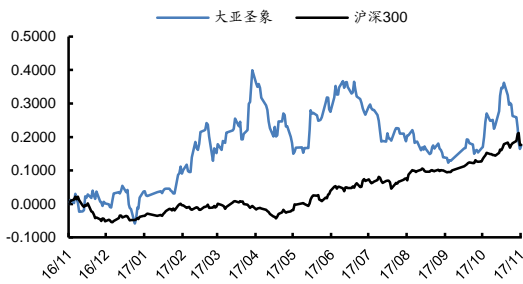


研究所
 证券分析师： 谭倩 S0350512090002
 0755-83473923
 联系人： 尹洵
 17740882428 yinx@ghzq.com.cn
 联系人： 姚哲巍 S0350116080001
 18221921135 yaozw@ghzq.com.cn

精装修带动 B 端业务崛起，大亚圣象再起航

——大亚圣象（000910）公司动态研究

最近一年走势



相对沪深 300 表现

表现	1M	3M	12M
大亚圣象	0.7	-1.1	17.0
沪深 300	3.7	9.9	17.6

市场数据	2017-11-24
当前价格（元）	21.65
52 周价格区间（元）	16.92 - 26.46
总市值（百万）	12021.60
流通市值（百万）	11446.84
总股本（万股）	55527.00
流通股（万股）	52872.24
日均成交额（百万）	69.64
近一月换手（%）	24.27

相关报告

合规声明

国海证券股份有限公司持有该股票未超过该公司已发行股份的 1%。

投资要点：

■ **大亚圣象是具强品牌价值及规模优势的行业龙头，盈利能力提升空间可观。**大亚圣象作为地板和人造板行业的龙头，拥有业内最大规模的地板和人造板产能，地板产能合计 4700 万平方米，人造板产能合计 210 万平方米。其自身所具有的大亚和圣象品牌，在业内享有较高的知名度。2016 年圣象的品牌价值已经高达 235.92 亿元，大亚人造板也获得“中国品牌年度大奖 NO.1(人造板)”，因此大亚圣象作为业内第一品牌，主要产品人造板和地板具有较强的品牌溢价能力，具体体现在其拥有行业内最高水平的毛利率，分别对应 2017 半年报已披露的 19.56%和 40.04%，分别高于行业平均水平 5pct, 9pct。另外从收入体量及市占率角度来看，大亚圣象自身的收入体量也相当于第二名大自然的两倍，目前在地板行业的市占率已高达 12%，总体来看，大亚圣象行业龙头地位稳固，品牌价值突出。

对于地板行业而言，目前行业竞争格局趋于稳定，且同质化程度较高，龙头市场份额集中程度较高。产业信息网相关研究表明，近 5 年地板行业的营业收入增速基本维持在 4%左右，在业内 1200 家地板企业当中，规模以上的企业仅有 76 家，规模以上的强化复合地板企业、多层实木复合地板企业、三层实木复合地板企业分别对应的行业集中度为 48.2%，64.5%，66.5%。未来随着环保督查力度日趋严格以及行业上游原木资源相对稀缺的态势愈发明朗，行业内龙头的市场集中度的提升趋势会持续。作为业内龙头的大亚圣象，在市场集中度持续提升的过程中，势必更加受益。除此之外，大亚圣象的毛利率水平虽高，但根据公司公告对产品的盈利指标进行拆分，计算得到 2017 年上半年地板平均净利润率只有 5%左右，这主要因为较高的期间费用率所带来的压力所致，未来随着内部经营管理效率的提升，员工股权激励计划相继落地，业务板块整合之后的协同效应显现，预计未来期间费用率有继续下降的可能，对应地板行业过去 5 年平均净利润水平 10%来看，圣象地板的净利润率仍有稳步提升的空间。

■ **精装修政策目标愈发清晰明朗，预计未来能够带动 B 端收入迅速放量。**从目前已经推进精装修政策实施的 8 个省市及直辖市来看，虽然从政策落地时间相对较早的上海、深圳来看，尚未达到预期目标，但相对于之前房地产毛坯市场为主的情况，新建住房精装修的比例已经提升至 60%以上。预计未来随着推广精装修的主要城市及省份的

