

建筑材料

PVC 地板海外需求高增，渠道多样化发展

LVT 地板渗透率快速提升，对传统地面装饰材料替代性显著。根据 FCW 的统计，美国的 LVT 地板销售额从 2012 年的 7.18 亿美元增长至 2019 年的 48.04 亿美元，年均复合增长率为 31.2%，渗透率从 3.77% 提升到 17.4%。在地面装饰材料品类间，LVT 地板以其逼真外观、快捷的安装和维护、优异的防水和耐久性能、可靠的环保性等实现对传统地面材料中低档材料的替代。在 LVT 地板品类内，更高性价比使得 SPC 实现对 WPC 的部分替代。

美国地面装饰材料进口依赖度较高，品牌商集中，分销及终端销售较为分散。2019 年美国地面材料市场规模 276 亿美元（制造口径），LVT 占比 17.4%。美国地面材料市场中品牌商较为集中，渠道商十分分散。根据 Floor Focus 的统计，肖氏工业（SHAW）和莫霍克（MOHAWK）分别占据了 25.2% 和 23.8% 的市场份额，主要品牌商多采用外购模式整合产品供应。从品牌商到分销商到零售商均是多品牌与多品类运营模式，分销商通常销售品牌商的产品或在全球范围内寻找供应商并以自有品牌运营。具体到终端销售环节，地面装饰独立门店占比 45%，连锁建材家居卖场占比 15.6%，专业硬面装饰门店占比 8.2%。根据 FCW 的调查，单个零售商在门店会展示 8-10 个弹性地板（LVT）制造商/品牌商的产品。巨大的市场需求以及分散多样的销售渠道为中国出口企业提供了广阔的业务机会。

贸易摩擦不改行业需求快速增长趋势，海外产能布局的中国企业享有优势。根据 FCW 的统计，2019 年进口在美国弹性地板销售总额（按面积计）中的份额达到 82.7%，高于 2017 年的 71.6%，在 LVT 方面，进口渗透率更高。近年来美国弹性地板进口额逐年提升，2013-2018 年复合增速 28.15%，2019 年达到 33.45 亿美元。从 WPC 和 SPC 的产能分布看，主要集中在中国大陆，东南亚、韩国、中国台湾等亚洲国家和地区有部分产能，部分制造商也开始在美国布局产能，部分中小出口企业或面临转单风险。贸易摩擦背景之下，部分国内企业在越南新建生产基地扩充产能以应对高额关税，我们认为具有海外产能的出口企业更容易在需求高速增长背景之下获取更高市场份额。

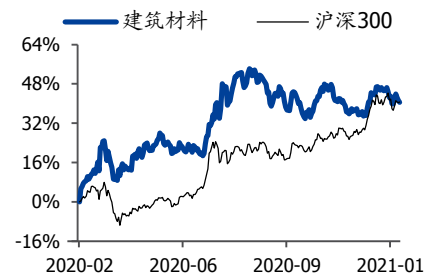
汇率+海运运力+原材料价格阶段性扰动，出口企业短期成本承压。1) 由于国内疫情恢复较快而海外大环境较为不确定，人民币持续走强，对于出口型 PVC 地板制造公司在收入、毛利率、财务费用等方面预计受到影响，但预计随着海外疫情常态化影响有望逐步消失。2) 受国内出口旺盛及海外停工停产影响，海运集装箱出口后回程周转变慢，导致海运运费大幅提升，而 PVC 地板出口主要采用 FOB 报价方式，由下游客户承担运费，而下游客户大多存在向终端加价转移压力行为，因此判断海运对 PVC 地板出口制造企业影响不大。3) 同时 PVC 价格目前已逐步回落，尽管 2020 年成本承压，但是原材料涨价压力一般由客户和制造商共同分担，预计未来原材料价格提升的影响有望逐步减退。

投资建议：美国 LVT 地板行业 2012-2019 年复合增速 31.2%，2019 年市场规模 48 亿美元，海外市场需求高度景气。美国弹性地板需求进口依赖严重，进口占比 80% 以上，持续提升的渗透率、扩张的市场空间以及分散多样的销售体系为中国的出口企业提供了广阔的业务机会。贸易摩擦、汇率波动、原材料价格波动、海运运力供给不足等因素短期扰动不改行业需求景气，具备海外产能布局的中国 PVC 地板出口企业预计持续受益于海外需求高景气。看好积极扩张产能、扩增渠道、业绩弹性大的 PVC 地板出口制造商，核心推荐海象新材。

风险提示：原材料价格波动的风险；汇率波动的风险；市场竞争加剧的风险；贸易政策不确定的风险；市场需求变动的风险。

增持（维持）

行业走势



作者

分析师 黄诗涛

执业证书编号：S0680518030009

邮箱：huangshitao@gszq.com

分析师 房大磊

执业证书编号：S0680518010005

邮箱：fangdalei@gszq.com

研究助理 任婕

邮箱：renjie@gszq.com

相关研究

- 1、《海象新材：出口需求高景气+产能渠道扩张，PVC 地板新秀崛起》2020-11-30



内容目录

1、如何理解北美市场弹性地板渗透率提升？	4
1.1、弹性地板是北美市场增长最快的地面装饰材料	4
1.2、LVT 对传统地面装饰材料替代性显著	7
1.3、SPC 是销售增速最快的弹性地板品类	9
1.4、海外需求持续性无忧，市场空间仍有	11
1.4.1、短期：地产高景气+抵押贷款利率历史低位，需求景气有望维持	11
1.4.2、中长期：美国购房需求主力人群保持高速增长支撑未来地面装饰材料需求	12
2、美国地面装饰产品市场情况如何？	12
2.1、美国地面装饰市场中品牌商/制造商份额较为集中	12
2.2、大型分销商采取多品牌、多品类运营模式	13
2.3、较为分散且多样化的零售销售体系	15
3、欧洲地面装饰市场 PVC 地板渗透也不断加快	18
4、贸易摩擦不改行业需求快速增长趋势，海外产能布局企业享有优势	19
4.1、美国市场对中国进口的 PVC 地板较为依赖	19
4.2、具备海外产能的弹性地板出口企业享有优势	20
5、如何看待近期海运成本、汇率、原材料价格波动等对 PVC 地板出口链的影响？	22
投资策略	24
风险提示	25

图表目录

图表 1: 弹性地面装饰材料发展历程	4
图表 2: 美国弹性地板品类结构及市场规模（制造商口径，2019 年）	5
图表 3: 全球地面装饰材料市场分布情况（2018 年）	5
图表 4: 北美是全球弹性地板需求增长最快的区域（百万平米）	5
图表 5: 2013-2019 年美国 LVT 地板市场销售额及增速	6
图表 6: 美国市场 LVT 渗透率提升情况（包括 WPC 和 SPC）	6
图表 7: 2012-2019 年美国地面装饰材料整体市场规模及增速	6
图表 8: 2012-2019 年美国地面装饰材料整体市场结构变动	6
图表 9: LVT（包括 WPC 和 SPC）是美国地面装饰材料中增长最快的品类	6
图表 10: LVT 地板外观逼真	7
图表 11: LVT 地板安装便捷	7
图表 12: 2011-2019 年美国木地板出厂单价及增速	7
图表 13: 2011-2019 年美国木地板销量及增速	7
图表 14: LVT 地板毛利率较高，从业者更有动力去推广 LVT 产品	8
图表 15: 2011-2019 年美国地毯产品渗透率变动情况	8
图表 16: 2011-2019 年美国地毯销量及增速	8
图表 17: 普通乙烯基地面装饰产品与 LVT 对比	9
图表 18: 美国地面装饰材料平均价格（出厂口径，美元/sq.ft）	9
图表 19: WPC 产品销售额及增速	10
图表 20: SPC 产品销售额	10
图表 21: Coretec 的 WPC 产品价格（美元/平方英尺）	10
图表 22: Coretec 的 SPC 产品价格（美元/平方英尺）	10
图表 23: 美国新建住房和成屋销售同比增速大幅提升	11

图表 24: 美国地产景气情况及新屋开工情况.....	11
图表 25: 美国成屋及新屋库存均处于较低水平.....	12
图表 26: 美国抵押贷款利率处于历史低位 (%).....	12
图表 27: 美国 20-49 岁人口数量在未来 8-10 年有望保持较高增速.....	12
图表 28: 2019 年美国十大地面装饰制造商 (百万美元).....	13
图表 29: SHAW 旗下主要品牌.....	13
图表 30: MOHAWK 旗下主要品牌.....	13
图表 31: 美国前十大地面装饰材料分销商销售额及主要经营品牌 (百万美元).....	14
图表 32: 大型分销商 MSI.....	15
图表 33: 大型分销商 Hanines 仓库.....	15
图表 34: 2014-2019 年地面装饰材料销售渠道及规模 (销售口径).....	15
图表 35: 从国内 WPC 地板制造企业到家得宝销售各环节成本费用利润结构.....	16
图表 36: 不同地面装饰零售店的规模及涉及品类情况.....	17
图表 37: 国外零售商直接从国内 WPC 制造企业采购的成本费用利润结构.....	17
图表 38: 美国销售地面装饰材料的独立门店.....	18
图表 39: 家得宝地面装饰材料销售区域.....	18
图表 40: 2017 年-2019 年欧盟 PVC 地板进口额及增速.....	18
图表 41: 2018 年欧盟进口各类地面装饰材料的比例.....	18
图表 42: 海象新材 2016-2019 年分区域销售收入及增速 (万元).....	19
图表 43: 爱丽家居 2016-2019 年分区域销售收入及增速 (万元).....	19
图表 44: 2019 年美国弹性地板来源结构 (百万美元).....	19
图表 45: 2014 年-2019 年我国 PVC 地板出口额及增速.....	20
图表 46: 2013 年-2019 年美国 PVC 地板进口额及增速.....	20
图表 47: 2020 年美国国内投资建设 LVT 产能的情况.....	20
图表 48: 关于 PVC 地板加征关税的有关规定.....	21
图表 49: 爱丽家居主要产品出厂均价变动情况 (元/平).....	21
图表 50: 海象新材主要产品出厂均价变动情况 (元/平).....	21
图表 51: 部分国内弹性地板生产企业在越南投资建设生产基地及产能.....	22
图表 52: 美元兑人民币汇率走势.....	22
图表 53: 欧元兑人民币汇率走势.....	22
图表 54: SCFI 综合指数变动情况.....	23
图表 55: PVC 地板出口数量及增速持续提升, 行业高景气维持.....	23
图表 56: 2019 年海象新材 PVC 地板成本构成.....	23
图表 57: PVC 树脂价格波动情况 (元/吨).....	23
图表 58: 美国主要弹性地板品牌商纷纷上调产品价格.....	24
图表 59: 海象新材营业收入及增速.....	24
图表 60: 海象新材归母净利润及增速.....	24
图表 61: 海象新材业务结构 (分产品).....	25
图表 62: 海象新材业务结构 (分地区).....	25

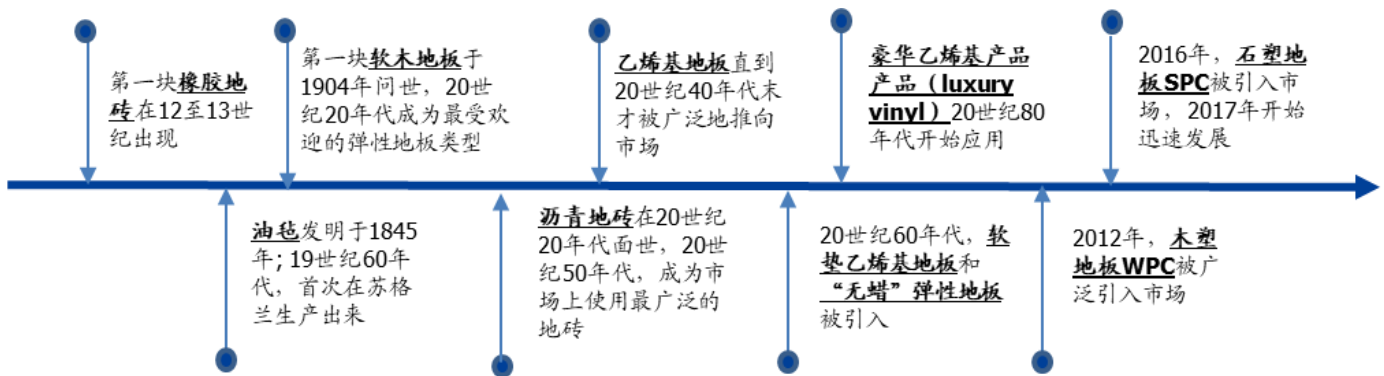
1、如何理解北美市场弹性地板渗透率提升？

1.1、弹性地板是北美市场增长最快的地面装饰材料

根据美国弹性地板协会（RFCI）的资料，弹性地面装饰材料发展历史较为悠久。橡胶、软木、油毡、沥青等材料的弹性地面装饰物出现较早，乙烯基地面装饰物直到 20 世纪 40 年代末才被广泛的推向市场。20 世纪 60 年代，软垫乙烯基地板和“无蜡”弹性地板被引入，脚底更加舒适并且易于维护。20 世纪 80 年代，豪华乙烯基材料（LVT）开始成为地板材料，过去的数十年内弹性地板性能不断优化以满足市场的需要。

