

大亚圣象 (000910)

大亚圣象：稳健增长的低估值地板龙头 买入(首次)

2018年04月20日

证券分析师 史凡可

021-60199793

执业证书编号

S0600517070002

shifk@dwzq.com.cn

证券分析师 马莉

010-66573557

执业证书编号

S0600517050002

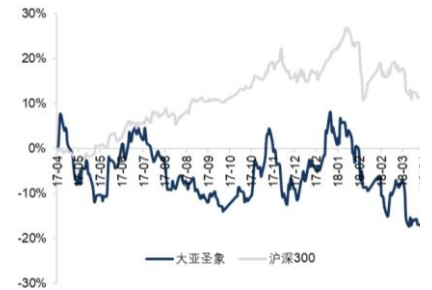
mal@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	7048.26	8136.52	9092.08	9995.04
同比(%)	7.91%	15.44%	11.74%	9.93%
净利润(百万元)	659.19	828.05	916.89	1014.06
同比(%)	21.82%	25.62%	10.73%	10.60%
毛利率(%)	35.54%	35.00%	34.43%	34.28%
ROE(%)	22.02%	23.24%	21.76%	20.34%
每股收益(元)	1.22	1.49	1.65	1.83
P/E	14.61	11.95	10.79	9.76
P/B	2.83	2.37	1.98	1.67

投资要点

- **聚焦家居主业，管理团队核心利益统一。**大亚圣象集团成立于1993年，1999年成功登陆主板。公司自2015年以来陆续剥离了旗下亏损的制造业资产(包括铝业、烟草包装、滤嘴、聚丙烯丝束、轮毂等)，聚焦地板、人造板两大主营。在15年创始人陈兴康先生身故后，大亚的董事长之职由其次子陈晓龙于同年9月接任，而其长子陈建军也于同年10月上任圣象集团公司总裁之位，随后公司于16-17年推出两期股权激励。自此，公司内部团队实现利益的高度统一，经营改善。
- **圣象地板龙头，市场份额稳居榜首，工程业务预期放量。**地板行业16年的总产值932.42亿元，近年CAGR为3.30%。圣象地板是行业中的绝对龙头，渠道和品牌护城河深厚(毛利率、单店效率行业最高)，市场份额在7%-8%，始终保持行业第一。随着精装房大势所趋，地板、卫浴、橱柜等品类的家居龙头由于供应链及现金流优势受到重视，工程单成为圣象发展新亮点。从子公司情况来看，圣象地板的利润率显著低于行业平均。
- **大亚人造板打破产能瓶颈，量价齐升。**受到环保边际趋严、下游定制家具快速放量的影响，人造板行业供需格局向好。作为行业中的翘楚企业，大亚人造板环保优势明显，市场份额行业第一(16年0.26%)，目前在全国共拥有9个产能基地，已经实现全国化布局。从公司历年产销率来看，产能瓶颈明显，18年宿迁项目投产利好于公司收入增长提速。此外人造板的黑龙江子公司亏损严重已于16年开始停产，17年实现减亏8400万元，预期将贡献利润弹性。
- **副业剥离，盈利弹性释放。**瘦身成功后，公司15-17年毛利率由28.98%升至35.54%；净利率由4.14%升至9.35%。从历史情况看，公司历年三项费用率相对较高，具有压缩空间。例如折旧逐年递减(随着公司固定资产的折旧陆续到期公司的年折旧额逐年下降，自11年的4.26亿降至17年的1.96亿)，有利于利润释放。
- **盈利预测与投资评级：**预计2018-2020年，公司营业收入同比增速分别为15.44%、11.74%、9.93%；归母净利润分别为8.28亿元、9.17亿元、10.14亿元，同比增速分别为25.62%、10.73%、10.60%。当前股价对应18-20年PE分别为12.0X、10.8X、9.8X，处于历史估值中枢底部，给予公司“买入”评级。
- **风险提示：**房地产调控超预期，原材料价格波动，费用控制不达预期

股价走势



市场数据

收盘价(元)	17.82
一年最低/最高价	17.64/26.29
市净率(倍)	2.83
流通A股市值(亿元)	94.22

基础数据

每股净资产(元)	6.29
资本负债率	42.13%
总股本(百万股)	555.27
流通A股(百万股)	528.72

相关研究

目录

1 老牌家居龙头，地板、人造板双轮驱动	5
1.1 聚焦家居主业，经营具向上拐点	6
1.2 股权相对集中，核心利益统一	6
1.3 理顺激励机制，激发内部活力	7
2 地板大象，结构升级 vs 工程渠道助力成长	8
2.1 行业稳健成长，龙头份额提升	8
2.2 品牌、渠道优势凸显，零售稳中有升	10
2.3 精装房大势所趋，工程业务迅猛发力	12
2.4 产能基地合理布局，子公司盈利具向上弹性	15
3 人造板翘楚，产能扩张助推稳健成长	16
3.1 板材市场极为分散，大亚人造板行业一流	16
3.2 刨花板新产能落地，收入持续成长	18
3.3 子公司减亏释放利润弹性，补助高于同行	19
4 财务分析与行业对比	21
4.1 副业剥离，盈利弹性释放	21
4.2 管理不断改善，费用率有望进一步压缩	22
4.3 折旧陆续到期，经营现金流持续蓄水	23
5 盈利预测、估值与投资建议	24
5.1 核心假设	24
5.2 盈利预测	24
5.3 估值与投资建议	25
6 风险提示	26

图表目录

图表 1: 公司财务情况一览	5
图表 2: 大亚圣象发展历程一览	6
图表 3: 2012-2017 年人均产值一览	6
图表 4: 截至 2017 年年报的股权架构图	7
图表 5: 现任大亚、圣象的实际控制人	7
图表 6: 两次股权激励方案对比	8
图表 7: 圣象地板情况概览	8
图表 8: 2002-2016 我国地板行业销售收入 (亿元)	9
图表 9: 15 年我国主要地板产品的产量结构 (%)	9
图表 10: 分品类规模以上企业市场集中度 (产量口径)	9
图表 11: 销量口径的市场份额测算 (万平方米)	10
图表 12: 地板龙头企业数据对比	10
图表 13: 12-17 年龙头地板企业销量、单价、毛利率	11
图表 14: 12-17 年圣象地板门店、单店一览	11
图表 15: 圣象历年营销活动一览	12
图表 16: 精装房省级层面政策梳理	13
图表 17: 三四线全装修比例提升 (%)	13
图表 18: 重点城市新房、在售房全装修比例 (%)	13
图表 19: 15-20 精装房渗透率及市场规模测算	14
图表 20: 龙头地产商全装修比例	14
图表 21: 公司精装客户情况	15
图表 22: 公司 2B 业务情况	15
图表 23: 2012-2017 圣象地板产能	15
图表 24: 2013-2017 地板子公司收入情况	16
图表 25: 人造板营收和毛利率情况 (单位: 亿元)	16
图表 26: 2010-2016 人造板产值结构 (%)	17
图表 27: 刨花板年产量、年销量情况 (万立方米)	17
图表 28: 纤维板年产量、年销量情况 (万立方米)	17
图表 29: 胶合板年产量、年销量情况 (万立方米)	17
图表 30: 16 年人造板行业的市占率估算	17
图表 31: 06 年至今人造板环保政策一览	18
图表 32: 2017 年公司人造板产能全国分布地图	18
图表 33: 大亚人造板产销情况一览	19
图表 34: 大亚和丰林人造板业务子公司利润情况 (百万元)	20
图表 35: 各人造板生产企业政府补助 (百万元)	21
图表 36: 公司历年收入和利润情况	21
图表 37: 木地板与人造板业务一览 (单位: 亿元)	22
图表 38: 可比公司的期间费用率	22
图表 39: 公司明细费用科目情况 (百万元)	23
图表 40: 大亚圣象与竞争对手运输费率对比	23
图表 41: 11 年以来固定资产折旧金额 (单位: 百万元)	23
图表 42: 公司经营性现金流情况 (单位: 百万元)	24
图表 43: 大亚圣象收入拆分预测	25

图表 44: 可比公司估值表	25
图表 45: 大亚圣象 PE-Band	26

1 老牌家居龙头，地板、人造板双轮驱动

主营聚焦，双轮驱动。大亚圣象成立于 1993 年，并于 1999 年成功登陆主板，是我国家居行业知名的综合品牌运营商。公司起家于包装，自 2015 年以来陆续剥离了旗下亏损的制造业资产（包括铝业、烟草包装、滤嘴、聚丙烯丝束、轮毂等），随后聚焦地板、人造板两大主营。目前，公司已经拥有“圣象”地板、“大亚”人造板两大知名品牌，其中人造板产能亚洲第一、地板的规模也稳居行业之首。

机制理顺，增长提速。具体来看上市公司 13-17 年主营业务的表现，其中**木地板业务**的收入规模由 36.9 亿升至 49.3 亿（CAGR 达 7.5%），近年发展提速，且随着品牌力增强毛利率由 28.12% 增至 41.24%；**人造板业务**的收入规模由 21.6 亿降至 17.6 亿，毛利率则保持在近 20% 的较高水平。2017 年，公司实现总营收 70.48 亿元，同增 7.91%；归母净利 6.59 亿元，同增 21.82%；对应当期销售毛利率 35.54%、销售净利率 10.46%、ROE 为 20.59%。

