



002043.CH

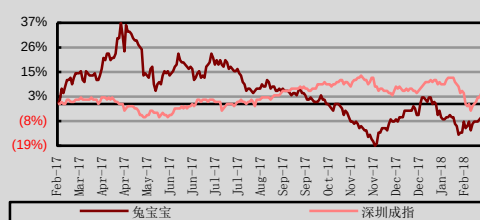
买入

原评级: 买入

市场价格: 人民币 11.62

板块评级: 增持

股价表现



(%)	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对	(8.0)	0.5	14.8	(6.7)
相对深证成指	(5.5)	6.3	17.3	(11.1)

发行股数(百万)	862
流通股(%)	83
流通股市值(人民币 百万)	8,324
3个月日均交易额(人民币 百万)	142
净负债比率(%) (2018E)	净现金
主要股东(%)	
德华集团控股股份有限公司	27

资料来源: 公司数据, 聚源及中银证券
以2018年2月26日收市价为标准

中银国际证券股份有限公司
具备证券投资咨询业务资格

建筑材料: 其他建材

王钦

(8621)20328348

qin.wang@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300515100003

兔宝宝

营收实现强力增长, 消费升级带动全面上升

公司为我国高端建筑装饰板材龙头。受益于供给侧改革以及环保改革带来的产业集中化趋势以及全国消费能力升级, 我国高端板材市场有望实现量价齐升。优秀的 OEM 模式提供了较好的扩产能力, 使得公司能在需求上升时较快的实现产能的迅速扩张。品牌宣传较为成功, 销售渠道建设成效开始显现, 公司业绩有望保持高速增长。

支撑评级的要点

- **行业层面: 增速下滑市场收窄集中度提高, 消费升级提振高端板材市场。** 基于宏观层面房地产市场与装饰板材的关联性, 我国装饰板材总销量未来三年增速将保持在 2%-5% 低位运行, 从高速增长期进入瓶颈期, 行业集中度有望得到提高反哺龙头企业。同时, 消费升级带动消费者对板材的环保以及材料需求将显著提振高端板材市场, 逐步挤占低端板材在市場中的生存空间。
- **业务层面: 广布网点+大力推广, OEM 模式下产能扩张能力较强; 板材原料价格稳定驱动盈利能力上升。** 销售能力端, 公司在销售网点布局较为完善, 基本完成了重要市场县级市以上覆盖。结合近年来在广告层面的广泛布局, 未来市场份额有望进一步提升。供给能力端, 公司通过完善的 OEM 管理模式, 有较强的扩产能力, 可较为容易的按需增减实际产能, 保证板材产能与需求动态一致。生产成本端, 18 年进口木料价格预计走势平稳, 有望带动公司毛利率回升, 带动盈利能力全面恢复。
- **管理层: 股权集中消除管理层矛盾, 股权激励带动销售意愿:** 德华控股股权集中降低了发展风险, 有利于公司发展策略的稳定。17 年发布 4 年期股权激励计划, 结合供销商持股计划, 有望达成销售高增长。

评级面临的主要风险

- 进口木材价格大幅度波动; 国内固定资产投资完成额大幅下滑; 家装业务进展不佳

估值

- 我们预计 2017-19 EPS 为 0.44/0.58/0.78 元, 预计未来三年复合增速超过 30%, 考虑到公司整体较为稳定快速的发展势头和扩产能力, 对比其他板材企业, 我们认为公司的扩张能力较强, 综合考虑公司现金流状况极佳出现财务风险可能较低, 合理估值在 25 倍市盈率, 对应目标价 15 元, 给予“买入”评价。

投资摘要

年结日: 12月31日	2015	2016	2017E	2018E	2019E
销售收入(人民币 百万)	1,647	2,677	4,120	5,562	7,508
变动(%)	17	63	54	35	35
净利润(人民币 百万)	97	260	367	484	644
全面摊薄每股收益(人民币)	0.118	0.314	0.443	0.584	0.777
变动(%)	127.8	166.5	41.1	32.0	33.1
全面摊薄市盈率(倍)	98.7	37.0	26.2	19.9	14.9
价格/每股现金流量(倍)	51.9	24.8	(180.2)	11.6	(35.1)
每股现金流量(人民币)	0.22	0.47	(0.06)	1.00	(0.33)
企业价值/息税折旧前利润(倍)	91.2	33.0	18.7	12.7	10.0
每股股息(人民币)	0.087	0.050	0.089	0.117	0.155
股息率(%)	0.7	0.4	0.8	1.0	1.3

资料来源: 公司数据及中银证券预测

目录

1 公司简介.....	4
1.1 公司发展历程.....	4
1.2 公司主营收入：装饰板材龙头，胶合板与顺芯板齐头并进.....	4
2 地产减速增长行业集中，消费升级助力高端板材	5
2.1 家装景气度与地产相依相伴，地产放缓，家装跟随.....	5
2.2 消费升级，消费者青睐质优产品.....	6
3 公司层面.....	9
3.1 区域布局，分步发展.....	9
3.2 OEM 模式大力发展，自产产能基本稳定.....	10
3.3 立足高远，品牌塑造引路消费升级	11
3.4 原材料成本趋向稳定，盈利空间可期	13
4 管理层面.....	15
4.1 股权集中，实控人在德华集团持股比例提高	15
4.2 股权激励，彰显扩张信心	15
5 盈利预测及风险提示.....	17
5.1 重要假设	17
5.2 收入预测	17
5.3 盈利预测	17
5.4 风险提示	17
6 投资建议	18

图表目录

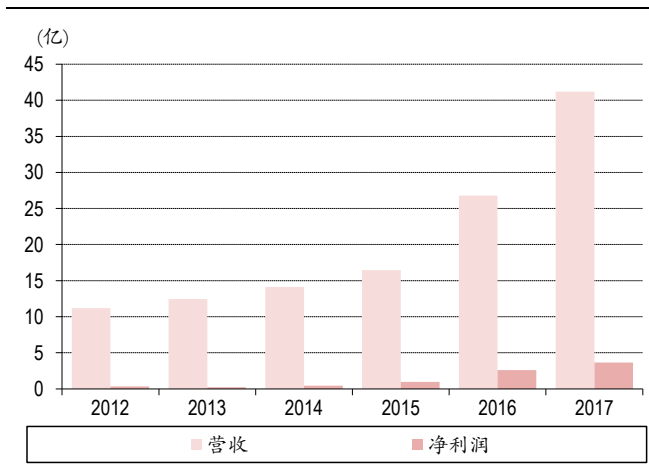
股价表现.....	1
投资摘要.....	1
图表 1. 兔宝宝历史收入净利润趋势	4
图表 2. 兔宝宝历史净利率.....	4
图表 3. 兔宝宝业务主营构成.....	4
图表 4. 兔宝宝各主营业务毛利（百万元）	4
图表 5. 地产开发投资完成额.....	5
图表 6. 全国人造板年产值.....	5
图表 7. 各地区土地成交量.....	6
图表 8. 兔宝宝按省区市场划分	6
图表 9. 规模以上胶合板生产企业数量及增速.....	7
图表 10. 中国人均可支配收入.....	7
图表 11. 细木工板.....	8
图表 12. 兔宝宝环保胶合板.....	8
图表 13. 欧松板.....	8
图表 14. 兔宝宝销售网点数量.....	9
图表 15. 17 年上半年兔宝宝按市场区域营业额.....	9
图表 16. 兔宝宝杭州公司各年度业绩	10
图表 17. 兔宝宝板材历年产销量及贴牌率.....	11
图表 18. 兔宝宝获 2017 年度影响力品牌.....	11
图表 19. 兔宝宝获 2017 年消费者最喜爱品牌奖项.....	11
图表 20. 宝宝历年推广宣传费用及增速.....	12
图表 21. 兔宝宝板材百度指数与同行业对比	12
图表 22. 兔宝宝高铁站实地广告	13
图表 23. 兔宝宝高铁动车内实地广告	13
图表 24. 各主营业务历年原料成本占总成本	13
图表 25. 各主营产品近三年毛利率.....	13
图表 26. 16 年至今中国木材价格指数.....	14
图表 27. 德华兔宝宝装饰新材股份有限公司股权示意图.....	15
图表 28. 德华控股 17 年 12 月 15 日股权变动示意	15
图表 29. 兔宝宝股权激励和持股计划	16
图表 30. 预计兔宝宝各产品收入.....	17