2012 年以来木塑复合地板被引入市场，弹性地板开启了高速渗透的快速发展之路。2016 年，石塑地板被引入市场，以其更高的抗冲击性以及更低的价格迅速迅速替代传统地面装饰材料，成为过去几年增速最快的地面装饰材料。

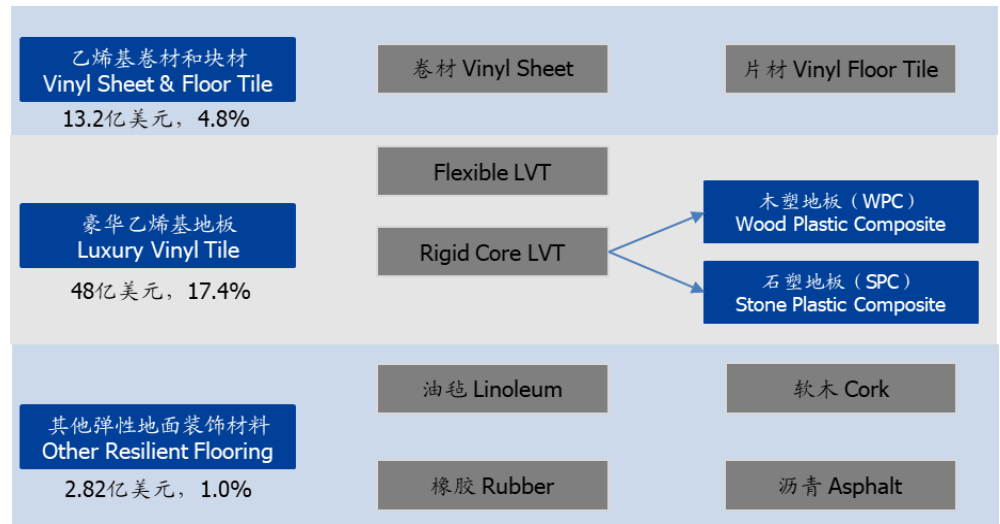
图表 1：弹性地面装饰材料发展历程



资料来源：Resilient Floor Covering Institute，国盛证券研究所

弹性地面装饰材料可以划分为普通乙烯基地面装饰材料、豪华乙烯基地板和其他弹性地面装饰材料。其中普通乙烯基地面装饰材料主要包括单价较低的卷材和片材；其他弹性地面装饰材料包括油毡、软木、橡胶、沥青等材料的装饰物；豪华乙烯基地板是近年来发展最快的品类，包括柔性 LVT 和刚性芯 LVT，其中刚性芯 LVT 主要指木塑复合地板（WPC）和石塑复合地板（SPC）。**根据 Floor Covering Weekly 的统计，2019 年美国市场 LVT 产品（包括 WPC 和 SPC）市场规模达到 48 亿美元（制造商口径），占地面装饰材料市场总规模的 17.4%。**

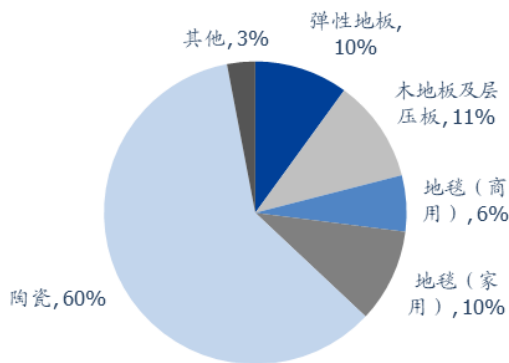
图表 2: 美国弹性地板品类结构及市场规模 (制造商口径, 2019 年)



资料来源: Floor Covering Weekly, 国盛证券研究所

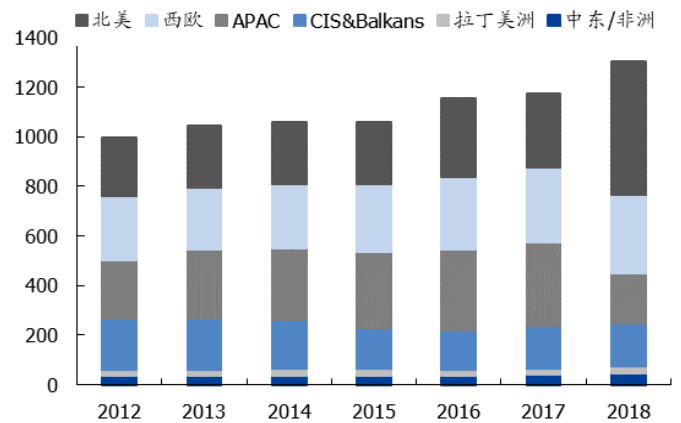
北美市场是全球弹性地板需求规模最大提升最快的地区。根据 Tarkett 2019 Registration Document, 2018 年弹性地板占全球地面装饰材料市场的比重为 10%，比 2017 年提升一个百分点。主要拉动全球弹性地板规模及占比提升的地区是北美地区，2018 年北美地区弹性地板销售规模 5.37 亿平，2012-2018 年复合增速 15%。

图表 3: 全球地面装饰材料市场分布情况 (2018 年)



资料来源: Tarkett 2019 Registration Document, 国盛证券研究所

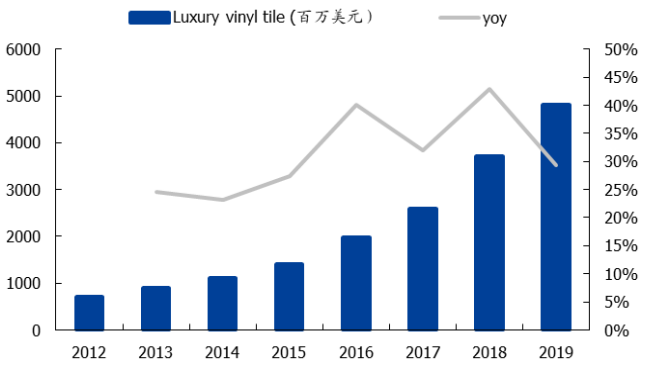
图表 4: 北美是全球弹性地板需求增长最快的区域 (百万平方米)



资料来源: Tarkett 2019 Registration Document, 国盛证券研究所

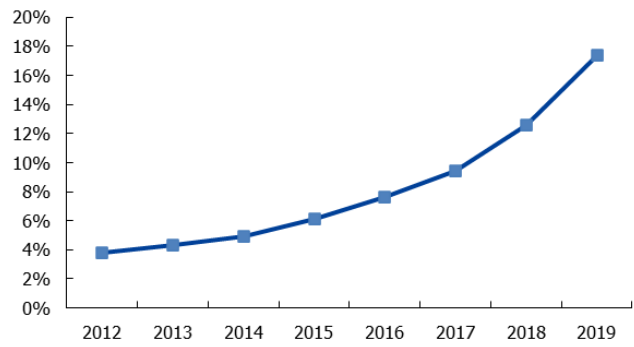
美国 LVT 地板需求旺盛，年复合增速 30% 以上。美国地区的 LVT 地板 (包括 LVT、WPC、SPC 等) 销售额从 2012 年的 7.18 亿美元增长至 2019 年的 48.04 亿美元，年均复合增长率为 31.2%。

图表 5: 2013-2019 年美国 LVT 地板市场销售额及增速



资料来源: Floor Covering Weekly, 国盛证券研究所

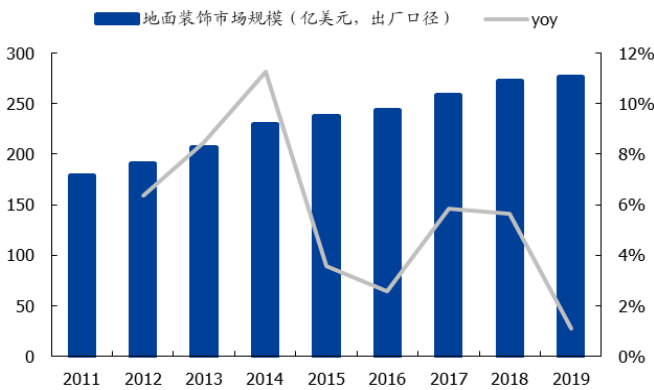
图表 6: 美国市场 LVT 渗透率提升情况 (包括 WPC 和 SPC)



资料来源: Floor Covering Weekly, 国盛证券研究所

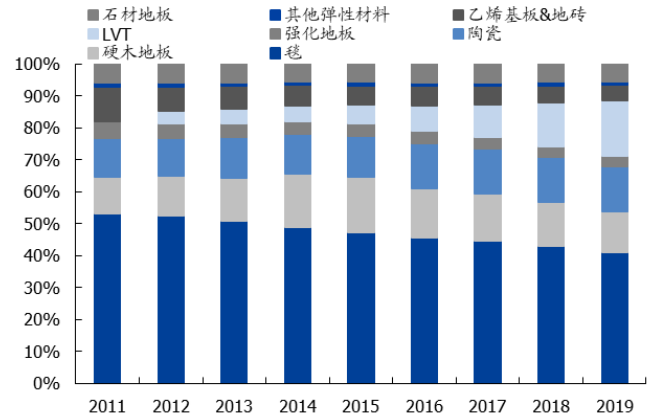
LVT 增速快于美国地面装饰市场增速, 对传统地面装饰材料替代性显著。美国地面装饰材料稳定增长, 2019 年美国地面装饰材料市场总体规模 276 亿美元, 同比增长 1.1%。2011-2019 年美国地面装饰材料复合增速 5.6%。

图表 7: 2012-2019 年美国地面装饰材料整体市场规模及增速



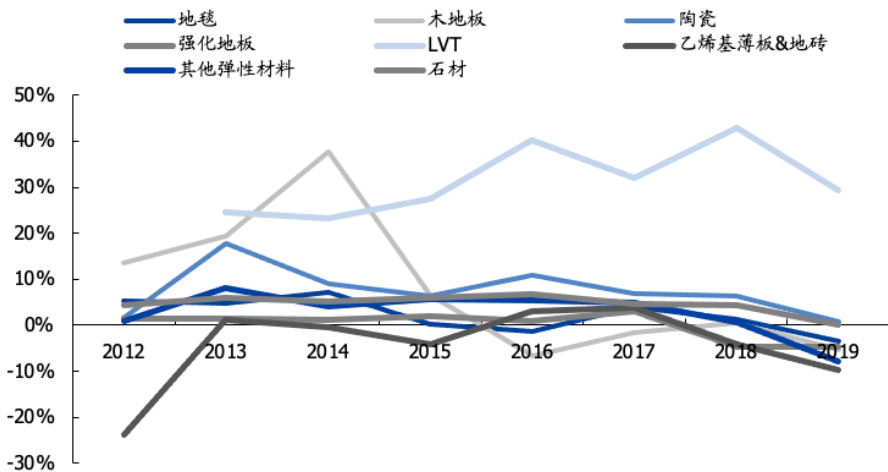
资料来源: Floor Covering Weekly, 国盛证券研究所

图表 8: 2012-2019 年美国地面装饰材料整体市场结构变动



资料来源: Floor Covering Weekly, 国盛证券研究所

图表 9: LVT (包括 WPC 和 SPC) 是美国地面装饰材料中增长最快的品类



资料来源: Floor Covering Weekly, 国盛证券研究所

1.2、LVT 对传统地面装饰材料替代性显著

LVT 产品快速渗透主要原因在于其逼真的外观和多样化的设计、快速简便的安装和维护、优异的防水性能、硬度和耐久性以及更高的性价比。LVT 的替代性主要是针对地毯产品、实木地板以及其他弹性地面装饰材料。

图表 10: LVT 地板外观逼真



资料来源: Armstrong 官网, 国盛证券研究所

图表 11: LVT 地板安装便捷

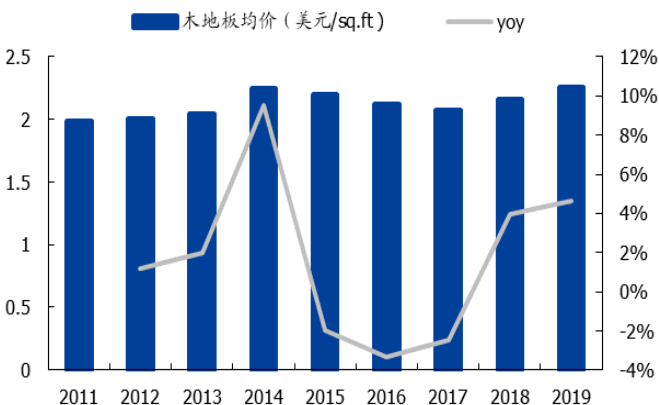


资料来源: Floor Covering News, 国盛证券研究所

地面装饰材料主要包括地毯、LVT、陶瓷砖、硬木、石材、乙烯基板&地砖、强化地板、其他弹性材料等, 对应 2019 年美国市场渗透率分别为 41%、17.4%、14.1%、13%、5.5%、4.8%、3.3%和 1.0%。地毯的渗透率从 2011 年的 53.21%一路下降至 2019 年的 40.97%; 强化地板渗透率从 2011 年的 4.99%下滑至 2019 年的 3.25%; 实木地板渗透率从 2015 年顶峰时的 17.18%下滑至 2019 年的 12.95%; 陶瓷砖、石材渗透率基本保持稳定; 乙烯基板&地砖渗透率从 2015 年的 10.82%下滑到 2019 年的 4.78%。**LVT 地板主要实现了对中低端木板产品、地毯、强化地板、其他中低端弹性地面材料的替代。**