图表 1：公司财务情况一览

单位：亿元		2013	2014	2015	2016	2017
营业收入		81.90	84.40	76.77	65.31	70.48
yoy		-1.48%	3.05%	-9.04%	-14.92%	7.91%
木地板	营业收入	36.93	39.70	39.39	44.44	49.32
	yoy	9.44%	7.48%	-0.77%	12.83%	10.97%
	占比	45.10%	47.04%	51.31%	68.05%	69.97%
	毛利率	28.12%	32.10%	37.96%	39.68%	41.24%
人造板	营业收入	21.62	20.87	16.74	16.86	17.55
	yoy	-11.14%	-3.47%	-19.79%	0.72%	4.09%
	占比	26.40%	24.73%	21.81%	25.81%	24.90%
	毛利率	23.02%	20.22%	16.45%	22.03%	21.28%
销售毛利率		24.99%	26.26%	28.98%	33.95%	35.54%
销售费用率		11.20%	11.74%	12.68%	12.54%	13.46%
管理费用率		7.42%	7.61%	8.53%	9.20%	9.19%
财务费用率		3.08%	2.46%	1.84%	0.68%	0.80%
销售净利率		3.18%	3.25%	5.09%	8.18%	10.46%
归母净利润		1.30	1.64	3.18	5.41	6.59
yoy		5.27%	25.39%	94.37%	70.22%	21.82%
扣非净利润		1.33	1.61	2.58	5.40	6.46
yoy		10.09%	21.58%	59.87%	109.64%	19.54%
资产负债率		64.09%	62.37%	62.58%	48.95%	42.13%
经营性现金流净额		12.06	10.64	14.88	10.36	11.89
账上现金及等价物		16.01	11.98	14.23	11.03	15.37
市值高点		30.17	41.62	142.32	110.88	139.46
市值低点		24.27	24.63	38.09	58.50	92.51
PE 中位数		20.87	20.25	28.37	15.65	17.60
ROE		5.39%	6.35%	11.50%	21.22%	20.59%

数据来源：Wind，东吴证券研究所

1.1 聚焦家居主业，经营具向上拐点

公司的经营可以简单分为三个发展阶段：**(1) 包装业务起家 (1995-2002)**：集团前身为 1993 年成立的江苏大亚新型包装公司，并于 2002 年更名大亚科技切入人造板行业，同年收购了地板翘楚圣象实业 60% 的股权，产业链协同发展；**(2) 多元化经营拖累 (2002-2015)**：公司旗下拥有多个条线的制造业务，严重制约公司发展，由此公司聚焦于家居板块，2009 年收购圣象实业剩余 40% 股权，从此着力发展人造板、地板业务；**(3) 聚焦家居主业 (2015-今)**：管理团队变动后，公司主营方向确立、两大板块的实际控制人利益统一，发展出现向上拐点。

图表 2：大亚圣象发展历程一览



数据来源：公司年报，东吴证券研究所

第三阶段公司的盈利表现持续向好，人均产值有所提升。自 15 年集团剥离副业、聚焦主业以来，公司 15-17 年不仅归母盈利分别较去年同期实现了大幅增长，人均产值也稳步提升至 120-140 万元的区间。

图表 3：2012-2017 年人均产值一览

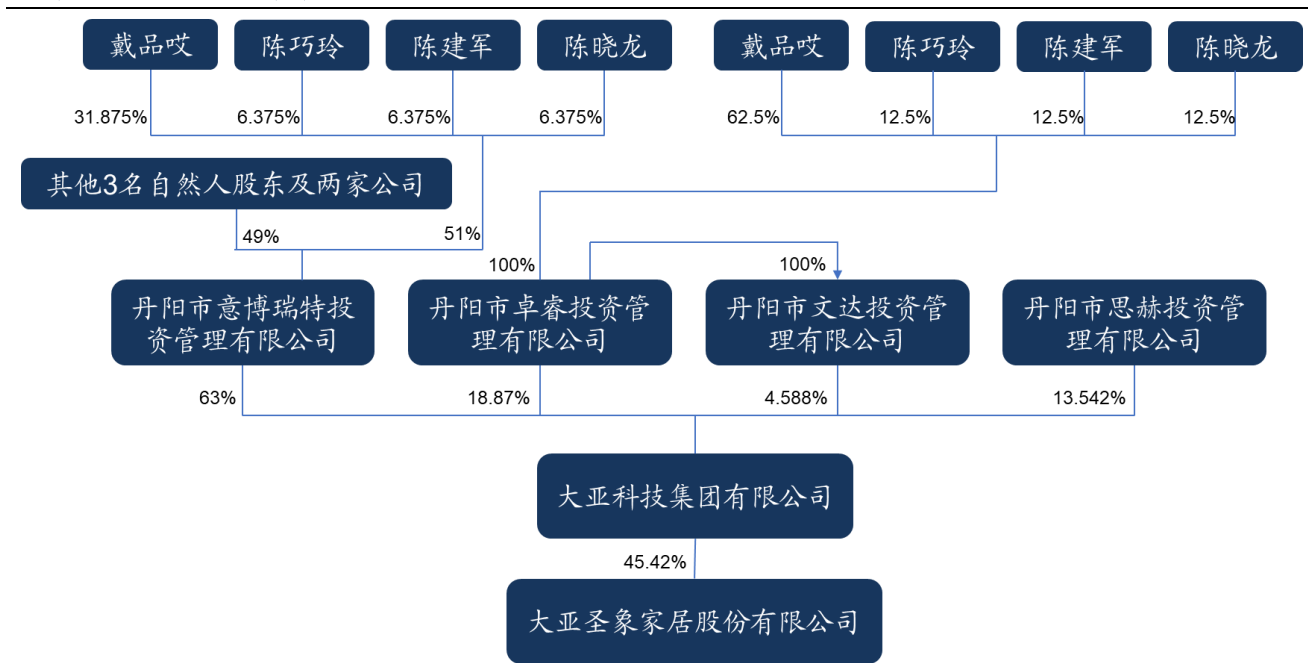
	2012	2013	2014	2015	2016	2017
营业收入/百万元	8312.52	8189.80	8439.68	7676.70	6531.38	7048.26
员工人数/人	8905	8985	9085	5472	5282	5220
人均产值/万元	93.35	91.15	92.90	140.29	123.65	135.02

数据来源：公司年报，东吴证券研究所

1.2 股权相对集中，核心利益统一

家族企业传承，股权相对集中。截至 2017 年底，公司的控股股东为大亚科技集团（持股比例 45.42%），而大亚科技的实际控制人为陈兴康家族。在 15 年陈先生身故后，其妻子及子女陈晓龙、陈建军、戴品哎、陈巧玲四位自然人分别通过意博瑞特、卓睿等直接或间接持有大亚科技集团合计 51% 的股权，间接对上市公司拥有实际控制地位。

图表 4: 截至 2017 年年报的股权结构图



数据来源: 公司年报, 东吴证券研究所

两大主营的实际控制人为利益共同体, 利好双主业协同发展。在陈兴康先生辞世后, 大亚的董事长之职由其次子陈晓龙于同年 9 月接任, 而其长子陈建军也于同年 10 月上任圣象集团公司总裁之位。自此, 公司人造板和地板两大核心业务的实际控制人实现了利益的高度统一。

图表 5: 现任大亚、圣象的实际控制人

姓名	职务	任职日期	个人简历
陈晓龙	董事长	2015/9/1	本科经济学学士、英国工商管理硕士。2002至2005年任大亚控股(香港)有限公司董事、总经理; 2006年至2011年任大亚科技集团有限公司财务总监助理; 2011年5月至今任江苏绿源精细化工有限公司董事长; 2015年7月至今任大亚科技集团有限公司董事局主席兼总裁; 2015年9月至今任公司董事长。
陈建军	董事	2017/5/19	本科学历。1995年起就职于镇江市对外贸易公司; 2015年7月至今任大亚科技集团有限公司董事; 2015年10月至今任圣象集团有限公司总裁。

数据来源: Wind, 东吴证券研究所

1.3 理顺激励机制, 激发内部活力

双重激励深度绑定, 持续成长可期。除了理顺主营业务, 公司分别于 2016 年、2017 年推出两期股权激励计划, 深度绑定内部利益。从两次激励计划的覆盖范围来看: 16 年第一期激励计划的覆盖对象具体包括当期在任的董事、高管、中层、核心技术骨干等 63 名对象, 合计授予限制性股票 340 万股 (总股本占比 0.64%), 授予价格为 7.04 元/股; 17 年第二期计划的激励范围扩展至合计 251 名公司在任员工, 合计授予股票 2524 万股 (总股本占比 4.76%), 授予价格为 11.56 元/股。从解锁条件来看, 在 16 年利润实现高增长的基础上, 公司 17 年的激励计划仍以未来三年的复合利润增速作为评价标准, 制定 17-19 年净利润 CAGR 约 13.2% 的考核目标, 彰显发展信心。

图表 6: 两次股权激励方案对比

时间	激励范围	授予股份数/ 万股	总股本占比 /%	授予价格/ 元/股	行权条件	激励费用-BS模型 /百万元
2016年	董事、总监、中层管理人员、 核心技术人员共63人	340	0.64%	7.04	2016/2017/2018净利润较2015 年增长20%/35%/50%	8.74
2017年	董事、总监、中层管理人员、 核心技术人员共251人	2524	4.76%	11.56	2017/2018/2019净利润较2016 年增长12%/25%/45%	87.14

数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

2 地板大象, 结构升级 vs 工程渠道助力成长

地板首选品牌, 拥有深厚护城河。地板是公司的核心业务, 17 年实现收入 49 亿元 (+10.97%), 同年总营收占比达到近 70%, 旗下的“圣象”品牌是国内地板行业第一品牌, 在技术研发、企业管理、资金实力、营销网络、装备水平等各方面均能够做到行业领先。依赖于强大的品牌护城河和配套的营销实力, 圣象地板的销售持续稳居行业之首 (市场份额稳定在 10%+)。

产品及渠道持续升级, 工程业务有亮点。从产品结构来看, 圣象过去以性价比为主打的强化复合地板的占比缩减 (约为 65%), 而高毛利的实木复合、三层复合地板的份额上升, 对应公司毛利率趋势持续上行, 17 年达到 41.24%; 从营销渠道来看, 圣象通过多年海内外布局, 目前在国内拥有约 3000 家地板销售专卖店 (85%位于三四线城市, 未来计划加密一二线并进行门店升级), 已经完成了县乡级的全覆盖。此外随着精装房大势的推进, 公司依赖于强品牌力受到多家地产龙头的青睐, 工程业务处于全面爆发之际。

