因素之外，还有就是激烈的价格战迫使中小地板企业亏损或退出市场，再叠加今年上半年环保督查执行力度较为严格，一定程度上冲击了高污染、高能耗且原木资源相对稀缺的中小地板企业。与此同时也迫使一些环保不达标的中小地板企业停工或者陆续退出市场。

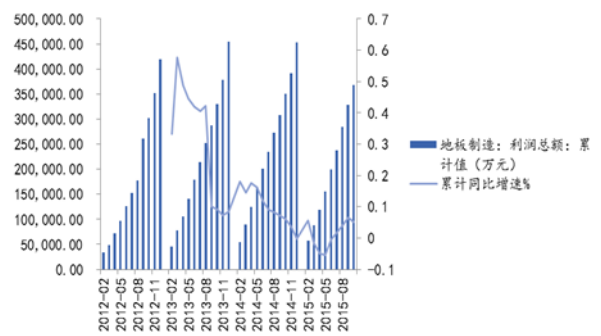
在地板行业持续洗牌的过程中，退出的中小地板企业将腾挪出一定的市场份额给那些真正具有强品牌价值、环保达标且具有大规模生产能力的龙头企业，大亚圣象作为地板行业龙头，目前拥有 12%的市占率，放置长周期来看，势必能够在行业集中度持续提升的过程中长期受益。

图 18: 地板行业销售收入的变化趋势



资料来源：wind 资讯、国海证券研究所

图 19: 地板行业规模净利润的变化趋势



资料来源：wind 资讯、国海证券研究所

地板行业集中度的持续提升，不仅能够从行业发展史、收入增速这两个维度得到验证。第三个维度就是从行业内规模以上企业各单品行业集中度情况，也可以判断出：市场份额持续向龙头及规模以上企业靠拢。中国地板网相关数据及研究报告表明：木地板行业内大概有 1200 家企业，但是普遍规模较小，产品同质化现象严重，中小企业的数量占据全行业企业数量的 90%左右。规模以上木地板企业的企业数量相对少，年产 500 万平方米以上强化复合地板的企业大约有 12 家，年产 150 万平方米以上多层实木复合地板的企业大约有 14 家，年产 80 万平方米三层实木复合地板企业大约有 50 家。但我国规模以上木地板企业强化、多层及三层的行业集中度总体较高，对应 15 年的数据为 48.20%、64.50%、66.50%（表 2）。且每年的提升幅度在 1pct-2pct 左右，结合目前业内仅 76 家规模企业的数量来看，规模以上企业集中度高且提升趋势较为明显。

因此，不论是从行业发展史的维度、收入增速拐点的维度或是规模以上企业集中度提升的维度，均可充分证明地板行业进入成熟期之后，行业集中度持续提升，市场份额持续向龙头靠拢，不少中小企业迫于各方压力（环保督查趋严、价格战因素）正处于逐步被市场所淘汰的边缘，龙头长期受益。

表 2: 规模以上企业地板主要品类集中度的提升情况

年份	强化复合地板	多层实木复合地板	三层实木复合地板
2010	33.45	44.18	62.74
2011	37.66	49.84	64.15
2012	43.03	56.34	66.40
2013	44.20	60.00	64.66
2014	47.23	62.50	65.80
2015	48.20	64.50	66.50