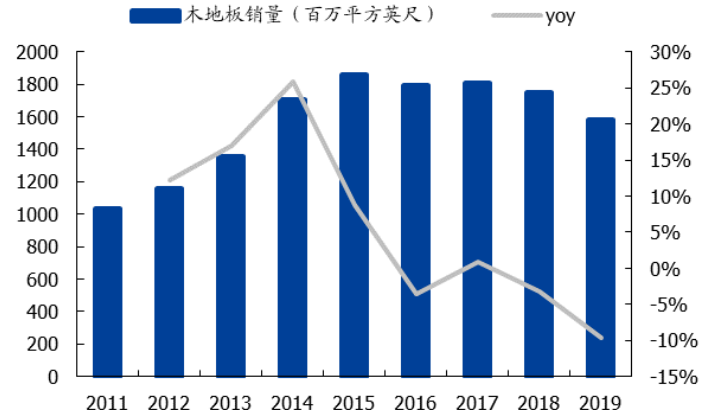
- **对木地板的替代主要集中在低端产品线:** 木地板由于木材价格上涨、关税提升导致产品单价提升, 另外产品本身不具备防水性能并且耐磨性不如刚性芯的 WPC 和 SPC 产品, 导致性价比更高的 WPC 和 SPC 对实木地板的替代性显著。从销量来看, 2018 年以来木地板销量持续下滑, 2018-2019 年同比下滑 3.26%和 9.59%; 售价方面, 木地板出厂口径均价 2018-2019 年分别提升 3.97%和 4.67%。

图表 12: 2011-2019 年美国木地板出厂单价及增速



资料来源: Floor Covering Weekly, 国盛证券研究所

图表 13: 2011-2019 年美国木地板销量及增速

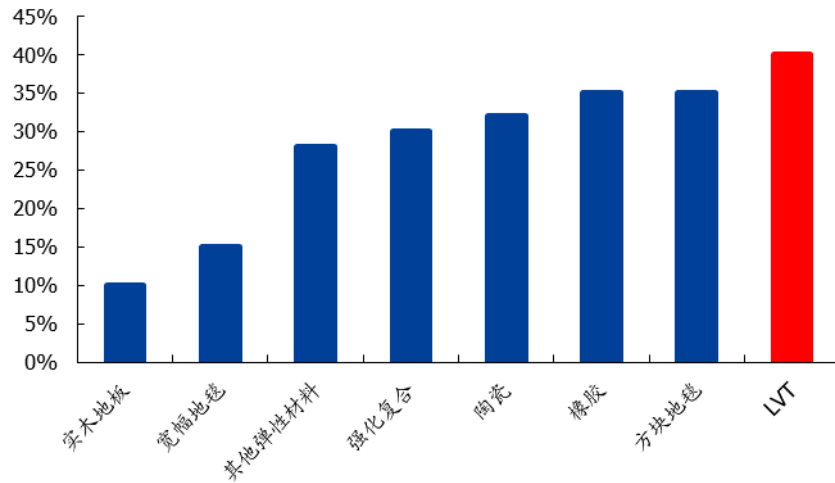


资料来源: Floor Covering Weekly, 国盛证券研究所

LVT 产品毛利率显著高于实木地板等传统地面装饰材料。从产品的营利性来看, LVT

产品的毛利率水平在 40%以上，而普通实木地板的毛利率水平仅有 10%左右，陶瓷、橡胶、强化复合、方块地毯等毛利率水平在 30%-35%之间。LVT 产品的高营利性驱动着品牌商、分销商、零售商等更多地去推广新型产品，而木地板由于价格上涨等因素导致盈利空间一再压缩，销量及渗透率持续下行。

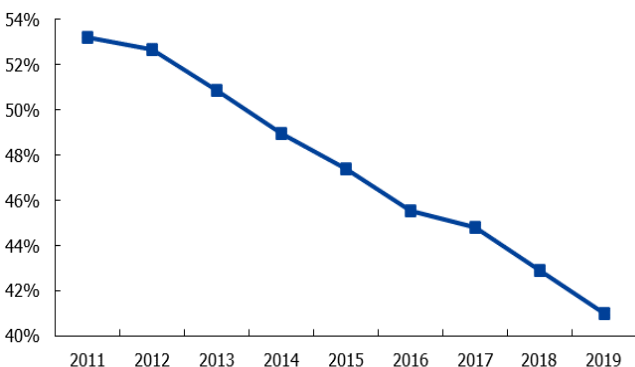
图表 14: LVT 地板毛利率较高，从业者更有动力去推广 LVT 产品



资料来源: Interface Investor Presentation, 国盛证券研究所

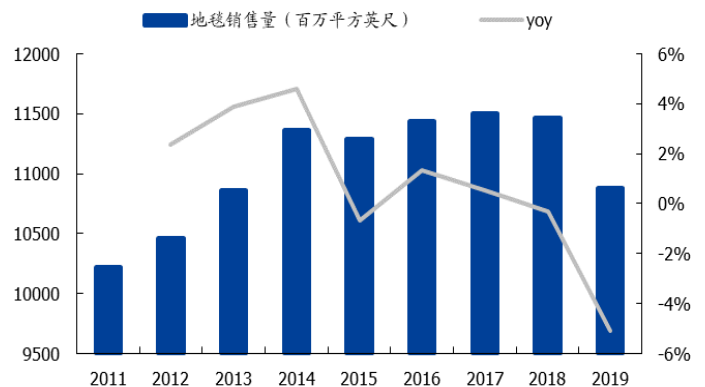
- **对陶瓷产品的替代性有限:** 2019 年陶瓷砖的渗透率为 14.1%，同比提升 0.7%，是 2019 年唯一销售额没有下降的细分市场。LVT 销售主打的性能优势是防水，而防水性本身不如陶瓷产品，而由于陶瓷本身具备防滑、防污渍和防水等优点，因此从产品上对于陶瓷产品的替代性一般。美国商务部做出裁定，对中国出口的瓷砖产品征收反倾销税，导致从中国进口的瓷砖产品锐减。
- **防水性能、耐久性、易清洁性等实现对地毯的替代:** 美国市场地毯的渗透率从 2011 年的 53.21%一路下降至 2019 年的 40.97%。1) 与地毯相比，PVC 地板的使用寿命更长，SPC 地板的使用寿命可以达到传统地毯使用寿命的五倍以上；2) 弹性地板的保洁清洗更加容易并且保养成本较低；3) 弹性地板的阻燃性、防水性都更具优势；4) 在传统地毯具备的设计以及安静等优势上，弹性地板借助于数字印花技术可以实现多种多样的花纹图案，消费者选择面多，此外弹性地板也可以增加吸音材料，同样可以具备吸音降噪的效果。COVID-19 加速了清洁家居的发展趋势，地毯材料容易藏污纳垢，而地板材料易于清理，进一步加速弹性地板材料对传统地毯的替代趋势。

图表 15: 2011-2019 年美国地毯产品渗透率变动情况



资料来源: Floor Covering Weekly, 国盛证券研究所

图表 16: 2011-2019 年美国地毯销量及增速



资料来源: Floor Covering Weekly, 国盛证券研究所

- **环保性实现了对强化地板的替代：**2015年3月美国某大型地板零售商 Lumber Liquidators 被爆出销售甲醛释放量超标的复合地板事件，引发 76 万消费者集体诉讼 Lumber Liquidators，消费者对于地面装饰材料环保性的关注度提高。根据 FCW 的统计，强化地板在美国市场渗透率不高，由于其环保质量问题，销量及渗透率持续下滑，从 2011 年 5% 的渗透率逐步下滑到 2019 年的 3.25%，2019 年强化地板销售量降低 6.2%。
- **对其他低端弹性材料的替代性显著：**普通乙烯基卷材单价较低，厚度较薄，以片材为主，在施工工艺方面大多使用胶水基底。而 LVT 产品更厚、硬度更大，安装方式也更为便捷，在商用及住宅市场越来越广泛地应用。根据 FCW 的统计，2019 年普通乙烯基卷材/片材的销售额下降了 9.84%。从其他弹性材料来看，（包括沥青、软木、橡胶等）2019 年销售额下降了 7.84%。

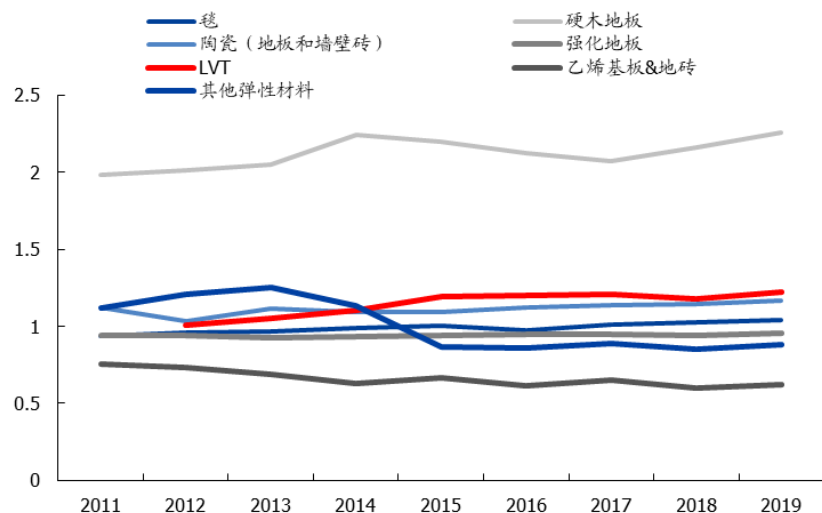
图表 17: 普通乙烯基地面装饰产品与 LVT 对比

	普通乙烯基地板	LVT
成本	0.5-2 美元/平方英尺	2-9 美元/平方英尺
厚度	很薄	更厚、硬度更大
规格	6/12 英尺卷材或 6-18 平方英寸片材	42*48 英寸板材或 12-18 平方英寸片材
安装方法	胶水基底	锁扣、悬浮安装
耐久性	10-15 年	最长可以维持 25 年
产品评价	通常被视为地板里的“便宜货”	更有价值的产品

资料来源：国盛证券研究所整理

从产品的价格带看，LVT 具有较高的性价比。LVT 产品的价格显著低于石材和木材，价格略高于地毯、陶瓷、强化地板等材料。在木材品类中，受影响最大的是价格较低的木材产品（低于 4.99 美元/sq.ft 的低端实木地板），而价格较高的木地板增长相对稳定。而对于较为乙烯基材料中相对低端的卷材等材料，由于价格极低，并且主要应用在医院等公共场所，因此 LVT 对其替代性有限。

图表 18: 美国地面装饰材料平均价格（出厂口径，美元/sq.ft）

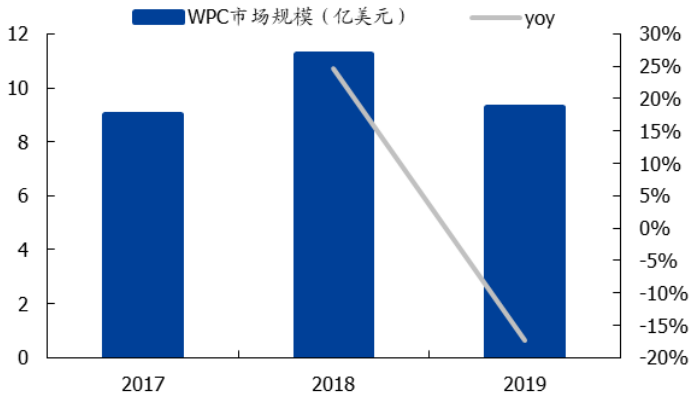


资料来源：Floor Covering Weekly，国盛证券研究所

1.3、SPC 是销售增速最快的弹性地板品类

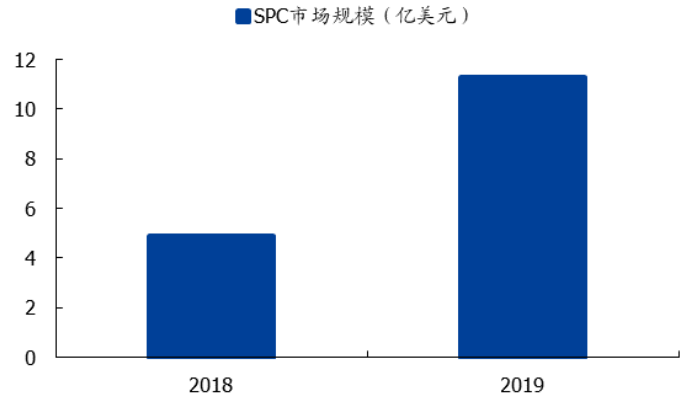
SPC在LVT品类内增长也更加迅速。根据Floor Covering Weekly的统计,2019年美国市场刚性芯LVT(包括WPC和SPC)销售额增长了47.6%,而普通LVT的销售额仅增长6%。根据Floor Covering News的统计,2019年SPC翻倍以上增长,而WPC销量及销售额分别下滑15%和17.5%。