图表 7: 圣象地板情况概览

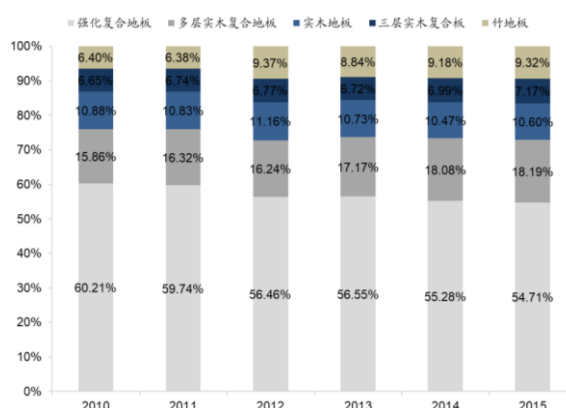
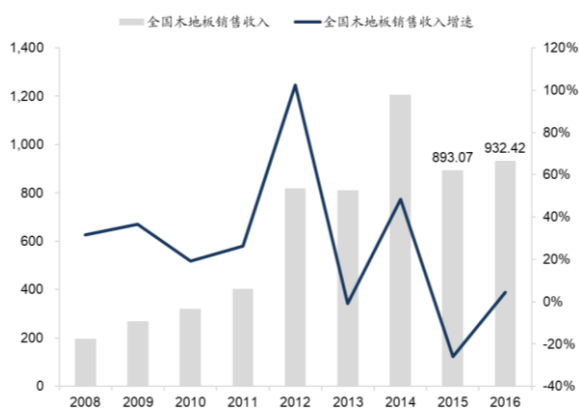
	2013	2014	2015	2016	2017
门店数量/家	2600	2600	3000+	3000+	3000+
木地板营收/百万元	3693.30	3969.66	3938.97	4444.33	4931.72
木地板营收占比	45.10%	47.04%	51.31%	68.05%	69.97%
YOY	9.44%	7.48%	-0.77%	12.83%	10.97%
木地板营业成本/百万元	2654.57	2695.34	2443.85	2680.84	2897.91
木地板营收成本占比	43.21%	43.31%	44.83%	62.14%	63.79%
YOY	12.83%	1.54%	-9.33%	9.70%	8.10%
木地板毛利率	28.12%	32.10%	37.96%	39.68%	41.24%

数据来源: 公司年报, 东吴证券研究所

2.1 行业稳健成长, 龙头份额提升

市场增长趋于平淡, 产品结构持续升级。近年随着行业发展趋于成熟, 全国木地板销售总规模的增速较为平淡, 由 12 年的 818.77 亿元增至 16 年的 932.42 亿元, CAGR 约为 3.30%, 增速波动具有典型的地产后周期特征。我国地板产品主要包括强化复合、实木地板、多层实木复合、三层实木复合、竹地板共五大类, 其中强化复合的生产比例最大, 也是我国地板消费的主力产品。在消费升级的大环境下, 地板行业的消费趋势由强化复合向实木及实木复合地板、竹地板进行升级, 顺应消费趋势强化复合地板的产量占比由 2010 年的 60.21% 下滑至 2015 年的 54.71%。

图表 8: 2002-2016 我国地板行业销售收入 (亿元) 图表 9: 15 年我国主要地板产品的产量结构 (%)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

数据来源: 菲林格尔招股书, 东吴证券研究所

市场集中度较低, 份额向龙头集中。根据菲林格尔的招股说明书, 目前我国从事强化复合和实木复合地板生产的企业高达 1200 家, 在行业供大于求 (16 年地板行业总产量 8.38 亿平方、总销量 5.63 亿平方) 的情况下竞争激烈。目前地板行业的市场空间趋于饱和, 竞争中部分中小企业生存艰难并逐渐退出市场, 部分优秀企业在研发设计、品质管控、渠道建设等方面不断积累, 市场份额逐渐向规模以上的企业进行集中。尤其是对于进入门槛最低的强化复合地板这个品类, 规模以上企业地板行业的整体集中度已经由 10 年的 33.45% 提升至 15 年的 48.20%。我们认为, 品牌型企业的护城河优势将日益凸显, 龙头企业在市场份额提升的同时, 也会拥有更强的实力进行产业链的横向和纵向整合。

图表 10: 分品类规模以上企业市场集中度 (产量口径)

	强化复合板	多层实木复合地板	三层实木复合地板
2010	33.45%	44.18%	62.74%
2011	37.66%	49.84%	64.15%
2012	43.03%	56.34%	66.40%
2013	44.20%	60.00%	64.66%
2014	47.23%	62.50%	65.80%
2015	48.20%	64.50%	66.50%

数据来源: 菲林格尔招股说明书, 东吴证券研究所

(注: 地板行业规模以上企业年产 500 万平方米以上强化复合地板、年产 150 万平方米以上多层实木复合地板或年产 80 万平方米三层实木复合地板)

圣象份额稳居榜首, 品牌护城河已成。根据 wind 的木地板年销量来测算, 圣象地板的市场份额近几年始终保持在 7%-8%。对比目前已经上市的主要地板企业德尔未来、菲林格尔来看, 圣象的市场份额始终保持行业第一, 充分说明圣象在地板行业中已经形成了较强的品牌力。值得注意的是, 行业中龙头企业 16 年地板的产量普遍下滑, 我们判断这是由于 15 年“毒地板”事件后我国地板产品结构调整所致 (强化地板的生产和消费能力弱化), 17 年圣象地板的产量重回增长。

图表 11: 销量口径的市场份额测算 (万平方米)

		2012	2013	2014	2015	2016	2017
大亚圣象	销量	4052	4130	4430	4414	4207	4496
	占比	7.80%	8.14%	7.00%	7.75%	7.47%	-
菲林格尔	销量	693	786	798	852	816	-
	占比	1.33%	1.55%	1.26%	1.49%	1.45%	-
德尔未来	销量	627	769	919	1040	874	976
	占比	1.21%	1.52%	1.45%	1.83%	1.55%	-
全国木地板总销量 /万平米		51925	50744	63258	56981	56333	-

数据来源: Wind, 公司年报, 东吴证券研究所

2.2 品牌、渠道优势凸显, 零售稳中有升

地板绝对龙头, 各方位领跑。 圣象地板无论品牌、质量、渠道都在行业中拥有绝对领先的地位, 护城河深厚。具体来看, 圣象地板 (1) 具有上游林木、人造板一体化经营的优势, 拥有知名品牌大亚进行板材供应, 保证产品质量的同时达到产业链的充分协同; (2) 16 年的销售规模约为 44.44 亿元, 是行业第二名的大自然地板的收入规模的 2.8 倍; (3) 出厂平均价约为 106 元/平米, 与产品结构相似的德尔未来相比, 出厂平均价约高出 30 元/平米; (4) 单店收入 148 万元左右, 是行业第二名的菲林格尔的 3 倍左右。可见, 从产品结构、销售规模、渠道品质等方面来看, 圣象的地位都无可撼动。

图表 12: 地板龙头企业数据对比

	成立时间	木地板类别	上游资源	2016年销售额 /亿元	2016年销量 /万平米	出厂平均价/ 元/平米	门店数量	单店收入 /万元
圣象地板	1995	65%强化复合地板 35%实木复合地板	从事林木种植、 人造板制造一体 化经营	44.44	4207	105.63	3000	148
大自然地板	1995	实木地板 实木复合地板 强化地板	拥有中国、秘鲁 等多地森林资源	15.82	3039	52.06	3492	45
德尔地板	2004	70%强化复合地板 30%实木复合地板	无林业资源	6.63	874	75.88	1500	44
菲林格尔	1996	78%强化复合地板 22%实木复合地板 强化地板	无林业资源	6.61	816	80.98	1200	55
升达地板	1996	(竹)木复合地板 实木地板	从事林木种植、 一体化经营	4.73	620	76.28	1000	47

数据来源: 菲林格尔招股说明书, 公司年报, 东吴证券研究所

销售规模稳中有升, 产品结构持续升级。 近年地板行业购买者消费升级, 实木复合地板受到重视, 圣象对应重点推广较高毛利的实木复合地板, 带动圣象地板的单价由 12 年的 83.29 元/平米升至 17 年的 109.69 元/平米 (实木复合地板单价是强化复合地板的约 2+ 倍)。此外基于较强的品牌溢价能力, 圣象成本上升的价格传导机制通顺, 年初跟随板材涨价零售地板也对应提价 3%, 在保持盈利稳定的同时利于公司销售规模的持续扩大。相对应, 圣象地板的销售规模从 12 年的 4052 万平米稳步升至 17 年的 4496 万平米, 毛利率由 12 年的 30.29% 升至 17 年的 41.24%; 均大幅高于菲林格尔、德尔未来的毛利率水平, 始终保持行业第一。

图表 13: 12-17 年龙头地板企业销量、单价、毛利率

	2012	2013	2014	2015	2016	2017
大亚圣象						
销量/万平方米	4052	4130	4430	4414	4207	4496
yoy	21.46%	1.92%	7.26%	-0.36%	-4.69%	6.87%
单价/元	83.29	89.43	89.61	89.24	105.64	109.69
毛利率	30.29%	28.12%	32.10%	37.96%	39.68%	41.24%
菲林格尔						
销量/万平方米	692.77	786.17	798	852	816	-
yoy	-	13.48%	1.48%	6.73%	-4.13%	-
单价/元	71.63	73.54	77.68	79.30	80.95	-
毛利率	20.62%	25.45%	29.91%	31.14%	31.63%	-
德尔未来						
销量/万平方米	627	769	919	1040	874	976
yoy	-22.64%	22.58%	19.51%	13.20%	-16.01%	11.69%
单价/元	67.09	71.58	73.71	76.30	75.90	79.22
毛利率	32.10%	32.73%	34.12%	33.43%	33.39%	33.18%

