

海象新材 (003011.SZ) 买入 (首次评级)

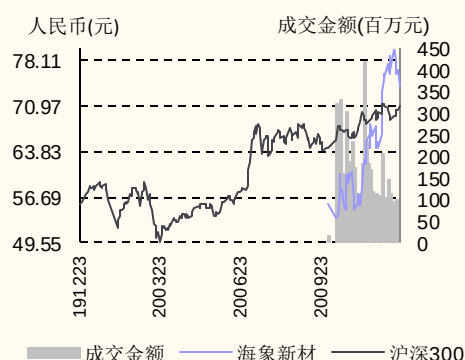
公司深度研究

市场价格 (人民币): 74.20 元

目标价格 (人民币): 91.52 元

市场数据(人民币)

总股本(亿股)	.73
已上市流通 A 股(亿股)	.18
总市值(亿元)	54.42
年内股价最高最低(元)	79.99/53.38
沪深 300 指数	5047
中小板综	12574



需求持续向好，成长潜能加速释放

公司基本情况(人民币)

项目	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	784	859	1,229	1,776	2,400
营业收入增长率	101.4%	9.6%	43.1%	44.5%	35.2%
归母净利润(百万元)	90	138	200	305	417
归母净利润增长率	12155.0%	54.4%	44.9%	52.1%	36.9%
摊薄每股收益(元)	1.629	2.515	2.732	4.156	5.689
每股经营性现金流净额	0.000	3.189	3.524	4.757	5.756
ROE(归属母公司)(摊薄)	30.88%	33.09%	16.22%	19.79%	21.32%
P/E	N/A	N/A	28.65	18.84	13.76
P/B	N/A	N/A	4.65	3.73	2.93

来源：公司年报、国金证券研究所

投资逻辑

- **PVC 地板市场主要集中在欧美，渗透率将持续提升。**欧美一直是全球最大的 PVC 地板消费市场，近年来随着产品的进步，由于其安装简便、安装成本低的优势，渗透率在不断提升。PVC 地板主要替代的是毛毯，而目前毛毯仍有 40% 的市场份额，渗透率提升速度有望保持较高水平。此外，当前美国房地产市场进入高景气阶段，将带来 21 年 PVC 地板的强劲需求。
- **产能扩张正在路上，发展制约瓶颈逐渐解除。**公司是国内领先的 PVC 地板生产及出口商之一，随着产能的不断扩张，业务规模持续增长。公司产能虽在快速增加，但产能利用率和产品产销率均处高位，仍显紧张。2020 年 10 月公司增资越南基地，产能释放有望加速。公司募投项目中包含新建 2000 万平方米 PVC 生产基地，较 2019 年的 1373 万平米大幅增加，未来产能将出现跳跃式增长。此外，国内 PVC 地板出口市场份额较为分散，海象新材占比仅为 2.55%，市占率和业务规模仍然有较大的提升空间。
- **募投项目实施，助力公司发展。**公司本次公开发行股票共募集资金净额 6.14 亿元，主要用于生产基地建设、研发中心建设和补充流动资金。以上项目均围绕公司主营业务，项目建成后有利于提升公司研发和生产能力，促进公司盈利、核心竞争力和可持续发展能力的提升。
- **两大措施并举，对冲美国加征关税影响。**2018 年 7 月美国对我国约 500 亿美元商品加征 25% 关税，9 月对约 2000 亿美元商品加征 10% 关税（此次包含 PVC 地板）；2019 年 5 月原先加征 10% 关税提升至 25%，11 月对部分产品排除加征关税；2020 年 8 月美国恢复加征 25% 关税。公司已采取应对措施来对冲加征关税的影响：1、扩大越南生产基地产能，以承接对美销售订单，降低国内出口美国产品的数量。2、加强美国地区以外市场开拓工作力度，2019 年，欧洲地区销售额同比增长 19%，高于公司整体营收增速。

投资建议与估值

- 预计公司 20-22 年 EPS 2.73 元/4.16 元/5.69 元，对应 PE 29/19/14X。采用相对估值法，参考可比公司 21 年 22X 估值水平，按照 21 年 EPS4.16 元计算，给予未来 6-12 个月目标价 91.52 元。首次覆盖给予“买入”评级。

风险提示

- 需求不理想；竞争加剧；产品落后；贸易摩擦；原料价格波动；汇率波动。

丁士涛 分析师 SAC 执业编号: S1130520030002
dingshitao@gjzq.com.cn

冯孟乾 联系人
fengmengqian@gjzq.com.cn

投资要件

■ 关键假设

- 1) LVT 地板 (Luxury Vinyl Tile, 高端 PVC 地板): LVT 地板虽然不是公司的主打产品, 但仍是 PVC 地板的传统主流品类, 随着 PVC 地板渗透率提升以及客户的不断拓展, 预计 2020-2022 年销量增速为 20%/10%/10%。
- 2) WPC 地板 (Wood Plastic Composite, 木塑地板): WPC 地板为公司业务拓展贡献过重要力量, 但由于公司业务重心的转移, 近年来销量逐渐下滑, 考虑整体产能仍在扩张, 预计 2020-2022 年销量增速为 10%/5%/5%。
- 3) SPC 地板 (Stone Plastic Composite, 石塑地板): SPC 地板凭借其优异性能, 受到欧美市场的广泛接受, 也是公司重点推广的产品, 近年来销量保持较高增速。未来 WPC 地板仍将是公司最重要的产品, 预计 2020-2022 年销量增速 75%/50%/45%。
- 4) 毛利率: 公司主要采用成本加成与随行就市相结合的定价策略, 在产销稳定后, 毛利率不会出现大幅波动, 但 PVC 价格与汇率的变化仍将会产生一定影响。预计 2020-2022 年毛利率 31.65%/33.57%/33.76%。

■ 我们区别于市场的观点

市场认可美国房地产行业进入高景气阶段, 房屋销售规模保持高位, 从而推动 PVC 地板需求的增加, 带来行业投资机会。我们进一步分析, 数据显示 PVC 地板主要替代毛毯的市场份额, 二者受众群体较为一致。近年来 PVC 地板渗透加速, 这说明其在与毛毯的竞争过程中, 表现出较强的优势, 则这种替代节奏有望进一步加快。目前毛毯在欧美地区仍占据 40% 的市场份额, 未来 PVC 地板需求的释放或许会超预期。

市场部分观点担忧贸易商对公司利润会造成较大侵蚀。但我们认为, 公司目前贸易商主要就是美国的 BRANDYWINE, 欧洲地区绝大部分是直接销售。2019 年, 公司面对 BRANDYWINE 的销售占比仅为 13.54%, 相较爱丽家居第一大贸易商 VERTEX91% 的占比, 并不算高。2019 年, 美国的 SUN SHINE 以居间人的身份为公司提供了 35.87% 的业务量 (包含 BRANDYWINE), 公司付出居间服务报酬 320.95 万元, 亦未对公司业绩造成明显影响。

■ 股价上涨的催化因素

- 1) 美国房地产市场表现继续超预期
- 2) 公司产能释放进展顺利

■ 估值和目标价格

我们选取共创草坪、乐歌股份、梦百合、捷昌驱动等以海外业务为主的轻工业类上市企业作为可比公司。根据 Wind 一致预期, 可比公司 2021 年估值中值为 22 倍。预计公司 2020-2022 年 EPS 为 2.73 元/4.16 元/5.69 元, 采用市盈率相对估值法对海象新材进行估值。参考可比公司 2021 年估值中值 22 倍计算, 给予公司未来 6-12 个月 91.52 元 (22X) 的目标价。首次覆盖给予“买入”评级。

■ 投资风险

当前人民币持续升值, 若这一趋势延续将会减弱公司产品竞争力, 并可能造成营收减少及汇兑损失。此外中美贸易摩擦若出现升级, 也将影响公司产品销售。

内容目录

投资要件	2
1. PVC 地板行业佼佼者，业绩快速增长	5
1.1 PVC 地板新秀，规模已居行业前列	5
1.2 业绩维持快速增长，盈利能力稳步提升	5
2. PVC 地板行业：欧美市场为主，渗透率将持续提升	7
2.1 欧美渗透率不断提升，国内市场尚待开启	7
2.2 美国房地产市场高景气，有望进一步拉动 PVC 地板需求	9
2.3 欧美企业以 OBM 模式引领行业发展，发展中国家主要提供代工服务	10
2.4 中国是全球最大 PVC 地板出口国，但市场集中度较低	10
3. “产能扩张”+“需求向好”，仍处成长快车道	11
3.1 产能扩张正在路上，发展制约瓶颈逐渐解除	11
3.2 募投项目实施，助力公司发展	12
3.3 海外市场占有率有望进一步提升，国内市场积极开拓	12
3.4 提高直销比例，提升盈利能力	13
3.5 公司开拓市场能力较强，不存在客户集中度过高风险	14
3.6 两大措施并举，对冲美国加征关税影响	15
4. 盈利预测与投资建议	16
4.1 盈利预测	16
4.2 投资建议与估值	17
5. 风险提示	18

图表目录

图表 1：公司产品分为 LVT 地板、WPC 地板和 SPC 地板	5
图表 2：2020 年公司营业收入重回高增	6
图表 3：2020 年公司利润继续大幅增长	6
图表 4：公司盈利能力不断提升	6
图表 5：公司业务以欧美市场为主	6
图表 6：SPC 地板业务占比最高	7
图表 7：各产品毛利率均在 30% 左右	7
图表 8：PVC 地板性价比较高	7
图表 9：2012 年美国 PVC 地板渗透率为 11.30%	8
图表 10：2018 年美国 PVC 地板渗透率为 21.40%	8
图表 11：2011 年欧洲 PVC 地板渗透率为 15.16%	8
图表 12：2018 年欧洲 PVC 地板渗透率为 28.53%	8
图表 13：PVC 地板具备价格优势，但并未被我国消费者完全接受	9
图表 14：2020 年美国房屋销售向好（万套）	9
图表 15：美国房地产景气指数创历史新高	9

