

# 关注新型装饰建材营销拓展

## 帝龙新材调研简报

### 报告关键点：

- 装饰纸产能快速增长驱动盈利增长
- 新型装饰建材成长空间较大，关注营销拓展

### 报告摘要：

- 装饰纸龙头，花色优势突出：帝龙新材70%多的营业收入来自装饰纸产品，目前公司产能规模在国内处于龙头地位。装饰纸主要应用在木地板和家具板材上，公司的主要优势除规模经济带来的成本优势外，我们认为，公司的花色在国内保持领先，远超过业内同行，这为公司多年来积累了较多的品牌，使得公司与国内多个知名家具和地板品牌形成了长期合作关系。装饰纸由于生产成本低，与实木及贴木皮产品相比具有明显的价格优势，环保效果更加突出。但由于国内中小企业较多，竞争较为激烈，相对下游厂商的议价能力较弱。2010年主要原材料钛白粉价格大幅上涨，虽然公司的油墨自给率近几年持续大幅攀升，但我们认为，今年原材料涨价的负面因素将导致装饰纸毛利率有所下滑。
- 装饰纸产能增长驱动盈利增长：公司装饰纸业务盈利的增长将主要依赖于产能的扩张和产能利用率的提高。今年公司在成都的生产基地3条生产线即将投产，再考虑配套博洛尼、科宝的北京生产基地，装饰纸产能将增加3000多吨，带动销量增长超过30%。另外，由于花色调整影响了产能利用率，能否改进并提高转化花色调整的效率，也将影响公司的产能发挥。
- 新型装饰建材的影响拓展值得重点关注：帝龙新材的另外两个新型建材产品是金属饰面板和阳极氧化铝产品。我们现场参观了两个产品及生产线，其装饰效果很突出，我们认为，由于产品推出时间不长，还需要持续强化营销才能提升公司的盈利水平。尤其是阳极氧化铝产品，下游涉及集成吊顶、灯具、车厢装饰等领域，如果能在某个领域出现订单放量，其毛利率会出现大幅攀升。金属饰面板也是国内具有相对垄断性竞争优势的产品，其关注点也在订单能够放量上，对此我们将持续跟踪。
- 打造新材料龙头：帝龙新材的发展目标在节能材料，由于规模相对较小，成长性较为突出。按照公司现有三项产品测算，我们预计公司今明两年的EPS分别为0.83元和1.06元，考虑到公司两类新型装饰建材可能的突破拉动盈利超预期增长，我们给予公司“增持-B”的投资评级，6个月目标价34元。

### 财务和估值数据摘要

| (百万元)     | 2007  | 2008   | 2009E | 2010E | 2011E |
|-----------|-------|--------|-------|-------|-------|
| 营业收入      | 197.4 | 216.2  | 242.1 | 357.1 | 490.1 |
| Growth(%) | 23.1% | 9.5%   | 12.0% | 47.5% | 37.2% |
| 净利润       | 38.9  | 25.3   | 39.3  | 55.7  | 70.6  |
| Growth(%) | 65.4% | -35.0% | 55.4% | 41.9% | 26.7% |
| 毛利率(%)    | 26.9% | 25.8%  | 28.4% | 28.9% | 28.7% |
| 净利润率(%)   | 19.7% | 11.7%  | 16.2% | 15.6% | 14.4% |
| 每股收益(元)   | 0.58  | 0.38   | 0.59  | 0.83  | 1.06  |
| 每股净资产(元)  | 1.77  | 5.92   | 6.38  | 7.05  | 7.90  |
| 市盈率       | 50.0  | 77.0   | 49.6  | 34.9  | 27.6  |
| 市净率       | 16.4  | 4.9    | 4.6   | 4.1   | 3.7   |
| 净资产收益率(%) | 32.9% | 6.4%   | 9.1%  | 11.8% | 13.4% |
| ROIC(%)   | 73.0% | 24.4%  | 26.2% | 27.3% | 31.7% |
| EV/EBITDA | 38.4  | 67.5   | 45.0  | 29.4  | 22.1  |
| 股息收益率     | 0.0%  | 0.0%   | 0.4%  | 0.6%  | 0.7%  |