数据来源: 菲林格尔招股说明书, 公司年报, 东吴证券研究所

渠道全面布局, 门店持续升级。圣象在国内采用总代理的模式进行渠道扩张, 具体由其下属的 11 家省级代理商直接对接和管理二级加盟商, 门店迅速拓展。自 15 年起, 公司在全国已经拥有 3000+家统一形象授权的地板专卖店, 能够充分覆盖一二级和县级城市, 基本完成了全国化的商业布局。15 年以后, 同店收入的增长成为公司零售端销售规模增长的主要驱动。依赖于产品结构调整、门店展示升级, 公司在 16/17 年单店收入的同比增速均达到 10%+, 至 17 年单店收入高达 164 万左右。此外圣象积极发展国际业务, 根据公司官网, 圣象在全球设立 44 家分公司 (采用本土化人员从事销售和管理运作), 拥有 55 个海外商业伙伴, 在美、韩、德等拥有多个营销公司拓展全球主要消费市场。

图表 14: 12-17 年圣象地板门店、单店一览

	2012	2013	2014	2015	2016	2017
圣象地板						
营业收入/百万元	3374.8	3693.30	3969.66	3938.97	4444.33	4931.72
门店数量/家	2600	2600	2600	3000+	3000+	3000+
单店收入/万元	129.80	142.05	152.68	131.30	148.14	164.39
yoy		9.44%	7.48%	-14.00%	12.83%	10.97%

数据来源: 公司年报, 东吴证券研究所

营销投入不减, 线上线下联动。圣象良好的品牌形象离不开其相应的营销和投入。从历史情况来看, 圣象除了参与公众活动例如 315 和双 11 网购狂欢节, 还定期参与“区民地板日”等定制营销活动。公司重视线上渠道的相关布局, 自 10 年开始先后进驻淘宝、天猫、京东等网上商城, 并连续多年参与“双十一”网购狂欢节, 16 年双十一期间创下了 15 万个订单、14 亿元左右的销售额、收款约 8 亿元的骄人业绩, 依托于成熟的线下网络, 充分进行线上线下的互动。

图表 15: 圣象历年营销活动一览

主要促销活动	2014	2015	2016	2017
“315”相关活动 (3月)	全国范围, 品质315圣象		仓储直销、家电大抽奖	
“双十一”网购狂欢节 (11月)	圣象店铺共引来超过43万人次进店, 位居地板行业第一, 总成交额1840万元, 居地板行业前三位	电商直销品牌圣象E家, 进行差异化经营	15万个订单、14亿元左右的销售额、收款约8亿元	
“全民地板日” (11月)		安徽万人齐聚合肥疯狂选圣象		6亿平方米线下纪念爆款9款线上线下同价爆款

数据来源: 网易新闻, 东吴证券研究所

2.3 精装房大势所趋, 工程业务迅猛发力

精装房大势所趋, 享受政策红利。早在 2002 年, 住建部便发布了《商品住宅装修一次到位实施导则》, 积极推广装修一次到位或菜单式装修模式, 避免二次装修造成的破坏结构、浪费和扰民等现象, 提高住宅装修生产的工业化水平, 引导住宅产业现代化快速发展; 2008 年, 为进一步加强住宅装饰装修管理, 切实保障住宅质量安全和使用寿命, 又发布了《关于进一步加强住宅装饰装修管理的通知》, 要求各地要制定出台相关扶持政策, 逐步达到取消毛坯房、直接向消费者提供全装修成品房的目标; 2010 年《建筑业发展“十二五”规划》, 更是从宏观政策上对新建保障性住房和商品住宅菜单式全装修交房进行鼓励和推动。2017 年住建部印发《建筑业发展“十三五”规划》, 规划提出, 按照住房城乡建设事业“十三五”规划纲要的目标要求, 到 2020 年, 城镇新建民用建筑全部达到节能标准要求。城镇绿色建筑占新建建筑比重达到 50%, 新开工全装修成品住宅面积达到 30%, 绿色建材应用比例达到 40%。

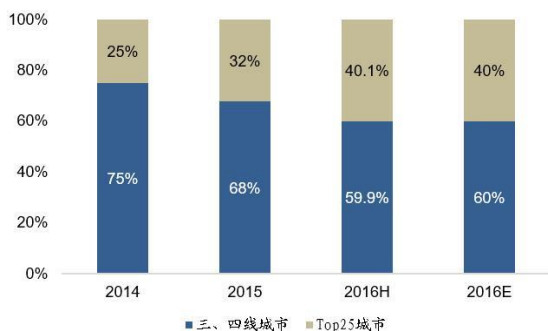
渗透率持续下沉, 发展空间广阔。社科院数据显示, 目前我国全装修的比例在从一二线城市(前 25 城)向三四线城市加速渗透, 至 2016 年三四线城市全装修的比例已经在整个市场中由 14 年的 25% 上升至 40%。全装修模式在中央层面大力推广后, 各地政府积极落实, 江苏、山东、河南等各省份均提出未来全装修模式的发展目标。目前我国全装修模式逐渐普及, 尤其是以海南和广东地区为代表, 其在售新房的全装修比例较新房的全装修比例已经实现了大幅提升。

图表 16: 精装房省级层面政策梳理

政策发布时间	发布地区	发布文件	政策主要内容
2014.10.31	江苏	《关于加快推进建筑产业现代化促进建筑产业转型升级的意见》	到2025年年末,新建住宅装饰装修化率达到60%以上。
2015.05.01	北京	《关于在本市保障性住房中实施全装修成品交房有关意见的通知》	2015年5月1日起,由市保障房建设投资中心建设、收购的项目率先推行全装修成品交房,其他新建住宅鼓励采用装配式装修工艺。
2015.09.06	山东	《山东省房地产业转型升级实施方案》	2017年设区城市新建高层住宅实行全装修。2018年新建高层、小高层住宅淘汰毛坯房。
2016.01.04	河南	《关于加快发展成品住宅的指导意见》	到2020年全省新建商品住宅基本实现无毛坯房。郑州航空港经济综合实验区、郑东新区从2016年起,新开工商品住宅全部执行成品房标准。
2016.03.02	四川	《关于推进建筑产业现代化发展的指导意见》	到2020年,新建住宅全装修达到50%。
2016.08.18	上海	《关于进一步加强本市新建全装修住宅建设管理的通知》	2017年1月1日起,外环线以内全装修住宅比例达到100%;奉贤区、金山区、崇明区实施全装修的比例为30%,其他地区应达到50%。
2016.09.18	浙江	《关于加快推进住宅全装修工作的指导意见》	2016年10月1日起,全省各市、县中心城区出让或划拨土地上的新建住宅全部实行全装修和成品交付,鼓励在建住宅积极实施全装修。
2016.12.07	海南	《关于继续落实“两个暂停”政策,进一步促进房地产市场健康发展的通知》	2017年7月1日起,各市县商品住宅项目要全部实行全装修。

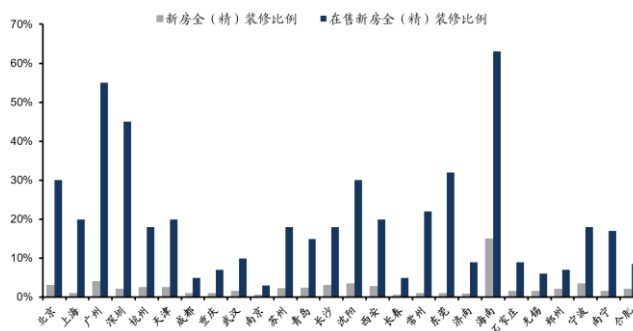
数据来源: 网易新闻, 东吴证券研究所

图表 17: 三四线全装修比例提升 (%)



数据来源: 社科院, 东吴证券研究所

图表 18: 重点城市新房、在售房全装修比例 (%)



数据来源: 《2017-2023年中国全装修行业市场运营态势及发展前景预测报告》, 东吴证券研究所

精装房渗透率提升, 木地板市场规模扩大。根据“十三五”规划纲要, 到 2020 年, 新建住房全装修比例要达到 30%。据奥维云网数据显示, 17 年精装房市场规模达 2825 亿, 渗透率为 15%。据此我们测算, 18-20 年精装房渗透率分别为 20%, 25%, 30%。2016 年木地板市场规模 932 亿元, 按照精装房渗透率以及木地板行业增速 4% 计算, 木地板 2B 端市场规模将从 16 年的 109 亿元提升至 20 年的 327 亿元, CAGR 达 31.6%, 迎来高速增长。

图表 19: 15-20 精装房渗透率及市场规模测算

	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
住宅装饰装修产值/亿	16331	17830	18956	20472	22110	23879
新建精装成品房产值/亿	1467	2083	2825	4094	5528	7164
精装房渗透率	9%	12%	15%	20%	25%	30%
木地板市场规模/亿	893	932	970	1009	1049	1091
精装房木地板市场规模/亿	80	109	145	202	262	327
人造板市场规模/亿	6033	6484	6873	7285	7723	8186
精装房人造板市场规模/亿	542	757	1024	1457	1931	2456

(注: 18-20年住宅装饰装修产值按8%增速测算, 17-20年木地板市场规模按4%增速测算, 人造板市场规模按6%增速测算)

数据来源: 奥维云网, Wind, 东吴证券研究所

地产商积极参与, 品牌家居受到重视。地产商跟随政策的明确指引, 逐渐用成品房项目的开发取代毛坯房项目, 目前以万科、恒大为首的一批龙头地产开发商的房屋全装修比例已经达到 100%, 而保利、绿城、中海等二线龙头的全装修比例也在持续提升。全装修的设施覆盖主要包括前端的硬装部分以及橱柜、地板、木门、卫浴等家居建材品类。对于龙头地产商来说, 作为合作伙伴, 品牌家居在产品力、品牌力、现金流方面均具有优势, 因此是合作首选。例如在地板品类中, 几大优质地产商均积极寻求与圣象的合作, 目前以万科和圣象的合作最为深入。

图表 20: 龙头地产商全装修比例

恒大	万科	碧桂园	金地	旭辉	鸿坤	绿城
近100%	100%	近100%	51%	60%	20%	50%
富力	华润	中赫置地	中国中铁	中海地产	中国铁建	中国电建
80%	60%	90%	50%	57%	较低	较低