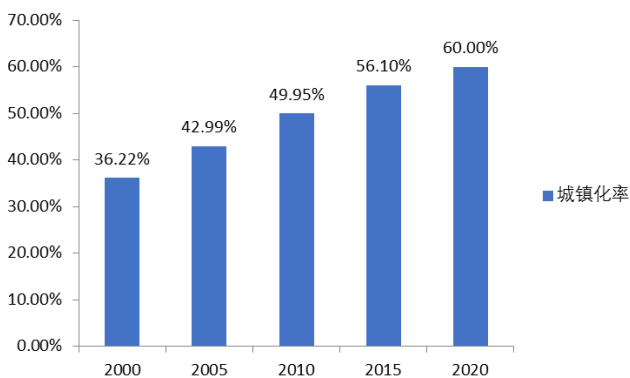
资料来源: 公司公告、国海证券研究所

3、城镇化进程加速，推动产品结构升级，持续优化毛利率

过去 10 年飞速发展的城镇化进程激发了房地产业的快速发展，同时也带动了木地板行业的迅猛发展。中国城镇化进程远未结束，目前我国常住人口城镇化率为 53.7%，户籍人口城镇化率只有 36%左右，不仅远低于发达国家 80%的平均水平，也低于人均收入与我国相近的发展中国家 60%的平均水平，到 2020 年，常住人口城镇化率要达到 60%左右，户籍人口城镇化率要达到 45%左右，努力实现 1 亿左右农业转移人口和其他常住人口在城镇落户。巨大的农业转移人口将带动木地板市场大量的新增需求。

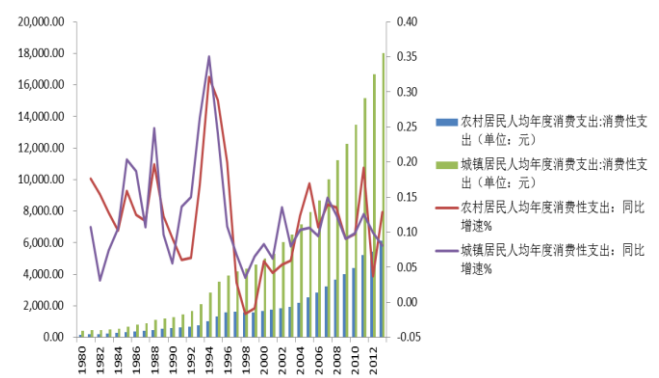
此外，农村居民人均消费性支出的同比增速显著高于城镇居民消费性支出的同比增速，这将使得渠道下沉率高的企业持续受益。结合圣象目前的渠道分布情况，2957 家店中有 446 家分布在中心城市和省会城市，500 家分布在乡镇，557 家分布在地级市，剩下的分布在四级县城。公司目前所具有的高达 85%的渠道下沉率，一方面能够有效对冲一、二线地产调控因素所带来的负面影响，另一方面公司能充分享受到城镇化进程以及农村居民消费性支出快速提升所带来的业绩成长高弹性。

图 20: 近十年我国城镇化进程的推进情况



资料来源: 国家统计局、国海证券研究所

图 21: 农村、城镇居民消费性支出保持稳定增长



资料来源: 国家统计局、国海证券研究所

从木地板行业消费的主要品类来看，包括强化复合地板、实木复合地板、实木地板和竹地板。强化复合地板在木地板总销量中的比例最高，始终保持 56% 以上的市占率，主要因为强化复合板具有价格低、易清理、耐腐蚀、耐冲击的优良性能，基本能够满足广大消费者的家装需求。实木复合地板拥有近 27% 的市场份额，销售情况呈现逐步上升的趋势，这主要因为实木复合地板是以实木拼板或单板为面板，以实木拼板、单板或胶合板为芯层或底层，经不同组合层压加工而成的地板。由于实木复合地板具有比较稳定的性能，还能适用于地热采暖，且能够实现大规模机械化生产，具有优化木材利用的优势，在当前消费升级的大环境之下，越来越受到一、二线城市的主要家装客户的欢迎。实木地板因为出于国家对于森林资源的保护，销量呈现缓慢下降的趋势，基本维持在 10% 左右的销售占比。竹地板相对其他三个品类而言，始终处于市占率比较低的水平，目前有 8.15% 的市场占有率。