1 公司简介

1.1 公司发展历程

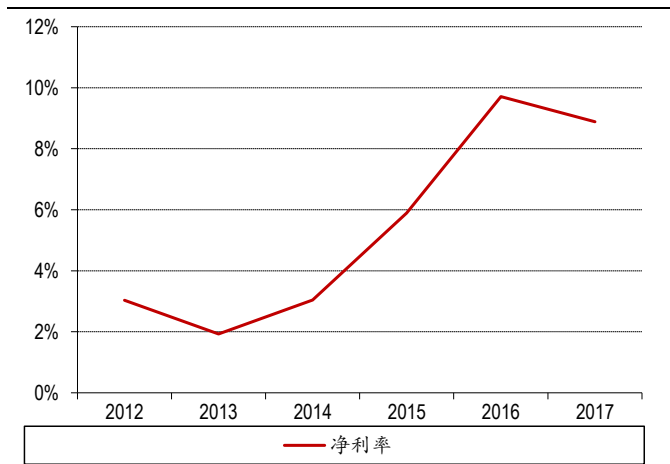
公司是国内装饰贴面板材主要生产企业，也是国内产销规模最大、经营品类最全的行业龙头企业；创立于 1993 年，2005 年于中小板上市。营业收入从 2012 年 11.2 亿元增长到 2017 年 41.2 亿元，年均复合增长率达到 29.8%，净利润同期从 0.34 亿元增长到 3.66 亿元，年均复合增长 60.8%。近年来，复合化的产品线路给公司带来显著的利润率提升，在销售方面公司执行以 2C 业务为主，2B 业务为辅的销售体系，17 年专卖店全国范围内达到 2981 家。

图表 1. 兔宝宝历史收入净利润趋势



资料来源：万得资讯及中银证券

图表 2. 兔宝宝历史净利率

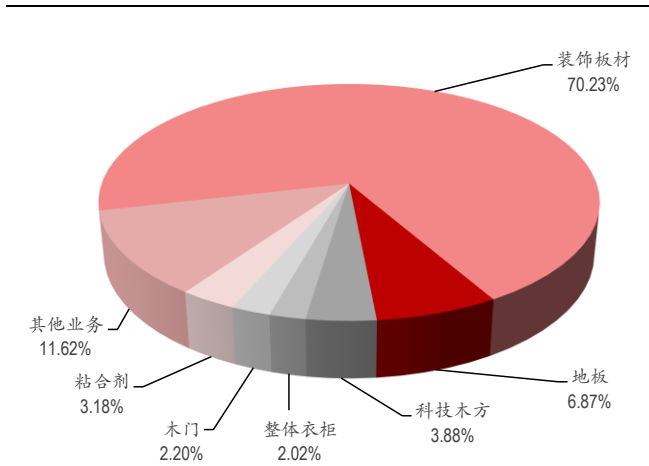


资料来源：万得资讯及中银证券

1.2 公司主营收入：装饰板材龙头，胶合板与顺芯板齐头并进

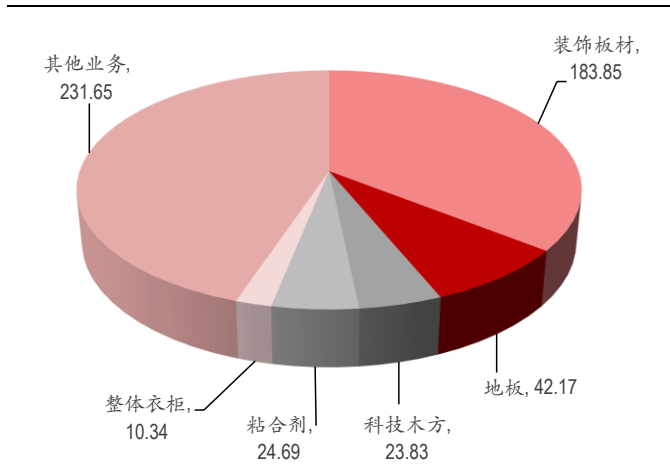
公司主营业务为装饰板材生产，16 年度占公司收入的 70.23%，其主要产品为生态家具板，可按板材种类分为细木工板、胶合板和顺芯板。公司深耕生态家居板领域多年，力推产品顺芯板达到 E0 级别无醛标准。与此同时，公司依托自身板材品质优势，大力开展家装业务的发展，推进地板、家具、网络销售等业务。

图表 3. 兔宝宝业务主营构成



资料来源：万得资讯及中银证券

图表 4. 兔宝宝各主营业务毛利 (百万元)



