

地板业马太效应，大公司更能做大

研究结论：

- **三大需求拉动木地板行业消费。**我们认为 2009 年房地产旺销引发的自装修需求，与当前地产新开工面积增长带来的全装修房需求，以及存量房的更新需求三大动力共同拉动了地板行业的消费，随着国家 2008 年出台《关于进一步加强住宅装饰装修管理的通知》鼓励全装修商品房建设，以及存量房更新需求进一步释放，未来地板销售与当年地产交易量的相关性将渐渐削减。
- **木地板行业中，强化地板和实木复合地板具有较高性价比，未来发展形势更为明朗。**消费者调查问卷表明，质量和环保，以及价格实惠是消费者考虑购买的主要因素，强化地板和实木复合地板具有较高性价比，加上节约珍贵木材，产品环保容易被人接受，因此这两种地板有望继续在木地板行业中保持高份额和高增长。
- **木地板行业具有马太效应，强者愈强；其中品牌效应和消费者口碑是公司成功的核心要素。**品牌和亲友推荐促成消费者购买某地板产品，亲友间口碑相传背后最为重要的含义在于封杀了行业新的进入者，使得业内产生马太效应，即大企业更有可能做大做强。由于先入者进入行业时间早，已经有了一定的市场保有率，因此最有可能被他人推荐，因此这也就形成了较大潜在客户群，此外，由于先入者基本已经形成自己的品牌效应，因此在此“大品牌，很多人使用”成为消费者选购该产品的暗示的前提下，先进入者，具有品牌效应的企业也最容易被消费者所认同，并购买该公司的产品，而且成为下一个口碑宣传者，继续扩大自己的消费群。
- **推荐大亚科技，科冕木业和升达林业三家地板上市公司。**我们预计大亚科技 2009、2010 年 EPS 为 0.35，0.76 元，公司全资子公司圣象地板为国内强化地板第一品牌，2010 年是公司投资收获期，目标价 15 元，维持增持评级；科冕木业是国内首家实木复合地板上市企业，合计产能达到 360 万平方米，2008 年开始通过国内合作开发本土市场，预计 2009、2010 年 EPS0.28，0.39 元，增持评级；升达林业为地板行业第四品牌，地板产能 1127 万平方，具备 35 万亩配套林地，其中 23 万亩是自有林地，同时具备 38 万方纤维板产能，是业内产业链较为完整的公司，预计 2009、2010 年 EPS0.05，0.26 元，中性评级。

有别于市场的观点：

- 市场认为当前地产销售量下滑，将影响地板市场需求，我们认为即便当前房产销售不畅，也不会影响到地板市场，这是因为**地板市场需求来自三方面（存量房更新，新开工房源全装修以及当年房屋销售自装修），不完全受制于当前地产销量下滑**，因此，我们预计随着存量房累计的更新需求不断增加，以及新开工房源全装修理念的日益普及，木地板行业的需求将保持旺盛。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的情况下可能与本报告所分析的企业存在业务关系，并且继续寻求发展这些关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为投资决策的唯一因素。

敬请参阅最后一页之重要声明。



东方证券
ORIENT SECURITIES

郑 恺

造纸、轻工行业高级分析师

8621-63325888 × 6079

zhengkai@orientsec.com.cn

行业评级

看好 中性 看淡（维持）

国家/地区

中国/A 股

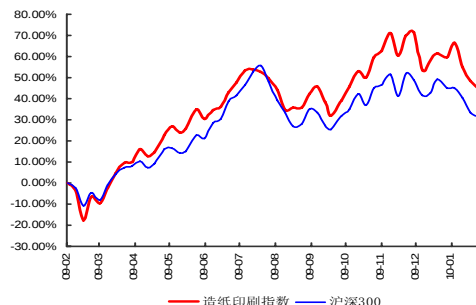
行业

造纸轻工

报告日期

2010 年 2 月 25 日

行业表现



评价周期

1 个月

3 个月

12 个月

绝对表现 (%)

-1.1%

-6.1%

35.0%

相对表现 (%)

0.0%

3.7%

8.6%

资料来源：WIND

重点公司盈利预测及投资评级

	EPS08A	EPS09E	EPS10E	股价	评级
博汇纸业	0.50	0.37	0.50	9.00	增持
凯恩股份	0.11	0.32	0.43	9.95	增持
劲嘉股份	0.52	0.47	0.65	13.60	增持
太阳纸业	0.46	0.94	1.30	18.35	增持
威华股份	0.25	-0.13	0.48	11.35	买入
大亚科技	0.38	0.35	0.76	10.84	增持
美盈森	0.76	0.75	0.76	27.69	增持
科冕木业	0.45	0.28	0.39	17.24	增持
升达林业	0.12	0.05	0.26	9.97	中性

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测

相关研究报告

小行业要有大战略	2010-2-5
地板需求迸发，建材下乡增量	2010-1-28
轻工行业：中纤板行业增值税即征即返继续实施	2009-12-17
地产转暖东风，业绩确定回升	2009-7-31

目 录

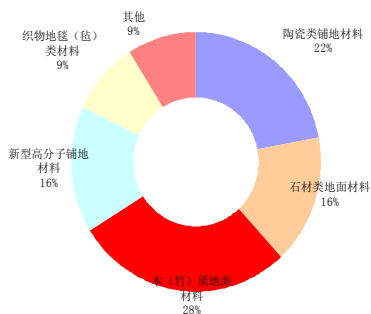
一 地板行业概述：强化及实木复合地板是发展趋势	3
1.1 国家助力：木地板是全装修商品房装饰材料首选	3
1.2 强化地板和实木复合地板应有大发展	4
1.3 结论：强化地板和实木复合地板是趋势	5
二 木地板产业 2010 年需求迸发，供应维持低位	6
2.1 2010 年地板需求：09 年地产旺销，存量房屋更新以及近两年新开工全装修房	6
2.2 建材下乡提供增量	8
2.3 地板行业 09 年负增长，品牌地板供应不足	8
2.4 结论：品牌地板供需旺盛将维持较长时间	8
三 地板公司成功本质因素来自消费者体验：品牌，口碑相传	9
3.1 调查问卷的结论：品牌和口碑是核心要点	9
3.2 口碑相传的马太效应：先入者为大，强者愈强	10
四 地板行业投资策略：紧随大品牌	10
分析师承诺	19
投资评级说明	19