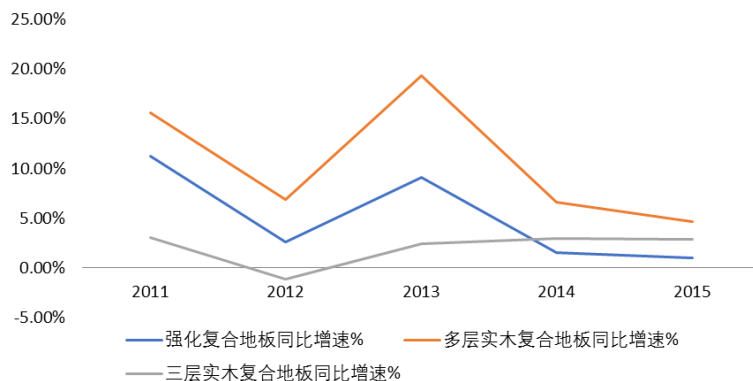
表 3: 地板主要品类介绍

地板种类	细分种类
强化复合地板	按地板基材分：一般可分为以中、高密度纤维板为基材的强化木地板和以刨花板为基材的强化木地板两大类。
实木复合地板	按结构分，一般可分为二层实木复合地板、三层实木复合地板、多层实木复合地板三大类。
实木地板	按形状分：一般可分为榫接实木地板（企口地板）、平接实木地板（平口地板）、仿古实木地板。
竹地板	按结构分：一般可分为多层胶合竹地板和单层侧拼竹地板。

资料来源：公司公告、国海证券研究所

近些年来，不同地板品类的产量增速呈现出不同的状态，地板主要品类的产量消费数据表明消费者对于质感更好、价格水平较高的实木地板和实木复合地板的接受度在在提升。对应规模以上企业主品类（强化、多层、三层）产量增速来看，2015 年开始起，多层实木的产量增速为 4.60% 明显高于强化复合的产量增速 1.00%，三层实木的产量增速为 2.82% 处于多层和强化的产量增速之间，虽弱于多层的产量增速，但显著高于强化复合地板的产量增速。2012 年以来，从规模以上企业三类主要地板产品的产量增速的变化趋势中，即可发现对于地板产品的消费升级趋势正逐渐由强化向多层地板及三层地板迁徙。

图 22: 规模以上地板企业主要品类的销量增速



资料来源：公司公告、国海证券研究所

另外，从规模以上地板企业各品类产量结构占比的逐年调整中，可以看出 2010 年强化、多层、三层的产量结构占比为 64.30%/22.37%/13.33%，而 2015 年强化、多层、三层对应的产量结构占比已调整至 61.44%/27.54%/11.02%。在 2010-2015 年期间，可以观察到的是地板产品消费结构的持续升级与优化。结合圣象主品类的销量增速及毛利率水平来看，截止 2017Q3 强化复合、多层、三层的销量增速为 4%/25%/20%，多层和三层的销量增速明显较快，且三层和多层的毛利率基本处于 40%-43% 之间，相较于强化复合 38% 的毛利率水平，明显要高。未来消费升级将助推圣象地板产品结构的持续升级，这必将带动公司产品结构的优化以及毛利率水平的提升。

表 4：行业规模以上企业按品类划分产量结构占比

	强化复合地板	多层实木复合地板	实木复合地板
2010	64.30%	22.37%	13.33%
2011	64.36%	23.27%	12.36%
2012	64.03%	24.12%	11.85%
2013	63.06%	25.99%	10.96%
2014	62.15%	26.90%	10.95%
2015	61.44%	27.54%	11.02%

资料来源：公司公告、国海证券研究所

大亚圣象目前产品结构中强化、多层、三层的产品结构占比大约为 65%、25%、10%，强化、多层、三层对应的毛利率水平分别为 38%、40%、43%，强化、多层、三层对应的单价分别为 72 元/平方米、165 元/平方米、218 元/平方米。据此可以预测出 2017 年这三种地板品类的营业总收入和毛利。在此基础上，我们假设未来地板三种主要产品的结构占比调整 60%、30%、10%，由此可以测算出业务结构调整之后对毛利率水平的优化和提升。