图表 16: 美国新屋和成屋库存均处低位 (万套)	10
图表 17: 美国 30 年期固息抵押贷款利率持续下跌.....	10
图表 18: 2018 年美国 PVC 地板销售额为 34.30 亿美元.....	10
图表 19: 2018 年美国 PVC 地板进口额为 32.66 亿美元.....	10
图表 20: 我国 PVC 地板出口额逐年增加.....	11
图表 21: 我国 PVC 地板出口以美国为主.....	11
图表 22: 产能与产能利用率均不断提升.....	12
图表 23: 2019 年各产品产销率均在高位.....	12
图表 24: IPO 募集资金主要投向三个项目 (万元)	12
图表 25: 头部企业市场份额仍然较低.....	13
图表 26: 公司在欧美市占率提升空间较大 (亿美元)	13
图表 27: 公司直接销售比例不断增加.....	13
图表 28: 扣除 SUN SHINE 后, 贸易商销售额占比提升	14
图表 29: 2017-2019 年, 公司客户集中度并不高.....	15
图表 30: 美国将继续对 PVC 地板行业加征 25% 关税.....	15
图表 31: 美国地区收入占比下滑 (万元)	16
图表 32: 未来三年公司主要假设参数.....	17
图表 33: 可比公司估值情况.....	18

1. PVC 地板行业佼佼者，业绩快速增长

1.1 PVC 地板新秀，规模已居行业前列

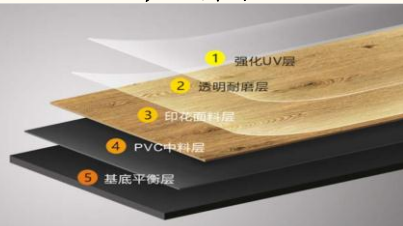
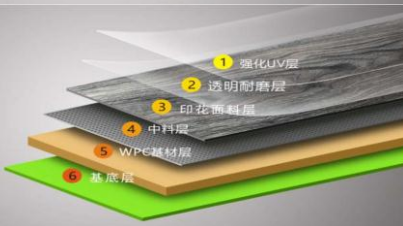
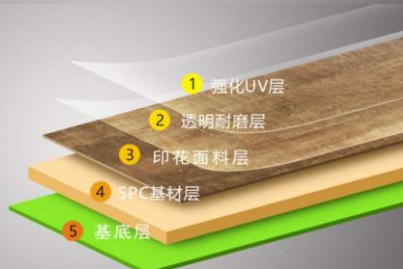
公司是目前国内领先的 PVC 地板生产及出口商之一，主要从事 PVC 地板的研发、生产和销售。2013 年 12 月，公司前身浙江晶美建材科技有限公司成立；2018 年 2 月，整体变更为股份有限公司，正式更名为：浙江海象新材料股份有限公司；2020 年 9 月，成功登陆深交所。PVC 地板主要用于建筑物的室内地面装饰，产品功能与木地板、瓷砖等传统地面装饰材料相似，目前市场以海外欧美等国家为主。

截至 2020 年 9 月 30 日，公司总股本为 7334 万股，其中流通 A 股占比 25.01%。公司实际控制人为王周林先生及其女儿王淑芳女士，二者为一致行动人，合计持有公司 33.57% 的股份。其中，王周林先生担任公司董事长与总经理职务，直接持有公司 27.08% 的股份，并通过员工持股平台——海宁晶美投资（公司第二大股东，拥有 11.25% 股份）间接持股 5.94%，王淑芳通过晶美投资间接持有公司 0.55% 的股份。

PVC 地板是一种新型环保家装材料，以聚氯乙烯为主要原料，加入重钙粉、增塑剂、稳定剂等辅料，经压延或挤出工艺生产而成。与传统木地板、瓷砖等地面装饰材料相比，PVC 地板具有环保、可回收利用、安装简便、耐磨、防潮、防滑和防火阻燃等优点，深受欧美市场欢迎，广泛应用于商场、酒店、写字楼、医院、学校、体育场馆等公共建筑以及住宅。

截至 2019 年底，公司 PVC 地板的基材产能已达到 12.14 万吨。根据产品的结构，公司产品分为 LVT 地板、WPC 地板和 SPC 地板三大类。

图表 1：公司产品分为 LVT 地板、WPC 地板和 SPC 地板

产品类别	主要原料	产品描述	优点	产品图例
LVT 地板	聚氯乙烯、重钙、稳定剂、增塑剂	LVT (Luxury Vinyl Tile) 地板又称高端 PVC 地板，主要由 UV 层、透明耐磨层、印花面料层、PVC 中料层以及基底平衡层构成，是目前最为传统的 PVC 地板之一	绿色环保；超强耐磨；高弹性和超强抗冲击；防火阻燃；保养方便；防水防潮	
WPC 地板	聚氯乙烯、重钙、稳定剂、发泡剂	WPC (WOOD PLASTIC COMPOSITE) 地板又称木塑地板，主要由 UV 层、透明耐磨层、印花面料层、PVC 中料层、WPC 基材层构成	WPC 地板除了具备 LVT 地板的优异特性外，由于 WPC 基材层通过 PVC 树脂粉与发泡剂制成，具有材质较轻，便于运输安装的优点；部分 WPC 地板通过加设基层，达到静音的效果	
SPC 地板	聚氯乙烯、重钙、稳定剂	SPC (STONE PLASTIC COMPOSITE) 地板又称石塑地板，主要由 UV 层、透明耐磨层、印花面料层、SPC 基材层构成。SPC 地板是近年来需求较大的 PVC 地板产品，凭借其优良特性，可应用于家装、商业及公共区域等多类型地面装饰	相比其他类型 PVC 地板产品，SPC 的基材层通过重钙粉与 PVC 粉混合，具有更好的尺寸稳定性以及抗冲击性；部分 SPC 地板通过加设基层，达到静音效果	

来源：招股说明书，国金证券研究所

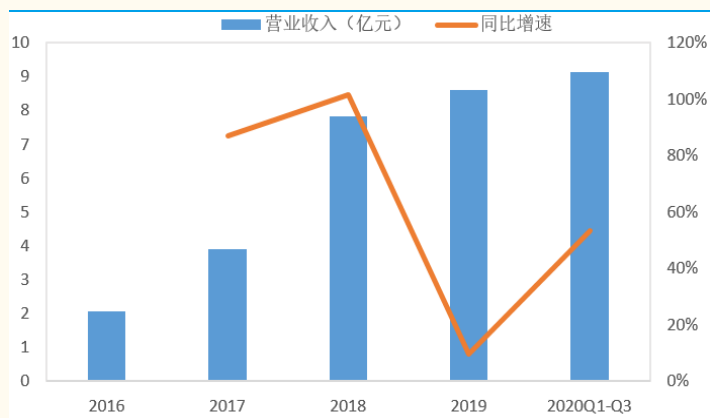
1.2 业绩维持快速增长，盈利能力稳步提升

2016 年以来，随着公司产能的不断扩张，业务规模持续增长，业绩处于快速上升通道。2019 年，受中美贸易摩擦影响，公司下调部分产品售价，营业收入为 8.59 亿元，增速降至 9.57%，但归母净利润仍取得 54.4% 的增长，达到 1.38 亿元。2020 年前三季度，公司经营业绩继续保持高速增长，营收达到

9.14 亿元，同比增长 53.21%；归母净利润达到 1.47 亿元，同比增长 48.85%。

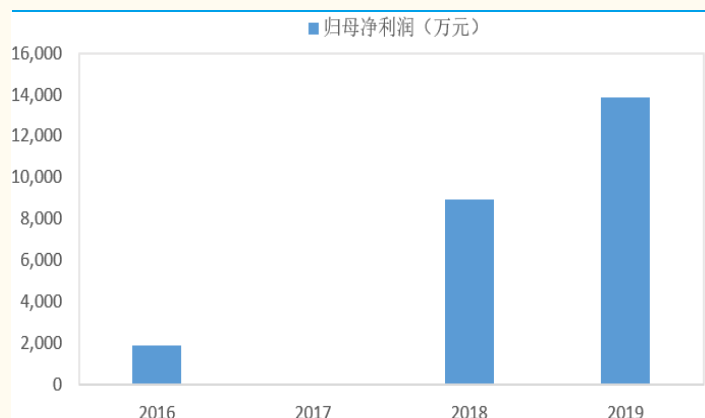
特别说明的是，2017 年归母净利润仅为 73 万元，主要是股份支付事项的影响。若不考虑股份支付情况，2017 年公司的归母净利润将达到 2860.94 万元，同比增长 52%。

图表 2：2020 年公司营业收入重回高增



来源：Wind，国金证券研究所

图表 3：2020 年公司利润继续大幅增长

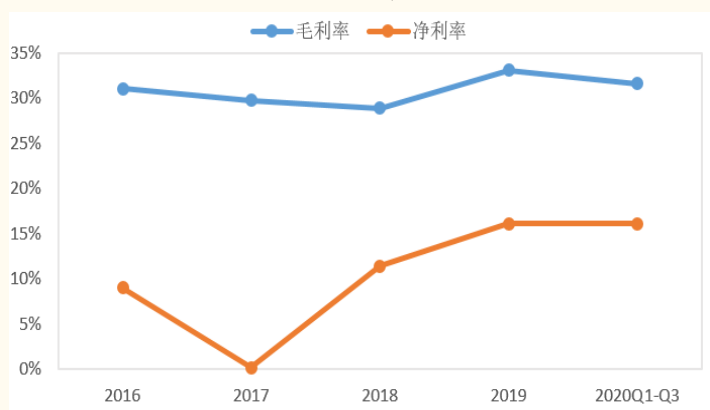


来源：Wind，国金证券研究所

公司主要采用成本加成与随行就市相结合的定价策略，近五年毛利率整体维持在 30%左右。净利率逐年增加（除 2017 年），从 2016 年的 9.04%增至 2019 年的 16.11%。2019 年，公司产品售价下调，但毛利率增长 4.18 个百分点至 33.05%。主要由于 2018 年存在征退税率差，产生不得免征和抵扣税额，记入当期营业成本，此外 SPC 业务持续扩张，生产链条逐步完善，规模效应带动该业务毛利率提升。