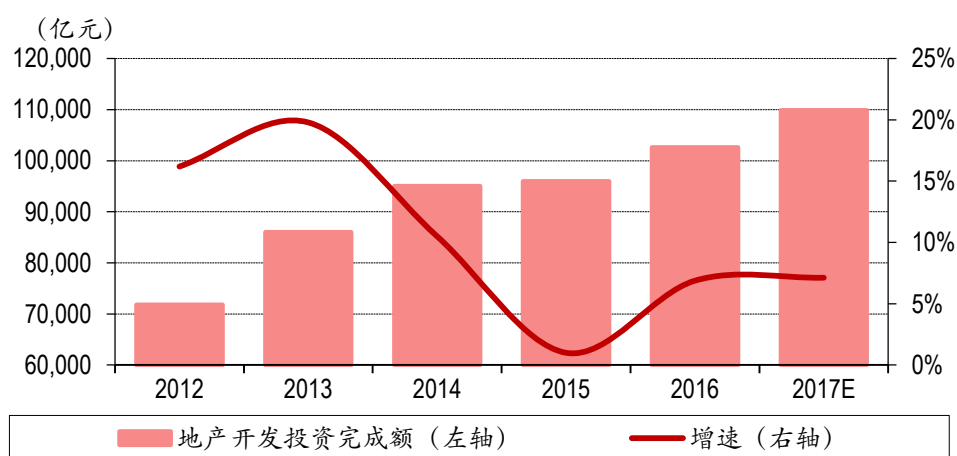
资料来源：万得资讯及中银证券

2 地产减速增长行业集中，消费升级助力高端板材

2.1 家装景气度与地产相依相伴，地产放缓，家装跟随

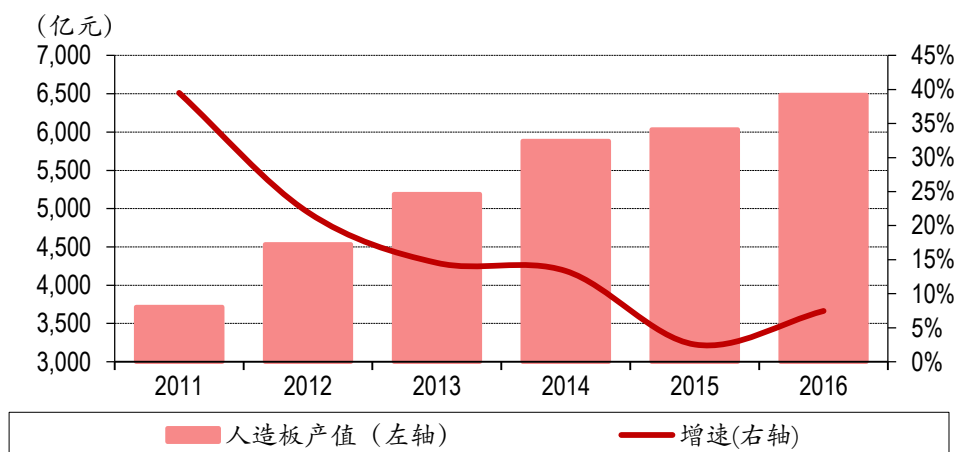
公司主要产品用途与房地产行业景气程度深度相关。历史数据可以看出，公司所处行业需求受房地产业影响较大。而我国房地产业已从高速发展期进入低速增长期，导致板材市场增长速度大幅下滑，在这一基础上，根据我们对当前房地产市场的研究，我们预计房地产市场增速将在 17-20FY 保持在低位运行的增长势态（0%~3%），也将带来整体人造板行业增速的走低（3%~5%）。较低的整体行业增速从源头上限制了大量新企业进入建筑装饰材料市场的动机，加之 17 年多次从严环保治理，也对人造板板材市场集中度提升起到了一定的作用。

图表 5. 地产开发投资完成额



资料来源：万得资讯及中银证券

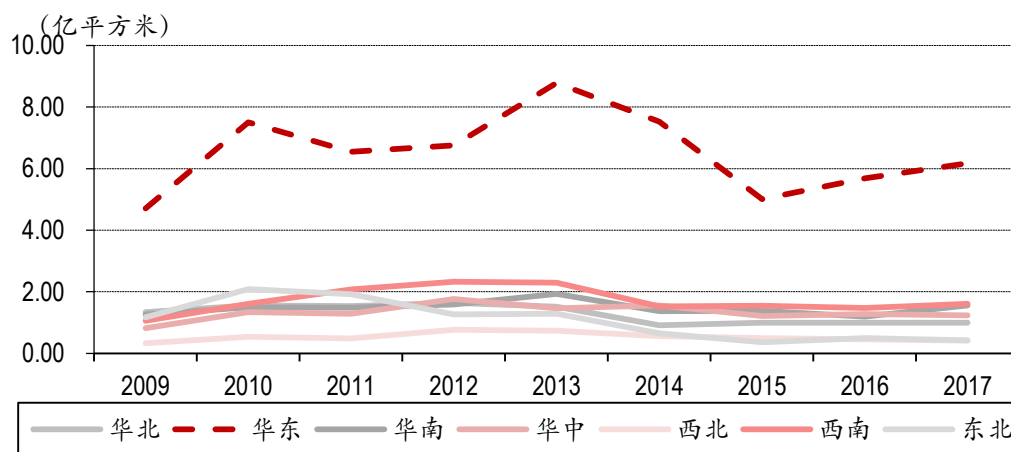
图表 6. 全国人造板年产值



资料来源：万得资讯及中银证券

从历年数据来看，全国各地区地产开发投资完成额同样与当地土地成交面积有滞后的相关性，土地成交面积在一到两年之后会直接反应到地产投资完成额上。从下图我们可以看到，09-17 年间，除华东及东北地区外，全国其他地区土地成交量基本保持动态平衡，东北区域土地成交量逐年走低，华东则呈现先高后低再回升的态势。

图表 7. 各地区土地成交量



资料来源：万得资讯及中银证券

兔宝宝将全国各省区按照公司自身销售网点覆盖完成度以及开始建设的时间先后分类为三个区域：

图表 8. 兔宝宝按省区市场划分

	省区名或简称
核心市场	江、浙、沪、皖、鄂
重点市场	福建、江西、湖南、河北、山东
外围市场	其他省区

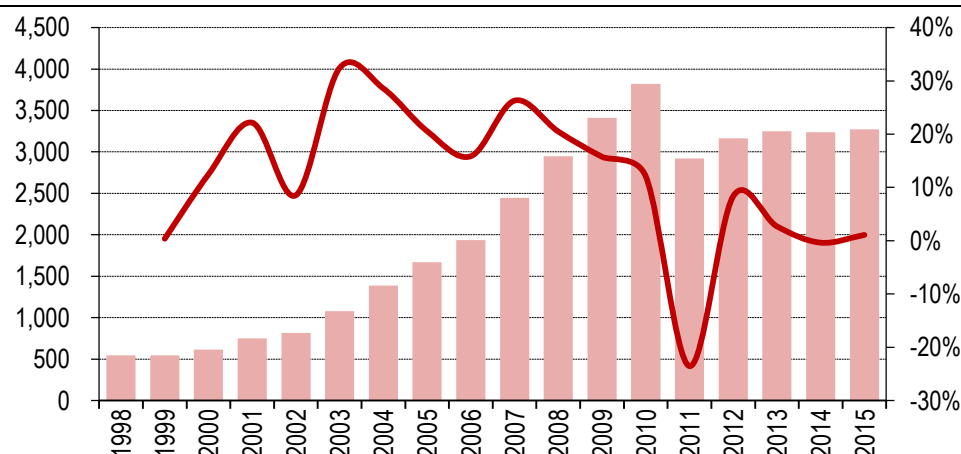
资料来源：公司交流及中银证券

华东主要分布在公司的核心市场区域。15-17 年度华东区域土地成交额以 15 年为基准，分别增长了 13.6%和 23.3%。可以预期在未来两年华东区域的地产投资完成额将会有可观的增长，人造板市场的需求也随之高增，预期公司在华东地区的销售额将会有所提振。

2.2 消费升级，消费者青睐质优产品

从历史上来看，人造板市场参与者众多，行业集中度较低。长期以来，由于行业门槛不高，大量小微企业在人造板需求扩张时，可以直接从市场中采购人造板生产设备以进入市场。以胶合板为例，从资金投入上来看，一个低技术水平的胶合板生产线成本约在 800-1000 万元左右，拉低了行业资金准入门槛。随着历年下游市场对板材需求的持续走高，市场参与者也随之逐步上升：截止 2015 年，国内胶合板生产企业合计 3274 家。