表 5：产品结构调整对毛利率水平的影响测算（调整前）

	强化	三层	多层
预计 2017E 年木地板全年销量目标（单位：万平方米）	4620.00		
强化、三层、多层销量占木地板总销量的比重	65.00%	25.00%	10.00%
2017E 各品类销量（单位：万平方米）	3003.00	1155.00	462.00
各品类出厂价（单位：元/平方米）	72.00	165.00	218.00
各品类销售收入合计（单位：万元）	216216.00	190575.00	100716.00
2017E 木地板销售收入合计（单位：万元）	507507.00		
各单品毛利率	38.00%	40.00%	43.00%
各单品毛利（单位：万元）	82162.08	76230.00	43307.88
木地板 2017E 毛利合计（单位：万元）	201699.96		
毛利率%	39.74%		

资料来源：公司公告、国海证券研究所

表 6: 产品结构调整对毛利率水平的影响测算 (调整后)

	强化	三层	多层
预计 2017E 年木地板全年销量目标 (单位: 万平米)		4620.00	
强化、三层、多层销量占木地板总销量的比重	60.00%	30.00%	10.00%
2017E 各品类销量 (单位: 万平米)	2772.00	1386.00	462.00
各品类出厂价 (单位: 元/平方米)	72.00	165.00	218.00
各品类销售收入合计 (单位: 万元)	199584.00	228690.00	100716.00
2017E 木地板销售收入合计 (单位: 万元)	528990.00		
单单品毛利率	38.00%	40.00%	43.00%
各单品毛利 (单位: 万元)	75841.92	91476.00	43307.88
木地板 2017E 毛利合计 (单位: 万元)	210625.80		
毛利率%	39.82%		
资料来源: 公司公告、国海证券研究所			

4、精装修业务兴起，带动 B 端收入迅速放量

全装修是指房地产开发商将住宅交付最终用户前，住宅内所有功能空间及固定面、管线全部作业完成，套内水、电、卫生间等日常基础配套设备部品完备，达到消费者可入住的状态，其主要客户群体是房地产开发商。装饰装修公司通过一体化设计，产业化配套部品生产、专业化施工、系统化管理、网络化服务，提供较为完整的住宅装修整体解决方案及系统服务。相比于毛坯房，全装修不需要二次装修，因而减少建筑垃圾，降低消耗排放、实现资源节约。

我国住宅全装修发展历史比较短，目前仍然处于起步阶段。1999 年建设部发布《关于推进住宅产业现代化提高住宅质量的若干意见》，首次提出一次性装修的概念。上海是全装修先行的城市，自 2001 年 6 月 17 日开始，全面推进新建住宅全装修。2003 年以后，全装修在其他城市开始推行，比如北京现代城、广州星河湾等，拉开了我国住宅全装修的序幕。与世界上其他国家或地区相比，我国住宅全装修的历史仍然较短，目前处于初级阶段。欧洲 20 世纪 50 年代伴随住宅工业化，住宅全装修兴起，20 世纪 60 年代传入北美和日本。而我国全装修兴起于 20 世纪 90 年代，与欧美日相比发展时间仍然较短。目前，我国全装修住宅在我国住宅总量中的占比仍然较低，不足 20%，相比日本、瑞典、法国、美国、德国等发达国家 80% 以上的住宅全装修比例，我国的住宅全装修仍然拥有较大的发展空间。

目前从国内精装修政策的推广省份来看，主要包括北京、上海、深圳、重庆等经济发达的一线城市，以及江苏省、山东省、浙江省等沿海经济发达的城市和四川省、河南省、河北省、安徽省等内陆经济较为发达的省份。虽然从政策出台较早的主要城市深圳、上海的主要推广情况来看，尚未达预期目标，但相较于之前房地产毛坯市场为主的情况，新建住宅精装修的比例已经提升至 60% 以上。参考 2013 年精装修的渗透率水平来看，2013 年全国精装修渗透率仅 10%，一线城市的精装修渗透率为 30%。截止目前为止，在 2015-2016 年各省市精装修政策陆续出台的指引下，2017 年全国的精装修渗透率已经提升至 20% 左右，一线城

市的精装修渗透率已提升至近 60%。预计未来，随着推广精装修的主要城市及省份的扩容，到 2020 年我国精装修的比例将提升至 80%以上。扩张的路径主要是先沿海，一线城市，然后是人口较多，经济发达的省会城市。随着精装修房政策在这些城市及省份的快速普及，产业链的日趋完善，精装房市场将全面铺开。

