



太平洋证券
PACIFIC SECURITIES

2018-03-11

公司点评报告

买入/首次

大亚圣象(000910)

目标价: 25

昨收盘: 21.57

轻工制造

工程端发量增长，未来估值弹性较大

公司 2017 年度报告发布：2017 年实现营业收入 70.48 亿元，同比增长 7.91%，净利润 7.37 亿元，同比增长 38.02%，归母净利润 6.59 亿元，同比增长 21.82%。基本每股收益 1.22 元。其中 2017 年 Q4 单季实现收入 22.20 亿元，同比增长 0.45%；净利润 3.34 亿元，同比增长 47.14%。Q1/Q2/Q3/Q4 分别实现营收 12.59/16.94/18.76/22.20 亿元，收入逐季提升。

木地板快速增长，公司市占率稳步提升。报告期内公司中高密度板实现营收 17.55 亿元，同比增长 4.10%，木地板实现营收 49.32 亿元，同比增长 10.97%。目前公司有 185 万立方米的中高密度板和刨花板及 5300 万平方米地板产能，2017 年度公司销售中高密度板 144 万立方米，同比增长 4.35%，销售木地板 4496 万平方米，同比增长 6.87%。2017 年圣象地板累计销量达 6 亿平方米，用户规模超过 1500 万户。人造板和木地板销售规模的持续扩大，使公司市占率进一步提高，经营业绩稳步提升。

地板产品结构优化，盈利能力持续改善。2017 年公司毛利率提高 1.59pct 至 35.54%，净利率提高 2.28pct 至 10.46%。地板产品结构升级，毛利率较高的三层、多层复合实木地板销售增速更快，驱动综合毛利率提升。全年期间费用率略增加 1.02pct 至 23.44%，其中销售费用率增加 0.91pct 至 13.45%，管理费用率下降 0.01pct 至 9.19%，财务费用率增加 1.02pct 至 23.44%。但 Q1/Q2/Q3/Q4 期间费用率分别对应 31.06%/24.73%/21.00%/20.23%，期间费用率逐季下降，未来随着公司优化原材料采购、提升管理水平，控费能力有望进一步提升。

品牌和渠道优势凸显，工程单放量驱动增长。2017 年“圣象”品牌价值达 345.69 亿元，位居家居行业榜首，大亚人造板 108.36 亿元，位居人造板行业榜首，高品牌价值赋能，公司经营业绩、盈利能力有望持续提升。圣象地板营销网络遍布全球，全国有近 3000 专卖店，并在天猫、京东、苏宁在线分销。同时公司不断加强与大客户的战略合作，全年工程类地板销量同比增长 40%，以万科为核心的战略合作房地产公司数量达到 60 家，未来工程单的持续放量有望进一步驱动公司业绩增长。当前股价对应 2018-2020 年估值分别为 14、11 和 9 倍，估值较为便宜，首次覆盖，给予“买入”评级。

投资风险：房地产增速下滑，地板行业增速下滑

盈利预测和财务指标：

	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	7048	8000	9000	10000
(+/-%)	7.9	13.5	12.5	11.1
净利润(百万元)	737	821	1039	1296
(+/-%)	21.82%	26.71%	26.43%	24.77%
摊薄每股收益(元)	1.22	1.50	1.90	2.37
市盈率(PE)	18.77	14.34	11.34	9.09