图表 9. 规模以上胶合板生产企业数量及增速

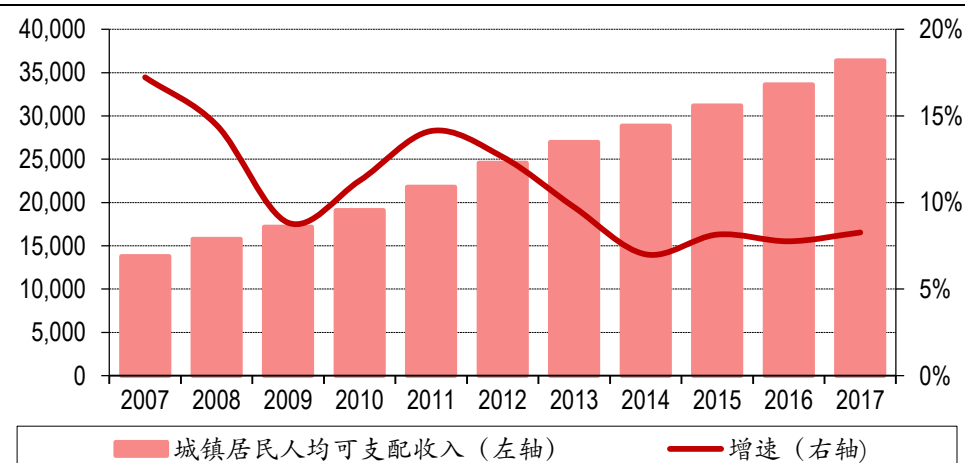


资料来源：万得资讯及中银证券

低价竞争策略迫使部分小厂削减环保成本。在生产环节无显著差异、产品同质化现象严重的背景下，小型人造板企业使用降低售价的方式与大型人造板企业竞争，但又不具备大型企业的规模优势，因此往往采用降低产品质量和削减环保和原材料成本等方式来保证其盈利能力。

近年来，随着消费者环保意识不断增强，对家具的无污染性要求越来越高，使得甲醛含量过高的“劣质人造板”需求被大大压缩，低价销售劣质产品的方式已经越来越走不通。基于行业的发展历程来看，随着国民收入的进一步发展，发达国家人造板行业普遍经历了由低级到高级，由不环保到环保，由廉价到质优的消费升级历程。可以预见伴随着我国人均可支配收入的提高，高端人造板材市场总量将逐年快速提升。

图表 10. 中国人均可支配收入



资料来源：万得资讯及中银证券

根据我们对业内人士的调研，在国内，高端人造板材主要是细木工板和优质胶合板。同时，欧美国家广泛采用的欧松板也逐渐占据起了国内高端人造板市场的一席之地。从价格来讲，高级精工细木工板 300 元，普通细木工板 200 元，胶合板根据选材大约 15~300 元，欧松板根据选材大概在 60~250 元。其中，各主要类型人造板信息如下：

细木工板：细木工板俗称大芯板，由两片单板中间施胶压合拼接木板而成。作为一种厚板材，细木工板具有普通厚胶合板的漂亮外观和相近的强度，但细木工板比厚胶合板质地轻，耗胶少，投资省，并且给人以实木感，一定程度的满足了消费者对实木家具的渴求。相对于常规胶合板，细木工板有更小的施胶量，更好的整体观感，更高的环保等级，属于高端人造板，是实木板的较好替代品。

图表 11. 细木工板



资料来源：天猫商城

胶合板：胶合板是由木段旋切成单板或由木方刨切成薄木，再用胶粘剂胶合而成的三层或多层的板状材料，为保证力学性能的优秀，通常用奇数层单板，并使相邻层单板的纤维方向互相垂直胶合而成。高端胶合板选用优质进口木料，并用环保粘胶胶合粘制，在保证较好的性能以及外观的同时达到 E1 甚至 E0 的环保等级。

欧松板：欧松板又名定向刨花板（OSB 板），是一种在北美发达国家广泛采用的结构材，16 年在北美市占率达到 42.41%。欧松板以小径材、间伐材、木芯为原料，通过专用设备加工成 40-100mm 长、5-20 mm 宽、0.3-0.7 mm 厚的刨片，经脱油、干燥、施胶、定向铺装、热压成型等工艺制成的一种定向结构板材。作为一种轻质高强的板材，欧松板相对刨花板和低端胶合板同时具有性能，环保上的优势，也因此多年以来一直是北美最受欢迎的结构板材。

图表 12. 兔宝宝环保胶合板



资料来源：兔宝宝天猫商城

图表 13. 欧松板



资料来源：天猫商城

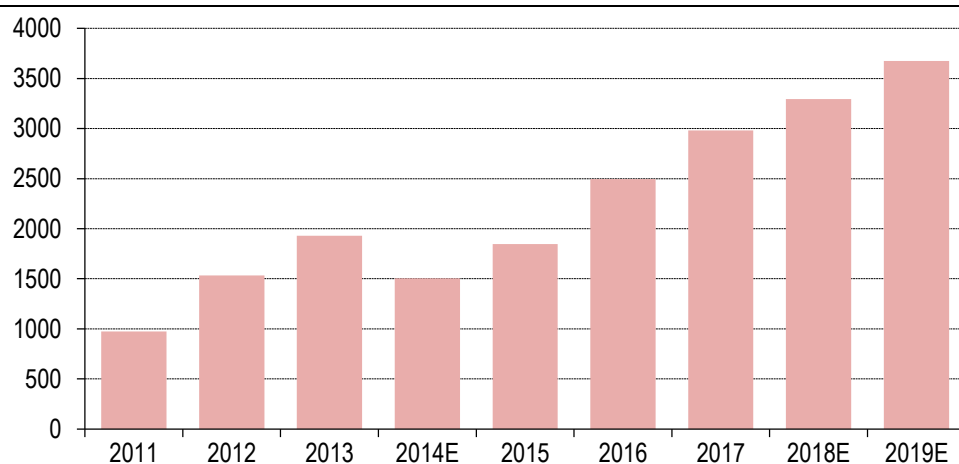
3 公司层面

3.1 区域布局，分步发展

公司经销商分销的营销模式。公司从2007年开始初步试点建立经销商体系，2011年开始大规模设立分销网点，年度新开门店保持在300-400家。2014年公司清退整理了不合公司规定的多家经销商并重新开始了新一轮网点建设。截止2017年底，全国共设有2981家销售网点。这一销售模式虽然导致销售费用率较其他板材企业较高，但是这一模式使得公司在销售上获取以下优势：

- a) 经销商层级较少，有效减少利润分流；
- b) 各区域市场由总公司直接管理，对市场的把控能力及执行力较强；
- c) 公司直接接触市场一线，有助于提升公司对市场的反应速度。

图表 14. 兔宝宝销售网点数量



资料来源：公司公告、调研及中银证券

在不同的区域市场，公司达到了不同程度的门店覆盖程度：核心市场完成了县级市以上的门店覆盖，重点市场地级市全覆盖，外围市场除西藏、青海、新疆、内蒙外，完成省会及大型城市的门店覆盖。公司计划在近年内将逐步达到核心市场密集分销网络建立，重点市场县级市网点完全覆盖，外围市场地级市广泛布局的三重局面，以在战略上和公司的发展策略相配套。

从17年上半年收入数据可以看出，在核心区域市场，公司主要增量来自于现有门店的营业额上升；在重点市场和外围市场，门店铺开所带来的营业额提升显著的高于核心市场的提升幅度。尤其是重点市场相比去年提升了200%以上的营业额。

图表 15. 17 年上半年兔宝宝按市场区域营业额

(单位：亿元)	本期金额	占营收比重	上年同期金额	占营收比重	同比增减
核心市场	9.54	52.28%	5.44	51.30%	75.32%
重点市场	2.56	14.01%	0.80	7.54%	219.46%
外围市场	1.77	9.71%	0.77	7.23%	131.14%

资料来源：公司公告及中银证券

以免宝宝杭州销售分公司为例，从 12-16 年，兔宝宝杭州公司营收复合增长率为 28.04%。杭州公司 15-16 营收增速相对总体增速较为缓慢，为 35.51%，显著低于重点市场以及外围市场增速。我们认为这是由于杭州公司乃至整个核心市场由于销售点已经基本完成铺开，增速主要来自于存量门店的当店业务增长。而重点市场和外围市场会同时享受存量门店业务量的增长以及建设中的网点系统铺开带来的新渠道销售量的增长。