图 23: 精装修政策发布时间轴



资料来源：产业信息网，国海证券研究所

图 24: 全装修政策发布时间轴



资料来源：产业信息网，国海证券研究所

从全装修的利益关联方来看，对于消费者而言，随着现在生活节奏的加快，购房者中的上班族，缺少时间与精力对自购房进行二次装修，而且绝大多数购房者对装修材料、装修方式不熟悉，对他们来说选择装饰材料，管理装饰工程施工困难，他们更希望购买全装修住宅，以节省时间与精力。因此，在全装修住宅质量有保障的前提下，会有越来越多的购房者购买全装修住宅。

对于地产商而言，全装修由于税收因素促使了成本的分摊和降低，同时开发全装修住房提高地产商的住宅竞争力，促进销售，能够形成较强的品牌效应。目前主要地产商的精装修比例普遍较高，万科、绿城、恒大等大型开发商精装项目占比达到 80% 以上。结合中国精装产业联盟的相关数据来看，房地产 50 强企业中的 40 家在 2016 年前三季度全装房套数占比将近 60%。

对于政府来说，全装修住宅节能环保的特点与绿色住宅的建设要求一致，是未来住宅的发展方向。国家绿色建筑发展规划要求，从 2015 年起，一线城市的新建住宅力争 50% 能达到绿色住宅的标准，而且要逐年增加比例，扩大试点区域。因此，推进全装修住宅的发展也是发展绿色住宅的发展要求。同时，全装修是解决房屋安全隐患的低碳方式，专业化设计和施工有效保证房屋的结构安全、消防安全。

图 25: 精装修客户需求分析



资料来源: 产业信息网、国海证券研究所

结合公司目前工程渠道业务开展的情况来看, 万科、保利、中海地产及碧桂园皆为其主要客户, 万科收入占公司收入的一半, 保利收入的占比 10%左右, 中海的收入占比约 5%左右。总体来看, 公司的地产客户质量较高, 且账期基本在 3-6 个月之内。

假设 2017 年工程渠道按 40% 的增速增长, 2018 年工程渠道按照 30% 的增速增长, 2019 年工程渠道按照 40% 的增速增长, 2017-2019 年非工程渠道分别按照 5%、12%、10% 的增速增长。对应 2017/2018/2019 年三年地板销售收入的同比增速分别为 14.23%、15.31%、16.22%。

表 7: 按渠道拆分木地板销售并预测未来销量

2016 年工程渠道木地板销量 (单位: 万平米)	600.00
2016 年非工程渠道木地板销量 (单位: 万平米)	3596.50
2016 年木地板销量总和 (单位: 万平米)	4196.50
强化木地板单价 (单位: 元/平米)	72.00
多层木地板单价 (单位: 元/平米)	165.00
三层木地板单价 (单位: 元/平米)	218.37
强化/多层/三层产品销量占比	/
2016 年地板收入合计 (单位: 万元)	444432.00
2017 年工程渠道木地板销量预测 (单位: 万平米)	850.00
2017 年非工程渠道木地板销量预测 (单位: 万平米)	3770.00
2017 年木地板销量总和 (单位: 万平米)	4620.00
2017 年预计地板收入合计 (单位: 万元)	507678.24
预计地板收入同比增速%	14.23%
2018 年工程渠道木地板销量预测 (单位: 万平米)	1105.00
2018 年非工程渠道木地板销量预测 (单位: 万平米)	4222.40
2018 年木地板销量合计 (单位: 万平米)	5327.40
2018 年预计木地板收入合计 (单位: 万元)	585412.35
预计地板收入同比增速%	15.31%

