

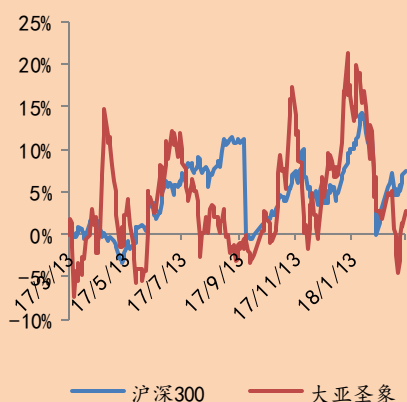


大亚圣象 (000910)

投资评级: 增持 (首次覆盖)

报告日期: 2018-03-14

股价走势:



研究员: 高欣宇
0551-65161836
gaoxy_pro@126.com
S0010517110002

研究员: 宫模恒
0551-65161836
gongmoheng@163.com
S0010512060001

联系人: 袁道升
0551-65161836
neilyds@163.com

业绩稳步回升, 毛利率持续上扬

事件: 公司发布 2017 年年度业绩报告, 全年实现营收 70.48 亿元, 同比增长 7.91%; 归母净利润 6.59 亿元, 同比增长 21.82%; 基本每股收益 1.22 元/股, 同比增长 19.61%。利润分配将以公司 2017 年 12 月 31 日总股本 55527 万股为基数, 向全体股东每 10 股派发现金红利 1.20 元 (含税), 合计派发现金股利 6663.24 万元。

主要观点:

生产规模扩张, 业绩同步增长, 毛利率水平持续攀升

公司主营业务以人造板和地板为核心, 目前中高密度板和刨花板年产能达 185 万 m³, 地板年产能达 5300 万 m², 较 2016 年分别增加 25 万 m³和 600 万 m²。产能规模的持续扩张提高了公司在行业中的市占率, 营收水平实现增长, 从细分业务结构和区域销售结构来看, 2017 年较 2016 年变化不大: 其中木地板业务实现营收 49.32 亿元, 占总营收 69.97%, 同比增长 10.97%; 分区域看, 华东地区营收 19.49 亿元, 占总营收 27.65%, 同比增长 20.15%。公司持续多年深耕木地板业务, 毛利率水平逐年攀升, 2017 年达到 41.24%, 同比增长 1.56 个百分点, 拉动综合毛利率提升 1.34 个百分点至 35.31%。公司的产能扩张迎合行业需求增长, 产品市占率提升推动了全年业绩持续回暖, 毛利率水平延续上扬态势, 业绩有望持续向好。

三费占比略有提升, 研发投入恢复增长

2017 年公司三费占营收比例 23.45%, 同比增长 1.03 个百分点: 其中销售费用受到市场开发和促销费用增加的影响增至 9.48 亿元, 同比增长 15.76%; 财务费用受到汇兑损失增加的影响增至 5608.68 万元, 同比增长 26.69%。2017 年公司在研发投入方面略有改善, 投入金额 13798 万元, 同比增长 12.09%, 占营收比例 1.96%, 全年共申请专利 59 件。研发投入的改善将继续强化公司行业竞争力。

积极拓展工程类客户, 助力产品渗透率提升

2017 年公司工程类地板销量达 860 万 m² (占全部销售量的 19%), 同比增长 40%, 大客户发展战略推进明显。合作方包括万科、保利、中海等近 60 家地产商, 主要销售强化地板、多层实木复合地板等。2018 年公司将进一步加强工程类客户的业务拓展, 计划销售约 1150 万 m² 的木地板, 合作客户将达到 70 家。根据公司近年销售量增速测算, 2018 年工程类销量占比有望继续提升, 预计超过 20%, 有望助力提升公司产品渗透率。

品牌建设持续加码, 夯实地板行业地位, 并借力发展人造板业务

今年公司明显加强了品牌建设和市场推广力度, 广告宣传费和销售推广及市场开发费达到 4.00 亿元, 同比大幅增长 79.85%。公司在广告方面的投入包括 315 央视、高铁站、以及主流新媒体, 在销售模式方面结合节日结点推出各类销售活动。品牌建设投入夯实了公司在地板行业 (尤其是强化木地板) 的地位, 为公司发展人造板业务做好了铺垫。



□ 盈利预测与估值

公司 2017 年延续了产能扩张趋势，进一步提高了产品市占率，业绩继续回暖，毛利率水平保持稳增。同时，公司加强了对工程类客户的开发，工程类产品销量有所增加，这一增长趋势有望延续，提升公司产品渗透率。随着公司在广告费用和市场推广等方面投入持续增大，公司在行业中地位得以巩固，人造板业务也将借力发展。我们预测，2018-2020 年公司 EPS 分别为 1.47 元/股、1.79 元/股、2.07 元/股，对应的 PE 分别为 15 倍、13 倍、11 倍，给予“增持”评级。