一 地板行业概述：强化及实木复合地板是发展趋势

地板是以木材、竹材等为主要基材的铺地装饰材料，主要分为实木地板、实木复合地板、强化木地板以及竹地板等 4 大类。其中实木地板属天然材料，无毒无味，脚感舒适，冬暖夏凉；实木复合地板的外观有着与实木地板相同的漂亮木材纹理，尺寸稳定性好，易于铺设和维护；强化木地板的基材是中密度或高密度纤维板以及刨花板，尺寸稳定性好，面层为含耐磨材料的浸渍装饰纸，保证了面层的耐磨性能，阻燃，耐划痕和耐污染性能好；竹地板是以竹板为主要材料，采用粘胶剂，施以高温高压而成，阻燃，耐磨，防霉变。地板表面光洁柔和，几何尺寸好。

木地板具有美观自然、价格适中、质轻而强、保温性好、耐久性强、缓和冲击等优点，作为较为高档的地面装饰材料，早先主要用于高档办公和宴会场所的装修，90 年代开始逐渐进入国内家庭，随着商品房销售逐渐普及，地板行业需求旺盛，并大有取代瓷砖和地毯等其他铺地材料的趋势。

图 1 2002 年各种铺地材料占比，地板占 28%



资料来源：东方证券研究所

1.1 国家助力：木地板是全装修商品房装饰材料首选

我们认为未来木地板将大有取代其他地面装饰材料，成为主流铺地材料的趋势，我们的论据主要来自国家在实施商品房销售的过程中，越来越着力于取消毛坯房建设，而倾向于销售装修完工商品房，而销售全装修房，一般均采用木质地板为首选的铺地材料。

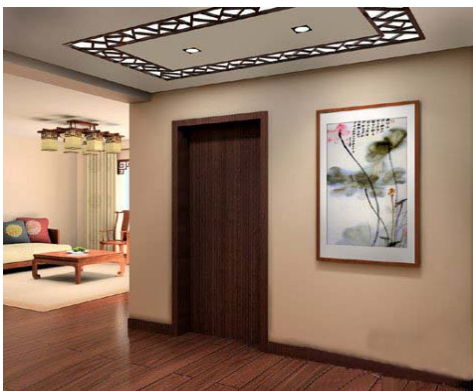
国家之所以会推广装修房，一方面出于对减少毛坯房建成后，业主的野蛮装修带来的对房体的伤害，另一方面也降低建成后的装修产生的建筑垃圾二次污染，因此**建设部早在 1999 和 2002 年商品房政策出台不久，就发布了《关于推进住宅产业现代化提高住宅质量的若干意见》和《商品住宅装修一次到位实施导则》**以推广装修房，而 2006 年通过与深圳市政府签署《国家住宅产业化综合试点城市实施责任书》的方式来试点取消毛坯房建设。**2008 年 9 月，建设部再次发文《关于进一步加强住宅装饰装修管理的通知》(建质[2008]133 号)**，实施完善扶持政策，推广全装修房，引导和鼓励新建商品住宅一次装修到位或菜单式装修模式。逐步达到取消毛坯房，直接向消费者提供全装修成品房。

从国际经验来看，全装修房在海外市场已占到 70% 的市场份额。而在精装修房较多的上海、南京、等长三角城市，精装修房所占的市场比例也不过 10% 至 15%。因此，我们认为未来销售装修完工房是一个趋势。而施工企业在销售全装修楼盘时，一般首先考虑木地板。

图 2 上海某楼盘全装修房



深圳某楼盘全装修房



资料来源：东方证券研究所

之所以开发企业会首选木地板，主要考虑到铺地材料中木地板的性价比最高。一般而言，全装修房必须对地板进行装饰处理，而如下表所示，如果铺设石材或陶瓷，一般自重较大，对房屋承重是一个考验，施工并不方便，且装修档次较差；而铺设地毯和高分子材料等高档材料，造价又得不到控制，权衡下来，采用木地板是性价比最为合理的一种装修材料。

表 1：各个铺地材料对比

	主要代表材料	优点	缺点
木（竹）质地面材料	实木、实木复合、强化木地板和竹地板	质轻、保温、调湿、脚感舒适、耐磨、纯天然、无（低）污染、档次高，装饰功能强，价格适中	容易腐朽霉变、变形开裂、怕水、易燃；复合木地板粘合剂中的毒性挥发物污染
陶瓷类铺地材料	各种地砖、马赛克	坚硬、耐磨、耐水、不会腐朽霉，价廉	自重大，冷、滑、耐冲击差、不保温、施工不便，档次较低，生产高耗能性、污染大
石材类地面材料	大理石、花岗岩	美观、坚硬、耐磨、耐水、不会腐朽霉	自重大，冷、滑、耐冲击差、不保温、施工不便，生产高耗能性、污染大，价格较高
新型高分子铺地材料	涂布法 PVC 卷材、压延法橡塑卷材	环保节能	最为新兴的铺地材料，质量不稳定
织物地毯（毡）类材料	天然纤维、合成纤维、混纺纤维地毯	装饰、保温、隔音、脚感舒适	价高、易污难洁、虫蚀鼠咬、怕水霉变

资料来源：东方证券研究所

1.2 强化地板和实木复合地板应有大发展

在所有地板类别中，我们最为看好强化地板和实木复合地板的发展趋势。这主要是装修成本所决定的，此外，节约木材和对人体健康的友好性也是重要因素。

在下表我们罗列了各种地板的优缺点比较，综合来看，在国际名贵木材价格逐年走高，而消费者品味渐渐提升的背景下，我们认为节约木材，且符合地板装修效果的强化地板和实木复合地板在国内将有较大的发展空间。