**评级：**
**增持-B**

上次评级：

**目标价格：** **34.00 元**

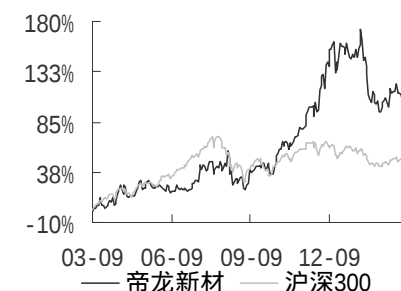
 期限： 6个月 上次预测：  
 现价： 29.15 元

**报告日期：** **2010-03-13**

### 市场数据

|            |               |
|------------|---------------|
| 总市值(百万元)   | 1,947.22      |
| 流通市值(百万元)  | 708.35        |
| 总股本(百万股)   | 66.80         |
| 流通股本(百万股)  | 24.30         |
| 12个月最高/最低  | 14.10/39.87 元 |
| 十大流通股股东(%) | 13.77%        |
| 股东户数       | 8,307         |

### 12个月股价表现



| %    | 一个月    | 三个月     | 十二个月   |
|------|--------|---------|--------|
| 相对收益 | (3.25) | (11.35) | 54.02  |
| 绝对收益 | (3.81) | (20.91) | 100.62 |

### 研究员

|                                                     |                |
|-----------------------------------------------------|----------------|
| <b>石磊</b><br>021-68765916<br>shilei@essence.com.cn  | <b>首席行业分析师</b> |
| <b>王天睿</b><br>021-68765363<br>wangtr@essence.com.cn | <b>助理行业分析师</b> |
| <b>李孔逸</b><br>0755-82558026<br>liky@essence.com.cn  | <b>助理行业分析师</b> |

