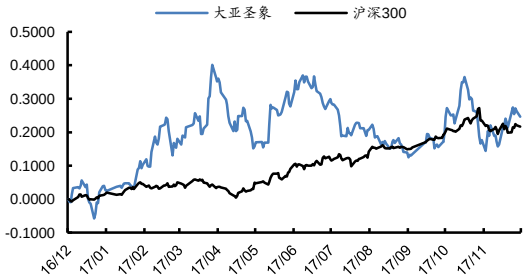
研究所
证券分析师： 谭倩 S0350512090002
0755-83473923
联系人 ： 尹洵
17740882428 yinx@ghzq.com.cn

可转债加码主业，扩产能与品牌建设齐推进

——大亚圣象（000910）事件点评

最近一年走势



相对沪深 300 表现

表现	1M	3M	12M
大亚圣象	5.9	9.2	24.2
沪深 300	-1.5	5.9	22.2

市场数据	2017-12-25
当前价格（元）	22.93
52 周价格区间（元）	16.92 - 26.46
总市值（百万）	12732.34
流通市值（百万）	12123.61
总股本（万股）	55527.00
流通股（万股）	52872.24
日均成交额（百万）	74.29
近一月换手（%）	19.00

相关报告

《大亚圣象（000910）深度报告：精装赋能，龙头蓄势再腾飞》——2017-12-10

《大亚圣象（000910）公司动态研究：精装修带动 B 端业务崛起，大亚圣象再起航》——2017-11-24

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%。

事件：

公司于 2017 年 12 月 23 日发布可转债预案：计划募资不超过 12 亿，其中 4.28 亿用于投入苏北基地家居产业园项目，6.15 亿用于投入上海产品研发营销中心建设，1.57 亿用于补充流动资金。本次发行的可转债的存续期限为自发行之日起 6 年，转股期限为发行结束满 6 个月后，初始转股价格为不低于公布募集说明书之日前二十个交易日公司股票交易均价。

投资要点：

- **加大刨花板业务的投入，持续享受下游定制家具行业快速成长所带来的行业红利。**此次苏北基地家居产业园项目建设内容主要包括年产 50 万立方米刨花板工程、年产 1700 万平方米饰面刨花板工程以及年产 60 万套家具构建生产工程。根据此次公司可行性分析报告显示，预计项目建成后，可实现年均销售收入 11.7 亿元，对应利润总额为 2.98 亿元，内部收益率为 31.91%，显著高于行业 11%的基准收益率水平以及 8%的社会平均收益水平。此次，公司扩大刨花板产能主要是看好下游定制家居产业的快速发展对刨花板需求量的持续拉动。结合相关数据来看，上市定制家具企业近 5 年的主营业务收入的年复合增速近 30%，且目前行业的景气度高、成长性充足。此次投入，有助于提升大亚圣象人造板业务的市场份额且能够分享下游行业快速成长所带来的红利。

- **产品研发营销中心的建设规划有望推动品牌影响力的继续提升。**上海产品研发营销中心建设项目拟建设“三个中心、一个平台”：即产品体验中心、品牌营销中心、研发设计中心和产品大数据平台。产品体验中心即通过线上+线下一站式购齐的方式创新了产品销售渠道的新模式，建设品牌营销中心有助于完善整合公司原有的销售体系，研发设计中心有望满足人们日益增长的生态木制品和个性化消费需求，产品大数据平台也能帮助企业在大数据的基础上实现产品设计和定向销售，从而提高交易的精准度和成功率。长期来看，上海产品研发营销中心的建设项目，将大幅提高公司的研发实力和技术水平，并且能促进公司创新能力的提升，从而为公司的长远发展打下坚实的基础。

- **公司业内龙头领先优势突出，B 端放量以及地板行业集中度提升将助推业绩新增长。**预计 2018 年 B 端地板销量将提升至 1000 万平米

以上，增速近 30%左右，且公司渠道下沉率高（三、四线下沉率高达 85%）并且与新房有关的需求收入占比较低（仅 40%），公司逆地产周期能力较强。未来在地板行业集中度持续提升，产品结构不断升级的趋势之下，龙头因规模经济效益、品牌溢价能力、渠道扩张能力所带来的领先优势将格外突出。

- **盈利预测和投资评级：**我们预计公司 2017-2019 年 EPS 分别为 1.25 元、1.54 元、1.89 元，对应的 PE 分别为 17.56、14.23、11.55 倍。未来公司在地板行业集中度持续提升的过程中有望长期受益，且产品业务结构的继续调整有望带动毛利率水平的持续提升。除此之外，精装修政策的落实推进将有望带动 B 端销量的持续提升。另外，人造板业务板块将受益于下游定制家具行业需求回暖所带来的增长。给予“买入”评级。