数据来源: 《2017-2023 年中国全装修行业市场运营态势及发展前景预测报告》, 东吴证券研究所

全装修大势推动, 圣象 B 端业务进入爆发期。圣象的 B 端业务发展稳健, 目前已经拥有以万科、金地、保利、碧桂园等为核心的地产商客户群体, 17 年的总合作对象达到近 60 家且合作范围仍在扩大。根据公司公告的调研信息, 圣象地板 17 年 2B 端的销量已经达到 860 万平方米, 较 16 年同期大幅提升 40%, 随着精装房大势所趋业务进入爆发期。我们认为, 精装房大势将推动地板、橱柜、木门等品类的市场份额进一步向家居建材的品牌供应商进行聚拢, 而作为地板品类当之无愧的第一企业, 工程单业务将成为圣象地板发展的新亮点。

图表 21: 公司精装客户情况



数据来源: 公司官网, 东吴证券研究所

图表 22: 公司 2B 业务情况

	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018E
销量/万平方米	608	-	含万科50%楼盘	-	614	860	1150
客户数	60	-	-	-	-	60	70

数据来源: 凤凰财经, 中华整木网, 公司公告, 东吴证券研究所

2.4 产能基地合理布局, 子公司盈利具向上弹性

产能多地布局, 稳步扩张。目前公司的地板业务主要由圣象集团和大亚(江苏)地板两个全资子公司进行承接, 其中圣象集团有限公司主营木地板制造销售、大亚(江苏)地板有限公司主营高档复合工程地板制造。根据公司年报, 截至 18 年 3 月, 公司的地板业务合计共拥有 10 家生产子公司(其中 7 家位于江苏丹阳和句容、2 家位于广东广州、1 家位于安徽阜阳), 总产能由 12 年的 4000 万平米稳步扩张, 加总去年年底投产 1400 万平米的强化地板, 至 17 年 12 月末总产能已经达到 5300 万平米, 能够完全满足公司的地板销售(17 年圣象地板的总销量约为 4500 万平米)。

图表 23: 2012-2017 圣象地板产能

	2012	2013	2014	2015	2016	2017
产能 / 万平方米	4000	4000	4000	4200	4700	5300

数据来源: 公司年报, 东吴证券研究所

子公司净利率偏低, 盈利有释放空间。从两个子公司的具体情况来看, 圣象集团为公司地板业务的经营主体, 13-17 年收入复合增速 5.52%, 17 年实现总营收 50.10 亿。从圣象集团的经营情况来看, 尽管圣象地板依赖于其优异的产品力及品牌力, 毛利率大幅高于同行企业, 但是其净利率却明显偏低(圣象集团子公司 17 年的净利率为 5.75%, 对应地板行业的平均净利率在 10%左右水平)。另一家全资子公司大亚(江苏)地板销售产品相对偏高端但体量较小, 13-17 年收入复合增速 17.19%, 17 年总收入 7.4 亿, 净利润率 12.91%。

图表 24: 2013-2017 地板子公司收入情况

圣象集团有限公司	2013	2014	2015	2016	2017
收入/百万元	4041.68	4314.93	4230.75	4612.90	5009.90
YOY	5.18%	6.76%	-1.95%	9.03%	8.61%
净利润/百万元	65.24	97.49	125.81	232.00	288.01
YOY	-16.40%	49.43%	29.05%	84.41%	24.14%
净利率	1.61%	2.26%	2.97%	5.03%	5.75%
大亚(江苏)地板有限公司	2013	2014	2015	2016	2017
收入/百万元	391.04	578.57	589.58	633.80	737.55
YOY	-7.91%	47.96%	1.90%	7.50%	16.37%
净利润/百万元	21.53	26.69	73.08	87.20	95.24
YOY	4.26%	23.97%	173.81%	19.32%	9.22%
净利率	5.51%	4.61%	12.40%	13.76%	12.91%

数据来源: 公司年报, 东吴证券研究所

3 人造板翘楚, 产能扩张助推稳健成长

人造板一流品牌。除了圣象, 公司的大亚人造板同样行业领先, 双主业充分进行驱动。17 年, 公司的人造板业务实现收入 17.55 亿元 (+4.10%), 同年总营收占比达到近 25%, 且毛利率达到 21.28%。

图表 25: 人造板营收和毛利率情况 (单位: 亿元)

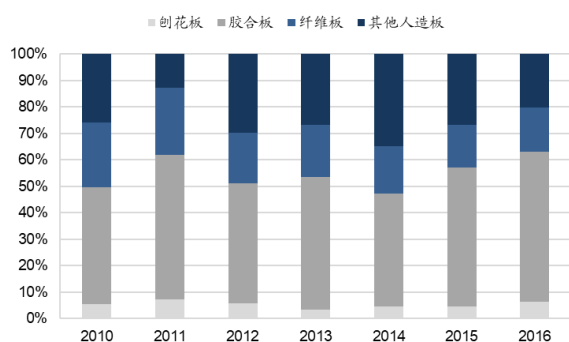
	2013	2014	2015	2016	2017
营业收入/亿元	21.62	20.87	16.74	16.86	17.55
yoy	-11.14%	-3.44%	-19.81%	0.71%	4.10%
毛利率	23.02%	20.22%	16.45%	22.03%	21.28%
占总收入比	26.39%	24.73%	21.80%	25.81%	24.90%

数据来源: 公司年报, 东吴证券研究所

3.1 板材市场极为分散, 大亚人造板行业一流

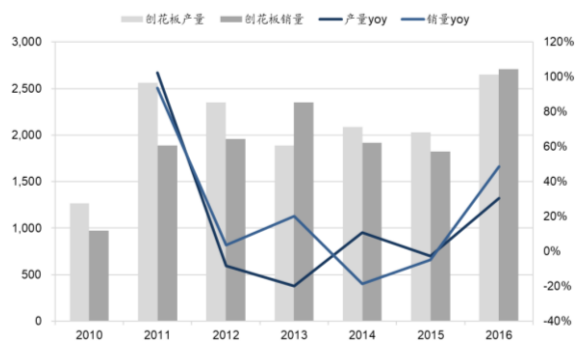
市场空间广阔。人造板是以木材或其他植物为主要原料加工而成的板材, 并被广泛应用于家具制造、建筑装饰、地板制造等领域。根据中国林业年鉴, 10-16 年我国人造板市场的总产量稳步增长, 由 1.54 亿立方米升至 3 亿立方米, CAGR 为 11.83%; 总产值由 2664 亿元上升至 6484 亿元, CAGR 为 15.98%。其中以胶合板、纤维板、刨花板较为常用, 16 年三类产品加和的总产值占人造板总产值的近 80%。从产品属性来看, 胶合板结构韧性好、中密度纤维板加工性能好、刨花板价格低廉且表面硬度高; 从原料获取的难易度来看, 纤维板、刨花板对原材料的要求一般较低, 而胶合板对原材料的要求相对偏高。目前刨花板和纤维板是我国定制家具产品的主要用材。近年随着下游定制家具产业发展, 定制家具龙头企业快速进行产能扩张, 我们预计刨花板和纤维板的需求增速也在持续提升。

图表 26: 2010-2016 人造板产值结构 (%)



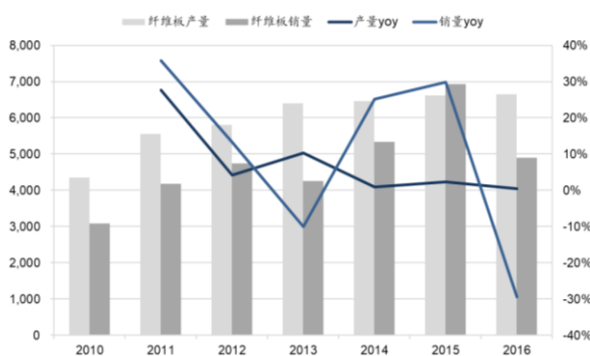
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图表 27: 刨花板年产量、年销量情况(万立方米)



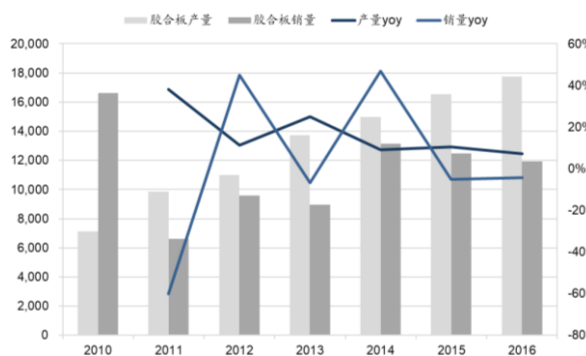
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图表 28: 纤维板年产量、年销量情况(万立方米)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图表 29: 胶合板年产量、年销量情况(万立方米)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

行业极度分散, 环保约束利好行业集中。根据中国木业信息网数据显示, 17 年我国人造板的生产企业有近 10000 家, 规模以上的企业仅达到 4700 家, 行业中小企业众多且集中度极为分散。大亚公司是其中优质的品牌人造板制造商, 在国内首推 E0 标准, 目前产品标准已经达到国际 F4 水准。作为行业中的翘楚企业, 大亚人造板 16 年的市场占有率仅在 0.26% 左右, 提升空间明显。近年来随着国家环保标准的不断提高, 人造板行业中的约束和挤出效应愈发明显, 落后产能逐渐被出清, 利好于市场份额向大亚等品牌与品质双保障的品牌企业进行集中。

图表 30: 16 年人造板行业的市占率估算

	大亚圣象	永安林业	丰林集团	威华股份	其他
人造板产值/亿元	16.86	3.63	11.76	13.76	6438.01
市占率	0.26%	0.06%	0.18%	0.21%	99.29%