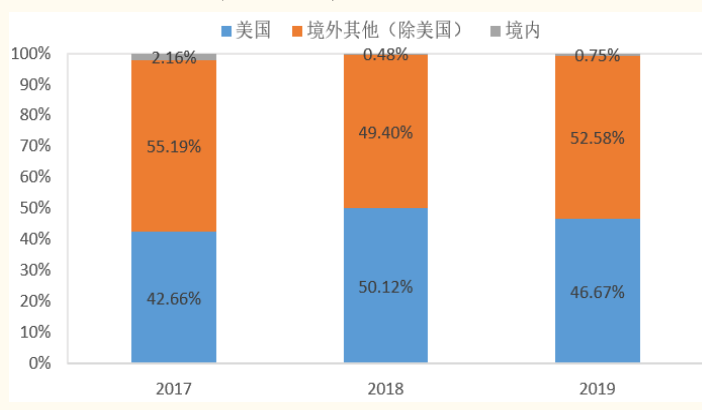
公司主要市场集中在欧美国家，2017 年度、2018 年度和 2019 年度，公司境外主营业务收入占总收入的比例为 97.84%、99.52%和 99.25%，其中美国地区市场占比为 42.66%、50.12%和 46.67%。

图表 4：公司盈利能力不断提升



来源：Wind，国金证券研究所

图表 5：公司业务以欧美市场为主

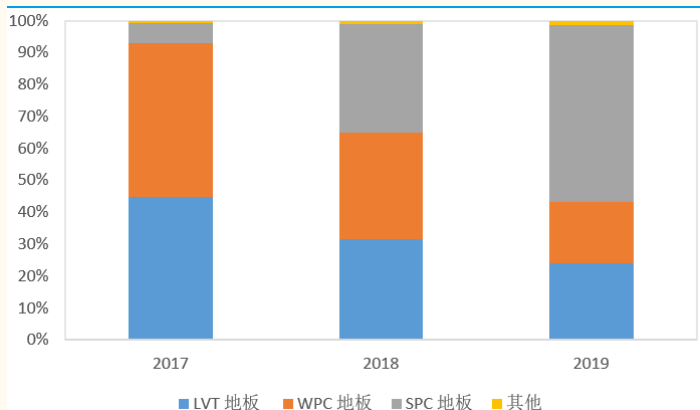


来源：Wind，国金证券研究所

近年来，公司产品结构也在发生着明显变化。2017 年，LVT 地板和 WPC 地板业务占比分别为 44.69%和 48.27%，是公司的绝对拳头产品。然而随着公司顺应市场潮流，加大 SPC 地板的业务拓展力度，其在 2019 年业务占比已达到 55.59%，而 LVT 地板和 WPC 地板占比分别降至 24.17%和 18.90%。

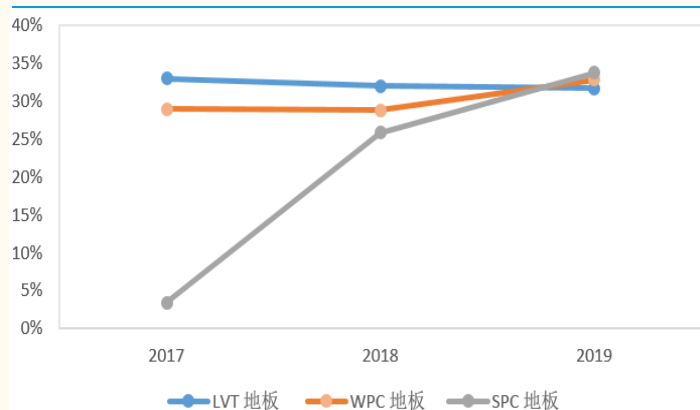
从各产品盈利能力来看，LVT 地板和 WPC 地板毛利率均在 30%左右，较为稳定。SPC 地板经过这两年发展已进入正轨，规模效应开始显现，2019 年毛利率达到 33.71%，未来同样有望保持在 30%左右的区间。

图表 6：SPC 地板业务占比最高



来源：Wind，国金证券研究所

图表 7：各产品毛利率均在 30% 左右



来源：Wind，国金证券研究所

2.PVC 地板行业：欧美市场为主，渗透率将持续提升

2.1 欧美渗透率不断提升，国内市场尚待开启

地面装饰材料按照结构和材料主要分为木地板、瓷砖、天然石材、地毯和 PVC 地板等。PVC 地板作为较为新型的地面装饰材料，与传统的木地板、天然石材、地毯、瓷砖等相比具有以下特点：1、具备无毒环保性质，不会挥发甲醛等有害气体，在使用寿命到期更换时，废旧产品可回收再利用；2、具备防火、防水、防潮、防滑、抗冲击等优异特性；3、具有吸音降噪功能；4、具备较好的耐磨性和使用寿命。

图表 8：PVC 地板性价比较高

产品种类	观感	舒适度	安装便利性	保养	使用寿命	价格
木地板	天然，花色独一无二	脚感舒适	较繁杂	较繁杂	较长	高
瓷砖	非天然	质地冰凉，防滑性差	较繁杂	简便	长	适中
天然石材	天然	质地冰凉	较繁杂	简便	长	高
地毯	非天然	脚感舒适	简便	较繁杂	短	高
PVC 地板	天然	脚感舒适	简便	简便	长	适中

来源：招股说明书，国金证券研究所

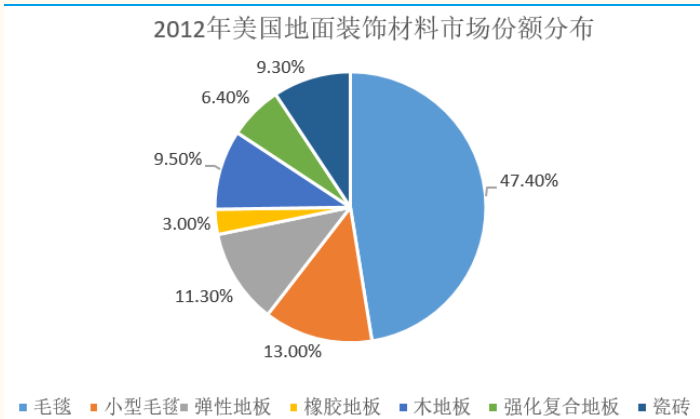
PVC 地板起源于欧洲，美国在 20 世纪 30 年代开始工业化生产，截至目前，美国和欧洲依然是全球最大的 PVC 地板消费市场。PVC 地板在初期其实并没有得到消费者的广泛认可，后来随着技术改良、结构升级、种类增加，凭借其自身优点逐渐得到消费者的认可，主要体现在以下方面：产品价格具有优势；彩膜种类较多，满足欧美消费者多元化的需求；安装简便、节约人力成本。近年来，PVC 地板代替其他传统地面装饰材料的趋势越发明显，应用领域从商业地面装饰拓展到家用地面装饰。

据 Floor Covering Weekly 数据，美国 PVC 地板在地面装饰材料中的比重由 2012 年 11.30% 提高到 2018 年的 21.40%，仅次于毛毯，已经成为美国第二大地面装饰材料。

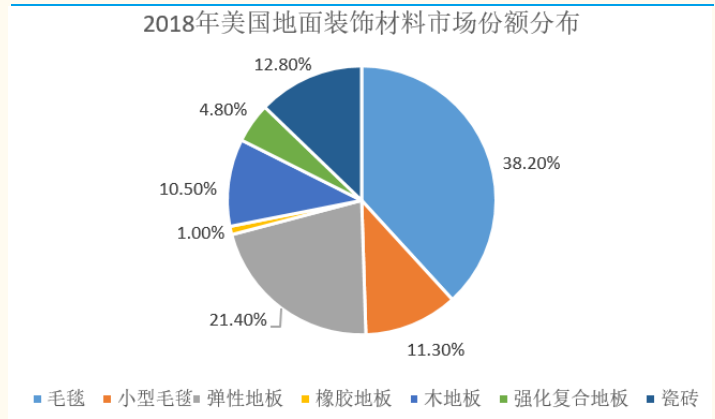
欧洲是较早普及 PVC 地板的地区，市场发展较为成熟，消费者对 PVC 地板的认知度普遍较高，近年来渗透率也在不断提高。据 Eurostat 数据，PVC 地板在欧盟进口的地面装饰材料中的比重，由 2011 年的 15.16% 提升至 2018 年的 28.53%。