图表 16. 兔宝宝杭州公司各年度业绩

(单位: 亿元)	2012	2013	2014	2015	2016	2017Q3
年初预计	-	1.00	1.20	1.80	1.80	2.40
销售金额	0.62	0.96	1.27	1.22	1.66	2.01
同比增减(%)	(17.65)	56.57	31.38	(3.58)	35.51	21.45

资料来源：公司公告及中银证券

我们可以初步的得出结论：随着兔宝宝门店的进一步铺开，非核心市场的营收将由于门店铺开和存量门店收入上升的协同作用，得到较为可观的增长。

除此之外，销售分公司计划在未来将直接涉足 B2B 销售业务，与大型装饰公司或项目进行直接对接，旨在解决经销商在扩展 2B 业务中由于资金成本扩大的低动机问题，以进一步扩大公司产品的营业收入。以免宝宝杭州公司为例，2016 年杭州公司 2B 业务一共与三家装饰公司对接，销售额大于 5000 万元，约占杭州公司年度收入三分之一。但由于 2B 业务存在结算周期的问题，对经销商财务周转率有不良影响以及长期挤占应收账款，财务上对业务扩张产生了阻碍。

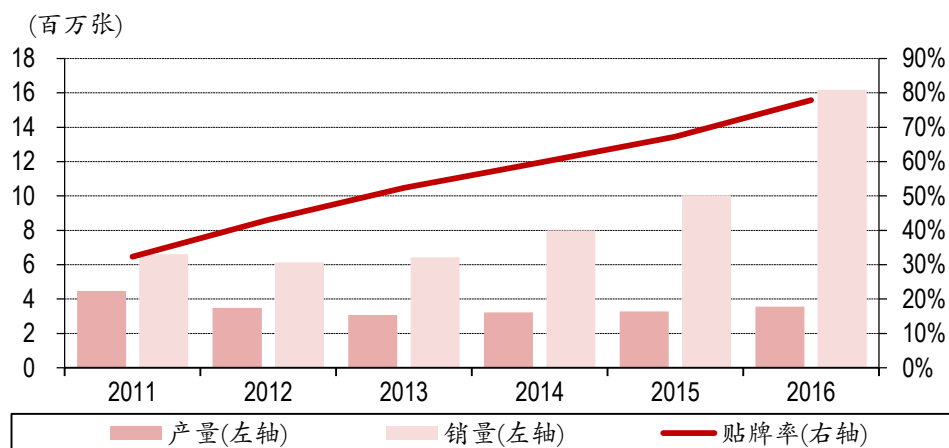
公司近期拟在杭州和南京试点开展由地区销售公司直接与装饰公司对承接 2B 业务，填补由于经销商资金能力限制所未能开发的市场，扩大公司销售。由于公司经营现金流情况优秀，将能有力的填补经销商资金能力局限所导致的销售空白。我们可以谨慎的认为，该举措的实施会有利于公司未来存量市场的业务的进一步增多。

3.2 OEM 模式大力发展，自产产能基本稳定

随着公司门店在近年来的飞速扩张，板材销售迅猛提升。年度板材销量由 2011 年 642 万张提升至 2016 年底约 1617 万张，增幅达到 144.28%，公司自身产能逐渐捉襟见肘。由于公司曾为北美知名企业进行 OEM 加工，对贴牌生产管理方式较为熟悉；为解决产品供应问题，公司从 2010 年开始涉足贴牌业务，通过和 OEM 制造商的合作，逐步解决了公司产能不足的问题。下图我们可以看到，12-16FY 公司贴牌率稳步上升，在 16 年度贴牌率达到 77.93%。

通过 OEM 模式与稳定的自产产能保障的模式，公司能够以较低的成本达到产量与固定投资的平衡，更好的面对未来市场销量的起伏。在市场景气时，公司能够轻易的通过该模式扩张产能，保证产品的供应，达到供应量的可靠提升。

图表 17. 兔宝宝板材历年产销量及贴牌率



资料来源：万得资讯及中银证券

3.3 立足高远，品牌塑造引路消费升级

从产品分类上来讲，兔宝宝公司生态板产品主要是由细木工板、高级胶合板和顺芯板；其中，约 70% 的兔宝宝生态板是细木工板。在人造板领域里，公司针对不同的用户群体提供不同的产品：低胶占比高实木感的细木工板，兼顾环保和实木感的高级胶合板，以及环保和性能俱佳的顺芯板。顺芯板是兔宝宝于 2011 年与加拿大 Ainsworth 公司合作推出的高端定制欧松板。2015 年底，Ainsworth 公司并入 Norford Inc.，现为世界上最大的 OSB 生产厂商。

从品牌建设上来讲，兔宝宝多年来依托自身优秀的环保板材优势，立足高端市场，通过细分客户需求来达成对客户差异化需求的满足。截止 17 年底，兔宝宝先后获得“2017 消费者最喜爱品牌”及“2017 年度影响力品牌”等多个奖项。