数据来源: Wind, 公司年报, 东吴证券研究所

图表 31: 06 年至今人造板环保政策一览

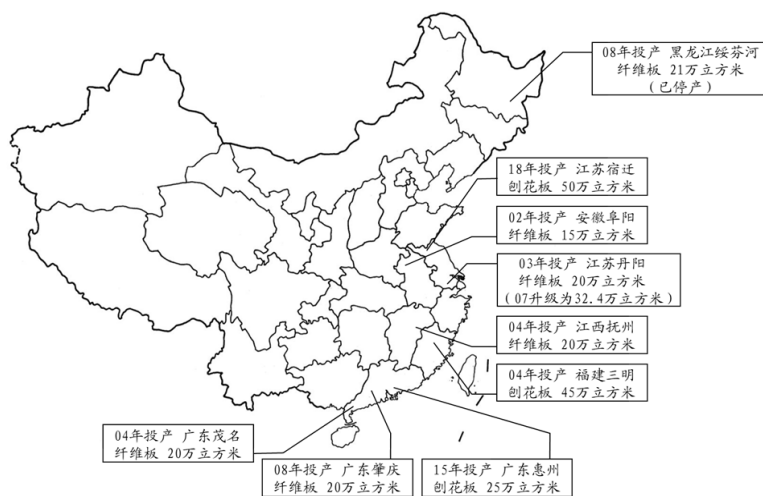
政策发布时间	相关文件	文件内容
2006.11.22	《清洁生产标准人造板行业（中密度纤维板）》	在资源能源利用指标、产品指标、污染物产生指标、废物回收利用指标和环境管理要求等方面对中密度人造板清洁生产剔除了一般要求。本标准自2007年2月1日起实施。
2010.7.1	《环境标志产品认证技术要求人造板及其制品》	对人造板及其制品所用原材料、木材处理时的禁用物质、胶黏剂、涂料、总挥发性有机化合物（TVOC）释放率、甲醛释放量提出了要求。
2010.9.20	《清洁生产标准人造板行业（刨花板）》（征求意见稿）	在生产工艺与装备要求、资源能源利用指标、产品指标、污染物产生指标、废物回收利用指标和环境管理要求等方面对刨花板清洁生产提出了一般要求。
2015.10.12	《人造板工业污染物排放标准（征求意见稿）》	规定了人造板工业企业生产过程中水污染物和大气污染物排放限值、监测和监控要求，对重点区域规定了水污染物和大气污染物特别排放限值。本标准自2016年7月1日起实施。
2016.12.01	《室内装饰装修材料人造板及其制品中甲醛释放限量》	提高了甲醛释放限量值，取消了原标准的E2级别，改限量标志E1。新标准将于2018年5月1日正式实施。

数据来源：环保部，东吴证券研究所

3.2 刨花板新产能落地，收入持续增长

大亚人造板的产能基本实现全国化布局。大亚人造板业务的主要产品包括“大亚”中高密度纤维板和刨花板，具有较好的市场口碑，17 年的销量（外销部分）为 144 万立方米。人造板由于体积较大，运输范围相对有限。目前大亚在全国共拥有 9 个产能基地，分别分布在东北、江苏、安徽、江西、福建、广东等省份，基本已经实现全国化布局，有利于其业务在全国市场快速渗透。其中，公司的黑龙江绥芬河基地因亏损现已停产（至 18 年后折旧完毕）；江苏宿迁基地新建设 50 万吨刨花板项目还未投产。我们预计在 18 年宿迁基地的产能投产之后，大亚每年人造板的合计产能将达到 227.4 万立方米，其中刨花板产能 120 万立方米、纤维板 107.4 万立方米。

图表 32: 2017 年公司人造板产能全国分布地图



数据来源：公司年报，公司官网，东吴证券研究所

产能掣肘发展，宿迁项目投产缓解瓶颈。立足于产业链一体化优势，大亚中每年有部分产品销售至圣象集团，17年销售至圣象的人造板占公司人造板总量的约30%。由于圣象集团地板业务的持续发展，公司用于外销的大亚人造板因受到产能限制而呈现出下滑趋势，总收入由12年的24.33亿降至17年17.55亿，总销量由181万立方米降至144万立方米，且产销率常年高于100%。针对这一问题，公司于17年初开工江苏宿迁生产基地，进行年产刨花板50万吨新增产能建设。预计该项目将于18年5月份正式投产，有利于大亚人造板18年的销量持续提升。

图表 33: 大亚人造板产销情况一览

	2012	2013	2014	2015	2016	2017
人造板收入/百万元	2432.62	2161.58	2087.26	1673.68	1685.6	1754.69
产量/万立方米	179	168	133	122	132	138
销量/万立方米	181	171	131	124	138	144
产销率	101.12%	101.79%	98.50%	101.64%	104.55%	104.35%
单价/元	1343.99	1264.08	1593.33	1349.74	1221.45	1218.53

数据来源：公司年报，东吴证券研究所

3.3 子公司减亏释放利润弹性，补助高于同行

黑龙江子公司减亏，有利于利润弹性释放。大亚的人造板主要由旗下的六家子公司进行生产供应，其中大亚人造板集团17年实现收入16.69亿，是公司主要负责人造板业务经营的主体子公司。从子公司的具体情况来看，公司的人造板业务整体运营良好，黑龙江子公司亏损严重。公司黑龙江的人造板业务自09年收购绥芬河大亚森工实业有限公司后，由于设备磨合不及预期、库存堆积严重、原材料成本居高不下等原因而连年亏损，已于16年开始停产，17年实现减亏8400万元，且18年折旧结束，预计将为公司人造板的净利润释放贡献弹性。对比丰林集团17年子公司加总的总收入10.96亿，净利润率12.18%；人造板业务剔除黑龙江亏损后，所有子公司实现总收入达到30.14亿，净利润率高达17.70%，行业优势地位凸显。

图表 34: 大亚和丰林人造板业务子公司利润情况 (百万元)

公司		2012	2013	2014	2015	2016	2017
大亚人造板集团	收入	1855.69	1684.54	1571.26	1462.8	1549.9	1669.33
	净利润	246.88	182.55	154.93	134.18	290.1	414.76
	净利润率	13.30%	10.84%	9.86%	9.17%	18.72%	24.85%
大亚木业(肇庆)	收入	439.18	417.96	427.99	377.68	391.92	403.63
	净利润	57.4	37.64	38.35	38.77	70.12	38.87
	净利润率	13.07%	9.01%	8.96%	10.26%	17.89%	9.63%
大亚木业(茂名)	收入	510.37	494.11	530.97	473.38	527.04	473.38
	净利润	53.27	62.15	61.76	63.3	69.01	60.2
	净利润率	10.44%	12.58%	11.63%	13.37%	13.09%	12.72%
大亚木业(江西)	收入	381.39	529.65	535.98	410.32	391.98	467.31
	净利润	-57.52	59.93	62	48.27	35.05	29.54
	净利润率	-15.08%	11.31%	11.57%	11.76%	8.94%	6.32%
大亚木业(黑龙江)	收入	343.78	261.15	171.5	104.25	6.34	1.3
	净利润	-90.18	-85.25	-64.2	-114.68	-130.55	-46.94
	净利润率	-26.23%	-32.64%	-37.43%	-110.00%	-2058.84%	-3623.99%
大亚木业(江苏)	收入	—	—	—	—	—	—
	净利润	—	—	—	—	—	-9.99
	净利润率	—	—	—	—	—	—
剔除黑龙江公司	总收入	3186.63	3126.26	3066.2	2724.18	2860.84	3013.65
	净利润	300.03	342.27	317.04	284.52	464.28	533.38
	净利润率	9.42%	10.95%	10.34%	10.44%	16.23%	17.70%
丰林人造板	收入	1.17	1.24	203.12	289.23	294.81	335.00
	净利润	4.13	0.16	9.73	13.95	19.63	23.83
	净利润率	352.76%	13.11%	4.79%	4.82%	6.66%	7.11%
百色丰林	收入	437.92	461.13	432.02	423.86	445.27	484.06
	净利润	38.23	42.98	43.82	26.85	36.47	56.21
	净利润率	8.73%	9.32%	10.14%	6.34%	8.19%	11.61%
丰林亚创	收入	-	45.10	220.00	202.96	272.04	276.67
	净利润	-	10.44	9.60	5.56	45.21	53.39
	净利润率	-	23.14%	4.36%	2.74%	16.62%	19.30%
环江丰林	收入	77.53	66.36	69.75	-	-	-
	净利润	2.58	1.36	-7.01	-	-	-
	净利润率	3.33%	2.05%	-10.05%	-	-	-
上思华夏丰林	收入	63.03	59.86	28.89	-	-	-
	净利润	-1.84	-5.86	-5.51	-	-	-
	净利润率	-2.92%	-9.79%	-19.07%	-	-	-
丰林集团合计	收入	579.65	633.68	953.79	916.06	1012.12	1095.72
	净利润	43.10	49.09	50.62	46.37	101.31	133.43
	净利润率	7.43%	7.75%	5.31%	5.06%	10.01%	12.18%

数据来源: 公司年报, 东吴证券研究所

政府补助大幅高于同行。15年7月, 财政部、国家税务总局联合印发《资源综合利用产品和劳务增值税优惠目录》, 规定纤维板、刨花板、细木工板等产品享受增值税退税比例可达70%。大亚人造板的收入体量在行业上市公司中位居第一, 17年外销收入规模达到17.55亿(同期丰林集团收入11.36亿、威华股份收入14.47亿), 增值税退税比例也最大(增值税退税的人造板业务包括内销给圣象地板的部分), 常年获得1亿以上的增值税即征即退税。大亚人造板得到的政府补助相对更大是导致其净利率大幅高于其竞争对手的重要原因。

图表 35: 各人造板生产企业政府补助 (百万元)

