

2018年03月14日

公司研究

评级：买入（维持）

研究所

证券分析师： 谭倩 S0350512090002
0755-83473923
联系人： 尹洵 S0350118010007
021-50815082 yinx@ghzq.com.cn

短期人造板产能承压，长期向好势头不改

——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 | 0.9 | -3.1 | -1.6 |
| 沪深300 | 2.7 | 1.2 | 17.8 |

市场数据

2018-03-14

| | |
|------------|---------------|
| 当前价格（元） | 22.12 |
| 52周价格区间（元） | 20.07 - 26.46 |
| 总市值（百万） | 12282.57 |
| 流通市值（百万） | 11695.34 |
| 总股本（万股） | 55527.00 |
| 流通股（万股） | 52872.24 |
| 日均成交额（百万） | 86.37 |
| 近一月换手（%） | 15.27 |

相关报告

《大亚圣象（000910）事件点评：可转债加码主业，扩产能与品牌建设齐推进》——2017-12-25

《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：

大亚圣象发布了2017年年报，报告期内，公司实现营业收入704,825.83万元，同比增加7.91%；实现营业利润85,450.71万元，同比增加61.45%；实现利润总额85,364.40万元，同比增加24.09%；实现净利73,744.09万元，同比增加38.06%；归属于母公司所有者的净利润65,918.83万元，同比增加21.82%。其中木地板的营业收入为49.32亿元，人造板的营业收入为17.55亿元，对应的收入增速分别为10.97%和4.10%。细分至2017年Q1/Q2/Q3/Q4的营业收入的同比增速分别为13.5%/4.95%/17.35%/0.45%，对应2017年Q1/Q2/Q3/Q4归母净利润的同比增速分别为38.51%/33.64%/25.17%/14.24%。总体增长情况符合预期，但四季度收入增速略低于预期。

投资要点：

■ **Q4收入增速放缓，主因人造板产能瓶颈的限制以及地板出口量的下滑。**2017年Q4人造板的销量为40.5万立方米，与2016Q4相比，基本为零增长，从而将2017年Q1-Q3人造板的收入增速6.5%拖累至4.1%。究其原因主要为人造板的产能瓶颈制约Q4收入增速的提升。此外，木地板出口业务自2015年以来受到美国毒地板事件的影响较大，销量已经从2016年的470万平米下降至2017年的360万平米，2017年木地板出口量同比下降了23%。就2017年单四季度来看，木地板出口量同比下滑了40万平米，从而影响到全年木地板销售收入的增速。预计2018年木地板出口量下滑的影响将逐步被B端销量增速的提升以及商用地板的增量贡献所弱化。

■ **汇兑损益的增加推动财务费用率的上行，外包安装费的增加推动销售费用率的提升。**公司2017年毛利率为35.54%，同比提升了1.59pct，净利率为10.46%，同比提升了2.28pct，由此反映了产品结构升级对毛利率的持续推动。对应2017年的销售费用率/财务费用率/管理费用率分别为13.46%/0.80%/9.19%，同比增幅分别为0.92pct/0.12pct/-0.01pct，销售费用率上升主要因为工程端外包安装费的增加所致，财务费用率的上升主要因为汇兑损益的增加所致。预计2018年公司有可能会通过外汇对冲的方式去弱化汇兑损益的负面影响。