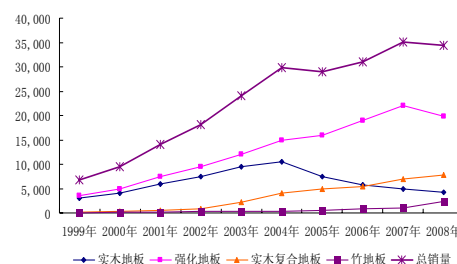
表 2：各个地板对比情况

	主要原料	优点	缺点
强化地板	三层结构，中间为高密度纤维板，表层为耐磨浸渍纸	价格低廉（50~100 元/平米），耐磨、阻燃、防滑、耐压、易清理，质轻、规格统一，便于施工安装	甲醛释放较大，使用寿命短，弹性较低，装饰效果也不如实木地板
实木复合地板	分三层和多层，中间层一般是木板拼条或胶合板，表板为名贵木材，背板为旋切单板	价格适中（100~200 元/平米），节约名贵木材，安装简便	不耐磨、使用胶水较多、不可翻新
实木地板	整块硬阔叶木材	自然美观、弹性好，摩擦系数小，脚感舒适、良好的保温、隔热性能，涂漆后可翻新	安装麻烦、价格较高（200 元/平米以上），怕腐蚀
竹地板	竹板拼接	材质厚实、不怕水、寿命长	硬度高、色泽差、怕划伤、易分裂、声响大

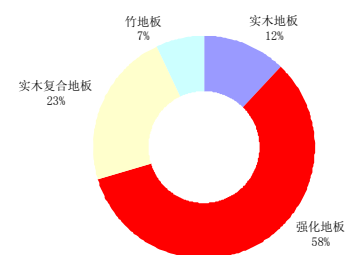
资料来源：东方证券研究所。

从下图来看，我们也可以看到强化地板在上世纪 90 年代进入中国国内市场后，凭借良好的外观和使用性能以及亲民的价格，成长异常迅速，占比迅速达到 60% 水平，此外，实木复合地板由于其节约木材的特性以及低于实木地板的价格，2006 年一举超过实木地板，成为第二大主流品种，目前市场占有率达到 23%。

未来我们认为强化地板和实木复合地板仍将引领国内消费的潮流，不过竞争从以前的单纯价格比拼升级为品牌和服务的较量。

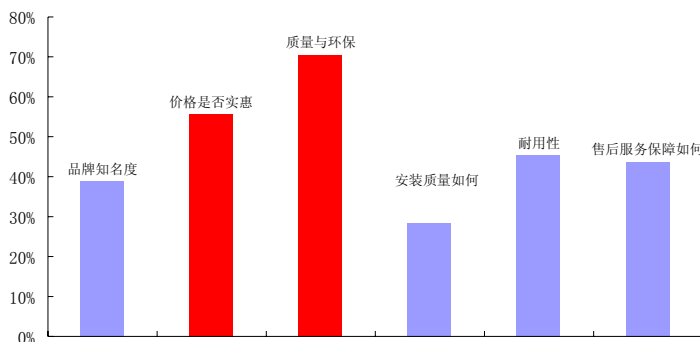
图 3 地板销售的每年增长情况


资料来源：东方证券研究所

四类地板中，强化和复合地板占比高达 80%


1.3 结论：强化地板和实木复合地板是趋势

我们最后一个证据来自一份消费者问卷调查，一共近 400 位地板采购者给出了自己选购产品的理由，从消费者的回答来看，地板质量以及环保，此外价格是否实惠成为两大最为关心的内容，我们认为总结成一条，消费者关注地板的性价比，因此，我们认为最近性价比的强化和实木复合地板是最有可能被消费者青睐的产品。

图 4 问题 3：您认为选购地板的主要考量因素？


资料来源：东方证券研究所

综上所述，我们判断未来木地板的行业特征仍将是强化地板和实木复合地板为主。而实木地板由于价格较贵，因此未来发展的空间将继续萎缩，更为偏向于贵族化路线。

二 木地板产业 2010 年需求迸发，供应维持低位

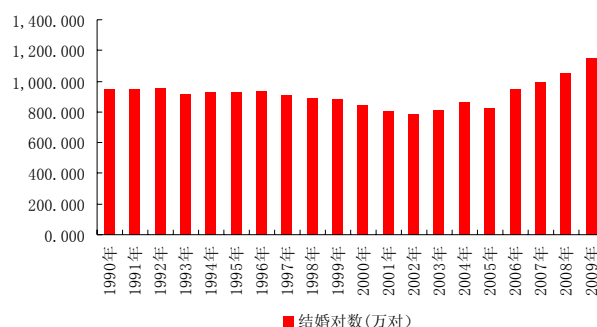
我们认为木地板行业 2010 年后将面临较为明确的需求恢复过程，而行业在 2006（欧典地板事件）、2008（成本上行，出口受阻）后，大部分的中小地板厂家已经被挤出行业，产品产量增长较少。再加上未来国内新结婚人数就继续增长，未来行业盈利将有持续的恢复。

2.1 2010 年地板需求：09 年地产旺销，存量房屋更新以及近两年新开工全装修房

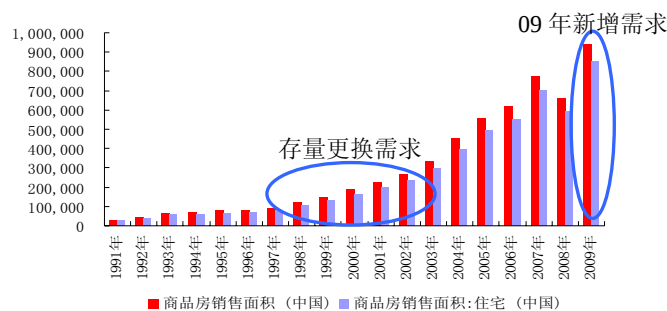
我们测算认为 2010 年地板旺销可能性较大，其主要需求来自三块，首先是 2009 年地产旺销带来的需求增长，2009 年共成交商品房面积 9.4 亿平方米，同比增长 43%，这部分地板装修需求将在 09 年下半年和 2010 年上半年释放，此外，由于地板寿命大约为 10 年，超过这一时段具有一定的更新需求，加上消费升级的替换需求，我们认为 1998~2002 年之间销售的商品房有一定比例在 2010 年进行地板的更新；最后，2009 年新开工面积为 11.5 亿平方米，因此未来这部分地板需求将以全装修房的形式体现。