	2012	2013	2014	2015	2016	2017
大亚圣象						
人造板收入	2432.62	2161.58	2087.26	1673.68	1685.6	1754.69
政府补助	196.63	166.50	151.86	140.85	155.87	123.00
增值税即征即退	184.41	154.72	136.41	120.09	146.54	106.98
即征即退占收入比	7.58%	7.16%	6.54%	7.18%	8.69%	6.10%
吉林森工						
人造板收入	881.54	922.93	879.69	884.44	272.75	-
政府补助	46.38	52.02	61.49	30.88	3.75	-
增值税即征即退	34.89	38.89	32.60	12.88	0.00	-
即征即退占收入比	3.96%	4.21%	3.71%	1.46%	0.00%	-
丰林集团						
人造板收入	803.58	824.85	1101.27	1090.51	1175.82	1136.29
政府补助	51.37	52.51	50.97	25.16	39.93	4.27
增值税即征即退	48.91	51.66	49.29	22.87	34.94	0.00
即征即退占收入比	6.09%	6.26%	4.48%	2.10%	2.97%	0.00%
永安林业						
人造板收入	327.00	358.15	355.94	315.43	362.98	-
政府补助	4.96	25.75	20.25	19.68	73.15	-
增值税即征即退	2.75	18.45	13.29	16.38	10.08	-
即征即退占收入比	0.84%	5.15%	3.73%	5.19%	2.78%	-
威华股份						
人造板收入	1720.9	1751.97	1687.89	1423.01	1375.97	1447.16
政府补助	62.48	81.68	88.85	50.19	46.74	93.31
增值税即征即退	60.37	74.64	78.66	47.31	44.83	56.76
即征即退占收入比	3.51%	4.26%	4.66%	3.32%	3.26%	3.92%

数据来源: 公司年报, 东吴证券研究所

4 财务分析与行业对比

4.1 副业剥离, 盈利弹性释放

剥离亏损业务, 毛利率、净利率攀升。公司于 15、16 年相继剥离铝箔复合纸、轮毂制造等亏损或盈利较差的副业, 瘦身成功且效益释放, 15-17 年毛利率由 28.98% 升至 35.54%; 净利率由 1.94% 升至 9.35%。公司在剥离副业和管理团队理顺后, 利润端展现出较强的盈利弹性, 净利率由 15 年的 4.14% 升至 17 年的 9.35%, 对应净利润由 15 年的 3.18 亿增至 17 年的 6.59 亿。

图表 36: 公司历年收入和利润情况

	2013	2014	2015	2016	2017
营业收入/百万元	8189.80	8439.68	7676.70	6531.38	7048.26
yoy	-1.48%	3.05%	-9.04%	-14.92%	7.91%
毛利率	24.99%	26.26%	28.98%	33.95%	35.54%
归母净利润/百万元	130.43	163.55	317.90	541.12	659.19
yoy	5.27%	25.40%	94.37%	70.22%	21.82%
净利率	1.59%	1.94%	4.14%	8.28%	9.35%

数据来源: Wind, 东吴证券研究所

核心业务明晰, 产业链一体化协同。副业剥离完成后, 公司明确圣象地板和大亚人造板为两大核心业务。其中, 地板业务依赖于“圣象”的品牌护城河, 收入端量价齐升 (例如于 15 年原料价格下跌单位成本下降 9.33% 的背景下未下调出厂单价, 而于 16 年原料价格上涨单位成本上升 15% 的情况下通过提价转移成本压力), 盈利端毛利率持续上行; 人造板业务则受到产能瓶颈的制约, 近年报表收入略有下滑, 毛利率维持在 22% 上下。

图表 37: 木地板与人造板业务一览 (单位: 亿元)

		2013	2014	2015	2016	2017
木地板	营业收入/亿元	36.93	39.70	39.39	44.44	49.32
	yoy	9.44%	7.48%	-0.77%	12.83%	10.97%
	毛利率	28.12%	32.10%	37.96%	39.68%	41.24%
	占比总收入	45.10%	47.04%	51.31%	68.05%	69.97%
人造板	营业收入/亿元	21.62	20.87	16.74	16.86	17.55
	yoy	-11.14%	-3.44%	-19.81%	0.71%	4.10%
	毛利率	23.02%	20.22%	16.45%	22.03%	21.28%
	占比总收入	26.39%	24.73%	21.80%	25.81%	24.90%

数据来源: Wind, 东吴证券研究所

4.2 管理不断改善, 费用率有望进一步压缩

三项费用率相对较高, 具有压缩空间。尽管公司的圣象地板拥有较高毛利率 (17 年达到 41.24%), 但其净利率却低于行业平均 (预计幅度在 2%-3% 之间)。公司期间费用率高企是导致这一颠倒现象的本质原因。对比来看, 大亚圣象 17 年的期间费用率 (23.45%) 对照同行明显偏高, 大幅高于德尔未来 (19.91%)、菲林格尔 (20.44%)、只略低于大自然 (24.25%), 拖累了公司的综合业绩表现。

图表 38: 可比公司的期间费用率

公司	比率	2013	2014	2015	2016	2017/最新
大亚圣象	销售费用率	11.20%	11.74%	12.68%	12.54%	13.46%
	管理费用率	7.42%	7.61%	8.53%	9.20%	9.19%
	财务费用率	3.08%	2.46%	1.84%	0.68%	0.80%
	三费率	21.70%	21.82%	23.04%	22.43%	23.45%
德尔未来	销售费用率	8.35%	7.93%	10.34%	13.18%	13.62%
	管理费用率	6.56%	7.68%	5.10%	5.97%	6.09%
	财务费用率	-1.89%	-0.41%	-0.25%	-0.03%	0.20%
	三费率	13.02%	15.20%	15.19%	19.12%	19.91%
菲林格尔	销售费用率	8.02%	10.43%	9.99%	11.07%	12.19%
	管理费用率	8.35%	7.44%	7.91%	7.86%	8.12%
	财务费用率	1.29%	1.65%	1.26%	0.81%	0.13%
	三费率	17.66%	19.52%	19.16%	19.74%	20.44%
大自然	销售费用率	15.79%	15.54%	17.03%	13.56%	13.71%
	管理费用率	11.86%	9.78%	9.41%	10.49%	10.28%
	财务费用率	0.00%	0.99%	3.08%	0.31%	0.26%
	三费率	27.65%	26.31%	29.52%	24.36%	24.25%
平均	销售费用率	10.84%	11.41%	12.51%	12.59%	13.24%
	管理费用率	8.55%	8.13%	7.74%	8.38%	8.42%
	财务费用率	0.62%	1.17%	1.48%	0.44%	0.35%
	三费率	20.01%	20.71%	21.73%	21.41%	22.01%

数据来源: Wind, 东吴证券研究所

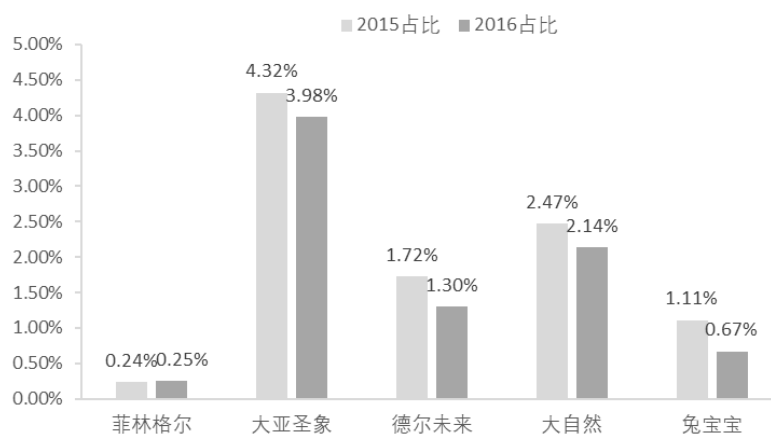
我们认为公司的销售费用率、管理费用率仍具优化空间。例如销售费用率这一项目, 大亚过去各业务板块之间销售渠道及物流运输系统的协同利用率较低, 13 年运输费用近 4 个亿, 运输费用常年占比同期收入的比例高达 4-5%, 大幅高于同行业其他公司 (16 年菲林格尔 0.25%、德尔未来 1.3%)。16、17 年由于推广费用增加, 费用率有所上升。预计未来可改善空间较大。

图表 39: 公司明细费用科目情况 (百万元)

	2013	2014	2015	2016	2017
运输费用	396.31	382.09	331.80	260.18	294.03
/总收入	4.84%	4.53%	4.32%	3.98%	4.17%
销售推广及市场开发费	107.68	136.83	113.69	97.03	235.41
/总收入	1.31%	1.62%	1.48%	1.49%	3.34%
销售人员职工薪酬	128.74	138.28	147.54	160.70	104.89
/总收入	1.57%	1.64%	1.92%	2.46%	1.49%
管理人员职工薪酬	265.54	261.03	270.92	221.97	283.14
/总收入	3.24%	3.09%	3.53%	3.40%	4.02%

数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图表 40: 大亚圣象与竞争对手运输费率对比



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

4.3 折旧陆续到期, 经营现金流持续蓄水

折旧逐年递减, 释放利润弹性。随着公司固定资产的折旧陆续到期, 公司的年折旧额逐年下降, 自 11 年的 4.26 亿降至 17 年的 1.96 亿, 在不考虑大幅新增产能或设备投入的情况下, 我们判断未来公司折旧将递减并维持在较低水平。

图表 41: 11 年以来固定资产折旧金额 (单位: 百万元)

	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
固定资产折旧额	425.86	392.31	336.43	308.12	279.89	234.31	195.83
/百万元							
yoy	-1.41%	-7.88%	-14.24%	-8.41%	-9.16%	-16.28%	-16.42%

数据来源: Wind, 东吴证券研究所

经营性现金流持续向好。公司的经营性现金流量净额持续高于净利润, 销售商品提供劳务收到的现金/营业收入常年保持 100% 以上, 表明公司现金收支情况稳定, 资金周转风险较小。近年公司在手现金 10 亿以上, 资金优势明显。

图表 42: 公司经营现金流情况 (单位: 百万元)