图表 18. 兔宝宝获 2017 年度影响力品牌



资料来源：公司官网

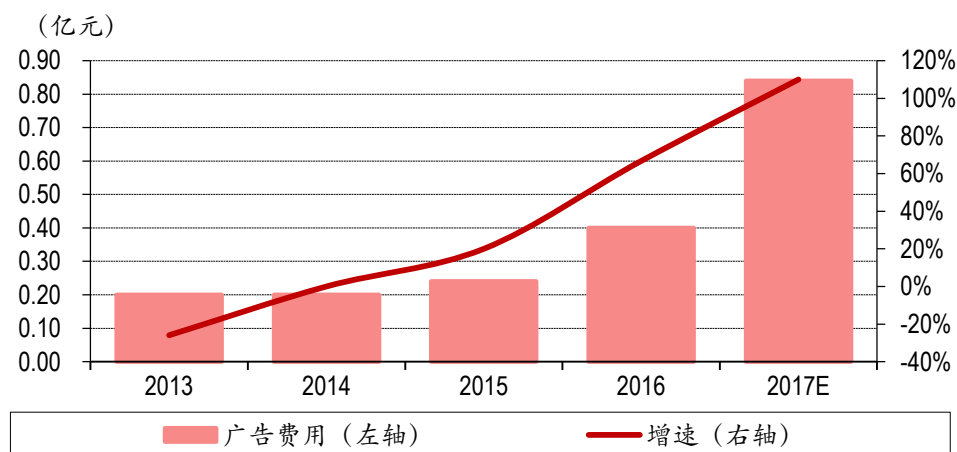
图表 19. 兔宝宝获 2017 年消费者最喜爱品牌奖项



资料来源：公开资料

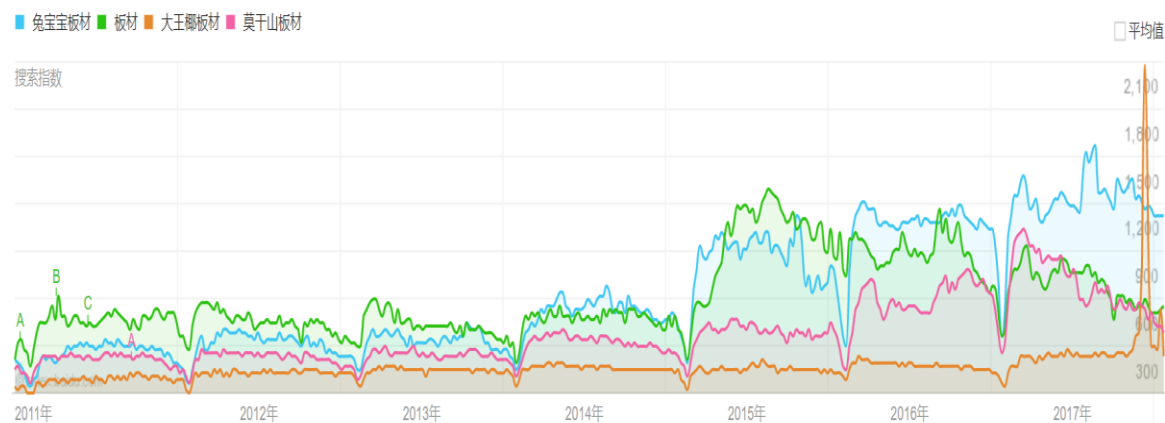
从广告宣传上来讲，兔宝宝推广费用在 13-16 年度基本保持 1.5%左右的广告费用率。17 年上半年，公司推广费用达到 16 年年度推广费用的 92.5%，17E 预计总推广费用接近 8500 万元，13-17E 广告费用复合增长率预计为 43.15%，显著超过营收复合增长率（10.22%）。从百度搜索指数来看，11-15 年度兔宝宝板材百度指数显著高于同行业公司，16-17 年度兔宝宝百度指数超过板材大指数，品牌建设优势突出。从 15 年起，兔宝宝开始逐步在北京、杭州、南京、长沙、武汉等各大高铁站以及和谐号动车上普及广告，并拟进一步在省会城市高铁站点扩大广告投放，试图在新交通时代逐步扩大自己的品牌影响力，达成“兔宝宝与您同行”的宣传目的。

图表 20. 兔宝宝历年推广宣传费用及增速



资料来源：公司公告及中银证券

图表 21. 兔宝宝板材百度指数与同行业对比



资料来源：百度指数

图表 22. 兔宝宝高铁站实地广告



资料来源：公开资料及中银证券

图表 23. 兔宝宝高铁动车内实地广告

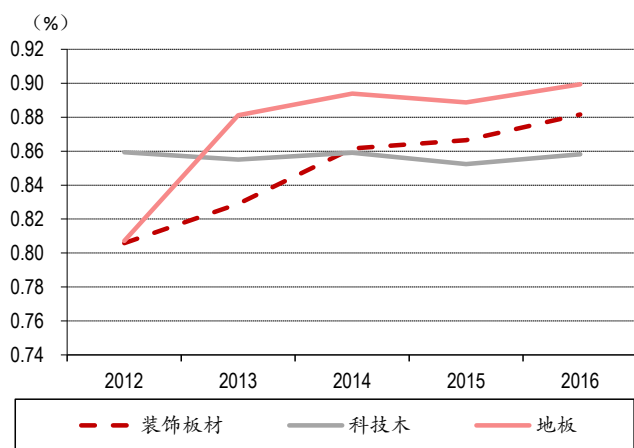


资料来源：公开资料及中银证券

3.4 原材料成本趋向稳定，盈利空间可期

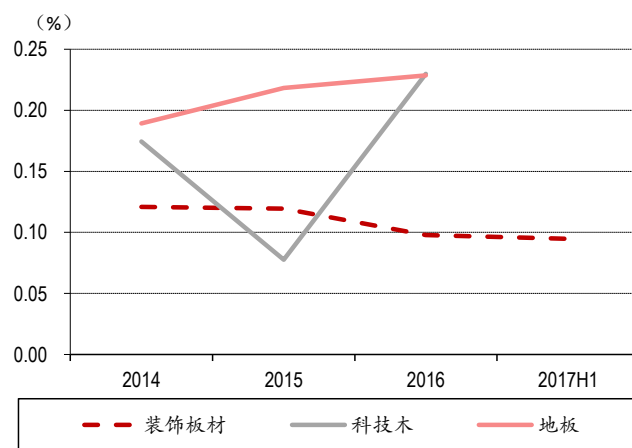
在板材生产领域，原材料成本一直占据着成本的绝大部分，其中占据统治地位的是原木料成本本身。根据兔宝宝公司历年定期报告，各主营业务中原材料成本均保持在 80% 以上。其中地板材料成本于 2016 年达到 89.93%，高于装饰板材和科技木的 88.15% 和 85.82%。从毛利来看，高占比的原材料成本伴随逐年提高的原材料价格，带来的直接结果是产品毛利率的小幅下降。截止 2017 年 H1，兔宝宝装饰板材业务毛利率为 9.48%。

图表 24. 各主营业务历年原料成本占总成本



资料来源：公司公告及中银证券

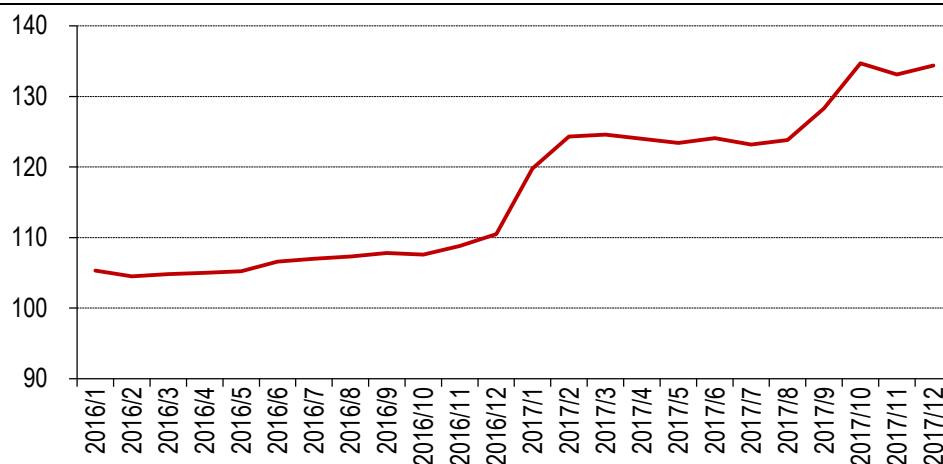
图表 25. 各主营产品近三年毛利率



资料来源：公司公告及中银证券

随着 2017 年林业部全面禁止我国天然林的商业性砍伐，国内板材行业原料来源问题逐渐凸显。国际原料方面，多个木料输出国实行限产限售措施，伴随 17 年上半年航运业运价的大幅提升以及人力、国内陆运运输费用等因素，直接导致了从 17 年初开始的木材价格多轮连涨。

图表 26. 16 年至今中国木材价格指数



资料来源：中国木材与木制品行业协会及中银证券

连番的原材料成本大幅上扬显著的提高了公司的销售成本，直接导致了公司在 17 年的两次产品价格上调。即便在将原材料成本传导到末端消费市场后，2017 年兔宝宝装饰板材项目预计毛利率仅为 9.70%，同比下降约 1%。