图表 19: WPC 产品销售额及增速



资料来源: Floor Covering News, 国盛证券研究所

图表 20: SPC 产品销售额

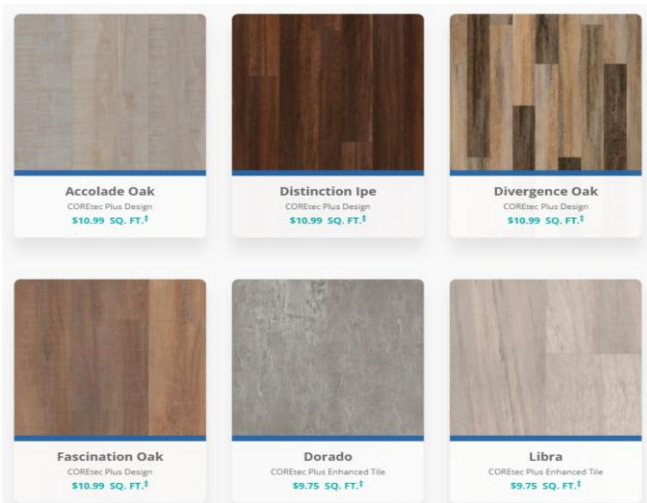


资料来源: Floor Covering News, 国盛证券研究所

SPC和WPC在外观方面没有太大区别,二者借助于数字印刷技术,可以做到仿石材、陶瓷、木材、地毯等纹理。由于SPC地板的核心层由石灰石组成,因此与WPC地板相比密度更高,并且更耐用。**高密度使得SPC与WPC相比抗刮擦和抗凹痕的能力更强。**WPC地板中含有发泡剂,通常脚感更好并且具有更好的吸音性能。目前许多制造商也在SPC地板中增加隔音背衬,因此SPC也可以提供吸音性能。在北美市场上,消费者在经过5-6年的WPC使用后,出现了诸多凹痕问题,而SPC产品兼具WPC的性能,并且可以解决WPC的凹痕问题,因此容易受到消费者青睐。

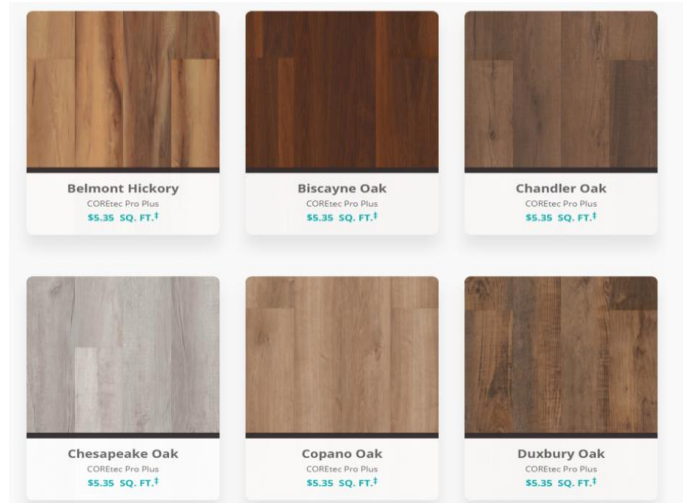
从终端产品的售价来看,WPC的售价基本上为SPC产品的两倍。我们以SHAW旗下的主要的PVC地板品牌Coretec的产品售价为例,COREtec Pro Plus(SPC产品)系列产品价格基本上均为5.35美元/sq.ft,而COREtec Plus(WPC产品)系列产品价格基本为10美元/sq.ft左右,单平米的产品价差达到50美元左右,因此,SPC具有更高的性价比。

图表 21: Coretec 的 WPC 产品价格 (美元/平方英尺)



资料来源: Coretec 官网, 国盛证券研究所

图表 22: Coretec 的 SPC 产品价格 (美元/平方英尺)



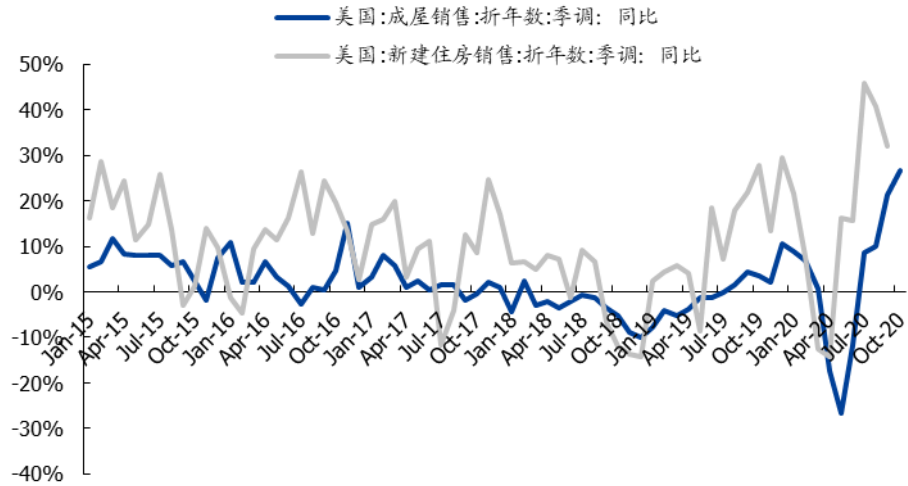
资料来源: Coretec 官网, 国盛证券研究所

1.4、海外需求持续性无忧，市场空间仍有

1.4.1、短期：地产高景气+抵押贷款利率历史低位，需求景气有望维持

疫情之后美国成屋及新房销售同比大幅增长。疫情影响之下3-4月美国成屋及新屋销售明显下降，而随着后续复工复产的逐步推进，5-6月新屋销售逐步恢复，7月以来美国新屋销售明显恢复提速，7月成屋销售同比增速也由负转正。一方面，由于疫情导致的经济活动受限逐步恢复，另一方面，疫情也催生了对于更好居住环境的改善型需求增加。

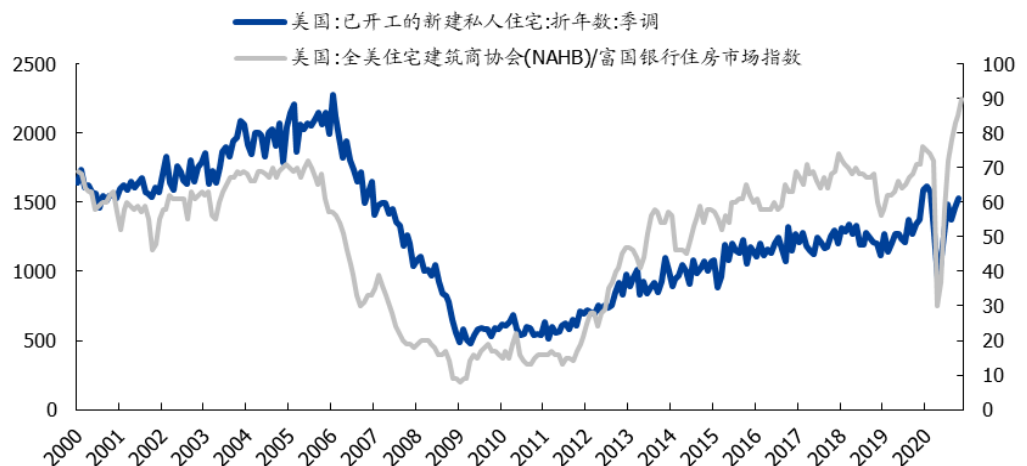
图表 23: 美国新建住房和成屋销售同比增速大幅提升



资料来源: WIND, 国盛证券研究所

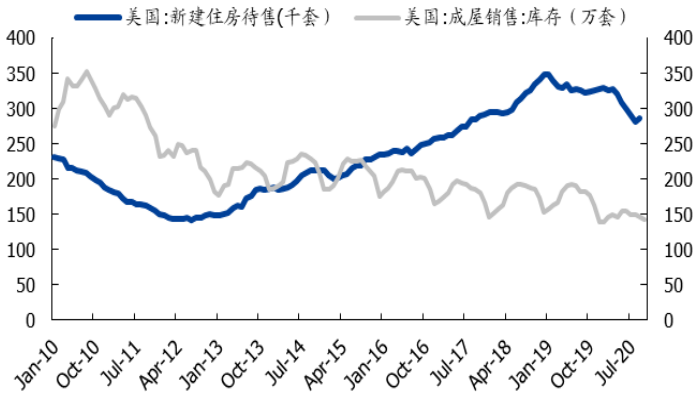
美国地产景气度持续上行，对地面装饰材料需求形成支撑。美国地产景气度（NAHB 房地产指数）11月已经攀升到 90 的水平，处于历史高位。对于新建住房，NAHB 房地产指数通常会领先于新开工数据，而地面装饰材料是新房上市前的最后一道工序；对于成屋销售，而地面覆盖物销售通常滞后于房屋交付 6-12 个月，从住房市场景气度看，地产的高景气有望支撑地面装饰材料需求。加之目前成屋和新屋库存仍处于低位，考虑到目前抵押贷款利率仍然处于历史最低位，未来一段时间内房屋建设及房屋交易活动将会进一步增加。

图表 24: 美国地产景气情况及新屋开工情况



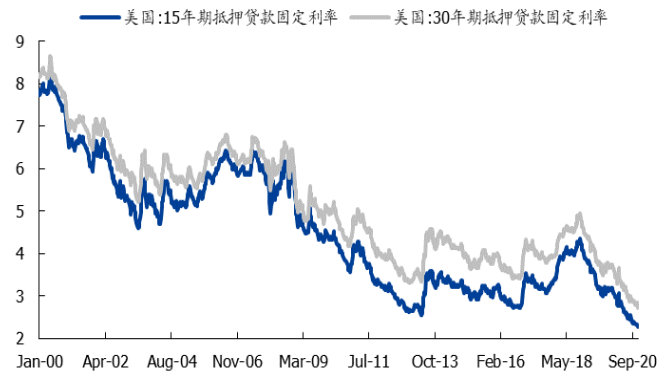
资料来源: WIND, 国盛证券研究所

图表 25: 美国成屋及新屋库存均处于较低水平



资料来源: WIND, 国盛证券研究所

图表 26: 美国抵押贷款利率处于历史低位 (%)

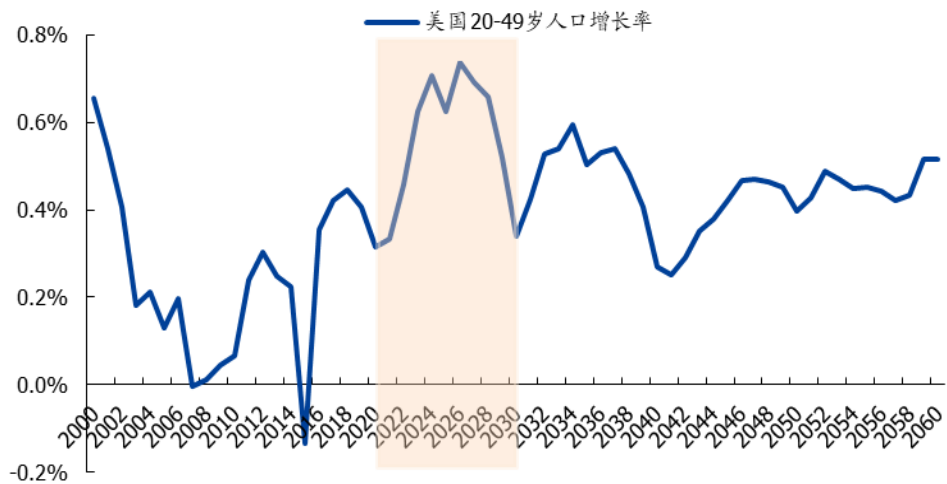


资料来源: WIND, 国盛证券研究所

1.4.2、中长期: 美国购房需求主力人群保持高速增长支撑未来地面装饰材料需求

美国购房人口主力——20-49 岁年龄段人口增速在 2016 年见底回升, 根据 OECD 的预测数据, 未来 8-10 年美国购房年龄段人口增速有望维持高位, 地产景气上行也有望维持。

图表 27: 美国 20-49 岁人口数量在未来 8-10 年有望保持较高增速



资料来源: OECD, 国盛证券研究所

2、美国地面装饰产品市场情况如何?