- **风险提示：**原材料价格大幅上涨的风险；地产调控因素负面影响超预期；精装修业务合作情况低于预期；精装修大客户过于集中的风险；可转债发行进度低于预期；募投项目建设进度低于预期。

预测指标	2016	2017E	2018E	2019E
主营收入（百万元）	6531	7216	8117	9237
增长率(%)	-15%	10%	12%	14%
净利润（百万元）	541	692	854	1052
增长率(%)	70%	28%	23%	23%
摊薄每股收益（元）	1.02	1.25	1.54	1.89
ROE(%)	17.87%	18.60%	18.67%	18.70%

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:	22.93	投资评级:	买入		日期:	2017-12-25
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%	19%	EPS	1.02	1.25	1.54	1.89
毛利率	34%	34%	35%	35%	BVPS	5.47	6.48	8.01	9.91
期间费率	24%	24%	23%	22%	**估值**				
销售净利率	8%	10%	11%	11%	P/E	32.21	17.56	14.23	11.55
成长能力					P/B	4.00	3.38	2.73	2.21
收入增长率	-15%	10%	12%	14%	P/S	1.78	1.68	1.50	1.32
利润增长率	70%	28%	23%	23%					
营运能力					**利润表（百万元）**	**2016**	**2017E**	**2018E**	**2019E**
总资产周转率	1.10	1.10	1.09	1.09	**营业收入**	**6531**	**7216**	**8117**	**9237**
应收账款周转率	6.60	7.30	7.30	9.13	营业成本	4314	4741	5307	6012
存货周转率	2.48	3.04	3.32	3.48	营业税金及附加	99	109	122	139
偿债能力					销售费用	819	902	1007	1108
资产负债率	49%	43%	39%	33%	管理费用	601	664	731	785
流动比	1.38	1.56	1.90	2.39	财务费用	44	24	16	12
速动比	0.78	0.99	1.32	1.75	其他费用/（-收入）	(123)	(40)	10	20
					营业利润	**531**	**736**	**945**	**1200**
资产负债表（百万元）	**2016**	**2017E**	**2018E**	**2019E**	营业外净收支	157	155	155	155
现金及现金等价物	1171	1638	2487	3677	**利润总额**	**688**	**891**	**1100**	**1355**
应收款项	989	989	1112	1012	所得税费用	154	199	246	303
存货净额	1737	1595	1636	1769	**净利润**	534	692	854	1052
其他流动资产	111	144	162	157	少数股东损益	(7)	0	0	0
流动资产合计	**4008**	**4365**	**5398**	**6616**	**归属于母公司净利润**	**541**	**692**	**854**	**1052**
固定资产	1174	1196	1216	1256					
在建工程	41	41	41	41	**现金流量表（百万元）**	**2016**	**2017E**	**2018E**	**2019E**
无形资产及其他	501	501	471	443	**经营活动现金流**	**1036**	**1065**	**1032**	**1048**
长期股权投资	35	50	30	0	净利润	534	692	854	1052
资产总计	**5932**	**6561**	**7469**	**8438**	少数股东权益	(7)	0	0	0
短期借款	868	603	405	405	折旧摊销	250	108	109	109
应付款项	1101	1196	1339	1517	公允价值变动	0	0	0	0
预收帐款	451	395	445	506	营运资金变动	259	265	69	(113)
其他流动负债	484	600	660	336	**投资活动现金流**	**13**	**(272)**	**94**	**221**
流动负债合计	**2903**	**2794**	**2848**	**2763**	资本支出	187	(22)	(20)	(40)
长期借款及应付债券	0	0	0	0	长期投资	(8)	(15)	20	30
其他长期负债	0	47	47	48	其他	(166)	(235)	95	231
长期负债合计	**0**	**47**	**47**	**48**	**筹资活动现金流**	**31**	**(326)**	**(277)**	**(80)**
负债合计	**2903**	**2841**	**2895**	**2811**	债务融资	77	(264)	(198)	0
股本	531	555	555	555	权益融资	91	0	0	0
股东权益	3028	3720	4575	5627	其它	(60)	(443)	(418)	(80)
负债和股东权益总计	**5932**	**6561**	**7469**	**8438**	**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。

【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、展示或以其他任何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。