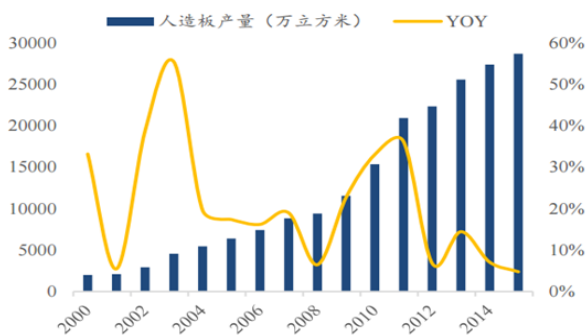
2019年工程渠道木地板销量预测(单位:万平方米)	1547.00
2019年非工程渠道木地板销量预测(单位:万平方米)	4644.64
2019年木地板销量合计(单位:万平方米)	6191.64
2019年预计木地板收入合计(单位:万元)	680381.15
预计地板收入同比增速%	16.22%
资料来源:公司公告、国海证券研究所	

5、下游定制家具行业兴起，带动人造板需求复苏

我国人造板行业前后经历了两轮高速增长期，2009-2012年人造板产量和营收均经历了每年24.5%左右的高速增长。2012年以后增速放缓，2015年行业产量增速降至5%以下，营收增速降至6.33%。虽然增速放缓，但存量空间巨大。2015年整个行业规模达到8261亿元，行业内企业数目多达51813家，主要以中小手工作坊式企业为主，且行业内规模最大的企业市占率仅1%不到，行业整体竞争格局相当分散且低端产能严重过剩。

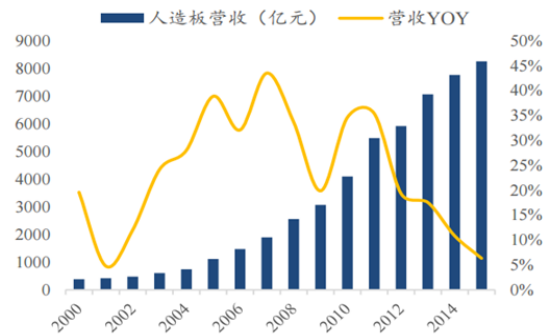
大亚目前的人造板产品主要以中高密度板及刨花板为主，是中国境内最大规模的人造纤维板制造企业，设计产能国内排名第一。截止2017H1，大亚圣象拥有160万立方米的人造板产能，其中中纤密度板的产量占比为80%，刨花板的产量占比为20%。2017年上半年，公司大亚人造板通过调整原材料采购策略、强化生产控制等措施，稳步提高生产效益，2017H1实现收入7.53亿，同比增速为6.71%，毛利率为19.56%，显著高于业内平均水平8pct-10pct。由此可见，大亚的人造板在业内属于环保达标且具有一定品牌溢价能力的中高档品牌，符合未来人造板板材行业的消费升级发展方向。

图 26: 我国人造板历年产量及同比增速



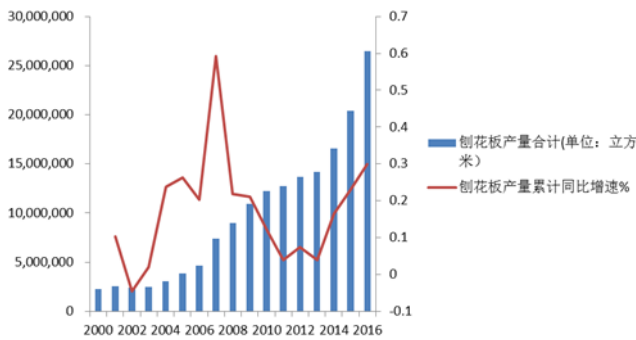
资料来源: 中国林业网、国海证券研究所

图 27: 我国人造板历年营收及同比增速



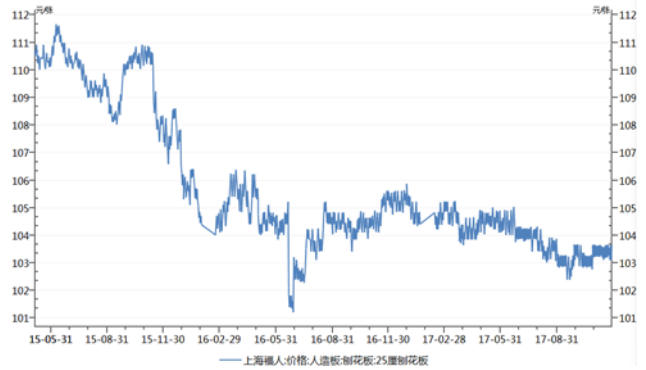
资料来源: 中国林业网、国海证券研究所

图 28: 刨花板年产销量数据及同比增速



资料来源: wind 资讯, 国海证券研究所

图 29: 中国刨花板价格波动趋势 (2015.05-2017.11)