我们假设得房率 80%，由于 2002 年木地板占铺地材料市场占有率达到 28%，假定 2010 年木地板市场占比达到 40%，并假设 1998~2002 年间商品房中有 40% 的住户希望更换为木地板或者重新装修木地板，最后，假定 30% 的新建房屋中将铺设木地板，在此假设下，我们预计 2010 年新增的木地板需求将达到 7 亿平方米。

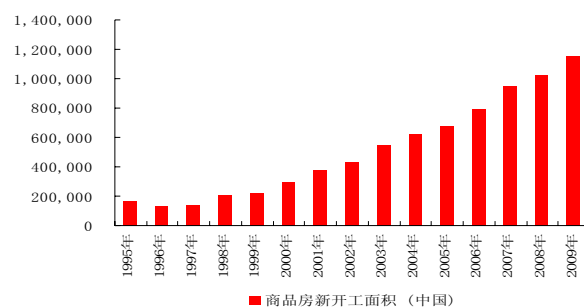
展望更远的未来，我们认为随着商品房基数越来越大，更新需求也将更多，此外，全装修房的理念也会被大多数都市人所接受，成为潮流，木地板的需求仍将维持在高位。

图 5 新结婚对数，未来 2 年受到 80 年代生育潮影响，仍将维持在高位


资料来源：东方证券研究所

图 6 09 年地产销售面积达 9.4 亿平方米，同比增长 43%，今后存量替换需求将越来越多


资料来源：东方证券研究所

图 7 新开工面积 11.5 亿平方，同比增长 13%


资料来源：东方证券研究所

表 3：地板需求测算，主要来自三大块需求，合计为 7 亿平方米

木地板需求测算	面积 (万平方米)
2009 年地产成交面积	93,713
房屋得房率%	80%
木地板市场占有率%	40%
2009 年地产旺销带来的地板需求	29,988

具有更换可能的住房面积（1998~2002）	94,599
更换率%	40%
老地板更换带来需求	12,109
2009 年新开工商品房面积	115,385
铺设地板的新房占比%	30%
2010 年新开工地产带来的全装修新增需求	27,692
2010 年木地板需求（万平方米）	69,789

资料来源：东方证券研究所

2.2 建材下乡提供增量

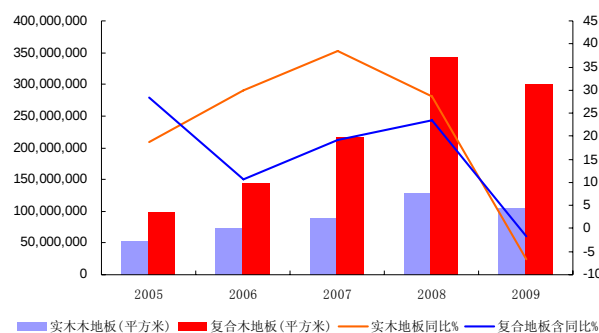
另一方面，我们认为 2010 年的新政策建材下乡有望为地板提供增量需求。1 月 28 日工业和信息化部相关负责人表示，考虑到农村建设领域潜力巨大，政府计划在 2010 年除了扩大既有“下乡”产品的范围外，还将着手推动包括建材产品在内的相关产品的“下乡”工作。我们认为作为建材的主要构成之一，木地板等产品下乡起到改善农村居民的居住条件和带动当地消费升级换代的作用，这使得这类建材有望成为此次下乡重点扶持的产品之一，从而提升木地板产品的需求水平。

2.3 地板行业 09 年负增长，品牌地板供应不足

由于 2008 年金融危机的冲击，不少无品牌，出口代工为主的企业退出了市场，而品牌地板凭借自身优势留存下来，这也是导致了木地板行业 2009 年产量出现负增长的主要原因之一。

我们预计由于行业中中小厂商产品知名度不高，因此大部分消费者将回流到大品牌的地板生产厂家中，这个趋势在 2010 年仍将延续。

图 8 实木地板和复合地板 2009 年均同比下滑 3%和 1%



资料来源：东方证券研究所

2.4 结论：品牌地板供需旺盛将维持较长时间

综上所述，我们认为即便当前房产销售不畅，也不会影响到地板市场的旺销，这是地板市场需求来自三方面，不完全取决于当前地产销量下滑，因此，我们预计随着存量房更新需求不断增加，以及新开工房源全装修理念的日益普及，木地板行业，特别是品牌地板的需求将保持旺盛。这也是我们有别于市场观点的主要方面。

三 地板公司成功本质因素来自消费者体验：品牌，口碑相传

我们认为导致木地板行业内企业成功的主要因素来自企业一直以来创建的品牌，以及历年来形成的口碑效应。自从 2006 年欧典地板事件曝光后，消费者对于假冒地板警惕性很高，再加上地板是一个耐用品，十分讲究美观且安装耗时耗力，如果出现质量问题往往导致家庭居住舒适度大受影响，更换也非常不便，因此如何营造出令人信服的消费者体验是地板企业最为关注的核心点。