- **精装趋势推动工程端收入增速加快，B 端客户结构稳定且收入占比有望继续提升。**2017 年以来，在精装政策加速推行的趋势之下，公司工程类地板销量累计为 860 万平米，同比增速近 40%，业内领先优势突出。且工程端客户主要以万科、保利、中海、碧桂园、恒大等国内前 100 强房企为主，万科占工程端收入的比例为 40%，保利和中海占工程端收入的比例分别为 10%和 5%，碧桂园和恒大工程端收入的合计占比大约处于 20%-30%之间。预计 2018 年公司的 B 端客户数将提升至 70 家左右，并且工程端的账期基本处于 3 个月左右，地产客户总体来看履约能力强、信誉度高。此外，工装木地板的毛利率比零售端低 7-8 个点，净利率比零售端仅低 1 个点，随着 B 端木地板销量增速的提升以及品类升级的加快，预计木地板 B 端收入占比有望继续提升且盈利能力总体有望保持稳定。此外，2018 年公司预计商用地板将实现 150 万平米的销量贡献，从而打开增量新空间。
- **零售端产品结构升级趋势显著，提价预期强。**公司 2017 年零售端木地板的销量近 3278 万平米，增速近 4.7%。并且地板品类消费升级趋势显著，强化复合地板的销量增速只有 2%左右，而实木复合地板的销量增速已提升至 20%，对应强化复合的毛利率为 38%，而实木复合系列的毛利率基本处于 40%-43%之间。由此可见，产品结构的升级将持续助推毛利率改善。此外，出于应对胶合板及木材的涨价压力，预计公司对木地板的提价计划会根据终端市场的动销情况以及经销商的实际经营情况将在 2018 年相继落地。随着产品结构升级及提价因素的相继落地，预期 2018 年木地板的毛利率将得到持续改善。
- **盈利预测和投资评级：**我们预计 2018 年随着 50 万立方米刨花板产能的相继释放、人造板的产能瓶颈有望打破，精装修政策的持续落地将助推木地板 B 端收入占比的加速提升，再叠加产品结构的不断上移，公司的综合毛利率有望得到持续改善。我们预计公司 2018-2020 年的 EPS 分别为 1.45 元、1.75 元、2.09 元，对应的 PE 分别为 15.20 倍、12.58 倍、10.51 倍，因此，给予“买入”评级。
- **风险提示：**产能投放进度低于预期、大客户过于集中的风险、地产下行周期影响销量的风险、原材料价格大幅上涨的风险、公司出口业务和汇兑损益的不确定性影响。

| 预测指标 | 2017 | 2018E | 2019E | 2020E |
|-----------|--------|--------|--------|--------|
| 主营收入（百万元） | 7048 | 7951 | 9059 | 10313 |
| 增长率(%) | 8% | 13% | 14% | 14% |
| 净利润（百万元） | 659 | 804 | 971 | 1162 |
| 增长率(%) | 22% | 22% | 21% | 20% |
| 摊薄每股收益（元） | 1.19 | 1.45 | 1.75 | 2.09 |
| ROE(%) | 17.96% | 17.97% | 17.83% | 17.59% |