### 前期研究成果

**财务报表预测和估值数据汇总**
**单位**      **百万元**      **模型更新时间**      **2010-3-12**

| 利润表               | 2007         | 2008         | 2009E        | 2010E        | 2011E        | 财务指标           | 2007        | 2008        | 2009E        | 2010E        | 2011E        |
|-------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|----------------|-------------|-------------|--------------|--------------|--------------|
| <b>营业收入</b>       | <b>197.4</b> | <b>216.2</b> | <b>242.1</b> | <b>357.1</b> | <b>490.1</b> | <b>成长性</b>     |             |             |              |              |              |
| 减: 营业成本           | 144.3        | 160.4        | 173.4        | 253.8        | 349.4        | 营业收入增长率        | 23.1%       | 9.5%        | 12.0%        | 47.5%        | 37.2%        |
| 营业税费              | 1.3          | 1.1          | 1.2          | 1.8          | 2.5          | 营业利润增长率        | 52.2%       | -36.9%      | 65.5%        | 52.8%        | 32.0%        |
| 销售费用              | 8.8          | 11.5         | 12.6         | 16.8         | 23.0         | 净利润增长率         | 65.4%       | -35.0%      | 55.4%        | 41.9%        | 26.7%        |
| 管理费用              | 10.4         | 24.2         | 26.6         | 37.9         | 52.0         | EBITDA 增长率     | 47.9%       | -33.3%      | 52.4%        | 51.0%        | 30.9%        |
| 财务费用              | 0.1          | -2.4         | -5.1         | -5.2         | -5.5         | EBIT 增长率       | 53.1%       | -44.5%      | 59.7%        | 61.9%        | 34.8%        |
| 资产减值损失            | -0.1         | 0.9          | -0.7         | -            | -            | NOPLAT 增长率     | 66.2%       | -41.5%      | 49.4%        | 49.8%        | 28.6%        |
| 加: 公允价值变动收益       | -            | -            | -            | -            | -            | 投资资本增长率        | 74.9%       | 39.3%       | 44.0%        | 10.6%        | 13.1%        |
| 投资和汇兑收益           | -            | -            | -            | -            | -            | 净资产增长率         | 42.1%       | 234.0%      | 7.8%         | 10.5%        | 12.0%        |
| <b>营业利润</b>       | <b>32.6</b>  | <b>20.6</b>  | <b>34.1</b>  | <b>52.1</b>  | <b>68.8</b>  | <b>利润率</b>     |             |             |              |              |              |
| 加: 营业外净收支         | 6.8          | 7.6          | 9.0          | 10.5         | 11.0         | 毛利率            | 26.9%       | 25.8%       | 28.4%        | 28.9%        | 28.7%        |
| <b>利润总额</b>       | <b>39.4</b>  | <b>28.2</b>  | <b>43.1</b>  | <b>62.6</b>  | <b>79.8</b>  | 营业利润率          | 16.5%       | 9.5%        | 14.1%        | 14.6%        | 14.0%        |
| 减: 所得税            | 0.5          | 3.0          | 4.4          | 6.9          | 9.2          | 净利率            | 19.7%       | 11.7%       | 16.2%        | 15.6%        | 14.4%        |
| <b>净利润</b>        | <b>38.9</b>  | <b>25.3</b>  | <b>39.3</b>  | <b>55.7</b>  | <b>70.6</b>  | EBITDA/营业收入    | 18.9%       | 11.5%       | 15.7%        | 16.0%        | 15.3%        |
| <b>资产负债表</b>      | <b>2007</b>  | <b>2008</b>  | <b>2009E</b> | <b>2010E</b> | <b>2011E</b> | EBIT/营业收入      | 16.6%       | 8.4%        | 12.0%        | 13.1%        | 12.9%        |
| 货币资金              | 25.0         | 265.4        | 246.2        | 274.4        | 317.8        | <b>运营效率</b>    |             |             |              |              |              |
| 交易性金融资产           | -            | -            | -            | -            | -            | 固定资产周转天数       | 82          | 106         | 111          | 87           | 71           |
| 应收帐款              | 13.3         | 16.4         | 21.2         | 32.3         | 44.3         | 流动营业资本周转天数     | -39         | -11         | 25           | 31           | 29           |
| 应收票据              | 3.1          | 0.5          | 0.3          | 0.5          | 0.7          | 流动资产周转天数       | 130         | 348         | 512          | 378          | 330          |
| 预付帐款              | 6.4          | 30.6         | 39.3         | 46.9         | 57.4         | 应收帐款周转天数       | 25          | 25          | 26           | 24           | 26           |
| 存货                | 23.9         | 32.7         | 35.6         | 52.1         | 71.8         | 存货周转天数         | 42          | 48          | 51           | 44           | 46           |
| 其他流动资产            | -            | -0.0         | 0.0          | -0.0         | -0.0         | 总资产周转天数        | 316         | 556         | 734          | 553          | 470          |
| 可供出售金融资产          | -            | -            | -            | -            | -            | 投资资本周转天数       | 134         | 186         | 236          | 199          | 162          |
| 持有至到期投资           | -            | -            | -            | -            | -            | <b>投资回报率</b>   |             |             |              |              |              |
| 长期股权投资            | -            | -            | -            | -            | -            | ROE            | 32.9%       | 6.4%        | 9.1%         | 11.8%        | 13.4%        |
| 投资性房地产            | -            | -            | -            | -            | -            | ROA            | 20.7%       | 5.3%        | 7.6%         | 9.5%         | 10.3%        |