图 9 劣质地板影响家具舒适度，且更换需要很大精力和时间

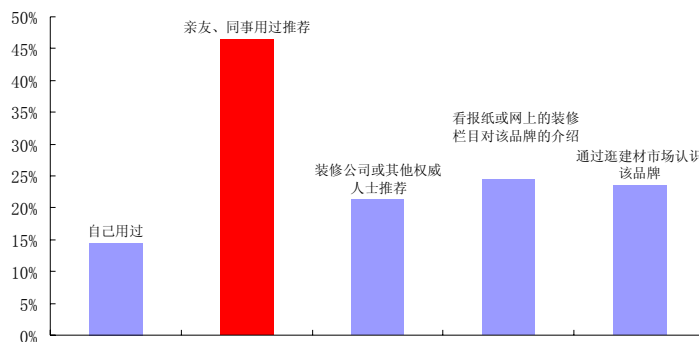


资料来源：东方证券研究所

3.1 调查问卷的结论：品牌和口碑是核心要点

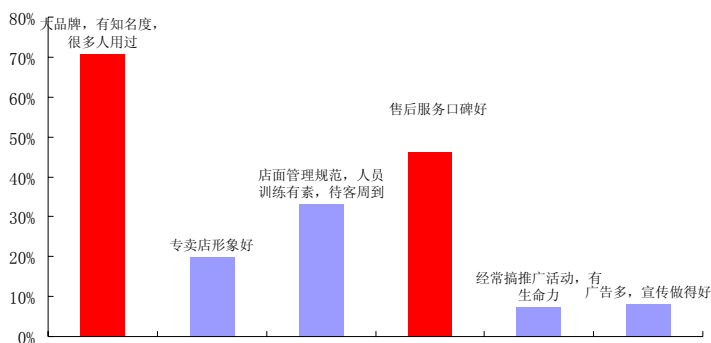
我们的论据主要来自建配龙建材商场在 2007 年期间对于木地板采购顾客的一份调查问卷，这份问卷通过随机采访当年购买地板的近 400 个消费者得到的，从问卷的结果来看，我们判断品牌和口碑是木地板行业的最大壁垒，也是成功的关键因素。

图 10 问题 1：对于您打算考虑的某个建材品牌，您是通过什么渠道认识它的？



资料来源：东方证券研究所

图 11 问题 2：什么样的地板公司您认为可以信赖？



资料来源：东方证券研究所

从以上的两个问卷问题可以看出，亲友以及装修公司人的推荐使得近 70% 的使用者希望去了解该地板公司的产品，而大品牌，市场销量广以及售后服务好构成了消费者选购地板的主要参考因素。

3.2 口碑相传的马太效应：先入者为大，强者愈强

我们认为口碑相传背后最为重要的含义在于封杀了行业新的进入者，使得行业内产生马太效应，即大企业更有可能最大最强。这是由于先入者进入行业时间早，已经有个一定的市场保有率，在大家技术手段和质量基本相似的情况下，由于自己的产品使用者较多，因此最有可能被他人推荐，这也就形成了较大的潜在客户群，此外，由于先入者基本已经形成自己的品牌效应，因此在“大品牌，很多人使用”成为消费者选购该产品的暗示前提下，先进入者，具有品牌效应的企业也最容易被消费者所认同，并购买该公司的产品，如果质量没有问题，则成为下一个口碑宣传者，继续扩大自己的消费群。

四 地板行业投资策略：紧随大品牌

2009 年中国木地板行业协会对下属会员单位的品牌进行了一次排名，该排名是行业协会针对我国地板行业各品牌的销售总量、技术创新成果以及消费者对于各品牌的评价，并结合国家各权威部门对中国驰名商标和中国名牌的认定，整理出的中国地板行业品牌排行榜，按照我们之前的分析，行业内的马太效应将很多程度上惠顾行业前 10 名的公司。

按照我们之前推荐逻辑，我们认为未来更应该关注具有品牌的大型地板企业，这些企业由于马太效应将成为行业内最有希望快速垄断的公司，从上市公司的角度，我们推荐大亚科技、升达林业和科冕木业。

表 4：地板行业排名情况

名次	地板品牌	企业名称
1	圣象地板	圣象集团
2	安信地板	上海安信地板
3	大自然地板	广东盈彬大自然
4	升达地板	四川升达林产

5	菲林格尔	菲林格尔木业
6	世友地板	浙江世友木业
7	久盛地板	浙江久盛地板
8	肯帝亚地板	江苏肯帝亚木业
9	德尔地板	苏州德尔地板
10	生活家地板	新生活家木业

资料来源：东方证券研究所

地板需求迸发，建材下乡增量

研究结论

- **2010 年地产旺销后时代来临，品牌地板或将供不应求。**据统计，2009 年 1-11 月，全国商品房销售面积 75,203 万平方米，同比增长 53.0%，按照 80%得房率和 80%铺地材料为木地板测算，我们认为未来 6 个月木地板市场需求量在 2.4 亿平方米左右，而 2009 全年木地板产量在 4 亿平方米水平，因此我们判断在房屋旺销后，2010 年的地板市场将维持紧平衡，特别是品牌地板将面临更加旺盛的需求形势。与此同时，2009 年全国 60 个重点城市共成交土地面积 35996 万平方米，同比增加 66%，以此推算 2011 年后由于新建住房建成，地板需求也将有保障。公司主要产品为“圣象牌”木地板市场份额占到 8%左右，为第一大品牌，将受益于地产成交活跃带来的需求拉动。
- **建材下乡有望为地板和中纤板提供增量需求。**1 月 28 日工业和信息化部相关负责人表示，考虑到农村建设领域潜力巨大，政府计划在 2010 年除了扩大既有“下乡”产品的范围外，还将着手推动包括建材产品在内的相关产品的“下乡”工作。我们认为作为建材的主要构成之一，中纤板和木地板等产品下乡起到改善农村居民的居住条件和带动当地消费升级换代的作用，这使得这类建材有望成为此次下乡重点扶持的产品之一，从而提升公司产品的需求水平。
- **短期催化剂是建材下乡政策出台和一季度盈利大幅增长：**继家电下乡后，我们认为木地板和中纤板是最有希望进入建材下乡名录中的产品之一，现状来看，农民建房后的家具一般以简单木质家具为主，和新式家电并不配套，随着建材下乡成行，有望带动农村地区对板式家具的消费升级意愿，从而提振中纤板等产品的需求。此外，我们认为公司一季度有望获得 2009 年增值税补贴的一部分，这也将大幅增厚公司业绩水平。
- **继续给予公司增持评级，目标价 15 元。**我们看好未来企业面临较为旺盛的装饰需求；此外，公司 2009 年建成大亚木业（黑龙江）20 万方中纤板产能即将完全达产，因增值税退税滞后效应，我们下调 09 年盈利预测至 0.35，上调公司 2010、2011 年 EPS 分别为 0.76 元（包括 09 年增值税退税）和 0.79 元，对应当前 PE 分别为 31 倍和 14 倍，PB 为 2.9 倍，我们给予其 20 倍 PE 水平，目标价 15 元。继续维持增持评级。
- **主要风险：**建材下乡政策名录中不涉及中纤板和地板，第二股东凹凸彩印总公司减持。