在欧美地面装饰材料市场中，PVC 弹性地板主要抢占的是毛毯市场份额。目前毛毯在欧美地区仍有 40% 的市场份额，PVC 地板渗透率仍有望保持较高水平。

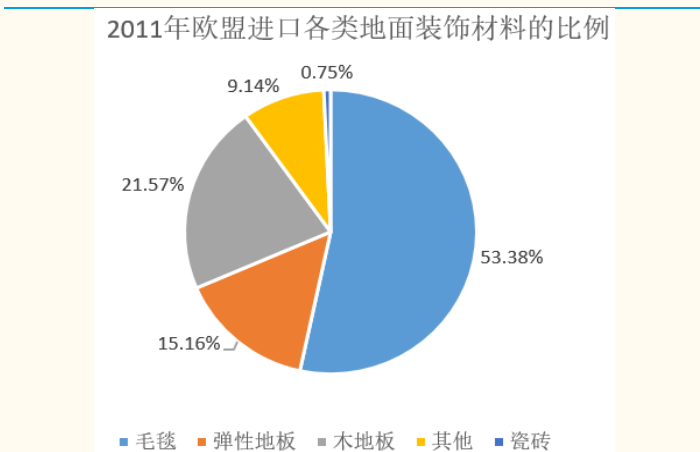
图表 9：2012 年美国 PVC 地板渗透率为 11.30%



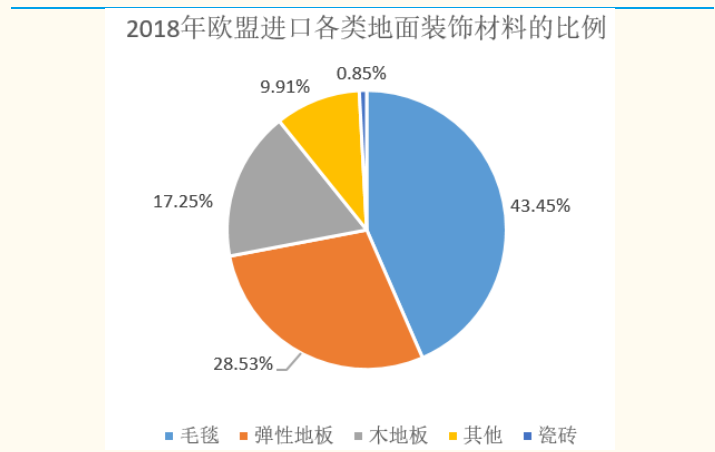
图表 10：2018 年美国 PVC 地板渗透率为 21.40%



图表 11：2011 年欧洲 PVC 地板渗透率为 15.16%



图表 12：2018 年欧洲 PVC 地板渗透率为 28.53%



PVC 地板进入我国市场相对较晚，且推广力度较小，国内消费者接受程度普遍低于国外发达地区，特别是在家庭装修领域尚未普及。未来制约国内 PVC 地板市场拓展的主要因素有两个：1、崇尚自然、排斥化学物质合成等传统消费观念影响我国消费者对 PVC 地板的接受和认可；2、国内装修人力成本较低，PVC 地板安装简便的优势难以发挥。

图表 13: PVC 地板具备价格优势, 但并未被我国消费者完全接受



来源: 天猫, 国金证券研究所

2.2 美国房地产市场高景气, 有望进一步拉动 PVC 地板需求

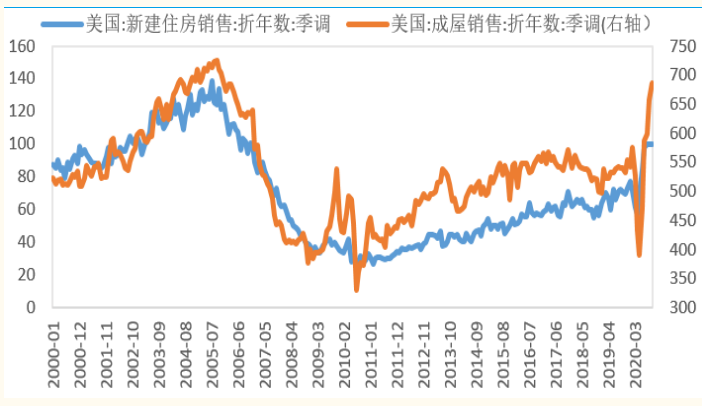
受新冠疫情影响, 美国房屋销售在年初经历大幅回调后, 市场在 5、6 月开始修复。美国新屋销售 (季调后) 数据连续三个月 (8-10 月) 在 10 万套左右, 而上一次突破 10 万套关口在 2006 年 9 月。2020 年 1-10 月, 美国新屋销售 (季调后) 同比增长 21%; 成屋销售数据 (季调后) 同比增长 3%。

在美国房屋市场中, 成屋销售占据 90% 的份额, 新屋仅占 10% 左右。新屋销售数据在签订购房合同之时统计, 而成屋则是签约之后再纳入统计, 新屋销售可视作为美国楼市的领先指标。考虑到新屋销售数据的领先性, 因此实际成屋销售情况要好于数据表现。

全美住宅建筑商协会 (NAHB)/富国银行住房市场指数在 11 月达到 90 点, 为有统计以来新高。2020 年至今, 美国 30 年期抵押贷款固定利率持续走低, 从年初的 3.72% 降至 12 月初的 2.71%, 为楼市反弹提供良好的金融环境。此外, 成屋和新屋库存均处于相对低位, 也将在一定程度上刺激房屋销售。综上所述, 我们认为美国房地产市场进入高景气阶段, 房屋市场销售规模仍将保持高位。

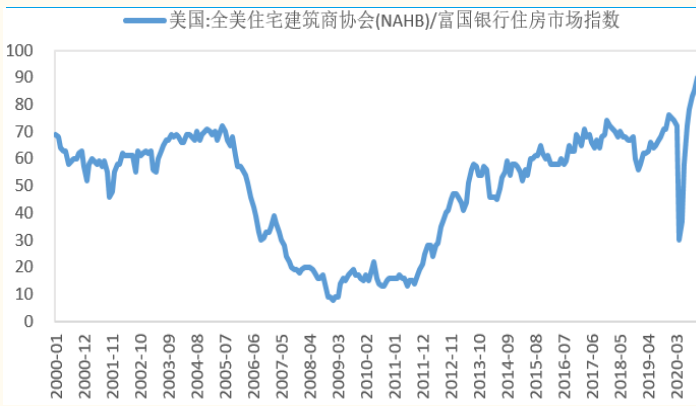
对于欧美等发达国家而言, 因其城市化实现较早, 地面装饰材料主要应用于存量房的二次装修。一般而言, 成屋销售后, 需要半年左右的时间进行地面装饰材料的铺装装修。因此美国 2020 年下半年以来的旺盛成屋销售情况, 将带来 2021 年家装材料的强劲需求, PVC 地板有望充分受益。

图表 14: 2020 年美国房屋销售向好 (万套)



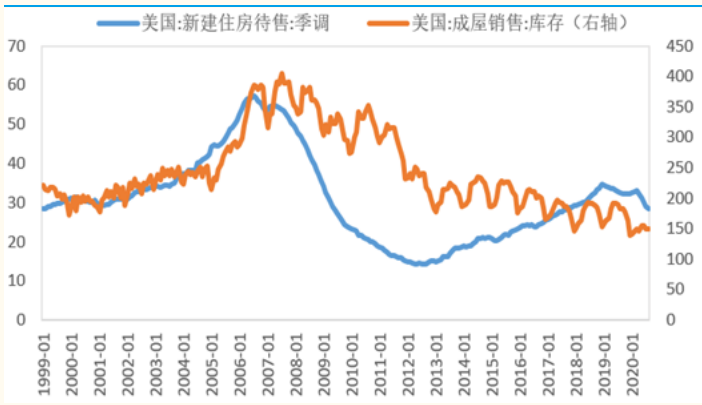
来源: Wind, 国金证券研究所

图表 15: 美国房地产景气指数创历史新高



来源: Wind, 国金证券研究所

图表 16：美国新屋和成屋库存均处低位（万套）



来源：Wind，国金证券研究所

图表 17：美国 30 年期固定利率抵押贷款利率持续下跌

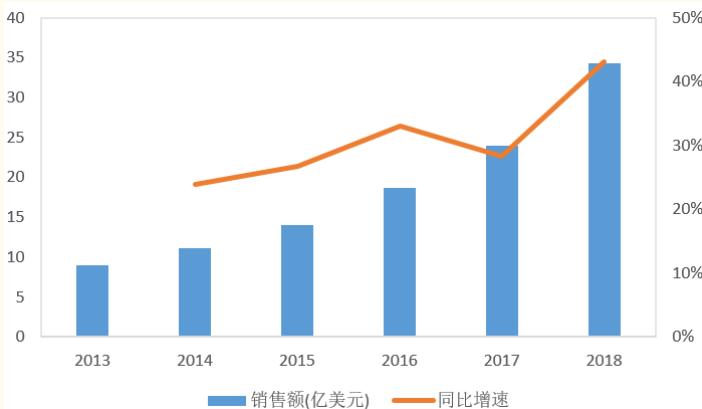


来源：Wind，国金证券研究所

2.3 欧美企业以 OBM 模式引领行业发展，发展中国家主要提供代工服务

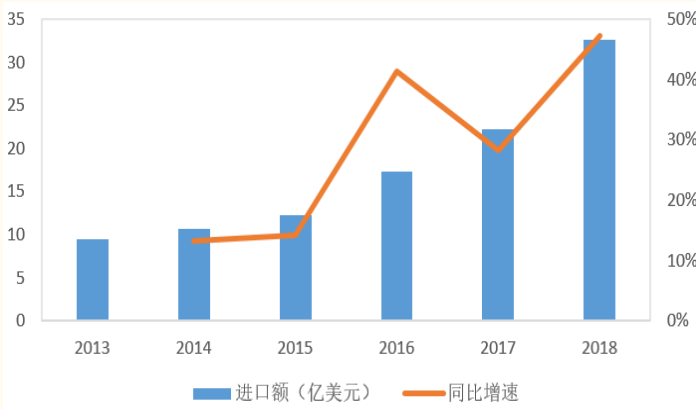
虽然 PVC 地板的主要消费市场在欧美等发达国家，但由于当地人工成本较高且在不断增加，因此大部分企业不再保持全产业链模式，而是以 OBM 模式为主。企业将更多精力投入到品牌管理中，把生产环节通过外协或集中采购成品等方式解决，然后进口产品销售。以美国为例，根据 Floor Covering Weekly 数据，美国 PVC 地板市场销售额在 2018 年达到 34.30 亿美元，2013-2018 年的复合增长率为 30.83%；根据 Flexport 数据，美国 PVC 地板进口额在 2018 年达到 32.66 亿美元，2013-2018 年复合增长率为 28.15%。我们认为，二者统计口径虽有不同，但是均在同一数量区间，且增长幅度趋同，可说明美国绝大部分 PVC 地板销售来自于对外进口。