扩容，到 2020 年我国精装修比例将有望达到 80%以上。这将直接推动大亚圣象 B 端业务放量，预计明年 B 端地板销量增速将提升至 30%。且 B 端客户皆为知名地产商，主要包括万科，保利，中海等。其中万科占公司 B 端收入的 50%，70%的账款在 3-6 个月之内均可收回。总体来说，商业信用周期呈现逐渐优化的趋势且现金流状况良好，工装客户整体质量较优。预计未来，B 端收入放量、地板行业集中度的持续提升以及城镇化进程的持续推进将部分对冲地产调控因素所带来的负面影响。

- **产品结构持续优化，消费升级带动实木复合地板快速增长。**从公司目前的销量结构来看，仍然以强化复合为主，预计今年强化销量 3000 万平米，多层销量为 1000 万平米，三层销量为 400 万平米。从公司产品单品类的销量增速来看，强化的销量增速为 4%，多层的销量增速为 25%，三层的销量增速为 20%，三层和多层的销量增速明显快于强化，且三层和多层的毛利率大约在 40%以上，强化的毛利率约为 35%，预计随着消费升级的趋势不断推进，一线、二线城市的富裕家庭将越来越多地使用实木复合（三层、多层）地板，进而推动三层、多层在产品结构中的占比提升，综合毛利率将持续优化。
- **人造板行业竞争格局虽弱，但下游定制家具企业的高速成长带动需求端复苏。**人造板行业属于垄断竞争格局的行业，壁垒低，产品同质化程度高，除此之外还具有高污染、高甲醛排放的特性，人造板企业受到环保督查之后，陆续关停的企业相对较多。近两年行业的规模增速仅处于 5%-10%之间，目前 80%的板材产品还是集中在中低端的刨花板和纤维板，未来下游定制家具客户对于无醛板的需求量持续提升的趋势较为确定，这将直接有利于环保价值高、品牌价值有保障的人造板企业收入端的持续增长。同时那些污染程度高且甲醛释放超标的中小人造板企业将陆续被淘汰。目前，大亚人造板的销量增速维持在 6%左右，高于行业平均水平，且定制家具知名企业索菲亚和好莱客均为其主要客户，按照定制家具行业年均 30%以上的增速持续增长，可以预期下游需求的回暖将带动大亚人造板市占率及销量的持续提升。
- **盈利预测和投资评级：**我们预计公司 2017-2019 年 EPS 分别为 1.30、1.55、1.85，对应的 PE 分别为 16、14、11 倍。未来看好公司在地板行业内精装修放量，行业集中度持续提升、产品业务结构继续优化以及在人造板领域内将受益于下游定制家具行业需求持续回暖所带来的增长。给予“买入”评级。
- **风险提示：**原材料价格上涨的风险、地产增速回落超预期、精装修业务推广不及预期。

预测指标	2016	2017E	2018E	2019E
主营收入 (百万元)	6531	7271	8423	9787
增长率(%)	-15%	11%	16%	16%
净利润 (百万元)	541	721	862	1025
增长率(%)	70%	33%	20%	19%
摊薄每股收益 (元)	1.02	1.30	1.55	1.85
ROE(%)	17.87%	19.28%	18.77%	18.29%