东方证券
ORIENT SECURITIES

郑 恺

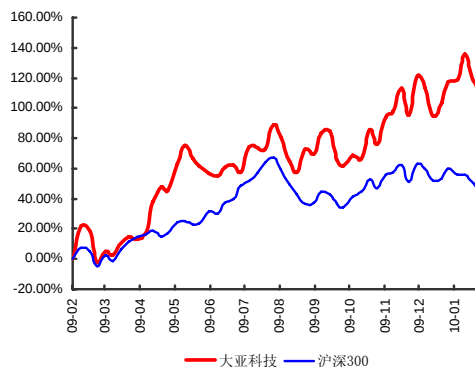
造纸、轻工行业高级分析师

63325888×6079

zhengkai@orientsec.com.cn

投资评级	买入 增持 中性 减持 (维持)
股价	10.88
目标价格 (6 个月)	15 元
总股本/A 股 (万股)	52750 / 52750
A 股市场值 (亿元)	57
国家/地区	中国
行业	造纸轻工
报告日期	2010 年 1 月 28 日

股价表现



评价周期	1 个月	3 个月	12 个月
绝对表现 (%)	-3.3%	81.2%	-21.3%
相对表现 (%)	7.0%	38.3%	18.6%

资料来源：WIND

财务预测

主要财务指标	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入	5712.72	5882.76	7070.30	7722.72
同比%	-1.60%	2.98%	20.19%	9.23%
归属母公司净利润	200.44	185.55	398.35	418.03
同比%	-7.04%	-7.43%	114.68%	4.94%
毛利率%	23.60%	24.94%	26.47%	27.23%
ROE%	9.85%	8.35%	15.69%	14.54%
EPS	0.38	0.35	0.76	0.79
PE	28.90	31.21	14.54	13.86

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的情况下可能与本报告所分析的企业存在业务关系，并且继续寻求发展这些关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为投资决策的唯一因素。

敬请参阅最后一页之重要声明。

实木复合地板行业第一股

研究结论

- 实木复合地板符合地板未来发展方向，发展空间较大。实木复合地板节约珍贵木材，符合国家环保政策，价格 200 元/平方也符合一般家庭承受力，而装修效果上和实木地板大体相同，因此成为替代实木地板的不二品种，从统计资料看，2008 年实木地板销售达到 4200 万平米，而实木复合地板销量达到 7800 万平米，我们认为未来实木复合替代实木地板的趋势仍将持续，以扩大市场空间。
- 实木地板产能达到 360 万平米，为出口第二大公司，当前销售战略转向国内，并试水林板一体化。我们最为认同公司的销售战略发生变化，开始重视国内销售，由于公司品质常年被国外厂商认可，打开国内市场较其他公司更为简单，2009 年内销比例提升到 20%，此外，公司试水收购 50 募投项目抢占国内单板层积材市场先机，拓展一体化产业链。
- 募集资金主要投向年产 6 万 m³ 单板层积材和 10 万 m³ 中密度纤维板，预计 2011 年达产。单板层级材国外建筑采用较多，可节约天然木材的使用，随着我国木材供应愈来愈紧缺，在国内市场应用空间广阔，预计 2011 年达产后恰好度过该产品的市场培育期，投产后 2011 年盈利有大幅增长预期。
- 首次给予增持评级。综合我们上文分析的木地板市场状况，我们认为公司产品符合产业大背景的趋势，公司战略转向为国内销售也顺应了国内消费升级的市场需求，林板一体化战略能够稳定公司产品毛利率水平，也是必然的发展战略，预计公司 2009，2010 年 EPS 为 0.28，0.39 元，首次给予增持评级，目标价 18.6 元。
- 主要风险：欧美地产回复缓慢，出口下滑。



东方证券
ORIENT SECURITIES

郑 恺

造纸、轻工行业分析师

63325888×6079

zhengkai@orientsec.com.cn

投资评级	买入 增持 中性 减持 (首次)
股价	17.24
目标价格 (6 个月)	18.6 元
总股本/A 股 (万股)	9350 / 9350
A 股市值 (百万元)	16
国家/地区	中国
行业	造纸轻工
报告日期	2010 年 2 月 25 日

财务预测

	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入	285.77	237.00	364.00	548.00
同比(%)	5.18%	-17.07%	53.59%	50.55%
归属母公司净利润	31.53	26.19	36.84	57.51
同比(%)	9.89%	-16.93%	40.67%	56.10%
毛利率(%)	18.08%	22.61%	23.44%	23.86%
ROE(%)	24.21%	5.99%	7.77%	10.81%
每股收益(元)	0.34	0.28	0.39	0.62
P/E	51.13	61.55	43.75	28.03

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的情况下可能与本报告所分析的企业存在业务关系，并且继续寻求发展这些关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为投资决策的唯一因素。

敬请参阅最后一页之重要声明。

附表：财务报表预测与比率分析

财务和估值数据摘要						
单位:百万元	2006A	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E
营业收入	218.63	271.69	285.77	237.00	364.00	548.00
增长率(%)	N/A	24.27%	5.18%	-17.07%	53.59%	50.55%
归属母公司股东净利润	26.47	28.69	31.53	26.19	36.84	57.51
增长率(%)	N/A	8.39%	9.89%	-16.93%	40.67%	56.10%
每股收益(EPS)	0.28	0.31	0.34	0.28	0.39	0.62
每股股利(DPS)	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
每股经营现金流	0.185	0.297	0.303	1.204	-0.945	1.385
销售毛利率	18.63%	19.69%	18.08%	22.61%	23.44%	23.86%
销售净利率	12.11%	10.49%	11.46%	11.48%	10.52%	10.90%
净资产收益率(ROE)	37.81%	29.07%	24.21%	5.99%	7.77%	10.81%
投入资本回报率(ROIC)	#DIV/0!	25.57%	27.43%	13.34%	9.07%	9.63%
市盈率(P/E)	60.90	56.18	51.13	61.55	43.75	28.03
市净率(P/B)	23.03	16.33	12.38	3.68	3.40	3.03
股息率(分红/股价)	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000