图表 18：2018 年美国 PVC 地板销售额为 34.30 亿美元



来源：Floor Covering Weekly，国金证券研究所

图表 19：2018 年美国 PVC 地板进口额为 32.66 亿美元



来源：Flexport，国金证券研究所

中国等亚洲发展中国家凭借自身基础设施完善、人力成本较低等优势，成为全球 PVC 地板市场的主要供给来源。这些地区的 PVC 地板企业，在销售渠道和品牌影响力等方面与欧美同行存在较大的差距，因此一般通过为国外地板品牌商和建材零售商提供 OEM、ODM 产品的经营模式参与到全球市场中。

总而言之，纵观全球行业竞争格局，欧美发达地区的 PVC 地板企业掌控营销渠道、拥有品牌影响力，以 OBM 模式引领整个行业的发展。而生产制造环节则主要集中在中国等发展中国家，为国际地板品牌商和建材零售商提供代工服务，因而在全球 PVC 地板市场供给侧占据主要地位。

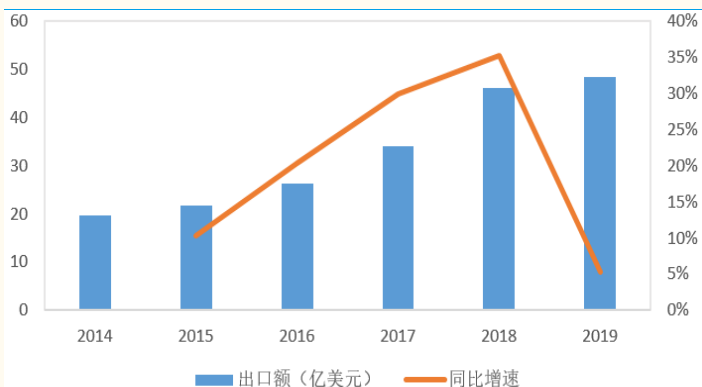
2.4 中国是全球最大 PVC 地板出口国，但市场集中度较低

中国 PVC 地板厂家经过多年积累，凭借生产技术、人力等多方面优势，在国际市场的竞争力不断增强，使得中国已成为全球最大的 PVC 地板出口国。受益欧美地区 PVC 地板渗透率的持续提升，我国 PVC 地板出口额也在不断增加。

根据中国海关数据，我国 PVC 地板的出口额从 2014 年的 19.72 亿美元增加到 2019 年的 48.42 亿美元，年复合增长率达 19.68%。我国 PVC 地板市场以美国为主，2018 年销往美国的产品占据我国出口额的 61%。同样，我国也是美国最大的 PVC 地板供应国，2019 年我国出口至美国的 PVC 地板金额为 27.10 亿美元，占其总进口额的比重为 81.02%。

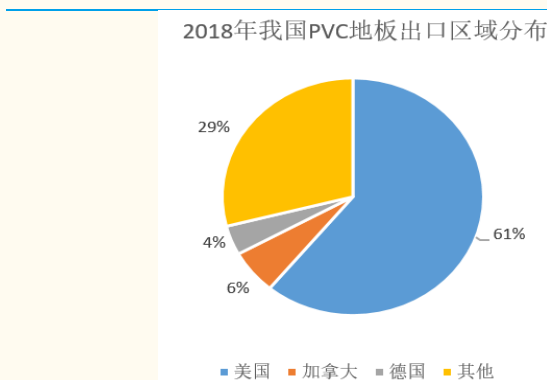
国内从事 PVC 地板生产的企业较多，业务基本以出口为主，市场集中度不高，竞争较为激烈。目前在华东、华南地区已形成一批具有一定产品开发能力以及高效生产能力的大中型 PVC 地板制造企业，如泰州华丽、张家港易华、天振竹木、爱丽家居以及海象新材等。上述公司凭借渠道、质量、技术、规模等综合优势，取得了相对领先的行业地位，形成自主特色的产品设计理念以及生产工艺技术，具备为海外企业提供稳定和高品质 PVC 地板的实力。

图表 20：我国 PVC 地板出口额逐年增加



来源：中国海关，国金证券研究所

图表 21：我国 PVC 地板出口以美国为主



来源：招股说明书，国金证券研究所

3. “产能扩张”+“需求向好”，仍处成长快车道

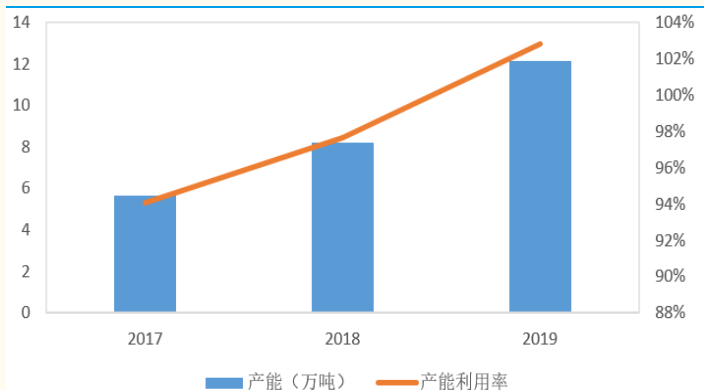
3.1 产能扩张正在路上，发展制约瓶颈逐渐解除

公司 PVC 地板产能主要依托于基材生产环节，基材的产量由挤出机等机器设备的生产能力决定，因此每台连续压延/挤出机的中底料/基材生产能力可以作为衡量公司产品产能的重要指标。2017 年，公司 PVC 地板产能仅为 5.64 万吨，而 2019 年已升至 12.14 万吨，并且产量达到 12.49 万吨，产能利用率 102.84%。公司产能虽在快速扩张，但仍略显紧张。

分产品来看，2019 年公司合计销售 PVC 地板 1373 万平方米，其中：LVT 销量 482 万平米，产销率为 100.32%；WPC 地板销量 182 万平米，产销率为 112.47%；SPC 地板销量 709 万平米，产销率为 93.20%。公司各种产品的产销率均处高位，甚至有供不应求的迹象，因此不排除因为产能瓶颈，公司战略性放弃部分订单的可能。

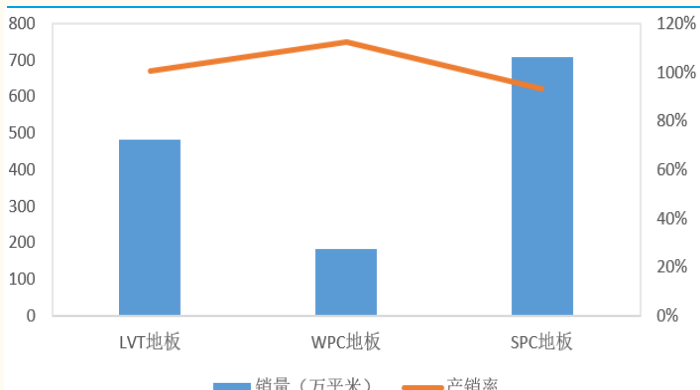
2019 年 9 月，公司在越南设立全资子公司——越南海欣新材料有限公司，开始在海外布局生产基地，并在 2020 年 10 月对越南海欣增资 5000 万美元，产能释放有望加速。公司 IPO 募投项目中包含国内新建 2000 万平方米 PVC 生产基地，较 2019 年的 1373 万平米大幅增加，未来产能将出现大幅增长。

图表 22：产能与产能利用率均不断提升



来源：公司公告，国金证券研究所

图表 23：2019 年各产品产销率均在高位



来源：公司公告，国金证券研究所

3.2 募投项目实施，助力公司发展

2020 年 9 月公司成功登陆资本市场，首次公开发行股票共募集资金净额 61,445.54 万元，主要用于“年产 2,000 万平方米 PVC 地板生产基地建设项目”（4.75 亿）、“研发中心建设项目”（0.6 亿元）和“补充流动资金项目”（0.8 亿元）。以上项目均围绕公司主营业务，项目建成后有利于提升公司研发和生产能力，有利于促进公司盈利、核心竞争力和可持续发展能力的提升。

“年产 2,000 万平方米 PVC 地板生产基地建设项目”将新建生产厂房、购置先进的生产设备，大幅扩充产能，提高公司生产过程的自动化和智能化水平，降低生产成本。公司目前生产能力有限，难以满足订单需求，该项目投产将有助于公司占据更多的市场份额，增强整体竞争力。

“研发中心建设项目”拟利用公司已有的研发成果及项目实施经验，优化研发环境、提升研发检测的软硬件设施水平，增强公司整体技术水平，是公司实现长期可持续发展的动力。行业产品迭代较快，若想保持竞争优势，必须提高自身的研发能力。该项目的实施将有利于公司进一步保持和增强公司技术优势，适应行业的发展趋势。

随着公司经营规模的不断扩大，流动资金需求也相应增加。通过补充流动资金将有利于满足公司不断扩张的业务资金需求、增强资本实力，有助于把握市场机遇，获取更多市场份额。此外，通过上市募集资金补充流动资金可以减少公司未来向银行贷款的金额、优化资本结构，从而降低财务费用，提升盈利水平。