盈利预测：

单位：百万元

主要财务指标	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入	7048	7894	9078	10712
收入同比(%)	8%	12%	15%	18%
归属母公司净利润	659	817	993	1150
净利润同比(%)	22%	24%	21%	16%
毛利率(%)	35.5%	35.2%	34.2%	35.0%
ROE(%)	20.1%	19.0%	18.5%	18.3%
每股收益(元)	1.19	1.47	1.79	2.07
P/E	18.84	15.19	12.51	10.80
P/B	3.55	2.78	2.30	1.92
EV/EBITDA	12	14	11	8

资料来源：wind、华安证券研究所

附录：财务报表预测

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2017	2018E	2019E	2020E	会计年度	2017	2018E	2019E	2020E
流动资产	4,349	5,505	7,384	9,187	营业收入	7,048	7,894	9,078	10,712
现金	1,566	2,485	3,740	5,027	营业成本	4,543	5,119	5,970	6,961
应收账款	834	809	1,013	1,187	营业税金及附加	112	113	137	161
其他应收款	110	101	126	151	销售费用	948	1,089	1,191	1,417
预付账款	90	58	41	20	管理费用	648	734	822	984
存货	1,684	1,931	2,324	2,639	财务费用	56	(12)	(29)	(49)
其他流动资产	65	120	139	164	资产减值损失	22	58	28	49
非流动资产	1,993	1,867	1,773	1,666	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	45	36	39	40	投资净收益	13	3	12	7
固定资产	1,062	995	927	860	营业利润	855	796	972	1,196
无形资产	553	516	482	450	营业外收入	4	113	93	70
其他非流动资产	333	321	325	317	营业外支出	5	9	6	6
资产总计	6,342	7,372	9,157	10,853	利润总额	854	901	1,058	1,260
流动负债	2,672	2,630	3,421	3,939	所得税	116	0	0	0
短期借款	363	357	343	322	净利润	737	901	1,058	1,260
应付账款	974	984	1,251	1,430	少数股东损益	78	84	66	110
其他流动负债	1,335	1,290	1,827	2,188	归属母公司净利润	659	817	993	1,150
非流动负债	0	9	13	21	EBITDA	999	888	1,044	1,246
长期借款	0	0	0	0	EPS (元)	1.19	1.47	1.79	2.07
其他非流动负债	0	9	13	21					
负债合计	2,672	2,639	3,435	3,961	主要财务比率				
少数股东权益	177	260	326	436	会计年度	2017	2018E	2019E	2020E
股本	555	555	555	555	成长能力				
资本公积	276	274	274	274	营业收入	7.91%	12.00%	15.00%	18.00%
留存收益	2,879	3,643	4,566	5,627	营业利润	60.86%	-6.82%	22.03%	23.05%
归属母公司股东权益	3,493	4,473	5,396	6,457	归属于母公司净利润	21.82%	23.97%	21.49%	15.84%
负债和股东权益	6,342	7,372	9,157	10,853	获利能力				
					毛利率(%)	35.54%	35.16%	34.24%	35.02%
					净利率(%)	净利率	9.35%	10.35%	10.94%
					ROE(%)	20.10%	19.03%	18.50%	18.27%
					ROIC(%)	29.88%	36.79%	24.98%	29.71%
					偿债能力				
					资产负债率(%)	42.13%	35.79%	37.51%	36.49%
					净负债比率(%)	12.80%	-3.73%	-25.48%	-28.07%
					流动比率	1.63	2.09	2.16	2.33
					速动比率	1.00	1.36	1.48	1.66
					营运能力				
					总资产周转率	1.15	1.15	1.10	1.07
					应收账款周转率	10.21	11.02	11.39	11.15
					应付账款周转率	7.29	8.07	8.12	7.99
					每股指标 (元)				
					每股收益(最新摊薄)	1.19	1.47	1.79	2.07
					每股经营现金流(最新摊薄)	2.14	1.37	2.36	2.50
					每股净资产(最新摊薄)	6.29	8.06	9.72	11.63
					估值比率				
					P/E	18.8	15.2	12.5	10.8
					P/B	3.6	2.8	2.3	1.9
					EV/EBITDA	11.65	13.59	10.63	8.21

资料来源：华安证券研究所

投资评级说明

以本报告发布之日起 12 个月内，证券（或行业指数）相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

行业及公司评级体系

买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15% 以上；

增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5% 至 15%；

中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差 -5% 至 5%；

减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5% 至 15%；

卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15% 以上；

无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。市场基准指数为沪深 300 指数。

信息披露

分析师承诺

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来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任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

本报告中的信息均来源于公开可获得资料，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证，据此投资，责任自负。本报告不构成个人投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。华安证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。