报表预测						
利润表	2006A	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E
营业收入	218.63	271.69	285.77	237.00	364.00	548.00
减: 营业成本	177.91	218.19	234.10	183.42	278.69	417.26
营业税金及附加	0.19	0.26	0.06	0.05	0.07	0.11
营业费用	3.98	5.67	5.69	4.50	7.28	12.06
管理费用	3.97	7.97	10.43	11.61	17.47	24.66
财务费用	2.51	7.01	10.00	6.32	9.45	14.25
资产减值损失	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
加: 投资收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	30.07	32.59	25.51	31.10	51.03	79.67
加: 其他非经营损益	0.00	-0.08	10.73	0.00	0.00	0.00
利润总额	30.07	32.52	36.23	31.10	51.03	79.67
减: 所得税	3.60	4.02	3.48	3.89	12.76	19.92
净利润	26.47	28.50	32.75	27.21	38.28	59.75
减: 少数股东损益	0.00	-0.19	1.23	1.02	1.43	2.24
归属母公司股东净利润	26.47	28.69	31.53	26.19	36.84	57.51
资产负债表	2006A	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E
货币资金	-0.15	16.67	5.68	2.37	3.64	5.48
应收和预付款项	45.86	57.94	76.60	20.04	127.96	94.52

存货	60.16	76.52	79.82	38.76	141.41	128.35
其他流动资产	0.64	0.32	0.00	0.00	0.00	0.00
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产和在建工程	40.27	73.63	86.72	407.25	497.03	246.06
无形资产和开发支出	5.80	7.85	34.18	30.65	27.13	23.60
其他非流动资产	0.68	2.65	0.00	0.00	0.00	0.00
资产总计	153.27	235.58	282.99	499.07	797.16	498.02
短期借款	41.70	74.00	79.00	15.59	111.78	95.64
应付和预收款项	26.86	48.37	52.02	23.24	86.87	74.87
长期借款	0.00	0.00	6.00	6.00	106.00	106.00
其他负债	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
负债合计	68.56	122.37	137.02	44.84	304.65	276.50
股本	70.00	70.00	70.00	93.50	93.50	93.50
资本公积	0.00	0.00	0.00	257.56	257.56	257.56
留存收益	0.00	28.69	60.22	86.41	123.25	180.76
归属母公司股东权益	70.00	98.69	130.22	437.47	474.31	531.82
少数股东权益	14.71	14.52	15.75	16.77	18.20	20.44
股东权益合计	84.71	113.21	145.96	454.24	492.51	552.26
负债和股东权益合计	153.27	235.58	282.99	499.07	797.16	828.76
现金流量表	2006A	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E
经营性现金净流量	17.27	27.76	28.37	112.55	-88.38	129.49
投资性现金净流量	-20.99	-31.67	-39.74	-330.75	-100.00	-100.00
筹资性现金净流量	2.94	23.90	4.80	214.89	189.65	-27.65
现金流量净额	-1.02	19.71	-6.67	-3.31	1.27	1.84

资料来源：东方证券研究所

地板一体化践行者，地板第四品牌

研究结论：

- 四川地区房地产 09 年地产成交、新开工以及之前存量房的更新需求为当地木地板消费提供良好支撑。我们认为 60~100 元左右的装饰价格符合内地大众的消费习惯，而四川地区 09 年成交量达到 6000 万平方米，同比增长达到 68%，大幅超过全国平均水平，这将为公司提供较好的需求支撑。
- 中纤板行业供需已出现回暖的先兆，政策支持料将持续恢复。2009、2010 年中纤板产能投放进入尾声，预计两年投产累计不超过 400 万方的水平，年均增长不超过 7%，而近期家具行业经营改善和国内小户型房产的成交活跃带来需求的持续回升。因此，我们判断中纤板行业供需将出现一定程度的改善，未来行业盈利能力将从当前低谷反弹。此外，尽管国家仅提供了 2010 年为止的退税，但在国内木材短缺的大背景下，我们认为国家仍将大力扶持利用森工“三剩物”进行生产的中纤板行业，这将大幅提升业内企业的盈利水平。
- 地板一体化战略初见成效，目前公司控制林地资源达到 35 万亩，未来仍有可能增加。公司近几年在周边以及临近的县市采取收购、合作等方式不断拿林，截至目前，公司控制的林地 35 万亩左右，其中约 23 万亩自有林地，12 万亩左右是合作造林，未来有望在林木成熟后在补充成本的同时，出售原木赚取利润。
- 首次评级为增持。我们认为公司中纤板产能完全投产后为其 2011 年盈利提供新的动能，而木地板消费将在 2010 年持续回暖，预计公司 EPS2009、2010 年 0.05、0.26 元，目前公司涨幅较大，估值水平较高，首次评级为中性。



东方证券
ORIENT SECURITIES

郑 恺

造纸、轻工行业分析师

63325888×6079

zhengkai@orientsec.com.cn

投资评级 买入 增持 **中性** 减持 (首次)

股价 9.97

目标价格 (6 个月) 9.6 元

总股本/A 股 (万股) 21500 / 21500

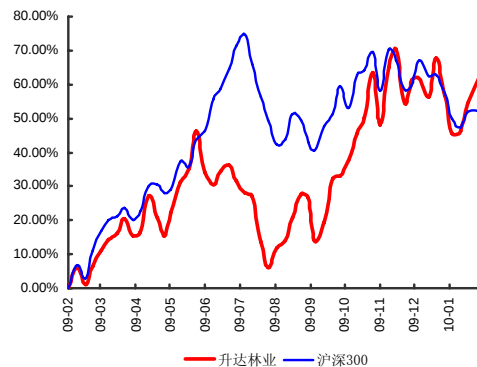
总市值 (亿元) 21

国家/地区 中国

行业 造纸轻工

报告日期 2010 年 2 月 25 日

股价表现



评价周期	1 个月	3 个月	12 个月
绝对表现 (%)	15.0%	64.5%	-28.6%
相对表现 (%)	13.7%	19.9%	10.6%

财务预测

	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入	546.82	563.36	1214.48	1461.47
同比(%)	12.91%	3.03%	115.58%	20.34%
归属母公司净利润	22.77	11.36	56.88	67.55
同比(%)	-37.82%	-50.13%	400.83%	18.76%
毛利率(%)	29.48%	25.41%	23.15%	23.06%
ROE(%)	4.50%	2.20%	9.91%	10.53%
每股收益(元)	0.11	0.05	0.26	0.31
P/E	93.18	186.85	37.31	31.41