图表 24：IPO 募集资金主要投向三个项目（万元）

项目名称	项目投资总额	募集资金投入金额	募集资金使用进度	
			第一年	第二年
年产2000万平方米PVC地板生产基地建设项目	47456.82	47456.82	21623.44	25833.38
研发中心建设项目	5988.72	5988.72	3708.05	2280.66
补充流动资金项目	8000	8000	3000	5000
合计	61445.54	61445.54	28331.49	33114.04

来源：招股说明书，国金证券研究所

3.3 海外市场占有率有望进一步提升，国内市场积极开拓

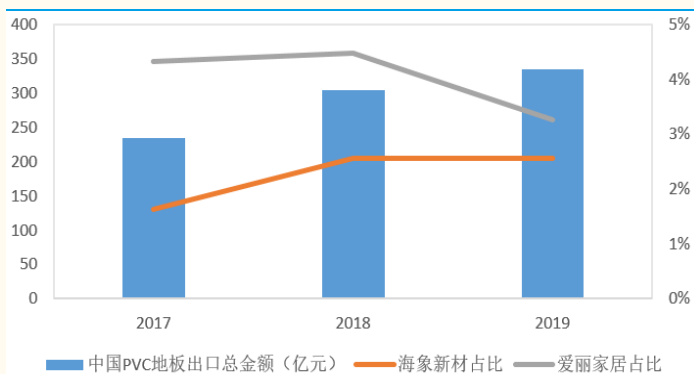
我们前文已分析，海外 PVC 地板需求将继续保持强劲。2019 年我国 PVC 地板出口金额已达到 333.96 亿元，但国内上市的爱丽家居占比仅为 3.27%、海象新材占比仅为 2.55%，可见国内 PVC 地板出口市场份额较为分散。

2019 年美国 PVC 地板进口金额 33.45 亿美元，中国出口至美国的 PVC 地板金额 27.10 亿美元，中国企业市占率已高达 81%。但是海象新材面向美国市场的出口金额为 0.58 亿美元（2019 年平均汇率为 1 美元=6.8967 元人民币），

占比仅为 2.14%；爱丽家居出口到美国市场的金额为 1.36 亿美元，占比 5.02%。海象新材在美国的市占率仍然偏低，在欧洲的市占率也仅为 2.35%，未来随着产能扩张，市占率和业务规模具有较大的提升空间。

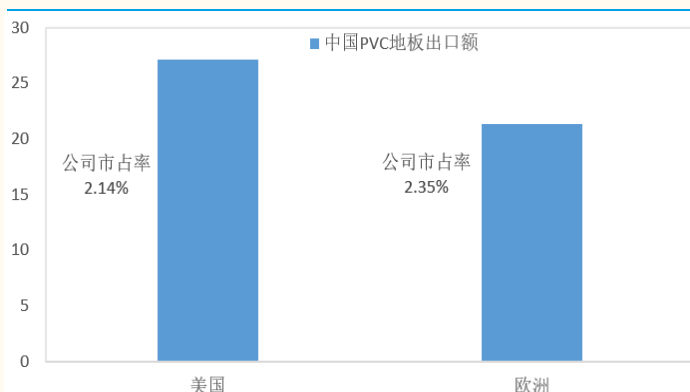
可以预见，未来公司仍将是欧美市场为主，并以 ODM/OEM 模式参与竞争，对手主要为国内以及部分东南亚 PVC 地板生产企业。在如此分散的市场中，公司凭借较强的自主研发能力、客户拓展能力以及登陆资本市场后资金实力的提升，将在竞争中占得先机。随着 PVC 地板渗透率提升，行业整体需求在不断增长，未来随着公司增加的产能陆续落地，将推动公司盈利持续上行。

图表 25：头部企业市场份额仍然较低



来源：招股说明书，国金证券研究所

图表 26：公司在欧美市占率提升空间较大 (亿美元)



来源：国金证券研究所

国内 PVC 地板市场尚未开启，但也说明存有较大潜力。公司在 2019 年开始布局国内市场，并与万科集团签署 PVC 地板集中采购协议。公司自有品牌销售额在 2019 年达到 687 万元，较 2017 年增长 529 万元，未来有望进一步提升。

3.4 提高直销比例，提升盈利能力

公司产品销售以境外 ODM 模式为主，根据客户的具体需求负责自行开发和设计，产品开发完成交客户确认后按订单生产，由客户以其品牌在终端市场进行销售。客户主要有两类：1、海外地板品牌商、建材零售商，公司直接对其销售；2、贸易商，公司与贸易商签署销售合同，利用其市场资源以达到扩大市场份额的目的。

仅从数据看，公司海外业务直销占比在逐年增加，贸易商销售占比规模在不断缩小。2019 年，直接销售额达到总销售额的 84.19%，较 2017 年增长 16.4 个百分点。

图表 27：公司直接销售比例不断增加

		直接销售 (ODM/OEM)	贸易商销售 (ODM/OEM)	自有品牌
2017年	金额 (万元)	26365.33	12,371.48	158.46
	比例	67.79%	31.81%	0.41%
2018年	金额 (万元)	59,011.18	18,727.38	375.81
	比例	75.54%	23.97%	0.48%
2019年	金额 (万元)	72,212.06	12,873.38	687.19
	比例	84.19%	15.01%	0.80%

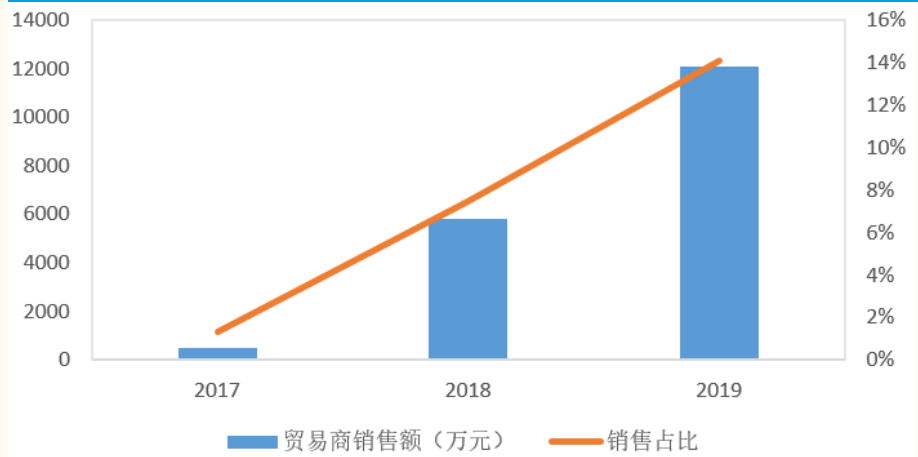
来源：招股说明书，国金证券研究所

在公司成立之初，由于知名度较低，自主开拓国外客户难度较大，因此借助良友木业旗下 SUN SHINE 进行贸易商模式的销售，2017 年对 SUN SHINE 的销售额占到公司总营收的 30.47%，且主要在美国地区。此后，经多方利益出发，公司逐步将部分客户转为直销，但付给 SUN SHINE 一定比例的居间服务报酬，2019 年对 SUN SHINE 的销售额占公司总营收比例已下降至 0.92%。

对于公司而言，SUN SHINE 并不是纯粹意义上的贸易商，由于 PVC 地板为定制产品，公司通常与最终客户直接沟通，公司出让给 SUN SHINE 的利润与居间服务费差距不大。对公司销售而言，SUN SHINE 此前贸易商与目前居间人角色并无实质差异。若不统计 SUN SHINE，公司业务中贸易商销售份额其实呈上升趋势，从 2017 年的 1.34% 增长至 2019 年的 14.09%。

公司贸易商销售份额主要来自于公司另一大贸易伙伴——美国的 BRANDYWINE，2018 年其占公司销售比例为 7.04%，2019 年为 13.54%。BRANDYWINE 向客户提供 PVC 地板的整体解决方案，是真正专业的地板贸易商。

图表 28：扣除 SUN SHINE 后，贸易商销售额占比提升



来源：招股说明书，国金证券研究所

市场部分观点担忧贸易商对公司利润的造成较大侵蚀，但公司目前贸易商主要就是 BRANDYWINE，2019 年业务占比仅为 13.54%，相较爱丽家居第一大贸易商 VERTEX 的 91% 的占比，并不算高。2019 年，SUN SHINE 以居间人的身份为公司提供了 35.87% 的业务量（包含 BRANDYWINE），公司付出居间服务报酬 320.95 万元，亦未对公司业绩造成明显影响。

3.5 公司开拓市场能力较强，不存在客户集中度高风险

公司在借助 SUN SHINE 的渠道拓展美国市场之外，自身也在不断发展新客户，尤其在欧洲地区，积极通过多方渠道进行客户获取。公司与 2019 年第二大客户——德国知名地板品牌商 WINDMÖLLER GMBH，通过展会与上门拜访方式建立合作关系；与第四大客户——欧洲知名家装建材超市 HORNBACH，以电子邮件、电话和当面接洽形式达成合作关系；在行业展会上与荷兰地毯、地板品牌商 COTAP 主要负责人相识，之后获得订单。

受益于公司积极的客户获取，客户整体呈现多元化，不存在单个客户销售比例超过总额的 50% 或严重依赖少数客户的情形，抗风险能力较强。2019 年度，前五大客户的收入之和占营业收入比重为 40.53%，其中第一大客户占比 13.54%。