项目	2013	2014	2015	2016	2017
货币资金	1614.65	1220.78	1630.48	1170.87	1565.87
归母净利润	130.43	163.55	317.90	541.12	659.19
营业收入	8189.80	8439.68	7676.70	6531.38	7048.26
经营活动产生的现金流量净额	1206.16	1063.95	1487.55	1035.77	1189.42
/营业收入	15%	13%	19%	16%	17%
销售商品提供劳务收到的现金	8132.54	9059.77	7966.27	6587.06	7849.13
/营业收入	99%	107%	104%	101%	111%

数据来源: Wind, 东吴证券研究所

5 盈利预测、估值与投资建议

5.1 核心假设

公司是我国人造板与地板行业的龙头企业。随着公司木地板零售与工装业务的持续扩张, 人造板产能释放, 经营效率持续提升, 我们预计公司的收入和利润规模将持续增长。

5.2 盈利预测

1) 收入: 我们预计 18-20 年公司收入增速分别为 15.4%、11.7%、9.9%。其中, 木地板业务零售端随着经销商渠道理顺、消费升级, 预计量价齐升; 工装顺应精装房趋势, 收入增速预计加快。人造板业务产能瓶颈打破, 环保趋严供给向好, 预计实现量价齐升。

2) 综合毛利率: 随着消费升级逐渐推进, 地板产品结构持续优化, 公司零售端的地板毛利率改善; 考虑工装业务规模大幅提升压制毛利率表现, 综合预测公司毛利率维持在 34%-35%左右的水平。

3) 期间费用率: 随着新任管理团队经营效率的持续改善, 三费率尤其是运输费用、管理人员薪酬等细项仍有进一步压缩的空间。

图表 43: 大亚圣象收入拆分预测

	2017	2018E	2019E	2020E
总收入/百万	7048	8137	9092	9995
yoy	7.9%	15.4%	11.7%	9.9%
其中: 木地板业务				
收入/百万	4932	5588	6289	7005
yoy	11.0%	13.3%	12.6%	11.4%
销量/万平方	4496	4900	5350	5790
单价/元	110	114	118	121
毛利率	41.2%	41.0%	40.0%	39.5%
人造板业务				
收入/百万	1755	2198	2463	2660
yoy	4.1%	25.3%	12.0%	8.0%
销量/万平方	144	164	175	180
单价/元	1219	1340	1407	1478
毛利率	21.1%	21.5%	21.5%	21.5%
其他业务				
收入/百万	361	351	340	330
yoy	-9.9%	-3.2%	-3.0%	-2.8%

数据来源: Wind, 东吴证券研究所

5.3 估值与投资建议

我们预计 2018-2020 年, 公司营业收入分别为 81.37 亿元、90.92 亿元、99.95 亿元, 同比增速分别为 15.44%、11.74%、9.93%; 归母净利润分别为 8.28 亿元、9.17 亿元、10.14 亿元, 同比增速分别为 25.62%、10.73%、10.60%, 对应 EPS 分别为 1.49、1.65、1.83 元。当前股价对应 18-20 年 PE 分别为 12.0X、10.8X、9.8X, 处于历史估值中枢底部, 给予公司“买入”评级。

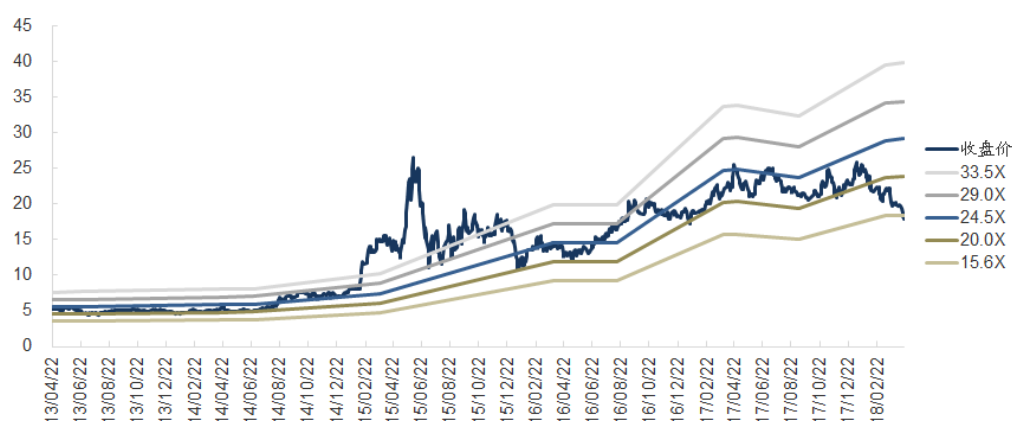
图表 44: 可比公司估值表

代码	证券简称	总市值 (亿元)	流通市值 (亿元)	PE (TTM)	PE (2018)	PE (2019)
000910.SZ	大亚圣象	98.95	94.22	15.01	11.95	10.79
002631.SZ	德尔未来	63.03	62.58	73.60	--	--
603226.SH	菲林格尔	23.97	5.8	30.58	27.04	24.24
2083.HK	大自然家居	15.12	15.12	18.72	--	--

(注: 大亚圣象18、19PE为独立预测, 标红为wind一致预测)

数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图表 45: 大亚圣象 PE-Band



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

6 风险提示

房地产调控超预期: 公司人造板和木地板产品主要用于建筑物的装修, 其市场需求易受房地产市场周期性波动影响。近年来各地房价均有较大幅度的涨幅, 为遏制房价过快上涨, 抑制投机性房地产需求, 国家陆续出台了一系列房地产调控措施, 加上房地产市场整体上供大于求, 致使我国房地产行业发展速度放缓。如果未来房地产市场持续低迷, 将对装修装饰行业需求带来一定的影响, 导致公司未来销售情况具有一定的不确定性。

原材料价格波动: 公司人造板和地板产品的主要原材料是原木、“三剩物”、次小薪材, 受国家林业产业政策以及生产基地周边国家地区政策、自然灾害及气候影响, 木材采伐量存在调减的预期, 同时也影响“三剩物”、次小薪材的供应量, 原材料产能收缩、加工成本上升等因素导致原材料价格的波动。

费用控制不达预期: 公司整体的三费率较高, 预期有较大的可提升空间。但实际运营过程中, 由于公司下属子公司分布在全国各地, 其运营状况差异较大, 存在管理难度。同时为了提升市占率和规模, 宣传费用可能持续投入, 导致费用控制不及预期。

大亚圣象三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2017	2018E	2019E	2020E		2017	2018E	2019E	2020E
流动资产	4,348.64	5,606.08	6,462.02	7,194.22	营业收入	7,048.26	8,136.52	9,092.08	9,995.04
现金	1,565.87	2,346.12	2,729.07	3,042.33	营业成本	4,543.18	5,288.92	5,961.30	6,568.99
应收款项	724.20	871.82	957.37	1,079.60	营业税金及附加	111.66	116.32	137.05	150.63
存货	1,637.53	1,888.42	2,222.82	2,469.31	销售费用	819.34	948.46	1,002.92	1,082.03
其他	421.04	499.71	552.76	602.98	管理费用	648.08	725.75	799.10	879.38
非流动资产	1,993.18	2,031.88	2,249.85	2,416.97	财务费用	56.09	40.35	46.26	52.75
长期股权投资	45.36	45.36	45.36	45.36	投资净收益	13.02	15.26	9.54	12.60
固定资产	1,062.02	1,222.98	1,490.28	1,685.07	其他	28.44	-105.85	-98.87	-89.84
无形资产	553.06	483.24	471.10	461.08	营业利润	854.51	1,137.81	1,253.85	1,363.69
其他	332.74	280.30	243.11	225.47	营业外净收支	-0.86	-0.77	-0.42	-0.69
资产总计	6,341.82	7,637.96	8,711.87	9,611.19	利润总额	853.64	1,137.03	1,253.43	1,363.00
流动负债	2,672.06	3,334.72	3,588.61	3,576.97	所得税费用	116.20	210.68	227.69	228.56
短期借款	363.32	867.55	867.55	867.55	少数股东损益	78.25	98.30	108.84	120.38
应付账款	973.80	1,238.52	1,297.14	1,410.08	归属母公司净利润	659.19	828.05	916.89	1,014.06
其他	1,334.94	1,228.65	1,423.92	1,299.34	EBIT	1,037.66	1,173.38	1,328.76	1,464.63
非流动负债	-	-	-	-	EBITDA	1,249.43	1,247.99	1,420.66	1,554.36
长期借款	-	-	-	-					
其他	-	-	-	-					
负债总计	2,672.06	3,334.72	3,588.61	3,576.97	重要财务与估值指标	2017	2018E	2019E	2020E
少数股东权益	176.51	124.56	124.56	124.56	每股收益(元)	1.22	1.49	1.65	1.83
归属母公司股东权益	3,493.24	4,178.68	4,998.69	5,909.66	每股净资产(元)	6.29	7.53	9.00	10.64
负债和股东权益总计	6,341.82	7,637.96	8,711.87	9,611.19	发行在外股份(百万股)	555.27	555.27	555.27	555.27
					ROIC(%)	19.98%	19.60%	18.07%	17.37%
					ROE(%)	22.02%	23.24%	21.76%	20.34%
					毛利率(%)	35.54%	35.00%	34.43%	34.28%
					EBIT Margin(%)	14.72%	14.42%	14.61%	14.65%
					销售净利率(%)	9.35%	10.18%	10.08%	10.15%
					资产负债率(%)	42.13%	43.66%	41.19%	37.22%
					收入增长率(%)	7.91%	15.44%	11.74%	9.93%
					净利润增长率(%)	21.82%	25.62%	10.73%	10.60%
					P/E	14.61	11.95	10.79	9.76
					P/B	2.83	2.37	1.98	1.67
					EV/EBITDA	8.80	8.72	7.57	6.71

数据来源: Wind, 东吴证券研究所

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“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。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴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。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准：

公司投资评级：

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15%以上；

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5%与 15%之间；

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-5%与 5%之间；

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-15%与-5%之间；

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在-15%以下。

行业投资评级：

增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于大盘 5%以上；

中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对大盘-5%与 5%；

减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于大盘 5%以上。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>