| 固定资产              | 58.0         | 69.3         | 80.7         | 92.1         | 102.1        | ROIC           | 73.0%       | 24.4%       | 26.2%        | 27.3%        | 31.7%        |
| 在建工程              | 6.1          | 14.9         | 17.1         | 20.4         | 19.0         | <b>费用率</b>     |             |             |              |              |              |
| 无形资产              | 51.0         | 50.2         | 65.5         | 70.5         | 75.1         | 销售费用率          | 4.5%        | 5.3%        | 5.2%         | 4.7%         | 4.7%         |
| 其他非流动资产           | 0.7          | 0.6          | 0.5          | 0.5          | 0.5          | 管理费用率          | 5.3%        | 11.2%       | 11.0%        | 10.6%        | 10.6%        |
| <b>资产总额</b>       | <b>187.6</b> | <b>480.5</b> | <b>506.6</b> | <b>589.7</b> | <b>688.6</b> | 财务费用率          | 0.0%        | -1.1%       | -2.1%        | -1.5%        | -1.1%        |
| 短期债务              | -            | -            | -            | -            | -            | 三费/营业收入        | 9.8%        | 15.4%       | 14.1%        | 13.8%        | 14.2%        |
| 应付帐款              | 18.2         | 18.6         | 18.1         | 31.3         | 33.5         | <b>偿债能力</b>    |             |             |              |              |              |
| 应付票据              | 34.8         | 45.6         | 52.3         | 76.5         | 105.3        | 资产负债率          | 36.8%       | 17.7%       | 15.8%        | 20.1%        | 23.4%        |
| 其他流动负债            | 8.5          | 13.1         | 15.6         | 17.1         | 88.4         | 负债权益比          | 58.3%       | 21.4%       | 18.8%        | 25.2%        | 30.5%        |
| 长期借款              | -            | -            | -            | -            | 10.0         | 流动比率           | 1.16        | 4.44        | 4.70         | 3.66         | 3.45         |
| 其他非流动负债           | 7.2          | 7.0          | 7.1          | 7.7          | 8.4          | 速动比率           | 0.77        | 4.01        | 4.21         | 3.19         | 2.94         |
| <b>负债总额</b>       | <b>69.1</b>  | <b>84.9</b>  | <b>80.1</b>  | <b>118.6</b> | <b>161.1</b> | 利息保障倍数         | 361.49      | -7.42       | -5.66        | -9.01        | -11.40       |
| <b>少数股东权益</b>     | <b>-</b>     | <b>-</b>     | <b>-0.6</b>  | <b>-0.6</b>  | <b>-0.6</b>  | <b>分红指标</b>    |             |             |              |              |              |
| 股本                | 50.0         | 66.8         | 66.8         | 66.8         | 66.8         | DPS(元)         | -           | -           | 0.12         | 0.17         | 0.21         |
| 留存收益              | 68.5         | 328.9        | 360.3        | 404.9        | 461.4        | 分红比率           | 0.0%        | 0.0%        | 20.0%        | 20.0%        | 20.0%        |
| <b>股东权益</b>       | <b>118.5</b> | <b>395.7</b> | <b>426.5</b> | <b>471.1</b> | <b>527.6</b> | 股息收益率          | 0.0%        | 0.0%        | 0.4%         | 0.6%         | 0.7%         |
| <b>现金流量表</b>      | <b>2007</b>  | <b>2008</b>  | <b>2009E</b> | <b>2010E</b> | <b>2011E</b> | <b>业绩和估值指标</b> | <b>2007</b> | <b>2008</b> | <b>2009E</b> | <b>2010E</b> | <b>2011E</b> |
| 净利润               | 38.9         | 25.3         | 39.3         | 55.7         | 70.6         | EPS(元)         | 0.58        | 0.38        | 0.59         | 0.83         | 1.06         |
| 加: 折旧和摊销          | 5.8          | 7.6          | 9.0          | 10.4         | 11.7         | BVPS(元)        | 1.77        | 5.92        | 6.38         | 7.05         | 7.90         |
| 资产减值准备            | -0.1         | 0.9          | -0.7         | -            | -            | PE(X)          | 50.0        | 77.0        | 49.6         | 34.9         | 27.6         |
| 公允价值变动损失          | -            | -            | -            | -            | -            | PB(X)          | 16.4        | 4.9         | 4.6          | 4.1          | 3.7          |
| 财务费用              | -0.6         | -0.6         | -2.9         | -5.1         | -5.2         | P/FCF          | -625.1      | -169.8      | -108.1       | 54.3         | 36.4         |
| 投资收益              | -            | -            | -            | -            | -            | P/S            | 9.9         | 9.0         | 8.0          | 5.5          | 4.0          |
| 少数股东损益            | -            | -            | -0.6         | -            | -            | EV/EBITDA      | 38.4        | 67.5        | 45.0         | 29.4         | 22.1         |
| 营运资金的变动           | -10.3        | 0.6          | -6.8         | 4.2          | 60.6         | CAGR(%)        | 12.7%       | 40.8%       | 34.6%        |              |              |
| <b>经营活动产生现金流量</b> | <b>31.6</b>  | <b>31.6</b>  | <b>35.0</b>  | <b>65.1</b>  | <b>137.4</b> | PEG            | 3.9         | 1.9         | 1.4          | -0.3         | -0.3         |
| <b>投资活动产生现金流量</b> | <b>-32.0</b> | <b>-46.0</b> | <b>-38.0</b> | <b>-30.0</b> | <b>-25.0</b> | ROIC/WACC      | 7.1         | 2.4         | 2.5          | 2.7          | 3.1          |
| <b>融资活动产生现金流量</b> | <b>-6.8</b>  | <b>251.6</b> | <b>-2.7</b>  | <b>-5.9</b>  | <b>1.4</b>   | REP            | 2.2         | 5.4         | 3.6          | 3.1          | 2.3          |