图表 29：2017-2019 年，公司客户集中度并不高

	客户名称	销售产品	金额（万元）	占营收比例
2017	SUN SHINE	LVT地板、WPC 地板、SPC 地板	11,856.80	30.47%
	WINDMÖLLER GMBH	LVT地板	6,021.70	15.48%
	BEAULIEU	LVT地板、WPC地板、SPC地板	3,080.77	7.92%
	HORNBACH BAUMARKET AG	LVT地板	2,624.58	6.74%
	COTAP B.V	LVT地板	1,901.99	4.89%
	合计		25,485.84	65.50%
2018年	SUN SHINE	LVT地板、WPC地板、SPC 地板	12,917.80	16.48%
	WINDMÖLLER GMBH	LVT地板	9,753.04	12.44%
	BRANDYWINE	SPC地板	5,521.33	7.04%
	LA HARDWOOD FLOORING INC	WPC地板、SPC地板	5,165.23	6.59%
	HORNBACH BAUMARKET AG	LVT地板	4,254.53	5.43%
	合计		37,611.92	47.98%
2019	BRANDYWINE	SPC地板	11,624.27	13.54%
	WINDMÖLLER GMBH	LVT地板、SPC地板	8,101.33	9.43%
	GLOBAL GEM FLOORING	WPC地板、SPC地板	6,283.90	7.32%
	HORNBACH BAUMARKET AG	LVT地板、SPC地板	4,477.59	5.21%
	LA HARDWOOD FLOORING INC	LVT地板、WPC地板、SPC地板	4,315.60	5.03%
	合计		34,802.68	40.53%

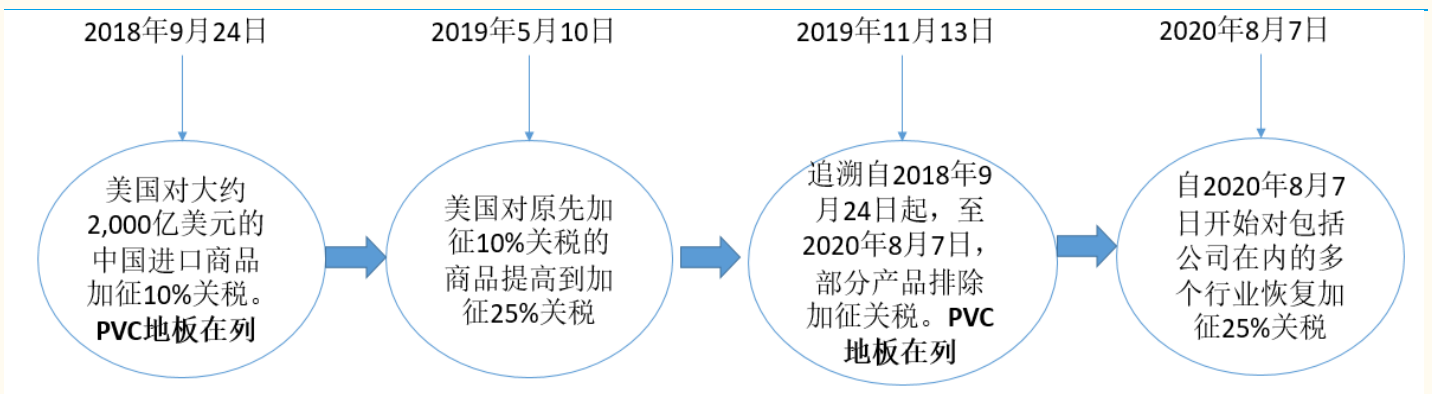
来源：招股说明书，国金证券研究所

3.6 两大措施并举，对冲美国加征关税影响

2018 年美国开启对华贸易战，6 月 15 日，公布对华征税清单，从 7 月开始，对从中国进口的约 500 亿美元商品加征 25%的关税。2018 年 9 月，中美贸易摩擦进一步升级，美国对大约 2000 亿美元的中国进口商品加征 10%关税，PVC 地板属于这次加征关税产品清单之列。2019 年 5 月，美国由原先加征 10%关税提高到加征 25%关税。2019 年 11 月，美国追溯自 2018 年 9 月 24 日起，至 2020 年 8 月 7 日，对部分产品排除加征关税。2020 年 8 月 7 日，美国贸易代表办公室发布声明，对包括 PVC 地板在内的多个行业恢复加征 25%关税。

虽然美国加征关税将对公司经营业绩在一定程度上带来不利影响，但是由于美国市场的 PVC 地板供给严重依赖中国，因此公司具有能力与下游客户共同分担关税带来的不利影响。2018 年 9 月，美国对我国 PVC 地板加征 10%关税，公司对美国客户销售的商品基本均下调了价格，下调幅度集中在 1.50%至 5.00%之间，平均降幅大约在 2.55%左右；对于 2019 年 5 月调整至征收 25%关税情况下，产品销售价格再次下调，下调幅度集中在 2.00%至 6.00%之间，平均下降幅度大约在 4.12%左右，因两次关税税率调整导致公司销售价格大约下降 6.56%左右（以美元计价）。公司产品售价降幅远低于关税调整带来的影响。

图表 30：美国将继续对PVC地板行业加征25%关税



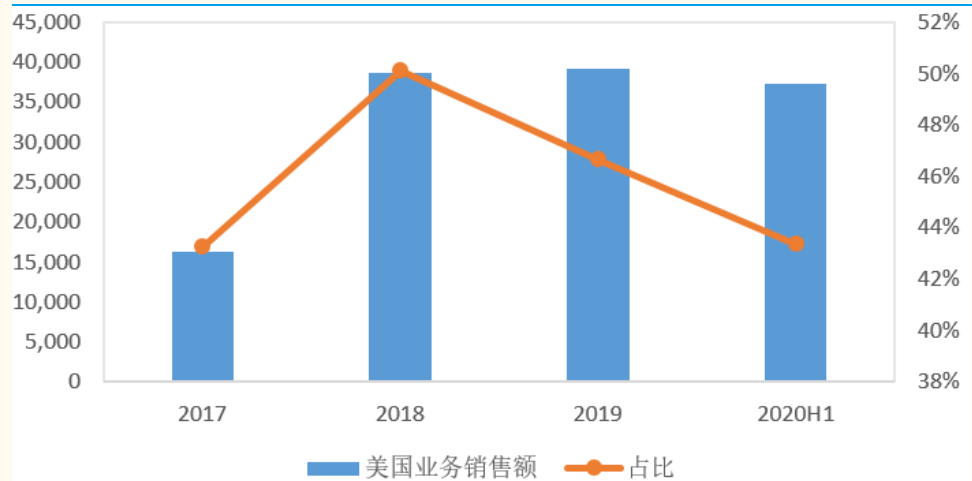
来源：招股说明书，国金证券研究所

2020年8月7日，美国对包括PVC地板在内的多个行业恢复加征25%关税。在之前经验基础上，公司已采取了应对措施来对冲加征关税的影响。

1、2019年9月，公司设立越南海欣，用以承接部分对美销售订单。在明确恢复加征关税后，公司再次对越南海欣增资，产能将进一步增加，降低国内出口美国产品的数量。

2、在维持美国地区为主要销售区域的原则下，公司也加强了美国地区以外市场开拓工作力度。2019年，欧洲地区销售额达到3.46亿元，同比增长19%，高于公司整体营收增速。

图表 31：美国地区收入占比下滑（万元）



来源：公司公告，国金证券研究所

4. 盈利预测与投资建议

4.1 盈利预测

■ 核心假设

- 1) LVT 地板：当前 LVT 地板虽然不是公司的主打产品，但仍是 PVC 地板的传统主流品类，随着 PVC 地板渗透率提升以及公司客户的不断拓展，预计 2020-2022 年销量增速为 20%/10%/10%。
- 2) WPC 地板：WPC 地板在前期为公司业务拓展贡献重要力量，但由于公司业务重心的转移，近年来销量逐渐下滑，考虑公司整体产能仍在快速扩张，预计 2020-2022 年销量增速为 10%/5%/5%。
- 3) SPC 地板：SPC 地板凭借其优异性能，受到欧美市场的广泛接受，也是公司重点推广的产品，近年来销量保持较高增速。未来 WPC 地板仍将是公司最重要的产品，预计 2020-2022 年销量增速 75%/50%/45%。
- 4) 毛利率：公司主要采用成本加成与随行就市相结合的定价策略，在产销稳定后，毛利率不会出现大幅波动。预计 2020-2022 年毛利率 31.65%/33.57%/33.76%。

图表 32：未来三年公司主要假设参数

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
LVT地板						
销量（万平方米）	373.82	561.34	481.58	577.90	635.69	699.25
增速				20.00%	10.00%	10.00%
平均售价（元/平方米）	48.74	46.24	42.21	40.86	43.32	43.64
单位成本（元/平方米）	32.68	31.45	28.82	28.39	29.46	29.46
营业收入（万元）	18,219.25	25,956.47	20,328.60	23,610.33	27,539.61	30,517.96
营业成本（万元）	12,216.39	17,654.20	13,881.52	16,409.18	18,726.93	20,599.63
毛利率	32.95%	31.99%	31.71%	30.50%	32.00%	32.50%
WPC地板						
销量（万平方米）	206.39	302.45	182.30	200.53	210.56	221.08
增速				10.00%	5.00%	5.00%
平均售价（元/平方米）	89.97	86.19	88.58	85.51	90.79	91.48
单位成本（元/平方米）	63.94	61.35	59.54	58.57	60.83	60.83
营业收入（万元）	18,568.66	26,067.06	16,148.42	17,147.39	19,117.06	20,223.84
营业成本（万元）	13,196.25	18,555.13	10,854.92	11,745.96	12,808.43	13,448.85
毛利率	28.93%	28.82%	32.78%	31.50%	33.00%	33.50%
SPC地板						
销量（万平方米）	26.50	351.34	708.67	1,240.17	1,860.26	2,697.38
增速				75.00%	50.00%	45.00%
平均售价（元/平方米）	68.47	72.39	67.96	65.22	69.71	69.71
单位成本（元/平方米）	66.13	53.71	45.05	44.35	46.01	46.01
营业收入（万元）	1,814.33	25,431.91	48,164.11	80,878.06	129,681.55	188,038.24
营业成本（万元）	1,752.28	18,871.46	31,926.15	54,997.08	85,589.82	124,105.24
毛利率	3.42%	25.80%	33.71%	32.00%	34.00%	34.00%
其他主营业务						
营业收入（万元）	293.03	658.93	1,131.51	1,131.51	1,131.51	1,131.51
营业成本（万元）	171.95	599.98	766.26	766.26	769.43	769.43
毛利率	41.32%	8.95%	32.28%	32.28%	32.00%	32.00%
其他业务						
营业收入（万元）	17.10	262.48	104.67	104.67	104.67	104.67
营业成本（万元）	13.82	70.35	63.12	63.85	63.85	63.85
毛利率	19.18%	73.20%	39.70%	39.00%	39.00%	39.00%