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的情况下可能与本报告所分析的企业存在业务关系，并且继续寻求发展这些关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为投资决策的唯一因素。

敬请参阅最后一页之重要声明。

附表：财务报表预测与比率分析

财务和估值数据摘要						
单位:百万元	2006A	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E
营业收入	372.07	484.29	546.82	563.36	1214.48	1461.47
增长率(%)	13.28%	30.16%	12.91%	3.03%	115.58%	20.34%
归属母公司股东净利润	28.31	36.62	22.77	18.55	57.18	67.86
增长率(%)	2.10%	29.38%	-37.82%	-18.56%	208.31%	18.68%
每股收益(EPS)	0.13	0.17	0.11	0.09	0.27	0.32
每股股利(DPS)	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
每股经营现金流	0.277	0.175	-0.249	0.596	-0.452	0.847
销售毛利率	32.96%	32.39%	29.48%	26.15%	23.15%	23.06%
销售净利率	7.67%	7.50%	4.18%	3.30%	4.73%	4.66%
净资产收益率(ROE)	9.56%	14.59%	4.50%	3.54%	9.83%	10.45%
投入资本回报率(ROIC)	12.81%	12.46%	10.44%	4.88%	4.67%	4.53%
市盈率(P/E)	75.73	58.53	94.13	115.58	37.49	31.59
市净率(P/B)	7.24	8.54	4.24	4.09	3.69	3.30
股息率(分红/股价)	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000

报表预测						
利润表	2006A	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E
营业收入	372.07	484.29	546.82	563.36	1214.48	1461.47
减: 营业成本	249.45	327.41	385.64	416.06	933.35	1124.49
营业税金及附加	2.20	3.42	3.73	3.84	8.28	9.96
营业费用	58.30	70.92	72.14	73.24	163.96	197.30
管理费用	13.78	20.53	21.14	18.59	42.51	48.23
财务费用	13.10	19.38	37.24	29.17	34.53	32.61
资产减值损失	1.89	0.02	1.15	0.00	0.00	0.00
加: 投资收益	0.05	0.14	0.11	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	0.10	0.11	-0.26	0.00	0.00	0.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	33.49	42.85	25.62	22.47	31.87	48.88
加: 其他非经营损益	0.27	1.09	3.11	2.35	42.67	39.58
利润总额	33.76	43.94	28.73	24.82	74.54	88.46
减: 所得税	5.21	7.62	5.87	6.21	17.14	20.35
净利润	28.56	36.32	22.86	18.62	57.40	68.12
减: 少数股东损益	0.25	-0.30	0.09	0.07	0.21	0.25
归属母公司股东净利润	28.31	36.62	22.77	18.55	57.18	67.86
资产负债表	2006A	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E
货币资金	182.04	125.37	346.26	169.01	364.34	438.44
应收和预付款项	180.59	110.85	239.10	138.77	698.88	433.22

存货	163.85	189.46	328.89	364.54	568.81	409.01
其他流动资产	0.70	0.57	0.31	0.31	0.31	0.31
长期股权投资	0.30	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资性房地产	0.00	4.31	4.19	3.68	3.17	2.66
固定资产和在建工程	177.22	352.82	439.35	385.93	332.01	275.59
无形资产和开发支出	60.67	60.16	59.81	53.23	46.63	40.01
其他非流动资产	0.58	0.92	1.03	0.51	0.00	0.00
资产总计	765.94	844.46	1418.93	1115.98	2014.16	1599.24
短期借款	184.79	238.79	383.10	104.59	393.05	282.97
应付和预收款项	116.24	125.68	224.10	181.05	733.37	360.41
长期借款	162.00	228.00	284.50	284.50	284.50	284.50
其他负债	4.00	0.00	20.48	20.48	20.48	20.48
负债合计	467.03	592.47	912.18	590.62	1431.40	948.37
股本	160.00	160.00	215.00	215.00	215.00	215.00
资本公积	115.74	50.17	227.19	227.19	227.19	227.19
留存收益	20.29	40.91	63.56	82.11	139.29	207.15
归属母公司股东权益	296.03	251.08	505.75	524.30	581.48	649.34
少数股东权益	2.89	0.91	1.00	1.06	1.28	1.53
股东权益合计	298.92	251.99	506.75	525.36	582.76	650.88
负债和股东权益合计	765.94	844.46	1418.93	1115.98	2014.16	1599.24
现金流量表	2006A	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E
经营性现金净流量	59.61	37.54	-53.53	128.23	-97.18	182.20
投资性现金净流量	-109.29	-161.29	-214.04	-3.44	27.66	27.28
筹资性现金净流量	170.11	67.18	430.62	-302.05	264.86	-135.39
现金流量净额	120.43	-56.56	163.04	-177.25	195.34	74.10

资料来源：东方证券研究所

分析师承诺

郑 恺：造纸轻工行业高级分析师

本人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，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收到任何形式的报酬。

投资评级说明

- 报告发布日后的 6 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；
- 公司投资评级的量化标准
 - 买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；
 - 增持：相对强于市场基准指数收益率 5%~15%；
 - 中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；
 - 减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。
- 行业投资评级的量化标准
 - 看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；
 - 中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；
 - 看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

免责声明

本报告仅供东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

客户应当考虑到本公司可能存在影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。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。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。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。

本报告版权仅为本公司所有，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，亦不得作为诉讼、仲裁、传媒及任何单位或个人引用之证明或依据，不得用于未经允许的其它任何用途。如引用、刊发，需注明出处为东方证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

联系人：王骏飞

电话：021-63325888*1131

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

Email：wangjunfei@orientsec.com.cn