从美国地面装饰材料产业链来看, 包括从品牌商到分销商到零售商再到终端客户的多个参与方。其中, 美国地面装饰市场品牌商份额较为集中, 分销商和零售商数量较多且多品类、多品牌运营。终端销售渠道包括独立门店、大型家居中心、连锁硬面装饰专业门店、承包商、线上、直销等渠道。

2.1、美国地面装饰市场中品牌商/制造商份额较为集中

美国的地面装饰市场主要由品牌商/制造商、分销商和零售商构成。从品牌商来看，美国地面装饰材料的制造商份额较为集中，其中品牌/制造商份额较为集中，根据 Floor Focus 的统计，肖氏工业 (SHAW) 和莫霍克 (MOHAWK) 是美国第一、第二大的地面装饰材料公司，分别占据了 25.2% 和 23.8% 的市场份额。

图表 28: 2019 年美国十大地面装饰制造商 (百万美元)

制造商	规模合计 (出厂口径)	地毯	陶瓷砖	木地板	强化地板	弹性地板	橡胶
SHAW	5,387	3,156	40	371	25	1,795	-
MOHAWK	5,084	2,577	1,456	130	393	529	-
ENGINEERED FLOORS	1,079	1,029	-	-	-	50	-
MANNINGTON	825	135	20	86	47	463	75
TARKETT	819	343	-	-	20	277	180
INTERFACE	668	548	-	-	-	70	50
ARMSTRONG	474	-	-	-	-	474	-
THE DIXIE GROUP	376	361	-	-	-	15	-
AHF PRODUCTS	331	-	-	331	-	-	-
MAPLES	219	219	-	-	-	-	-
市场规模合计	21,364	10,561	2,814	2,536	971	4,921	683

资料来源: Market Insights LLC, Floor Focus, 国盛证券研究所

主要地面装饰材料企业 SHAW、MOHAWK 等大多是多品牌运营，根据产品品类以及覆盖市场的不同，旗下拥有多个品牌。这些地面装饰材料制造商通过大型分销商、家居中心零售商、线上、地面装饰零售商和承包商等多种渠道进行销售。对于大型制造商，一般拥有庞大销售体系，对接大型分销商、大型家居连锁商、专业工程承包商或是绕过传统分销商直接对接零售商。

Shaw 以其旗下的 Shaw Floors 和 Coretec 两个品牌对外销售弹性地板产品。2019 年，Shaw 的弹性地板销售收入达到 17.95 亿美元，同比增长 21%。

图表 29: SHAW 旗下主要品牌



资料来源: SHAW 官网, 国盛证券研究所

图表 30: MOHAWK 旗下主要品牌



资料来源: MOHAWK 官网, 国盛证券研究所

2.2、大型分销商采取多品牌、多品类运营模式

从大型分销商的营销模式看，主要分销商经营多品类及多品牌。以美国较大的地面装饰材料分销商 Hamnis 为例，旗下经营品牌涉及 MOHAWK 旗下的主要品牌 American Olean、

Marazzi 等品牌，涉及 SHAW 旗下 ShawMark 等品牌，以及 Armstrong、Bruce 等大型品牌商生产的产品。

图表 31: 美国前十大地面装饰材料分销商销售额及主要经营品牌 (百万美元)

公司	销售额	主要经营品牌
Hanines&Co	\$456	American Olean, Any Thing Goes, Ardex, Armstrong, Bostik, Bruce, Hartco, Capella, LM, Callaway, Chesapeake Flooring, Congoleum, DriTac, Flexco, Harris, InterCeramic, IVC, Mapei, Marazzi USA, Mullican, Quick-Step, Schlüter, ShawMark, TEC, Triangulo
BPI	\$237	American Olean, Armstrong, Bostik, Bruce, Columbia, Crossville, Firmfit, Laticrete, Mannington, Marazzi USA, Mullican, Prestige, Quick-Step, Schlüter, Stainmaster, Tarkett
Galleher	\$209	Bona, Bostik, Johnsonite, Lauzon, Monarch, Reward, Schönnox, Sequoia, Somerset, Tarket
E.J. Welch Company	\$90	Ardex, Centaur, Florim USA, Johnson Hardwood, Leggett&Platt, NovaFloor, Novalis, Novus, Raskin, Stonepeak Ceramics, Tarkett, Taylor Adhesives
All-Tile	\$203	Carpenter, Casabella, Compac Quartz, Congoleum, EarthWerks, Floor Dot, InterCeramic, Kahrs, LifeCore, Mapei, MD Pro, Mirage, Prova, Raskin, Roberts, Roppe, ShawMark, Somerset, Traxx, USG, XL Brands
Belknap White Group	\$212	AHF Products, American Olean, Appalachian, Ardex, Armstrong, Ashawa Bay, Atlas Concorde, Bona, Bruce, Crossville, Flexco, Graf, Johnsonite, Kährs, Laticrete, Mirage, Schlüter, Somerset, Struktur, Ten Oaks, Wego
Tri-West Ltd.	\$174	Armstrong, At Work Carpet Tile, Bravada Hardwood, CityWide LVT, Flexco, Gemwoods, Grand Pacific, LM, Metroflor, Mirage, Paradigm, Provenza, Quick-Step, Remedy HDPC, Sika
Apollo Dist.Co.	\$174	Armstrong, Aspecta, Bella Cera, Diamondwood, Flexco, Inhaus, Metroflor, Milliken, Next Floor, Panaget, Penetron, Prevail, Woodlands
NRF Distributors	\$172	American Olean, Amorim, Beauflor, BSL, Carpenter, EarthWerks, Hallmark, Harris Wood, Fusion, Interceramic, Johnsonite, Kraus, Lauzon, Leggett&Platt, Maine Traditions, Mapei, Marazzi USA, Milliken, Mohawk, Multiply, Next Floor, No-Muv, NRF Select, Phenix, Prisma Adhesives, Quick-Step, Raskin, Schlüter, Shaw, Tarkett, Teragren, Venture Carpet
B.R. Funstern	\$166	AHF Products, Ardex, Bostik, Burke, Congoleum, EF Contract, Hartco, HF Design, Euclid, Independence Hardwood, Kährs, Mapei, Metabo, Mission Collection, Pallacio, Powerhold, Quick-Step, Roppe, Sika, USG, XL Brands

资料来源: Floor Covering News, 国盛证券研究所

部分分销商自己寻找供应商并以自己的品牌运营。大型分销商 MSI 在全球范围内寻找产品供应商，每年进口超过 50000 柜产品，上亿平产品地面装饰材料，经营范围包括 LVT、瓷砖、石材等产品，通过遍布在美国和加拿大的 30 多个分销中心为客户提供产品。2019 年 MSI 实现销售收入 14 亿美元。MSI 以自有品牌经营，旗下有 Everlife™ 品牌 LVT、Arterra™ 品牌瓷砖等。

图表 32: 大型分销商 MSI



资料来源: Floor Focus, 国盛证券研究所

图表 33: 大型分销商 Hanines 仓库



资料来源: Floor Focus, 国盛证券研究所

2.3、较为分散且多样化的零售销售体系

在美国的地面装饰材料销售渠道中，分散的地面装饰独立门店占比 45%，连锁建材家居卖场占比 15.6%（家得宝 9.6%，劳氏 5.1%），专业硬面装饰门店占比 8.2%，线上及直销渠道占比 4%，通过工程承包商销售的占比 23.2%。

图表 34: 2014-2019 年地面装饰材料销售渠道及规模（销售口径）

	2014 (%)	2015 (%)	2016 (%)	2017 (%)	2018 (%)	2019 (%)	2019 (十亿美元)
地面装饰独立门店	48.3	48.1	47.8	46	45.4	45	\$31.80
连锁建材家居卖场	15.4	15	14.9	16.3	16.5	15.6	\$11.00
-家得宝	9.2	9.1	9	9.8	10	9.6	\$6.80
-劳氏	5.4	5.3	5.4	6	5.8	5.1	\$3.6*
专业硬面装饰门店	7.6	7.8	7.9	7.6	7.8	8.2	\$5.80
-Lumber liquidators	1.7	1.5	1.4	1.5	1.6	1.6	\$1.10
-Floor & Decor	0.7	0.8	1	2.1	2.4	2.9	\$2.00
-THE TILE SHOP	0.5	0.5	0.5	0.5	0.6	0.4	\$0.30
非商店	2.6	2.7	3.2	3.3	3.9	4	\$2.80
-线上			1.8	1.8	2.3	2.5	\$1.80
-直销			1.4	1.5	1.6	1.5	\$1.00
其他	4.9	4.8	4.3	3.6	3.8	4	\$2.80
承包商	21.2	21.6	21.9	23.2	22.6	23.2	\$16.40
合计							\$70.60

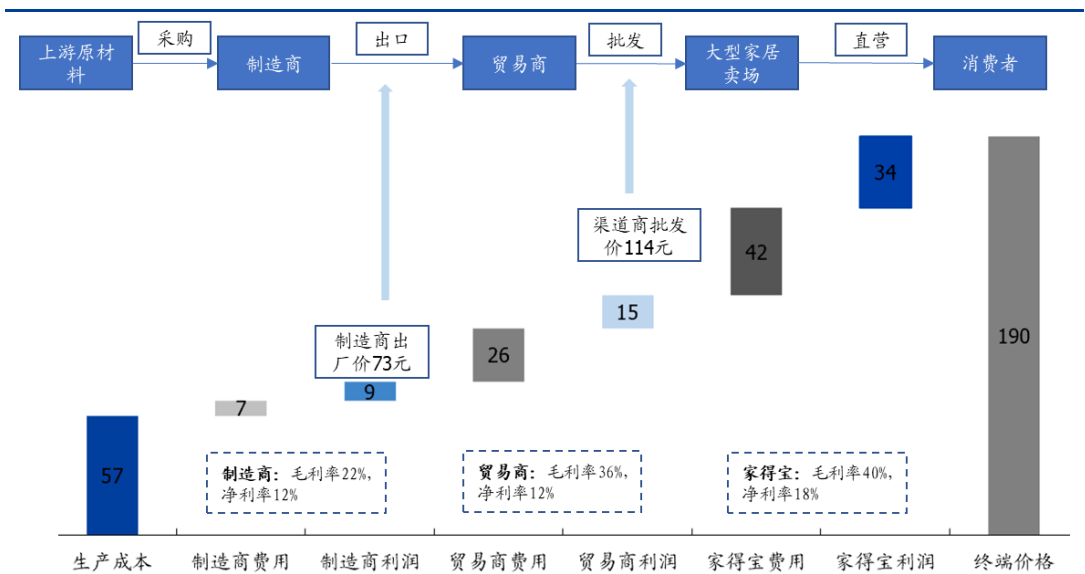
资料来源: marketWise, Floor Covering Weekly, 国盛证券研究所

- **连锁建材家居卖场（家得宝、劳氏等）：**2019 年家得宝在美国有 1984 家分店，劳氏在美国有 1780 家门店。2019 年美国地面装饰市场中，家得宝和劳氏市场份额分别为 9.6%和 5.1%。2019 家得宝和劳氏的地面材料占各自业务比重分别为 6.8%和 5.4%。这些连锁家庭中心内的特点通常是产品展示空间有限，并且产品陈列较为密集，一般地面装饰材料的展示空间在 300-500 平之间，销售的 SKU 在 500-600 个，产品价位相对较低，产品主要定位在中低端。

根据家得宝官网的产品价格情况，销量最高的 WPC 产品均价 2.89\$/sq.ft 左右，显著低于专业地板品牌 Coretec 旗下产品。以家得宝为例，其 WPC 产品主要来自于 HMTX 旗下的 Halstead，而 HMTX 旗下的 VERTEX 主要在全球范围内寻找 WPC 产品的供应商（VERTEX 旗下有 30 多个自有品牌），根据爱丽家居的招股说明书，VERTEX 向 HOME DEPOT 销售 PVC 塑料地板占比在 70%左右，而 VERTEX 向爱丽家居的采购额占比 40%左右。

我们以家得宝的 WPC 的销售为例，生产成本在 57 元/平左右，生产商费用在 7 元/平，FOB 出厂价 73 元/平，家得宝终端售价 2.89\$/sq.ft（折合人民币 190 元/平），家得宝净利率 12%，毛利率 34%（整体值），由于 LVT 的毛利率水平高于其他地面装饰材料，通常为 40%以上，因此假设家得宝的 WPC 毛利率 40%，费率和整体保持一致，则家得宝从贸易商 VERTEX 的批发价大约为 114 元/平。由于销售环节较多，并且采购量大，因此下游对于制造商的议价能力较强，导致留在制造商处的利润相对较低。

图表 35: 从国内 WPC 地板制造企业到家得宝销售各环节成本费用利润结构



资料来源：爱丽家居招股说明书，家得宝官网，国盛证券研究所

- **专业硬面装饰门店：**以 Floor&Décor、Lumber liquidators、THE TILE SHOP 等为代表的专业地面装饰连锁门店通常门店面积较大，可供应的产品品类较多，为消费者提供较为专业的选购指导以及售后服务。采购模式方面，Floor&Décor 这类公司直接从制造商进行采购，绕过了分销渠道，因此能够提供更有竞争力的价格。2019 年专业硬面装饰门店合计市场份额达到 8.2%。