资料来源：Wind，太平洋证券注：摊薄每股收益按最新总股本计算

股票数据

总股本/流通(百万股)	555/529
总市值/流通(百万元)	11,977/11,405
12 个月最高/最低(元)	25.98/20.43

证券分析师：陈天蛟

电话：13601877996

E-MAIL: chentj@tpyzq.com

执业资格证书编码：S1190517110002

资产负债表(百万)						利润表(百万)					
	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E		2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
货币资金	1171	1566	3330	4218	5623	营业收入	6531	7048	8000	9000	10000
应收和预付款项	748	814	833	934	1033	营业成本	4314	4543	5049	5517	5872
存货	1737	1638	2081	2273	2419	营业税金及附加	99	112	121	136	151
其他流动资产	352	331	103	383	423	销售费用	819	948	1040	1170	1300
流动资产合计	4008	4349	6346	7808	9497	管理费用	601	648	720	828	1000
长期股权投资	35	45	45	45	45	财务费用	44	56	57	56	52
投资性房地产	0	0	0	0	0	资产减值损失	123	22	1	3	3
固定资产	1174	1062	923	769	600	投资收益	0	13	7	10	8
在建工程	41	167	161	157	154	公允价值变动	0	0	0	0	0
无形资产开发支出	501	553	555	573	582	营业利润	531	855	1018	1300	1630
长期待摊费用	0	0				其他非经营损益	157	-1	40	38	39
其他非流动资产	1924	1993	1824	1748	1648	利润总额	688	854	1058	1338	1669
资产总计	5932	6342	8171	9556	11145	所得税	154	116	236	299	373
短期借款	868	363	363	363	363	净利润	534	737	821	1039	1296
应付和预收款项	1410	1510	2458	2738	2998	少数股东损益	-7	78	-14	-18	-22
长期借款	0	0	0	0	0	归母股东净利润	541	659	835	1056	1318
其他负债	626	799	858	925	958						
负债合计	2903	2672	3679	4026	4319	预测指标					
股本	531	555	555	555	555		2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
资本公积	22	276	276	276	276	毛利率	33.95%	35.54%	36.88%	38.70%	41.28%
留存收益	2284	2879	3714	4771	6088	销售净利率	8.28%	9.35%	10.44%	11.73%	13.18%
归母公司股东权益	2904	3493	4329	5385	6702	销售收入增长率	-14.92%	7.91%	13.50%	12.50%	11.11%
少数股东权益	125	177	163	145	123	EBIT 增长率	16.82%	24.25%	22.57%	24.95%	23.54%
股东权益合计	3028	3670	4491	5530	6826	净利润增长率	70.22%	21.82%	26.71%	26.43%	24.77%
负债和股东权益	5932	6342	8171	9556	11145	ROE	18.63%	18.87%	19.30%	19.61%	19.66%
						ROA	9.12%	10.39%	10.22%	11.05%	11.82%
						ROIC	21.14%	32.47%	58.59%	66.46%	87.97%
现金流量表(百万)						EPS(X)	1.02	1.22	1.50	1.90	2.37
	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E	PE(X)	18.73	18.77	14.34	11.34	9.09
经营性现金流	1036	1189	1745	989	1491	PB(X)	3.49	3.64	2.77	2.22	1.79
投资性现金流	13	-316	25	-96	-83	PS(X)	1.55	1.80	1.50	1.33	1.20
融资性现金流	-1380	-434	-6	-4	-4	EV/EBITDA(X)	10.02	10.27	6.79	5.03	3.44
现金增加额	11	-6	0	0	0						

资料来源: WIND, 太平洋证券

投资评级说明

1、行业评级

看好：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报高于市场整体水平 5%以上；

中性：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报介于市场整体水平-5%与 5%之间；

看淡：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报低于市场整体水平 5%以下。

2、公司评级

买入：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅在 15%以上；

增持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于 5%与 15%之间；

持有：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与 5%之间；

减持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；

销售团队

职务	姓名	手机	邮箱
销售负责人	王方群	13810908467	wangfq@tpyzq.com
北京销售总监	王均丽	13910596682	wangjl@tpyzq.com
北京销售	袁进	15715268999	yuanjin@tpyzq.com
北京销售	成小勇	18519233712	chengxy@tpyzq.com
北京销售	李英文	18910735258	liyew@tpyzq.com
北京销售	孟超	13581759033	mengchao@tpyzq.com
北京销售	张小永	18511833248	zhangxiaoyong@tpyzq.com
上海销售副总监	陈辉弥	13564966111	chenhm@tpyzq.com
上海销售	洪绚	13916720672	hongxuan@tpyzq.com
上海销售	李洋洋	18616341722	liyongyang@tpyzq.com
上海销售	沈颖	13636356209	shenyi@tpyzq.com
上海销售	宋悦	13764661684	songyue@tpyzq.com
上海销售	张梦莹	18605881577	zhangmy@tpyzq.com
广深销售副总监	张茜萍	13923766888	zhangqp@tpyzq.com
广深销售	王佳美	18271801566	wangjm@tpyzq.com
广深销售	胡博涵	18566223256	hubh@tpyzq.com
广深销售	查方龙	18520786811	zhafli@tpyzq.com
广深销售	张卓粤	13554982912	zhangzy@tpyzq.com
广深销售	杨帆	13925264660	yangf@tpyzq.com



研究院

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号 D 座

电话： (8610)88321761

传真： (8610) 88321566

重要声明

太平洋证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号 13480000。

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员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。我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业务服务。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。