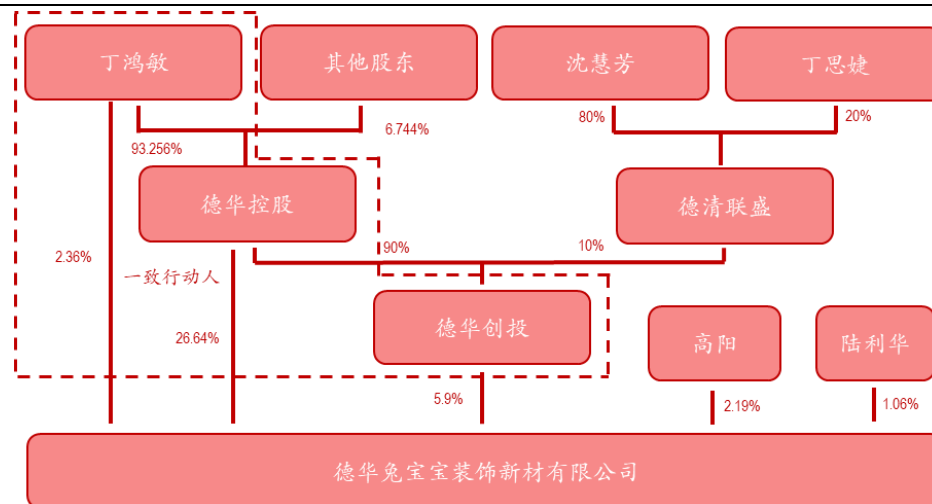
根据行业情况，18 年年初进口木材市场价格有小幅回调，预期 18 年全年木料价格将保持基本稳定或仅有小幅度增长。考虑到兔宝宝公司 17 年业绩大幅提高，装饰板材、地板、科技木收入增幅分别接近 220%、56%、30%，我们有理由认为随着原材料价格的稳定，公司逐步将成本传递到消费市场后，公司毛利将会有有一个可观的提升。

4 管理层面

4.1 股权集中，实控人在德华集团持股比例提高

德华兔宝宝控股股东信息为德华集团控股股份有限公司，实际控制人为德华控股的控股股东丁鸿敏。

图表 27. 德华兔宝宝装饰新材股份有限公司股权示意图



资料来源：万得资讯及中银证券

2017年12月15日，公司公告称控股股东德华集团的原股东万向三农将其持有的41.213%德华控股股份转让给兔宝宝实际控制人丁鸿敏先生。转让前丁鸿敏先生持有德华控股52.043%的股权，转让后增加至93.256%。

德华控股原股东万向三农对其持股41.213%，万象三农的利益诉求直接影响德华公司的策略：控股公司股东万向三农对企业分红有强烈需求，而兔宝宝公司由于高速发展并无过多分红意愿，德华控股于2017年5月9日-2017年12月6日期间，减持兔宝宝股份1234万股，占据了公司总股本的1.4%。转让后，德华集团的股权集中，会在控股股东方面有利于兔宝宝在未来管理层面上的稳定，避免由于分红策略与经营策略的冲突带来的问题。

图表 28. 德华控股 17 年 12 月 15 日股权变动示意

公司名称	股权结构	股权比例	
		17.12.15 变动前	变动后
德华集团	丁鸿敏	52.043%	93.256%
	万向三农	41.213%	—
	其他	6.744%	6.744%
	合计	100%	100%

资料来源：公司公告及中银证券

4.2 股权激励，彰显扩张信心

公司于17年中再一次发布股权激励计划，拟通过股权激励计划在净利和收入上做出突破。同时在17年12月发布供应商持股计划，拟通过托管基金的模式为公司供应商、经销商提供持股，在共享公司成长和收益的同时，提升其与公司的利益一致性，以更好的发展供应/销售业务。

图表 29. 兔宝宝股权激励和持股计划

	14 年股权激励计划	17 年股权激励计划	供应商持股计划
激励总数 (万股)	1425	3500	778.75
行权/购买价格	1.95	5.94	12.61
有效期 (年)	4	4	3
首次实施公告日	2014 年 2 月 25 日	2017 年 5 月 17 日	2018 年 1 月 11 日
方案说明	首次授予限制性股票 3,360 万股，占本激励计划拟授出限制性公司加盟商、供应商通过持首次授予限制性股票 1425 万股票总数的 96%，占本激励计划股计划对应产品“金鼎投股，占本次激励计划拟授出草案公告日公司股本总额的资价值成长 9 期私募证券投限制性股票总数的 100%，占 4.06% 资基金”持股公司股份，实本激励计划草案公告日公司预留限制性股票 140 万股，占本现企业长远发展以及与自股本总额的 3.03% 激励计划拟授出限制性股票总数身利益充分结合。本激励计划有效期为自股票的 4%，占本激励计划草案公告日 2018 年 1 月 10 日第一次共计期权授权日起 4 年 公司股本总额的 0.17% 购进 778.75 万股，占总股本本激励计划有效期为自股票期权 0.9029% 授权日起 4 年		
行权或解限特别条件	业绩考核目标： 以 2013 年业绩为基数，公司 2014 年净利润增长率不低于 40%，净资产收益率绝对额增加不低于 0.7%； 2015 年的净利润增长率不低于 75%，净资产收益率绝对额增加不低于 1.3%； 2016 年的净利润增长率不低于 110%，净资产收益率绝对额增加不低于 1.9% 业绩考核目标： 以 2016 年业绩为基数，公司 2017 年净利润增长率不低于 30%，营业收入增长率不低于 40%； 2018 年的净利润增长率不低于 60%，营业收入增长率不低于 85%； 2019 年的净利润增长率不低于 90%，营业收入增长率不低于 135%		

资料来源：公司公告及中银证券

5 盈利预测及风险提示

5.1 重要假设

通过上文分析，我们对公司业绩做出以下重要假设：

- a) 受益于前两期华东地区土地成交额增长势态，公司核心市场营收有望提振
- b) 消费升级带来整体高端板材市场需求增长
- c) 受益于非核心市场门店铺开因素，业绩快速发展
- d) 客户一站式服务需求导流易装项目初步开展
- e) 进口木料价格稳定带来主营业务毛利回升
- f) 家装业务稳定发展

5.2 收入预测

基于上述假设，我们预计公司 2017-2019 年度分产品收入情况如下：

图表 30. 预计兔宝宝各产品收入

(单位：百万元)	2017E	2018E	2019E
营业收入			
装饰板材	3252.90	4463.87	6125.02
地板	240.51	337.68	450.24
科技木方	112.85	150.67	193.29
粘合剂	90.00	100.10	108.10
其他业务	571.45	800.03	1040.04
毛利率			
装饰板材	9.51%	9.96%	10.38%
地板	20.69%	22.25%	23.40%
科技木方	16.61%	17.26%	18.54%
粘合剂	29.98%	30.63%	31.26%
其他业务	59.89%	61.12%	61.97%
营业成本			
装饰板材	2943.55	4019.43	5489.01
地板	190.76	262.54	344.89
科技木方	94.11	124.66	157.45
粘合剂	63.02	69.44	74.31
其他业务	229.21	311.05	395.53

资料来源：中银证券预测

5.3 盈利预测

基于测算，我们预测 2017-2019 公司净利润不低于 3.86、5.25、7.19 亿元，对应 EPS 为 0.45，0.61，0.83 元/股，年增长 40.42%。

5.4 风险提示

进口木材价格大幅度波动；国内固定资产投资完成额大幅下滑；家装业务进展不佳

6 投资建议

我们预计 2017-19 EPS 为 0.43/0.59/0.83 元，对应的 PE 分别为 23.8、17.5、12.8 倍。预计未来三年复合增速约 40%，考虑到公司整体较为稳定快速的发展势头和扩产能力，对比其他板材企业，我们认为公司的扩张能力较强，综合考虑公司现金流状况极佳出现财务风险可能较低，合理估值在 24 倍市盈率，对应目标价 14.62 元，超过收盘价 20%以上，给予“**买入**”评价。

