

大亚圣象(000910)

大亚圣象：地板龙头利润超预期，价值低估买入(维持)

2018 年 04 月 25 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

投资要点：

■ **公司发布 18 年一季报：**报告期内，公司实现营收 13.98 亿，同比增长 11.07%；归母净利 0.58 亿，同比增长 41.32%；扣非净利 0.56 亿，同比增长 47.45%。18Q1 利润增长超过预期。

■ **收入增长符合预期，精装房大势促进行业集中度提升。**报告期内，公司营收 13.98 亿，同比增长 11.07%。其中，根据 17 年报，公司木地板与人造板业务收入占比分别约为 70%和 25%。由于 2B 业务对地板需求的增长以及环保压力导致产品成本上升，公司于一季度分别对木地板、人造板进行提价，其中密度板已落实提价 100 元/立方米。我们预计，随着 2B 业务增长，公司一季度木地板收入增速达 10%+，人造板由于提价，收入增速较快，预计可达 20%，出口业务相对受阻。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。由于产能受限，公司 17 年于江苏宿迁新增 50 万吨刨花板项目，预计 18 年将正式投产，公司盈利将进一步增加。我们认为，随着精装房放量，行业集中度将进一步向龙头集中，并且产能瓶颈打破，18 年收入增速将提速。

■ **费用管控见成效，利润大幅增长。**公司一季度毛利率 34.03%，同比下降 1.47pct，预计是由于外购人造板成本上升并且 2B 业务增长迅速所致。报告期内，公司期间三费率 28.06%，较同期下降 3.03pct。其中销售费用率 16.36%，同减 1.08pct；管理费用率 10.85%，同减 1.85pct，财务费用率 0.85%，同减 0.1pct，费用管控成效显著。受益于费用率的大幅降低，公司 18Q1 实现归母净利润 0.58 亿（+41.31%），归母净利率 4.11%，同增 0.88pct。随着费用管控的加强，亏损子公司停产以及折旧逐年递减，公司利润将进一步释放。

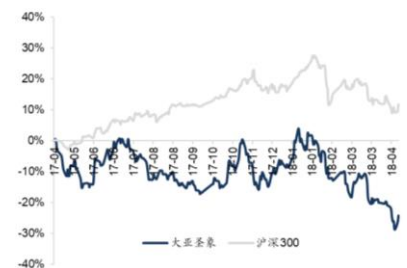
■ **存货大幅增长，经营性现金流承压。**报告期末，公司存货 19.05 亿，较期初 16.38 亿增长 16.31%，预计是由于一季度囤货以及 2B 业务放量而增加库存造成。受此影响，公司一季度经营性现金流量净额-2.41 亿，同减 567.82%，略有承压。应收账款周转天数 45.17，同比减少 4.08 天，营运持续向好。

■ **地板龙头价值低估，走势可期。**圣象地板作为行业中的绝对龙头，渠道和品牌护城河深厚，市场份额大幅领先行业内其他企业。而大亚人造板环保优势显著，市场占有率始终处于行业第一，产能实现全国化布局。经过前期回调，公司目前股价处于历史底部，价值低估，未来走势可期。

■ **盈利预测与投资建议：**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 12.8X、11.5X、10.4X，处于历史估值中枢底部，维持“买入”评级。