资料来源: 中国林业网, 国海证券研究所

除此之外, 结合需求端的情况来看, 2016 年下游定制家具企业的崛起持续拉动刨花板的需求增长, 公司产能扩张持续巩固行业地位。受益于国内定制家具行业快速兴起, 刨花板凭借其较低的价格以及良好的防潮性能得到了定制衣柜和橱柜商家的青睐, 2016 年全国刨花板产量达 2650 万立方米, 同比增速为 31%。公司紧跟下游客户需求的变动, 于 2016 年年底投资建设了 50 万立方米刨花板生产线。随着未来生产线的陆续投产, 公司人造板产能将持续增加, 从而更好地支撑公司人造板收入的稳步提升, 公司人造板行业龙头地位将进一步巩固。除此之外, 公司人造板业务中近 30% 的板材为内部使用, 随着精装修对 B 端销量的持续推动, 地板销量增速的快速提升将助推人造板销量的稳步增长。

6、盈利预测与评级

我们预计公司 2017-2019 年 EPS 分别为 1.25 元、1.54 元、1.89 元, 对应的 PE 分别为 17、14、11 倍。未来公司在地板行业集中度持续提升的过程中有望长期受益, 且产品业务结构的继续调整有望带动毛利率水平的持续提升。除此之外, 精装修政策的落实推进将有望带动 B 端销量的持续提升。另外, 人造板业务板块将受益于下游定制家具行业需求回暖所带来的增长。给予“买入”评级。

预测指标	2016	2017E	2018E	2019E
主营收入 (百万元)	6531	7216	8117	9237
增长率 (%)	-15%	10%	12%	14%
净利润 (百万元)	541	692	854	1052
增长率 (%)	70%	28%	23%	23%
摊薄每股收益 (元)	1.02	1.25	1.54	1.89
ROE (%)	17.87%	18.60%	18.67%	18.70%

7、风险提示

1) 原材料价格大幅上涨的风险;