专业硬面装饰门店供应商较多且分散。根据公司年报，Floor&Décor 从 225 个国内及国外供应商处寻找商品，有 35%从中国进口，最大的供应商占比 15%，其他的供应商占比都不超过 7%；Lumber liquidators 46%的产品从中国进口，6%来自欧洲和澳大利亚、5%来自南美；THE TILE SHOP 从国内外的 200 个供应商寻找 6000 种商品的供应，36%来自欧洲，32%来自北美，23%来自亚洲，9%来自南美。

图表 36: 不同地面装饰零售店的规模及涉及品类情况

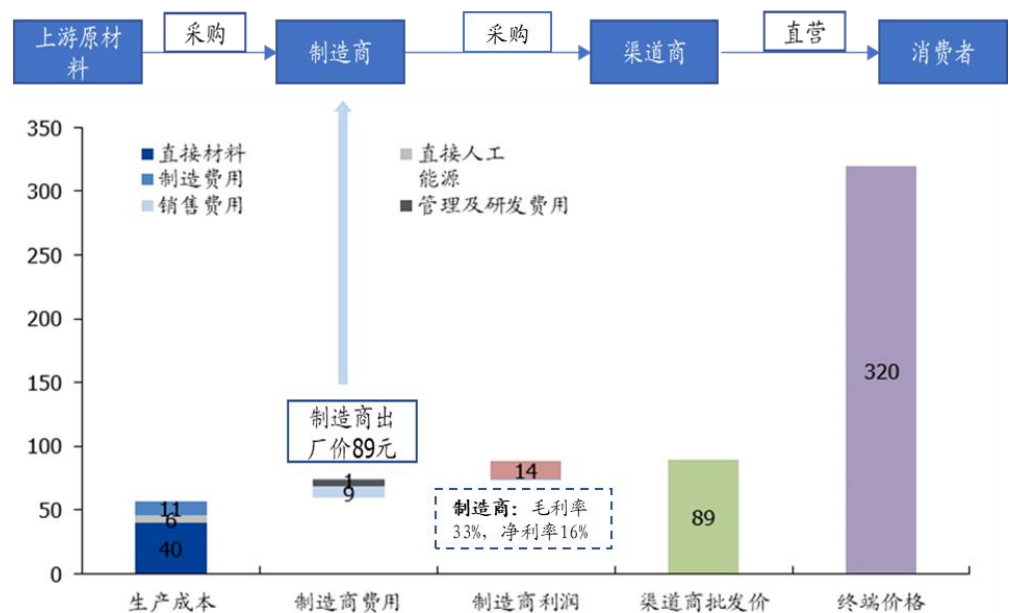
	Floor&Décor	Lumber Liquidators	The Tile Shop	家居连锁中心(家得宝、劳氏等)	独立门店	
门店大小(sq.ft)	75000	6500-7500	20200	3000-5000	varies	
门店数量	100	400	140	4400	varies	
SKU	可购买的	1650	400	2000	575	varies
	库存的	1450	40-50	20-25	335	varies
地砖	✓	✓	✓	✓	Various	
石材	✓	×	✓	✓		
木材	✓	✓	×	✓		
配件	✓	✓	✓	✓		
线上购买	✓	✓	✓	✓	×	

资料来源: Floor&Décor, 国盛证券研究所

- **地面装饰独立门店:** 根据 Floor Covering Weekly 的统计, 2019 年美国市场共有 12500 家地面装饰零售门店, 由于美国地面装饰零售企业极为分散, 大量零售公司都是单店模式, 2019 年美国共计有 9100 家地面装饰零售公司。由于规模较小, 独立门店的零售商大多通过分销商渠道采购产品。

以海象新材的主要客户之一 Flooring Liquidators 为例, WPC 地板在终端的销售价格大约为 4.98\$/sq.ft 左右, 由于 Flooring Liquidators 直接从海象进行采购, 并且自建渠道销售, 终端产品售价较高, 从制造商直接到零售商的模式减少了贸易商的盘剥以及客户体量为中小型, 其议价能力相对家得宝这样的大型客户较弱, 因此出口型企业在对中小客户时利润水平更高。**总结来说, 制造商面对的海外客户越贴近终端, 其获得的利润水平越高, 制造商到终端的层级越少带来的利益共享越多。**

图表 37: 国外零售商直接从国内 WPC 制造企业采购的成本费用利润结构



资料来源: 海象新材招股说明书, Flooring Liquidators, 国盛证券研究所

从门店情况看, 零售商在销售产品和品牌的选择上具有比较大的灵活性。无论是独立门

店还是家得宝这样的连锁家居中心，都覆盖多种地面装饰材料产品，包括地毯、实木地板、弹性地板、瓷砖等多种品类。在品牌选择方面，家得宝等大型连锁建材中心合作的品种相对较少并且固定，而独立零售门店通常是多品牌经营。根据 FCW 的调查，单个零售者在门店会展示 8-10 个弹性地板（LVT）制造商/品牌商的产品。

图表 38: 美国销售地面装饰材料的独立门店



资料来源: Floor Focus, 国盛证券研究所

图表 39: 家得宝地面装饰材料销售区域



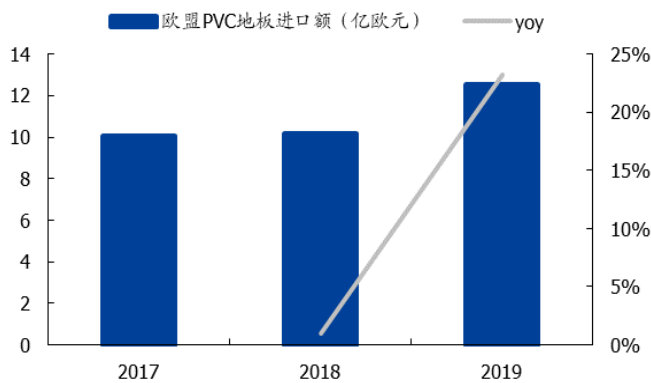
资料来源: Floor Focus, 国盛证券研究所

小规模零售商最积极销售 SPC 产品。 Shaw/Coretec、HMTX 和 Mannington 等主要制造商/品牌商都将重点放在高端市场上，并以 WPC 产品为主。尽管 SPC 产品增长迅速，但美国市场仍由 Shaw 和 HMTX 两大巨头主导的 WPC 为主（爱丽家居主要客户 VERTEX 为 HMTX 旗下公司）。最大的地板零售商、家居中心（家得宝、劳氏等）也大多出售 WPC，最积极并且率先采用 SPC 的是规模较小的独立地板零售商。

3、欧洲地面装饰市场 PVC 地板渗透也不断加快

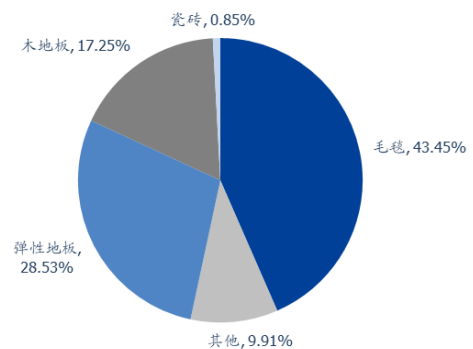
欧洲 PVC 地板市场空间（进口额）近 100 亿人民币，渗透率有提升趋势。欧洲市场对于根据 Eurostat 的统计，欧盟进口地面装饰材料的比重从 2011 年的 15.16% 提升至 2018 年的 28.53%。2019 年欧盟对于 PVC 地板的进口额达到 12.52 亿欧元，同比增长 23.22%。

图表 40: 2017 年-2019 年欧盟 PVC 地板进口额及增速



资料来源: 海象新材招股说明书, 国盛证券研究所

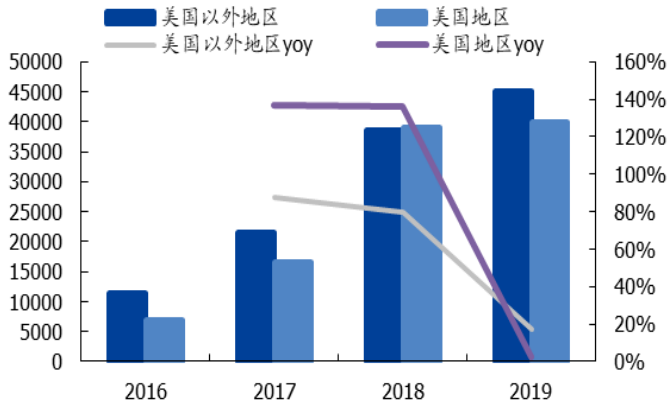
图表 41: 2018 年欧盟进口各类地面装饰材料的比例



资料来源: Eurostat, 国盛证券研究所

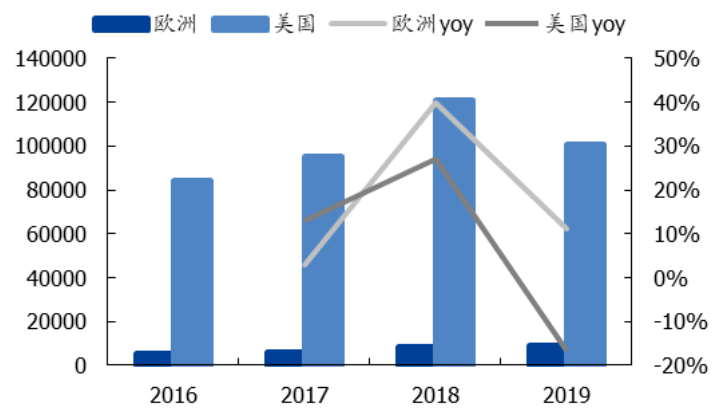
欧洲市场相对美国市场更为稳定，主要出口企业欧洲地区收入稳定增长。从海象新材和爱丽家居的分地区销售情况来看，欧洲地区需求也增长较快，2017-2019年海象新材美国以外地区销售额分别同比增长88%、80%和17%；爱丽家居欧洲地区销售额分别同比增长3%、40%和11%。由于受中美贸易摩擦影响，海象及爱丽2019年对美国地区的销售增速同比放缓，而对欧洲市场仍然保持着较高增速。

图表 42: 海象新材 2016-2019 年分区域销售收入及增速 (万元)



资料来源: 海象新材招股说明书, 国盛证券研究所

图表 43: 爱丽家居 2016-2019 年分区域销售收入及增速 (万元)



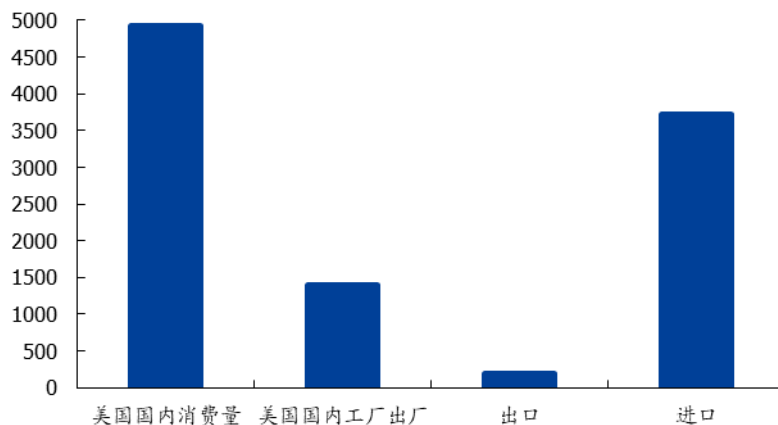
资料来源: Eurostat, 国盛证券研究所

4、贸易摩擦不改行业需求快速增长趋势，海外产能布局企业享有优势

4.1、美国市场对中国进口的 PVC 地板较为依赖

尽管美国地面装饰材料制造商/品牌商市占率较高，但是仍然对于海外的供应商依赖较为严重。主要制造商/品牌商大量产能来自美国以外区域，主要来自于中国。根据 Floor Covering News，美国自身从事弹性地板的生产成本比从中国采购高 15%（在不考虑关税的情况下）。根据 Floor Covering Weekly 的统计，2019 年进口在美国弹性地板销售总额（按面积计）中的份额达到 82.7%，高于 2017 年的 71.6%，在 LVT 方面，进口渗透率更高。按 Floor Focus 的统计口径，2019 年进口在美国弹性地板销售总额（按金额计）中的份额为 76%。

图表 44: 2019 年美国弹性地板来源结构 (百万美元)