■ **风险提示：**房地产调控超预期，原材料价格波动。

股价走势



市场数据

收盘价(元) 19.06
一年最低/最高价 17.64/26.29
市净率(倍) 2.97
流通 A 股市值(亿元) 100.77

基础数据

每股净资产(元) 6.42
资产负债率(%) 40.17
总股本(百万股) 555.27
流通 A 股(百万股) 528.72

相关研究

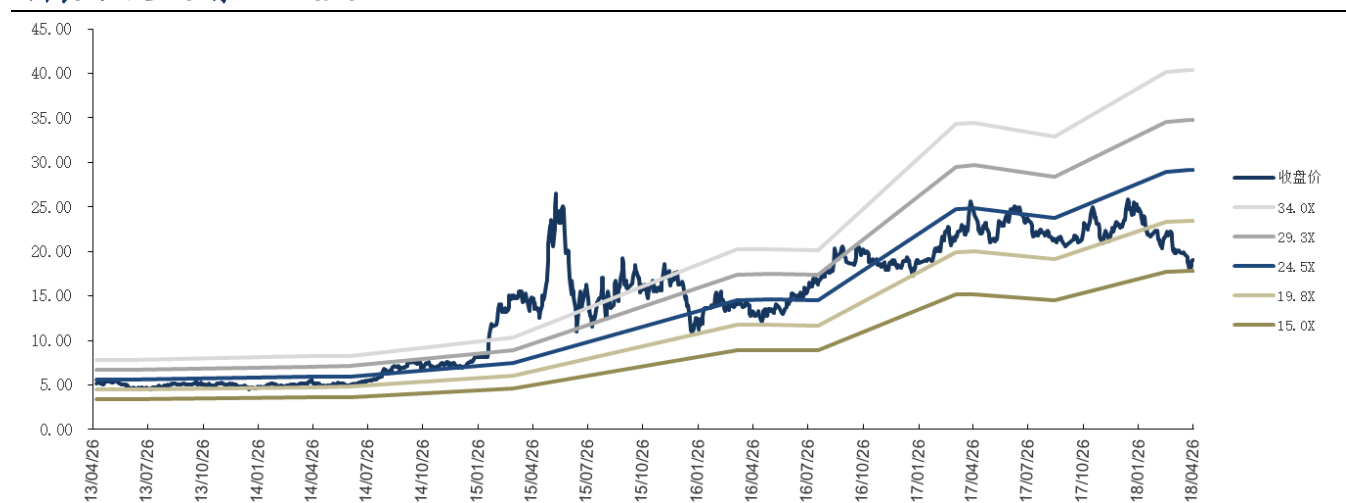
1. 大亚圣象：稳健增长的低估地板龙头-20180422

图表1: 公司季度经营数据一览

	2016Q1	2016Q2	2016Q3	2016Q4	2017Q1	2017Q2	2017Q3	2017Q4	2018Q1
总收入	1108.96	1613.86	1598.90	2209.65	1258.64	1693.68	1876.28	2219.65	1397.99
yoy	-30.69%	-20.46%	-26.45%	17.92%	13.50%	4.95%	17.35%	0.45%	11.07%
毛利率	35.06%	33.02%	36.20%	32.45%	35.50%	34.54%	37.11%	35.00%	34.03%
三费率	31.84%	24.31%	21.28%	17.15%	31.09%	24.74%	20.94%	20.24%	28.06%
销售费用率	16.77%	14.40%	11.30%	9.97%	17.44%	15.29%	12.24%	10.83%	16.36%
管理费用率	13.18%	8.71%	9.16%	7.60%	12.70%	8.40%	7.87%	8.93%	10.85%
财务费用率	1.89%	1.20%	0.82%	-0.42%	0.95%	1.05%	0.83%	0.48%	0.85%
归母净利润	29.38	74.18	178.48	259.08	40.69	99.12	223.4	295.97	57.5
yoy	22.42%	57.55%	112.83%	58.98%	38.51%	33.64%	25.17%	14.24%	41.32%
归母净利率	2.65%	4.60%	11.16%	11.72%	3.23%	5.85%	11.91%	13.33%	4.11%
所得税率	27.66%	27.62%	15.92%	24.54%	33.37%	22.76%	13.63%	6.52%	26.24%

数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图表2: 大亚圣象 PE-Band



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图表3: 可比公司估值

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	105.83	100.77	16.06	12.78	11.54
002631.SZ	德尔未来	64.72	64.46	75.80	--	--
603226.SH	菲林格尔	25.03	6.05	31.93	27.04	24.24
2083.HK	大自然家居	19.97	19.97	24.48	--	--

(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

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	15.62	12.78	11.54	10.44
					P/B	3.03	2.53	2.12	1.79
					EV/EBITDA	9.36	9.27	8.05	7.15

数据来源: Wind 资讯, 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>