来源：公司年报，国金证券研究所

4.2 投资建议与估值

我们选取共创草坪、乐歌股份、梦百合、捷昌驱动等以海外业务为主的轻工业类上市企业作为可比公司。根据 Wind 一致预期，可比公司 2021 年估值中值为 22 倍。

预计公司 2020-2022 年 EPS 为 2.73 元/4.16 元/5.69 元，采用市盈率相对估值法对海象新材进行估值。参考可比公司 2021 年估值中值 22 倍计算，给予公司未来 6-12 个月 91.52 元（22X）的目标价。首次覆盖给予“买入”评级。

图表 33：可比公司估值情况

证券简称	收盘价	每股收益					市盈率				
		2018	2019	2020E	2021E	2022E	2018	2019	2020E	2021E	2022E
共创草坪	27.55	0.63	0.79	1.02	1.26	1.52	24	24	29	23	19
乐歌股份	46.95	0.66	0.72	1.57	2.33	3.13	34	33	31	21	16
梦百合	32.40	0.78	1.12	1.35	2.05	2.55	27	19	24	16	12
捷昌驱动	68.35	2.10	1.60	1.68	2.07	2.66	19	28	41	34	26
中值				1.46	2.06	2.61			30	22	17
海象新材	74.20			2.73	4.16	5.69			29	19	14

来源：Wind，国金证券研究所

5. 风险提示

- 市场需求不及预期风险：PVC 地板需求主要集中在欧美地区，若渗透率放缓则将影响需求增长。
- 市场竞争加剧风险：PVC 地板生产企业众多，行业格局较为分散，在良好行业前景下，若有更多企业加入，竞争压力将会增加。
- 产品更新落后的风险：PVC 地板产品更新迭代较快，若公司没有跟上行业发展步伐，将会影响未来成长性。
- 海外贸易摩擦风险：公司产品境外销售中美国地区占比相对较高，若中美贸易摩擦进一步升级，或将影响公司产品销售。
- 原材料价格波动风险：PVC 地板的主要原材料为 PVC 树脂粉、印花面料和耐磨层等，均与 PVC 密切相关，因此产品利润受 PVC 价格影响较大。
- 汇率波动：公司业务以外销为主，主要以美元或欧元进行定价和结算，若人民币汇率波动，则将影响产品价格竞争力，并有可能造成营收减少及汇兑损失。

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
主营业务收入	389	784	859	1,229	1,776	2,400
增长率		101.4%	9.6%	43.1%	44.5%	35.2%
主营业务成本	-274	-558	-575	-840	-1,180	-1,590
%销售收入	70.3%	71.1%	66.9%	68.3%	66.4%	66.2%
毛利	116	226	284	389	596	810
%销售收入	29.7%	28.9%	33.1%	31.7%	33.6%	33.8%
营业税金及附加	-1	-4	-5	-7	-12	-13
%销售收入	0.4%	0.5%	0.6%	0.6%	0.7%	0.6%
销售费用	-36	-76	-85	-123	-178	-240
%销售收入	9.1%	9.8%	10.0%	10.0%	10.0%	10.0%
管理费用	-39	-17	-24	-34	-50	-67
%销售收入	10.0%	2.2%	2.7%	2.8%	2.8%	2.8%
研发费用	-17	-24	-28	-37	-53	-72
%销售收入	4.3%	3.0%	3.3%	3.0%	3.0%	3.0%
息税前利润 (EBIT)	23	105	142	188	303	418
%销售收入	5.9%	13.4%	16.5%	15.3%	17.1%	17.4%
财务费用	-9	-6	-11	-8	1	11
%销售收入	2.2%	0.8%	1.3%	0.6%	-0.1%	-0.5%
资产减值损失	8	8	6	0	0	0
公允价值变动收益	1	0	0	5	0	0
投资收益	-3	0	0	0	0	0
%税前利润	n.a	0.2%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
营业利润	4	103	151	221	340	464
营业利润率	1.1%	13.1%	17.6%	18.0%	19.1%	19.3%
营业外收支	0	0	4	4	2	4
税前利润	5	103	155	225	342	468
利润率	1.3%	13.1%	18.1%	18.3%	19.2%	19.5%
所得税	-4	-13	-17	-24	-37	-51
所得税率	85.0%	12.6%	10.9%	10.8%	10.8%	10.8%
净利润	1	90	138	200	305	417
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
归属于母公司的净利润	1	90	138	200	305	417
净利率	0.2%	11.4%	16.1%	16.3%	17.2%	17.4%

现金流量表 (人民币百万元)

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
净利润	1	90	138	200	305	417
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
非现金支出	1	11	29	44	58	67
非经营收益	8	11	12	4	9	1
营运资金变动	4	-112	-4	11	-23	-63
经营活动现金净流	15	0	175	258	349	422
资本开支	-32	-171	-238	-324	-119	-122
投资	0	0	0	-30	0	0
其他	3	0	0	0	0	0
投资活动现金净流	-29	-171	-238	-354	-119	-122
股权募资	25	104	0	617	0	0
债权募资	-20	89	41	-23	-127	-64
其他	-3	-20	43	-14	-11	-5
筹资活动现金净流	2	173	84	580	-138	-69
现金净流量	-13	1	21	484	91	231

来源：公司年报、国金证券研究所

资产负债表 (人民币百万元)

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
货币资金	10	39	78	562	653	885
应收账款	83	168	229	252	316	427
存货	80	128	154	161	226	305
其他流动资产	8	12	17	52	59	67
流动资产	180	347	479	1,028	1,255	1,685
%总资产	65.6%	52.4%	51.1%	58.0%	60.9%	66.0%
长期投资	0	0	0	0	0	0
固定资产	83	256	402	660	715	760
%总资产	30.1%	38.6%	43.0%	37.3%	34.7%	29.8%
无形资产	4	37	50	66	75	89
非流动资产	95	315	458	744	807	866
%总资产	34.4%	47.6%	48.9%	42.0%	39.1%	34.0%
资产总计	275	662	936	1,771	2,062	2,551
短期借款	71	183	230	262	135	71
应付款项	96	154	205	236	332	448
其他流动负债	9	24	28	38	55	75
流动负债	176	361	464	536	522	593
长期贷款	0	0	0	0	0	0
其他长期负债	4	11	55	0	0	0
负债	180	372	518	536	522	593
普通股股东权益	95	290	418	1,235	1,540	1,957
其中：股本	46	55	55	73	73	73
未分配利润	10	80	195	395	700	1,117
少数股东权益	0	0	0	0	0	0
负债股东权益合计	275	662	936	1,771	2,062	2,551

比率分析

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
每股指标						
每股收益	0.016	1.629	2.515	2.732	4.156	5.689
每股净资产	2.084	5.274	7.599	16.842	20.998	26.687
每股经营现金净流	0.328	0.000	3.189	3.524	4.757	5.756
每股股利	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000
回报率						
净资产收益率	0.77%	30.88%	33.09%	16.22%	19.79%	21.32%
总资产收益率	0.27%	13.53%	14.77%	11.31%	14.78%	16.36%
投入资本收益率	2.07%	19.41%	19.51%	11.19%	16.15%	18.37%
增长率						
主营业务收入增长率	86.92%	101.42%	9.57%	43.08%	44.52%	35.16%
EBIT增长率	-25.26%	358.79%	34.96%	32.34%	61.42%	37.71%
净利润增长率	-96.12%	12155.0%	54.42%	44.85%	52.13%	36.88%
总资产增长率	46.62%	140.62%	41.44%	89.18%	16.41%	23.70%
资产管理能力						
应收账款周转天数	53.4	46.2	61.5	55.0	55.0	55.0
存货周转天数	85.5	68.0	89.4	70.0	70.0	70.0
应付账款周转天数	71.8	59.1	83.0	70.0	70.0	70.0
固定资产周转天数	77.4	119.1	151.5	152.8	114.8	90.3
偿债能力						
净负债/股东权益	64.32%	49.56%	36.43%	-27.11%	-35.94%	-43.36%
EBIT利息保障倍数	2.6	17.6	12.8	25.0	-239.3	-38.4
资产负债率	65.50%	56.18%	55.36%	30.27%	25.32%	23.27%

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	0	0	0	0
增持	0	0	0	0	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00

来源：朝阳永续

市场中相关报告评级比率分析说明：

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

最终评分与平均投资建议对照：

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

投资评级的说明：

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；
 增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；
 中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；
 减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

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

本报告中的信息、意见等均仅供参考，不作为或被视为出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

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

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

根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；非国金证券 C3 级以上（含 C3 级）的投资者擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

此报告仅限于中国大陆使用。

上海

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳市福田区中心四路 1-1 号

嘉里建设广场 T3-2402