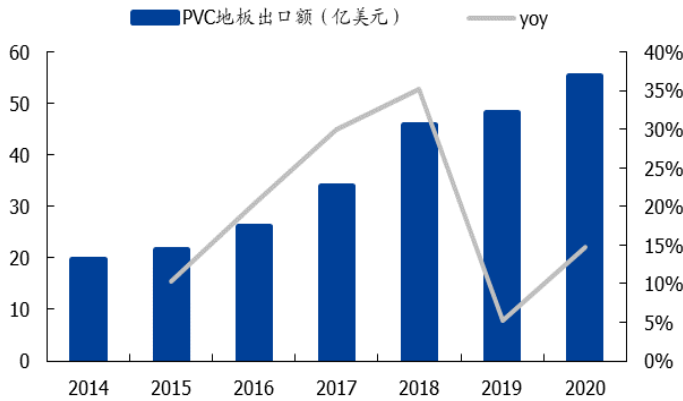


资料来源: Floor Focus, 国盛证券研究所

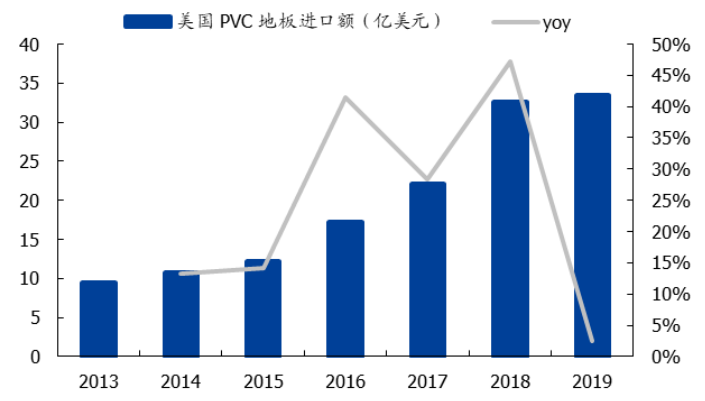
海外 PVC 地板需求高度景气，2013-2018 年我国出口额复合增速 28.15%。2019 年达到 33.45 亿美元。受中美贸易摩擦影响，2019 年美国 PVC 地板进口额增速有所放缓，同比增长 2.42%。根据 US Census Bureau 统计数据，2015 年至 2019 年，我国出口至美国的 PVC 塑料地板销售额由 8.45 亿美元提高至 28.52 亿美元，占其总进口额的比重由 66% 提升至 85%，美国对于我国 PVC 地板供应的依赖程度不断提升。**2020 年 1-12 月我国 PVC 地板出口额扩增至 56 亿美元，同比增长 14.75%。**

图表 45: 2014 年-2019 年我国 PVC 地板出口额及增速

图表 46: 2013 年-2019 年美国 PVC 地板进口额及增速



资料来源: 中国海关, 国盛证券研究所



资料来源: Flexport, 国盛证券研究所

从新品类来看，对于海外供应商的依赖程度更高。根据 Floor Focus 的报道，中国有上百家生产刚性核心产品的制造商，越南、韩国、菲律宾和中国台湾等亚洲国家和地区也有少数几家制造商，美国大约有 6 家企业开始量产产品或者投建相关产品产能，包括 SHAW's、Mannington 和 Mohawk 等大公司。

图表 47: 2020 年美国国内投资建设 LVT 产能的情况

公司	扩张计划
Novalis	一月, Novalis 在 Dalton 投资 3000 万美元投资生产刚性 LVT 产品
Huali Floors	五月, 华丽塑料在 Chatsworth 建立分部和工厂, 主要生产 WPC 和 SPC 产品
Creative Flooring Solutions	六月, 在 Georgia 投资超过 7000 万美元建设生产基地生产 LVT 产品
Wellmade Flooring	六月, 在 Georgia 投资超过 3500 万美元建设工厂生产 LVT 产品
SHAW	八月, Shaw 宣布计划投资约 2000 万美元补充其现有的 SPC 弹性地板制造业务。
Engineered Floors	八月, 在 Dalton 的工厂开始家用 LVT 生产, 是公司首次涉足硬面装饰物生产

资料来源: Floor Focus, 国盛证券研究所

4.2、具备海外产能的弹性地板出口企业享有优势

由于相关贸易政策经常发生变化以及贸易摩擦的经常性发生，出口产品在关税政策上面面临较大的不确定性。2018 年 9 月，美国对我国包括 PVC 地板产品在内的商品征收 10% 的关税；2019 年 5 月关税调整至 25%；2019 年 10 月，关税调整至 30%；2019 年 11 月，对包括 PVC 地板的多个行业的部分产品排除加征关税；2020 年 8 月，PVC 地板等产品恢复加征 25% 关税。

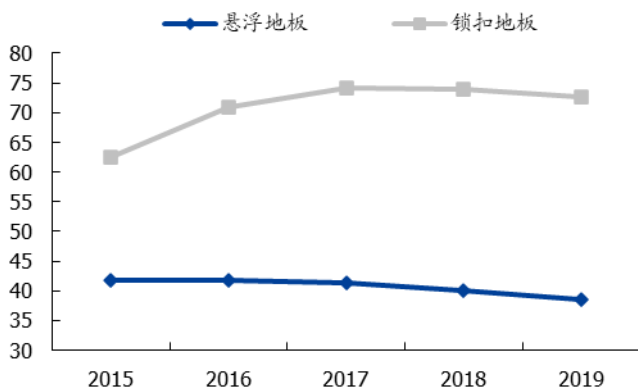
图表 48: 关于 PVC 地板加征关税的有关规定

日期	具体规定
2018年9月24日	实施对从中国进口的包括 PVC 地板在内的约 2,000 亿美元商品加征关税的措施, 加征关税税率为 10%。
2019年5月10日	对从中国进口的 2,000 亿美元清单商品加征的关税税率由 10% 提高到 25%, 即关税税率的绝对值增加 15%。
2019年10月1日	对包括 PVC 地板在内的约 2,000 亿美元中国进口商品由原先加征 25% 关税提高到加征 30% 关税, 即关税税率的绝对值再增加 5%。
2019年11月13日	美国贸易代表办公室发布声明, 追溯自 2018 年 9 月 24 日起, 至 2020 年 8 月 7 日, 对包括 PVC 地板的多个行业的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, 自 2020 年 8 月 7 日开始对包括 PVC 地板等多个行业的产品恢复加征 25% 关税。

资料来源: 海象新材招股说明书, 国盛证券研究所

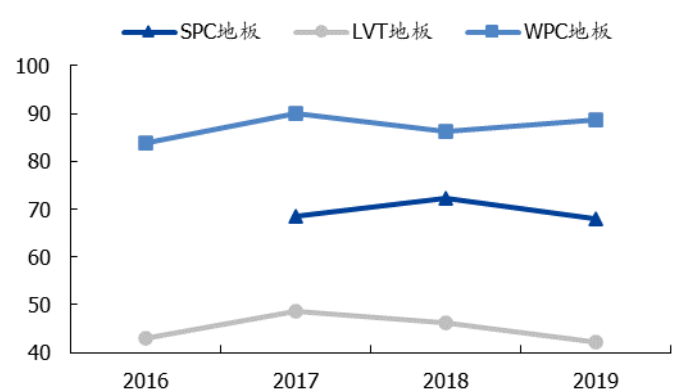
受贸易摩擦影响, 产品价格部分下降。从加征关税的时间节点看, 主要在 2018 年 10 月-2019 年 10 月之间, 从爱丽家居及海象新材的产品出厂均价看, 均呈现出一定程度的下降(海象 WPC 均价上行主要原因是产品结构变化, 低端产品占比下降)。根据海象新材招股书, 公司因两次关税税率调整导致公司销售价格大约下降 6.56% 左右。根据爱丽家居招股书, 增加的关税由公司、客户以及终端客户共同承担, 公司承担范围在 2%-8% 区间范围内。

图表 49: 爱丽家居主要产品出厂均价变动情况(元/平)



资料来源: WIND, 国盛证券研究所

图表 50: 海象新材主要产品出厂均价变动情况(元/平)



资料来源: WIND, 国盛证券研究所

出口企业或面临转单风险, 具备海外产能的企业享有优势。尽管贸易摩擦带来的关税提升在制造工厂及其下游客户进行分担, 但关税提升的大部分比例还是转嫁到了终端消费者身上, 产品价格的提升或带来销量的下降。因此大部分的制造商/品牌商都在全球范围内寻找供应商, 并且不依赖于单一供应商。贸易摩擦带来的关税提升的后果一部分是会带来产品的转单, 品牌商会去寻找价格更低的产品货源。贸易摩擦加征高额关税背景下, 随着众多地板制造商在美国、越南等地布局产能建设生产基地, 没有海外产能的中小企业出口会受到一定影响, 而具备海外产能布局的企业有望从转单效应中受益。

部分国内企业布局越南产能, 对冲贸易摩擦风险。越南工厂具有税收优惠、劳动力成本低等优点, 部分国内企业为了减少加征关税带来的不利影响, 前往越南布局生产基地。例如海象新材、天振竹木、永裕家居、劲嘉建材近两年均在越南布局生产基地和产能生产 PVC 地板。

图表 51: 部分国内弹性地板生产企业在越南投资建设生产基地及产能

公司	扩张计划
海象新材	公司于 2019 年 9 月在越南设立全资子公司——越南海欣新材料有限公司，注册资本 1900 万美元。2020 年 10 月，公司使用自有资金向全资子公司越南海欣新材料有限公司增资 5000 万美元，增资完成后越南海欣的注册资本从 1900 万美元增加至 6900 万美元。
天振竹木	公司在越南建立生产基地，产能比原来翻了一番，2020 年公司整体业绩将近 30 亿元。
永裕家居	公司于 2019 年 3 月注册成立越南永裕，注册资金 1126 万美元，主要进行地板的生产和销售，永裕家居 2019 年实现 SPC 地板销售额 4.22 亿元，同比增长 37%。
劲嘉建材	2020 年，公司在越南建设第四工厂，主要生产 LVT、WPC 等产品

资料来源：公司公告，国盛证券研究所

5、如何看待近期海运成本、汇率、原材料价格波动等对 PVC 地板出口链的影响？

近期由于人民币持续升值、原材料 PVC 价格上涨以及海运费用等提升影响，PVC 地板出口链企业盈利性受到一定影响，尽管如此，PVC 地板出口数量和金额受影响不大，预计随着 2021 年海外疫情常态化，以上阶段性因素的影响消失，PVC 地板企业盈利性预计回升，充分受益于海外需求高景气。

2020 年上半年受疫情影响，人民币阶段性贬值，而 2020 年 6 月以后随着国内经济复苏以及海外疫情加重等因素影响，人民币持续升值，外币兑人民币汇率持续走低。人民币升值对于 PVC 地板出口企业的影响主要集中于：1) 收入和毛利率水平，PVC 地板出口去向主要是美国和欧洲，企业出口订单收入以美元和欧元等外币为主，兑换成人民币会因为汇率上升而受到损失，从而会影响到出口业务收入。而原材料成本端由国内进行供应，计价方式为人民币，综合以上两点，毛利率预计会有所下降；2) 财务费用预计增加，外币兑换人民币的过程中会形成汇兑损益，计入财务费用；3) 汇率方面的波动一般由 PVC 地板出口企业和海外进口商共同承担，汇率波动会影响到产品价格的竞争力，但是考虑到 PVC 地板的需求旺盛且主要供应来自于中国，我们认为需求端目前较为刚性，出口订单需求受此影响不大。

图表 52: 美元兑人民币汇率走势



资料来源：WIND，国盛证券研究所

图表 53: 欧元兑人民币汇率走势



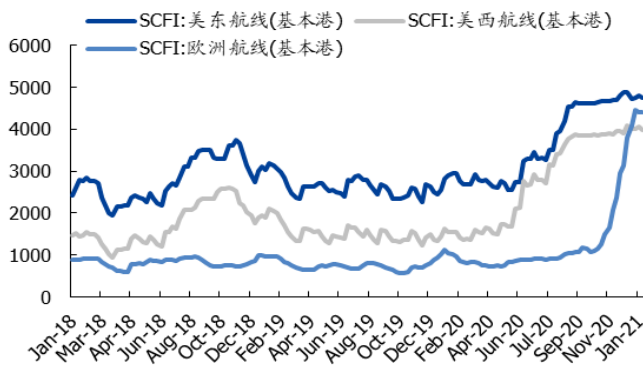
资料来源：WIND，国盛证券研究所

由于海外疫情并未全面缓解，海外制造业停工较多，而中国制造业率先于世界恢复，海外出口高度景气，从中国出口方向的海运需求激增。但同时，海外由于大面积停工，导致集装箱出口后无法及时返回，集装箱周转天数明显拉长，导致海运运力供给端严重不

足，海运费大幅提升。尽管出口集装箱及船运费用大幅提升，但是PVC地板的出口数量并未因此受到太大影响，2020年10-12月PVC地板出口量单月同比分别增长35%、40%和20%。