- 2) 地产调控因素负面影响超预期;
- 3) 精装修业务推广不及预期;
- 4) 精装修客户过于集中的风险。

表 1: 大亚圣象盈利预测表

证券代码:	000910.SZ				股价:	21.41	投资评级:	买入		日期:	2017-12-08
财务指标	2016	2017E	2018E	2019E	每股指标与估值		2016	2017E	2018E	2019E	
盈利能力					每股指标						
ROE	18%	19%	19%	19%	EPS		1.02	1.25	1.54	1.89	
毛利率	34%	34%	35%	35%	BVPS		5.47	6.48	8.01	9.91	
期间费率	24%	24%	23%	22%	估值						
销售净利率	8%	10%	11%	11%	P/E		32.21	17.56	14.23	11.55	
成长能力					P/B		4.00	3.38	2.73	2.21	
收入增长率	-15%	10%	12%	14%	P/S		1.78	1.68	1.50	1.32	
利润增长率	70%	28%	23%	23%	利润表 (百万元)						
营运能力					营业收入	2016	2017E	2018E	2019E		
总资产周转率	1.10	1.10	1.09	1.09	营业收入	6531	7216	8117	9237		
应收账款周转率	6.60	7.30	7.30	9.13	营业成本	4314	4741	5307	6012		
存货周转率	2.48	3.04	3.32	3.48	营业税金及附加	99	109	122	139		
偿债能力					销售费用	819	902	1007	1108		
资产负债率	49%	43%	39%	33%	管理费用	601	664	731	785		
流动比	1.38	1.56	1.90	2.39	财务费用	44	24	16	12		
速动比	0.78	0.99	1.32	1.75	其他费用/(-收入)	(123)	(40)	10	20		
资产负债表 (百万元)	2016	2017E	2018E	2019E	营业利润	531	736	945	1200		
现金及现金等价物	1171	1638	2487	3677	营业外净收支	157	155	155	155		
应收款项	989	989	1112	1012	利润总额	688	891	1100	1355		
存货净额	1737	1595	1636	1769	所得税费用	154	199	246	303		
其他流动资产	111	144	162	157	净利润	534	692	854	1052		
流动资产合计	4008	4365	5398	6616	少数股东损益	(7)	0	0	0		
固定资产	1174	1196	1216	1256	归属于母公司净利润	541	692	854	1052		
在建工程	41	41	41	41	现金流量表 (百万元)						
无形资产及其他	501	501	471	443	经营活动现金流	1036	1065	1032	1048		
长期股权投资	35	50	30	0	净利润	534	692	854	1052		
资产总计	5932	6561	7469	8438	少数股东权益	(7)	0	0	0		
短期借款	868	603	405	405	折旧摊销	250	108	109	109		
应付款项	1101	1196	1339	1517	公允价值变动	0	0	0	0		
预收帐款	451	395	445	506	营运资金变动	259	265	69	(113)		
其他流动负债	484	600	660	336	投资活动现金流	13	(272)	94	221		
流动负债合计	2903	2794	2848	2763	资本支出	187	(22)	(20)	(40)		
长期借款及应付债券	0	0	0	0	长期投资	(8)	(15)	20	30		
其他长期负债	0	47	47	48	其他	(166)	(235)	95	231		
长期负债合计	0	47	47	48	筹资活动现金流	31	(326)	(277)	(80)		
负债合计	2903	2841	2895	2811	债务融资	77	(264)	(198)	0		
股本	531	555	555	555	权益融资	91	0	0	0		
股东权益	3028	3720	4575	5627	其它	(60)	(443)	(418)	(80)		
负债和股东权益总计	5932	6561	7469	8438	现金净增加额	(276)	467	850	1189		

资料来源: Wind 资讯、国海证券研究所

【轻工组介绍】

谭倩，6 年行业研究经验，研究所副所长、首席分析师、电力设备新能源组长、环保公用事业组长、主管行业公司研究，对内创新业务。水晶球分析师公用事业行业公募机构榜单 2016 年第三名、2014 年第五名，2013 年第四名。尹洵，澳大利亚莫纳什大学银行与金融学硕士，2 年买方大消费行业研究经验，2017 年加入国海研究所，从事轻工行业研究。

姚哲巍，上海财经大学金融硕士，华中科技大学工学学士，2016 年进入国海证券，从事轻工行业研究。

【分析师承诺】

谭倩，本人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，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。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。

【国海证券投资评级标准】

行业投资评级

推荐：行业基本面向好，行业指数领先沪深 300 指数；

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随沪深 300 指数；

回避：行业基本面向淡，行业指数落后沪深 300 指数。

股票投资评级

买入：相对沪深 300 指数涨幅 20%以上；

增持：相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间；

中性：相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间；

卖出：相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

【免责声明】

本报告仅供国海证券股份有限公司（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。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，需以本公司的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于公开资料及合法获得的相关内部外部报告资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证其中的信息已做最新变更，也不保证相关的建议不会发生任何变更。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。报告中的内容和意见仅供参考，在任何情况下，本报告中所表达的意见并不构成对所述证券买卖的出价和征价。本公司及其本公司员工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。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。

【风险提示】

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己

的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向本公司或其他专业人士咨询并谨慎决策。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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议。

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。本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

【郑重声明】

本报告版权归国海证券所有。未经本公司的明确书面特别授权或协议约定，除法律规定的情况外，任何人不得对本报告的任何内容进行发布、复制、编辑、改编、转载、播放、展示或以其他任何方式非法使用本报告的部分或者全部内容，否则均构成对本公司版权的侵害，本公司有权依法追究其法律责任。