损益表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2015	2016	2017E	2018E	2019E
销售收入	1,647	2,677	4,120	5,562	7,508
销售成本	(1,370)	(2,174)	(3,395)	(4,583)	(6,187)
经营费用	(169)	(205)	(298)	(407)	(555)
息税折旧前利润	108	298	427	572	766
折旧及摊销	(24)	(27)	(32)	(35)	(38)
经营利润(息税前利润)	84	271	395	537	728
净利息收入/(费用)	1	1	(3)	(4)	(5)
其他收益/(损失)	31	36	45	44	44
税前利润	116	307	437	576	767
所得税	(19)	(49)	(70)	(93)	(123)
少数股东权益	(0)	(2)	0	0	0
净利润	97	260	367	484	644
核心净利润	100	258	368	485	645
每股收益(人民币)	0.118	0.314	0.443	0.584	0.777
核心每股收益(人民币)	0.121	0.311	0.444	0.586	0.779
每股股息(人民币)	0.087	0.050	0.089	0.117	0.155
收入增长(%)	17	63	54	35	35
息税前利润增长(%)	96	223	46	36	36
息税折旧前利润增长(%)	61	177	43	34	34
每股收益增长(%)	128	167	41	32	33
核心每股收益增长(%)	118	157	43	32	33

资料来源: 公司数据及中银证券预测

现金流量表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2015	2016	2017E	2018E	2019E
税前利润	116	307	437	576	767
折旧与摊销	24	27	32	35	38
净利息费用	(1)	(1)	3	4	5
运营资本变动	37	100	493	(227)	38
税金	(19)	(51)	(70)	(93)	(123)
其他经营现金流	29	6	(948)	535	(999)
经营活动产生的现金流	185	388	(53)	832	(274)
购买固定资产净值	(1)	21	35	35	35
投资减少/增加	9	(406)	35	35	35
其他投资现金流	(155)	47	(75)	(75)	(75)
投资活动产生的现金流	(148)	(337)	(5)	(5)	(5)
净增权益	(72)	(41)	(73)	(97)	(129)
净增债务	(25)	0	1,112	(1,112)	0
支付股息	0	27	53	103	221
其他融资现金流	58	(54)	1,914	(107)	(227)
融资活动产生的现金流	(38)	(68)	3,005	(1,212)	(134)
现金变动	(1)	(17)	2,947	(386)	(414)
期初现金	197	194	183	3,130	2,744
公司自由现金流	38	51	(58)	827	(279)
权益自由现金流	12	50	1,056	(281)	(274)

资料来源: 公司数据及中银证券预测

资产负债表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2015	2016	2017E	2018E	2019E
现金及现金等价物	194	183	3,130	2,744	2,330
应收帐款	66	587	279	566	763
库存	268	245	1,094	515	1,509
其他流动资产	308	196	301	262	323
流动资产总计	836	1,211	4,804	4,087	4,926
固定资产	232	226	231	234	234
无形资产	54	75	73	70	67
其他长期资产	32	35	41	45	50
长期资产总计	319	336	344	349	351
总资产	1,166	1,984	5,582	4,868	5,709
应付帐款	99	135	363	258	547
短期债务	0	0	0	0	0
其他流动负债	129	217	212	331	366
流动负债总计	228	352	575	589	913
长期借款	0	0	1,112	0	0
其他长期负债	21	29	29	26	28
股本	484	828	828	828	828
储备	428	763	3,015	3,402	3,917
股东权益	912	1,591	3,843	4,230	4,745
少数股东权益	25	23	23	23	23
总负债及权益	1,166	1,984	5,582	4,868	5,709
每股帐面价值(人民币)	1.10	1.92	4.64	5.11	5.73
每股有形资产(人民币)	1.77	1.83	4.55	5.02	5.65
每股净负债/(现金)(人民币)	(0.40)	(0.22)	(2.44)	(3.31)	(2.81)

资料来源: 公司数据及中银证券预测

主要比率(%)

年结日: 12月31日	2015	2016	2017E	2018E	2019E
盈利能力					
息税折旧前利润率(%)	6.5	11.1	10.4	10.3	10.2
息税前利润率(%)	5.1	10.1	9.6	9.7	9.7
税前利润率(%)	7.1	11.5	10.6	10.4	10.2
净利率(%)	5.9	9.7	8.9	8.7	8.6
流动性					
流动比率(倍)	3.7	3.4	8.3	6.9	5.4
利息覆盖率(倍)	n.a.	n.a.	137.0	137.9	138.5
净权益负债率(%)	净现金	净现金	净现金	净现金	净现金
速动比率(倍)	2.5	2.7	6.4	6.1	3.7
估值					
市盈率(倍)	98.7	37.0	26.2	19.9	14.9
核心业务市盈率(倍)	96.0	37.3	26.1	19.8	14.9
目标价对应核心业务市盈					
率(倍)	123.9	48.2	33.8	25.6	19.3
市净率(倍)	10.6	6.1	2.5	2.3	2.0
价格/现金流(倍)	51.9	24.8	(180.2)	11.6	(35.1)
企业价值/息税折旧前利					
润(倍)	91.2	33.0	18.7	12.7	10.0
周转率					
存货周转天数	77.2	43.1	72.0	64.1	59.7
应收帐款周转天数	14.0	44.5	38.4	27.7	32.3
应付帐款周转天数	23.0	16.0	22.1	20.4	19.6
回报率					
股息支付率(%)	73.6	15.9	20.0	20.0	20.0
净资产收益率(%)	11.2	20.8	13.5	12.0	14.3
资产收益率(%)	6.2	14.4	8.8	8.6	11.6
已运用资本收益率(%)	2.7	5.1	2.8	2.6	3.6

资料来源: 公司数据及中银证券预测

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券股份有限公司同时声明，未授权任何公众媒体或机构刊载或转发本研究报告。如有投资者于公众媒体看到或从其它机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券股份有限公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

评级体系说明

以报告发布日后公司股价/行业指数涨跌幅相对同期相关市场指数的涨跌幅的表现为基准：

公司投资评级：

买入：预计该公司在未来6个月内超越基准指数20%以上；
增持：预计该公司在未来6个月内超越基准指数10%-20%；
中性：预计该公司股价在未来6个月内相对基准指数变动幅度在-10%-10%之间；
减持：预计该公司股价在未来6个月内相对基准指数跌幅在10%以上；
未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

行业投资评级：

强于大市：预计该行业指数在未来6个月内表现强于基准指数；
中性：预计该行业指数在未来6个月内表现基本与基准指数持平；
弱于大市：预计该行业指数在未来6个月内表现弱于基准指数。
未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

沪深市场基准指数为沪深300指数；新三板市场基准指数为三板成指或三板做市指数；香港市场基准指数为恒生指数或恒生中国企业指数；美股市场基准指数为纳斯达克综合指数或标普500指数。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券股份有限公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券股份有限公司的机构客户；2) 中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券股份有限公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券股份有限公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券股份有限公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人士，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券股份有限公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券股份有限公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券股份有限公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券股份有限公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券股份有限公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券股份有限公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构:

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065
新加坡客户请拨打: 800 852 3392
传真: (852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
传真: (852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
西单北大街 110 号 8 层
邮编: 100032
电话: (8610) 8326 2000
传真: (8610) 8326 2291

中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury
London EC2R 7DB
United Kingdom
电话: (4420) 3651 8888
传真: (4420) 3651 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约市美国大道 1045 号
7 Bryant Park 15 楼
NY 10018
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6692 6829 / 6534 5587
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371