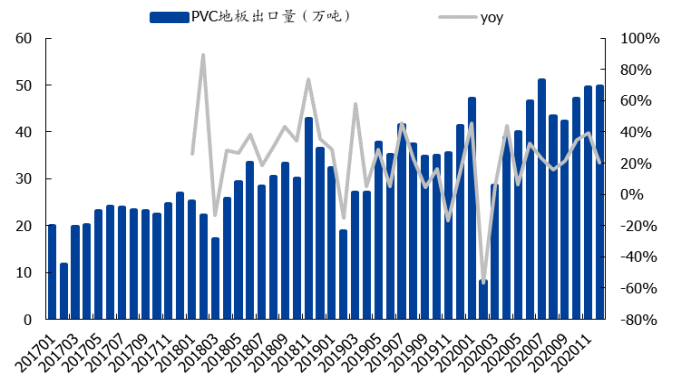
PVC地板出口企业一般采用按照FOB价格模式与客户进行结算，FOB模式下的前期物流费用以及报关装船等费用由出口企业承担，后续海运等费用由客户承担；除了采用FOB价格结算外，少量客户采用DDP价格结算，DDP模式下所有的运费以及报关装船等费用均由公司承担，因此在海运运费成本端对于下游客户的影响更大，国内企业主要影响发货进度。

图表 54: SCFI 综合指数变动情况



资料来源: WIND, 国盛证券研究所

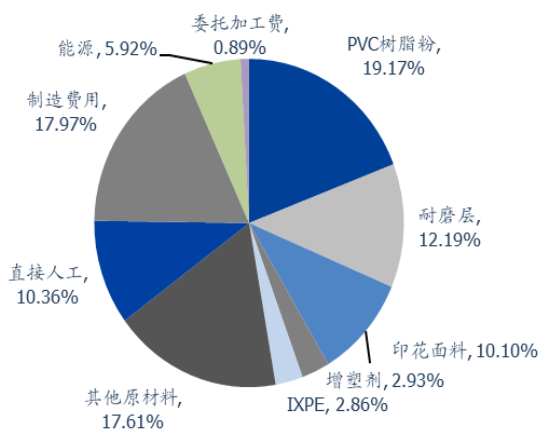
图表 55: PVC 地板出口数量及增速持续提升, 行业高景气维持



资料来源: 中国海关, 国盛证券研究所

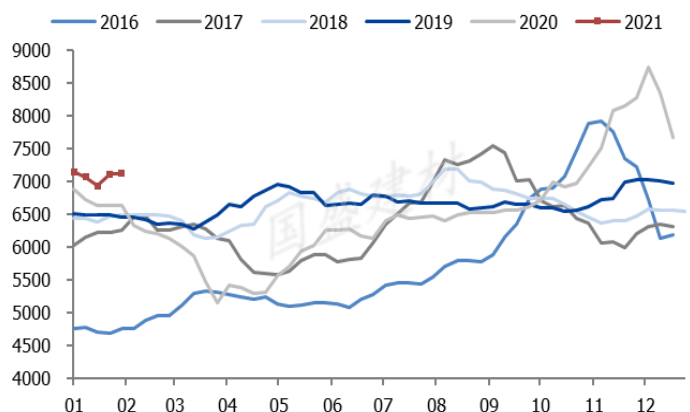
PVC树脂是弹性地板的主要原材料，除了基材中使用的PVC树脂粉，外购的耐磨层等也涉及到PVC树脂的使用，整体PVC占成本的1/3左右，2020年4月以来PVC树脂均价持续提升，从4月最低位一路提升到12月最高位，涨幅高达70%，导致PVC地板生产企业成本短期承压。12月下旬以来，PVC树脂价格逐渐回落，目前已回落至于7100元/吨的水平，预计原材料价格波动所带来的短期压力有望逐步缓解。

图表 56: 2019 年海象新材 PVC 地板成本构成



资料来源: 招股说明书, 国盛证券研究所

图表 57: PVC 树脂价格波动情况 (元/吨)



资料来源: WIND, 国盛证券研究所

由于汇率波动美元兑人民币汇率疲软、原材料价格上涨以及海运与运力不足导致运输费用增加等因素影响，美国主要弹性地板经营企业均上调产品均价，Armstrong 和 Mohawk 分别提价 9%和 8%。总体来说，由于 PVC 地板产能主要集中在中国，而海外需求十分旺盛，短期内订单向其他国家或地区转移的风险较小，而随着海运运力的恢复以及 PVC

价格的回落，这些短期性影响有望消失，持续看好未来需求高景气以及出口产业链企业受益。

图表 58: 美国主要弹性地板品牌商纷纷上调产品价格

品牌方	提价情况
Armstrong	从 2021 年 1 月 15 日起全线产品提价 9%
Mohawk	从 2021 年 1 月 11 日起所有商用硬面材料价格提涨 8% (包括 LVT, 乙烯基片材, 橡胶, 木材和复合地板等)
Mannington	从 2021 年 3 月 1 日起所有商用地面铺装材料价格提涨 5%
Milliken	弹性地板的价格将上调 6% 至 10%，于 2021 年 3 月 1 日生效

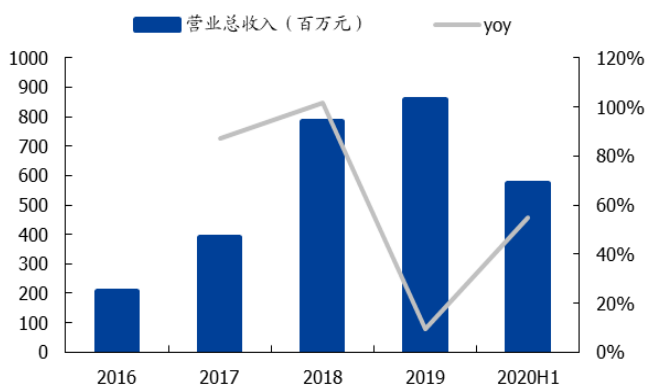
资料来源: Floor Focus, 国盛证券研究所

投资策略

美国 LVT 地板行业 2012-2019 年复合增速 31.2%，2019 年市场规模 48 亿美元，海外市场需求高度景气。美国弹性地板需求进口依赖严重，进口占比 80% 以上，持续提升的渗透率、扩张的市场空间以及分散多样的销售体系为中国的出口企业提供了广阔的业务机会。贸易摩擦、汇率波动、原材料价格波动、海运运力供给不足等因素短期扰动不改行业需求景气，具备海外产能布局的中国 PVC 地板出口企业预计持续受益于海外需求高景气。看好积极扩张产能、扩增渠道、业绩弹性大的 PVC 地板出口制造商，核心推荐海象新材。

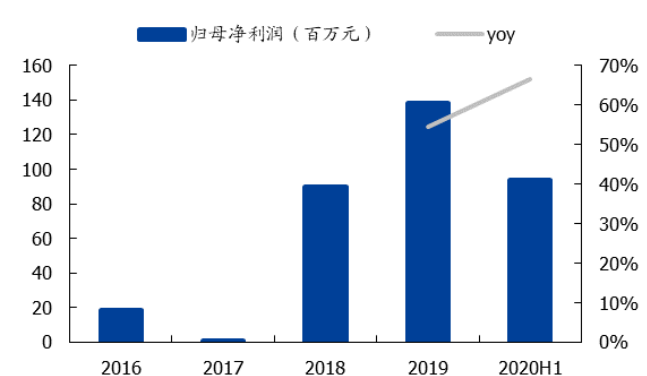
海象新材是国内领先的 PVC 地板 ODM 厂商，产品覆盖 LVT 地板、WPC 地板和 SPC 地板三大类，2016-2019 年营业收入复合增速 60%，归母净利润复合增速 94%。公司近年来把握弹性地板渗透率提升趋势，快速跟进 SPC 占比提升这一结构性变化积极扩张 SPC 产品产能。

图表 59: 海象新材营业收入及增速



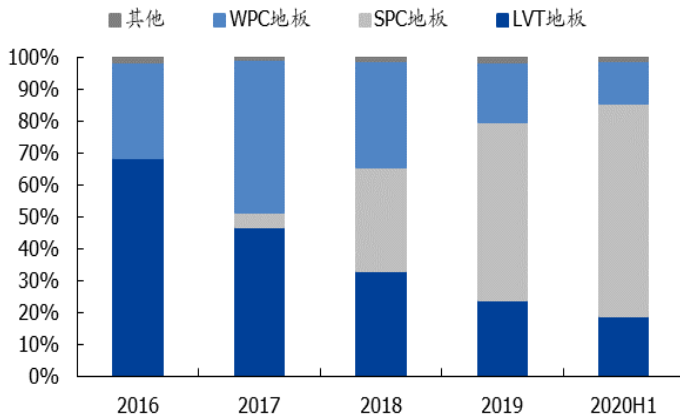
资料来源: WIND, 国盛证券研究所

图表 60: 海象新材归母净利润及增速



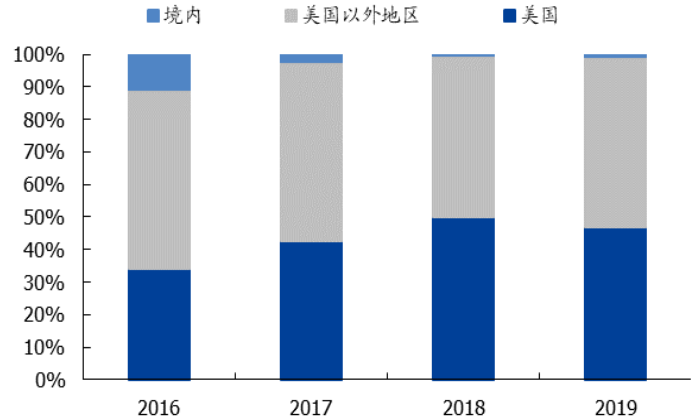
资料来源: WIND, 国盛证券研究所

图表 61: 海象新材业务结构 (分产品)



资料来源: WIND, 国盛证券研究所

图表 62: 海象新材业务结构 (分地区)



资料来源: WIND, 国盛证券研究所

公司快速扩张产能、拓展渠道, 成长弹性足。公司一方面加大渠道拓展, 截至 2019 年末, 与公司有交易记录的客户累计逾 100 家, 其中与公司有活跃交易且金额较大的客户有 20 余家。美国地面装饰行业渠道结构中, 分散的地面装饰材料门店占据大多数份额, 未来拓展空间较大。公司另一方面加大直销比例, 直销占比从 2017 年的 67.8% 提升到 2019 年的 84.2%。近年来公司产销两旺, 2019 年末公司产能 12.14 万吨, 产能利用率 102.84%, 越南基地和国内募投项目预计未来 2-3 年规划新增近 2 倍产能, 可解决产能瓶颈问题。未来随着客户渠道开拓和新增产能持续释放, 规模和业绩有望保持快速成长。

风险提示

原材料价格波动的风险

PVC 地板主要原材料是 PVC 树脂粉、印花面料和耐磨层等, 价格走势与原油及煤炭价格走势具有一定程度的关联性。相关公司主要原材料在主营业务占比 65% 左右, 如果未来生产所需的原材料价格发生较大幅度的波动, 预计将会对相关公司业绩产生影响。

汇率波动的风险

PVC 地板出口业务主要以美元或者欧元进行定价和结算, 产品从签署订单到收汇、结汇周期较长, 主要集中在 2-5 个月之间, 人民币汇率波动对公司出口业务影响较大。如果未来汇率大幅波动, 相关公司预计会因为汇率波动而产生汇兑损益。

市场竞争加剧的风险

行业内从事 PVC 地板生产及出口的企业众多, 大量经营规模不大并且研发和销售能力较弱的中小企业存在, 行业集中度较低, 同质化竞争严重。行业整体毛利率水平较高, 吸引更多参与者进入本行业, 另一方面具有竞争力的企业不断扩充产能, 未来市场竞争加剧, 产品存在价格下降的风险, 可能会影响公司业绩。

贸易政策不确定的风险

PVC 地板出口企业主要为美国、欧盟、加拿大、澳洲等境外 PVC 地板品牌商、建材零售商提供 ODM 产品, 境内销售金额较小, 境外销售中美国占比相对较高。如果未来相关贸易政策发生重大变化或发生贸易摩擦, 将给公司市场销售带来一定的风险, 从而经营业绩出现重大不利变化。

市场需求变动的风险

PVC 地板生产制造企业下游终端客户主要是欧美住宅及商用建筑, 随着近年来欧美市场

对于弹性地板产品的认知度及认可度提升，弹性地板需求持续增加。但是我们也看到在产品消费结构中，SPC地板由于其性价比更高表现出了更强劲的增速，未来不排除市场上产品不断创新迭代，公司拟投产产能无法有效消化以及公司转投其他产品不及时的可能，预计会对公司业绩带来不利影响。

免责声明

国盛证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的6个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中A股市场以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普500指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在-5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在10%以上

国盛证券研究所

北京

地址：北京市西城区平安里西大街26号楼3层
 邮编：100032
 传真：010-57671718
 邮箱：gsresearch@gszq.com

南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道1115号北京银行大厦
 邮编：330038
 传真：0791-86281485
 邮箱：gsresearch@gszq.com

上海

地址：上海市浦明路868号保利One56 1号楼10层
 邮编：200120
 电话：021-38934111
 邮箱：gsresearch@gszq.com

深圳

地址：深圳市福田区福华三路100号鼎和大厦24楼
 邮编：518033
 邮箱：gsresearch@gszq.com