资料来源: Wind 资讯、国海证券研究所

表 1: 大亚圣象盈利预测表

证券代码:	000910.SZ				股价:	21.65	投资评级:	买入		日期:	2017-11-24
财务指标	2016	2017E	2018E	2019E	每股指标与估值		2016	2017E	2018E	2019E	
盈利能力					每股指标						
ROE	18%	19%	19%	18%	EPS		1.02	1.30	1.55	1.85	
毛利率	34%	34%	35%	35%	BVPS		5.47	6.53	8.08	9.93	
期间费率	24%	24%	23%	23%	估值						
销售净利率	8%	10%	10%	10%	P/E		32.13	16.82	14.07	11.83	
成长能力					P/B		3.99	3.35	2.70	2.20	
收入增长率	-15%	11%	16%	16%	P/S		1.77	1.67	1.44	1.24	
利润增长率	70%	33%	20%	19%	利润表 (百万元)						
营运能力					营业收入	2016	2017E	2018E	2019E		
总资产周转率	1.10	1.15	1.14	1.12	营业收入	6531	7271	8423	9787		
应收账款周转率	6.60	7.30	7.30	9.13	营业成本	4314	4778	5496	6343		
存货周转率	2.48	3.04	3.32	3.48	营业税金及附加	99	110	127	148		
偿债能力					销售费用	819	909	1053	1223		
资产负债率	49%	41%	38%	36%	管理费用	601	654	758	881		
流动比	1.38	1.70	1.94	2.13	财务费用	44	38	28	25		
速动比	0.78	1.08	1.34	1.55	其他费用/(-收入)	(123)	(20)	(20)	(20)		
资产负债表 (百万元)	2016	2017E	2018E	2019E	营业利润	531	762	941	1148		
现金及现金等价物	1171	1638	2487	3677	营业外净收支	157	155	155	155		
应收款项	989	996	1154	1073	利润总额	688	917	1096	1303		
存货净额	1737	1607	1695	1867	所得税费用	154	205	245	291		
其他流动资产	111	145	168	196	净利润	534	712	851	1012		
流动资产合计	4008	4386	5504	6812	少数股东损益	(7)	(9)	(11)	(13)		
固定资产	1174	1176	1197	1267	归属于母公司净利润	541	721	862	1025		
在建工程	41	41	41	41	现金流量表 (百万元)						
无形资产及其他	501	501	471	443	经营活动现金流	1036	767	937	1298		
长期股权投资	35	50	30	0	净利润	534	712	851	1012		
资产总计	5932	6327	7367	8737	少数股东权益	(7)	(9)	(11)	(13)		
短期借款	868	679	679	727	折旧摊销	250	108	107	108		
应付款项	1101	1205	1386	1600	公允价值变动	0	0	0	0		
预收帐款	451	398	462	536	营运资金变动	259	(44)	(10)	192		
其他流动负债	484	300	314	336	投资活动现金流	13	(17)	48	(90)		
流动负债合计	2903	2582	2841	3200	资本支出	187	(2)	(22)	(70)		
长期借款及应付债券	0	(43)	(113)	(113)	长期投资	(8)	(15)	20	30		
其他长期负债	0	48	48	48	其他	(166)	0	50	(50)		
长期负债合计	0	5	(65)	(65)	筹资活动现金流	31	(283)	(136)	(18)		
负债合计	2903	2587	2776	3135	债务融资	77	(232)	(70)	49		
股本	531	555	555	555	权益融资	91	0	0	0		
股东权益	3028	3740	4591	5602	其它	(60)	(432)	(406)	(67)		
负债和股东权益总计	5932	6327	7367	8737	现金净增加额	(276)	467	850	1189		

资料来源: Wind 资讯、国海证券研究所

【轻工组介绍】

谭倩，6 年行业研究经验，研究所副所长、首席分析师、电力设备新能源组长、环保公用事业组长、主管行业公司研究，对内创新业务。水晶球分析师公用事业行业公募机构榜单 2016 年第三名、2014 年第五名，2013 年第四名。尹洵，澳大利亚莫纳什大学银行与金融学硕士，2 年买方大消费行业研究经验，2017 年加入国海研究所，从事轻工行业研究。

姚哲巍，上海财经大学金融硕士，华中科技大学工学学士，2016 年进入国海证券，从事轻工行业研究。

【分析师承诺】

谭倩，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，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收到任何形式的补偿。

【国海证券投资评级标准】

行业投资评级

推荐：行业基本面向好，行业指数领先沪深 300 指数；

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随沪深 300 指数；

回避：行业基本面向淡，行业指数落后沪深 300 指数。

股票投资评级

买入：相对沪深 300 指数涨幅 20%以上；

增持：相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间；

中性：相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间；

卖出：相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

【免责声明】

本报告仅供国海证券股份有限公司（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客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于公开资料及合法获得的相关内部外部报告资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证其中的信息已做最新变更，也不保证相关的建议不会发生任何变更。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。报告中的内容和意见仅供参考，在任何情况下，本报告中所表达的意见并不构成对所述证券买卖的出价和征价。本公司及其本公司员工对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。

【风险提示】

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己

的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向本公司或其他专业人士咨询并谨慎决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议。

任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

【郑重声明】

本报告版权归国海证券所有。未经本公司的明确书面特别授权或协议约定，除法律规定的情况外，任何人不得对本报告的任何内容进行发布、复制、编辑、改编、转载、播放、展示或以其他方式非法使用本报告的部分或者全部内容，否则均构成对本公司版权的侵害，本公司有权依法追究其法律责任。