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

| 2018-03-1 | | | | | | | | | | |
|--------------------|-------------|--------------|--------------|--------------|--------------------|-------------|--------------|--------------|--------------|---|
| 证券代码: | 000910.SZ | | | | 股价: | 22.12 | 投资评级: | 买入 | 日期: | 4 |
| 财务指标 | 2017 | 2018E | 2019E | 2020E | 每股指标与估值 | 2017 | 2018E | 2019E | 2020E | |
| 盈利能力 | | | | | 每股指标 | | | | | |
| ROE | 18% | 18% | 18% | 18% | EPS | 1.19 | 1.45 | 1.75 | 2.09 | |
| 毛利率 | 36% | 36% | 36% | 37% | BVPS | 6.29 | 7.74 | 9.49 | 11.58 | |
| 期间费率 | 25% | 25% | 24% | 24% | 估值 | | | | | |
| 销售净利率 | 9% | 10% | 11% | 11% | P/E | 27.80 | 15.20 | 12.58 | 10.51 | |
| 成长能力 | | | | | P/B | 3.50 | 2.84 | 2.32 | 1.90 | |
| 收入增长率 | 8% | 13% | 14% | 14% | P/S | 1.73 | 1.54 | 1.35 | 1.18 | |
| 利润增长率 | 22% | 22% | 21% | 20% | | | | | | |
| 营运能力 | | | | | 利润表 (百万元) | 2017 | 2018E | 2019E | 2020E | |
| 总资产周转率 | 1.11 | 1.10 | 1.08 | 1.09 | 营业收入 | 7048 | 7951 | 9059 | 10313 | |
| 应收账款周转率 | 6.82 | 7.30 | 7.30 | 9.13 | 营业成本 | 4543 | 5093 | 5771 | 6545 | |
| 存货周转率 | 2.77 | 3.04 | 3.32 | 3.48 | 营业税金及附加 | 112 | 126 | 144 | 163 | |
| 偿债能力 | | | | | 销售费用 | 948 | 1081 | 1205 | 1341 | |
| 资产负债率 | 42% | 38% | 35% | 30% | 管理费用 | 648 | 724 | 815 | 928 | |
| 流动比 | 1.63 | 1.84 | 2.16 | 2.68 | 财务费用 | 56 | 22 | 16 | 16 | |
| 速动比 | 1.01 | 1.20 | 1.54 | 2.00 | 其他费用/(-收入) | (9) | 20 | 10 | 20 | |
| | | | | | 营业利润 | 855 | 926 | 1119 | 1340 | |
| 资产负债表 (百万元) | 2017 | 2018E | 2019E | 2020E | 营业外净收支 | (1) | 5 | 5 | 5 | |
| 现金及现金等价物 | 1566 | 1973 | 3013 | 4329 | 利润总额 | 854 | 931 | 1124 | 1345 | |
| 应收款项 | 1033 | 1089 | 1241 | 1130 | 所得税费用 | 116 | 127 | 153 | 183 | |
| 存货净额 | 1638 | 1716 | 1782 | 1930 | 净利润 | 737 | 804 | 971 | 1162 | |
| 其他流动资产 | 112 | 159 | 181 | 175 | 少数股东损益 | 78 | 0 | 0 | 0 | |
| 流动资产合计 | 4349 | 4937 | 6217 | 7564 | 归属于母公司净利润 | 659 | 804 | 971 | 1162 | |
| 固定资产 | 1062 | 1091 | 1118 | 1165 | | | | | | |
| 在建工程 | 167 | 167 | 167 | 167 | 现金流量表 (百万元) | 2017 | 2018E | 2019E | 2020E | |
| 无形资产及其他 | 553 | 553 | 523 | 495 | 经营活动现金流 | 1189 | 737 | 1124 | 1174 | |
| 长期股权投资 | 45 | 50 | 30 | 0 | 净利润 | 737 | 804 | 971 | 1162 | |
| 资产总计 | 6342 | 7206 | 8369 | 9473 | 少数股东权益 | 78 | 0 | 0 | 0 | |
| 短期借款 | 363 | 363 | 263 | 263 | 折旧摊销 | 212 | 101 | 102 | 103 | |
| 应付款项 | 974 | 1287 | 1458 | 1654 | 公允价值变动 | 0 | 0 | 0 | 0 | |
| 预收帐款 | 536 | 436 | 496 | 565 | 营运资金变动 | 162 | (167) | 52 | (90) | |
| 其他流动负债 | 799 | 600 | 660 | 336 | 投资活动现金流 | (316) | (276) | 88 | 215 | |
| 流动负债合计 | 2672 | 2686 | 2878 | 2818 | 资本支出 | (14) | (29) | (27) | (46) | |
| 长期借款及应付债券 | 0 | 0 | 0 | 0 | 长期投资 | (11) | (5) | 20 | 30 | |
| 其他长期负债 | 0 | 47 | 47 | 48 | 其他 | (292) | (242) | 95 | 231 | |
| 长期负债合计 | 0 | 47 | 47 | 48 | 筹资活动现金流 | 31 | (54) | (172) | (73) | |
| 负债合计 | 2672 | 2732 | 2925 | 2866 | 债务融资 | (504) | 0 | (100) | 0 | |
| 股本 | 555 | 555 | 555 | 555 | 权益融资 | 91 | 0 | 0 | 0 | |
| 股东权益 | 3670 | 4474 | 5444 | 6606 | 其它 | (60) | (54) | (72) | (73) | |

| | | | | | | | | | |
|-----------|------|------|------|------|--------|-------|-----|------|------|
| 负债和股东权益总计 | 6342 | 7206 | 8369 | 9473 | 现金净增加额 | (276) | 407 | 1040 | 1316 |
|-----------|------|------|------|------|--------|-------|-----|------|------|

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。