资料来源: 安信证券研究中心 Wind.NET 资讯

## 作者简介

石磊，同济大学无机非金属材料学士，复旦大学财务金融系硕士。2004 年 7 月至 2007 年 6 月就职于中信建投证券研究所，从事建筑工程与建筑材料行业研究，2007 年 7 月加盟安信证券研究所。2006 年、2007 年连续两年入围“新财富建筑材料行业最佳分析师”。  
 王天睿，复旦大学工商管理硕士。2008 年 6 月加盟安信证券研究所，从事建筑工程与建筑材料行业研究。  
 李孔逸，武汉大学电子信息工程学士，武汉大学金融学硕士。2007 年 7 月加盟安信证券研究中心，从事房地产行业研究。2010 年 1 月起从事建筑工程与建筑材料行业研究。

## 免责声明

本研究报告由安信证券股份有限公司研究中心撰写，研究报告中所提供的信息仅供参考。报告根据国际和行业通行的准则，以合法渠道获得这些信息，尽可能保证可靠、准确和完整，但并不保证报告所述信息的准确性和完整性。本报告不能作为投资研究决策的依据，不能作为道义、责任的和法律依据或者凭证，无论是否已经明示或者暗示。安信证券股份有限公司研究中心将随时补充、更正和修订有关信息，但不保证及时发布。对于本报告所提供信息所导致的任何直接的或者间接的投资盈亏后果不承担任何责任。本公司及其关联机构可能会持有报告中涉及公司发行的证券并进行交易，并提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告版权仅为安信证券股份有限公司研究中心所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用发布，需注明出处为安信证券研究中心，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司研究中心对于本免责声明条款具有修改权和最终解释权。

## 公司评级体系

### 收益评级：

买入 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；  
 增持 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；  
 中性 — 未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；  
 减持 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；  
 卖出 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

### 风险评级：

A — 正常风险，未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；  
 B — 较高风险，未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

## 销售联系人

|                            |                                          |                             |                                         |
|----------------------------|------------------------------------------|-----------------------------|-----------------------------------------|
| <b>朱贤</b><br>021-67865293  | <b>上海联系人</b><br>zhuxian@essence.com.cn   | <b>凌洁</b><br>021-68765237   | <b>上海联系人</b><br>lingjie@essence.com.cn  |
| <b>梁涛</b><br>021-68766067  | <b>上海联系人</b><br>liangtao@essences.com.cn | <b>张勤</b><br>021-68763879   | <b>上海联系人</b><br>zhangqin@essence.com.cn |
| <b>南方</b><br>021-68765206  | <b>上海联系人</b><br>nanfang@essence.com.cn   | <b>周蓉</b><br>010-59113563   | <b>北京联系人</b><br>zhourong@essence.com.cn |
| <b>李昕</b><br>010-59113565  | <b>北京联系人</b><br>lixin@essence.com.cn     | <b>马正南</b><br>010-59113593  | <b>北京联系人</b><br>mazn@essence.com.cn     |
| <b>潘琳</b><br>0755-82558268 | <b>深圳联系人</b><br>panlin@essence.com.cn    | <b>刘欢</b><br>0755-82558069  | <b>深圳联系人</b><br>liuhuan@essence.com.cn  |
| <b>李国瑞</b><br>021-68763872 | <b>深圳联系人</b><br>ligr@essence.com.cn      | <b>王远洋</b><br>0755-82558087 | <b>深圳联系人</b><br>wangyy3@essence.com.cn  |

## 安信证券研究中心

**深圳**  
 深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层  
 邮编: 518026

**上海**  
 上海市浦东新区世纪大道 1589 号长泰国际金融大厦 16 层  
 邮编: 200122

**北京**  
 北京市西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 19 层  
 邮编: 100034