

大亚圣象 (000910)

公司研究/深度报告

地板、人造板领军企业，产品结构优化、工程业务发力助力公司成长

—大亚圣象 (000910) 深度报告

深度研究报告/轻工制造

2018 年 07 月 09 日

报告摘要:

● 地板、人造板行业领先企业，盈利能力持续增强

大亚圣象是我国地板和人造板行业领军企业，圣象地板和大亚人造板市占率分别为 10.8%、0.26%。2017 年公司实现营收 70.48 亿元，同比增长 7.91%；实现归母净利润 6.59 亿元，同比增长 21.82%。截至 2017 年底，公司拥有 5300 万平方米地板产能和 185 万立方米人造板产能，圣象地板拥有线下专卖店近 3000 家。此外，15 年公司剥离非木业资产，聚焦地板与人造板业务，进入良性发展阶段，毛利率和净利率近年持续上升。

● 地板：产品结构优化，工程业务有望发力

公司积极推进毛利率较高的实木复合地板业务，圣象地板出厂价由 11 年的 85 元/平米上升至 17 年的 110 元/平米，同期地板业务毛利率由 32.29% 提升至 41.24%，产品结构升级带来地板业务盈利能力持续增强。工程业务方面，公司品牌力强，且不断深化与包括万科、保利地产、中海地产等在内近 60 家地产商的合作，2017 年地板工程类业务销量 860 万平米，同比增长 40%，未来仍有望受益核心客户的快速增长。

● 人造板：扩增产能消除瓶颈，有望受益于定制家具行业持续景气

定制家具行业的快速发展提振人造板需求，16 年国内人造板产量达 2650 万立方米，同比增长 31%。公司顺应行业发展趋势，投资建设苏北基地家具产业园项目，包括年产 50 万立方米刨花板工程、年产 1700 万平方米饰面刨花板工程，消除产能瓶颈的同时进一步夯实人造板行业领先地位。

● 盈利预测及投资建议

我们看好公司主业整合后带来的运营效率和市场竞争力的提高、地板工程业务的持续快速增长、地板产品结构的持续优化、以及未来产能扩张带来的业绩促进作用，但地产增速下行仍将带来一定压力，预计公司 2018、2019、2020 年基本每股收益谨慎下调至 1.49 元、1.77 元、2.02 元，对应 2018、2019、2020 年 PE 分别为 10X、8X、7X。维持公司“推荐”评级。

● 风险提示

原材料价格上涨；全装修渗透率提升不及预期；房地产销售下行。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入 (百万元)	7,048	7,983	8,911	9,831
增长率 (%)	7.9%	13.3%	11.6%	10.3%
归属母公司股东净利润 (百万元)	659	828	980	1,123
增长率 (%)	21.8%	25.7%	18.4%	14.5%
每股收益 (元)	1.19	1.49	1.77	2.02
PE (现价)	16	10	8	7
PB	3.0	1.9	1.5	1.2

资料来源：公司公告、民生证券研究院

推荐

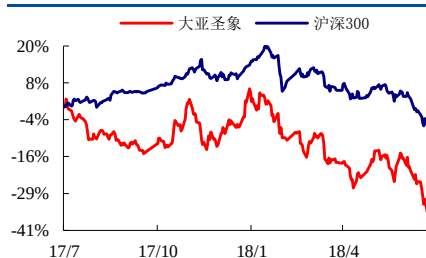
维持评级

当前价格： 14.40 元

交易数据 2018-7-6

近 12 个月最高/最低	25.91/14.40
总股本 (百万股)	555
流通股本 (百万股)	529
流通股比例 (%)	95.2
总市值 (亿元)	79.96
流通市值 (亿元)	76.14

该股与沪深 300 走势比较



资料来源：Wind、民生证券研究院

分析师：陈柏儒

执业证号： S0100512100003
电话： 010-85127729
邮箱： chenbairu@mszq.com

研究助理：聂贻哲

执业证号： S0100117110075
电话： 01085127729
邮箱： nieyizhe@mszq.com

相关研究

1. 《大亚圣象 (000910) 2018 年一季度报点评：一季度利润快速增长，看好未来工程业务发展》20180426
2. 《大亚圣象 (000910) 2017 年年报点评：工程业务快速推进，盈利能力持续增强》20180312

目录

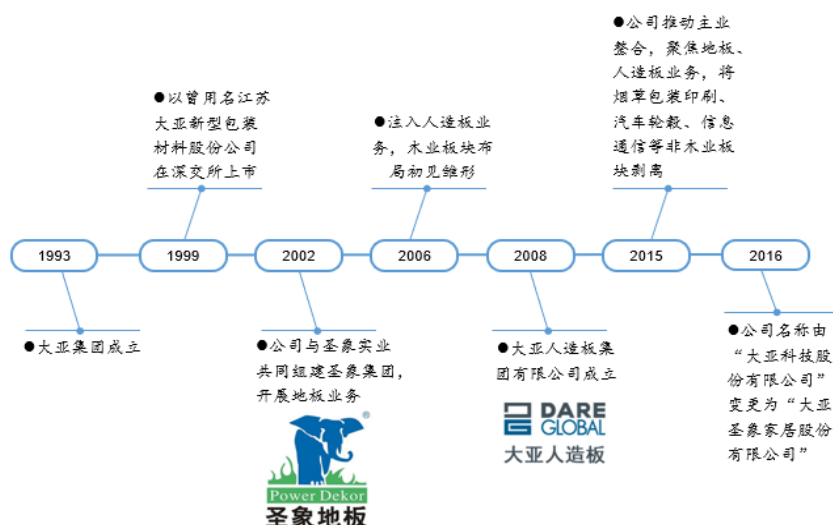
一、大亚圣象：地板、人造板行业领先企业，	3
（一）剥离非木业资产后聚焦地板、人造板业务	3
（二）股权结构清晰稳定，大亚集团为公司控股股东	4
二、行业：行业集中低，一线企业有望快速增长	4
（一）地板：行业近年平稳发展，一线企业有望受益全装修率、地产集中度提升	4
1、地板行业进入低速发展阶段，行业集中度较低	4
2、全装修+地产集中度上升推动地板行业整合，一线企业有望受益	6
（二）人造板：定制家具行业快速发展有望带来行业扩容	7
1、人造板产量增速趋缓，产品结构中胶合板占比较高	7
2、行业集中度较低，环保趋严品牌企业受益	8
3、定制家具行业景气度高，品类扩张带来行业扩容	9
三、公司亮点：地板产品结构不断优化+工程业务有望发力，人造板扩产能助力发展	10
（一）地板：产品结构优化，未来工程业务有望发力	10
1、营销网络覆盖全国，高毛利率产品占比上升改善产品结构	11
2、公司品牌优秀，未来工程业务有望发力	12
（二）产能扩张助力人造板业务发展	13
四、激励到位、管理理顺，公司内生变化向好	14
（一）激励到位，两期股权激励激发员工积极性	14
（二）管理理顺，盈利能力有望进一步提升	15
五、盈利预测与投资建议	16
六、风险提示	17
插图目录	19
表格目录	19

一、大亚圣象：地板、人造板行业领先企业，

（一）剥离非木业资产后聚焦地板、人造板业务

2015 年之前公司业务较为多元化，为提升各业务间的协同性，公司将非木业资产剥离出上市公司体系，形成以人造板、木地板为主业的经营模式，产业链涵盖资源、基材、工厂、研发、设计、营销、服务等森工行业上下游环节。2016 年公司名称变更为“大亚圣象家居股份有限公司”，翻开发展新篇章。

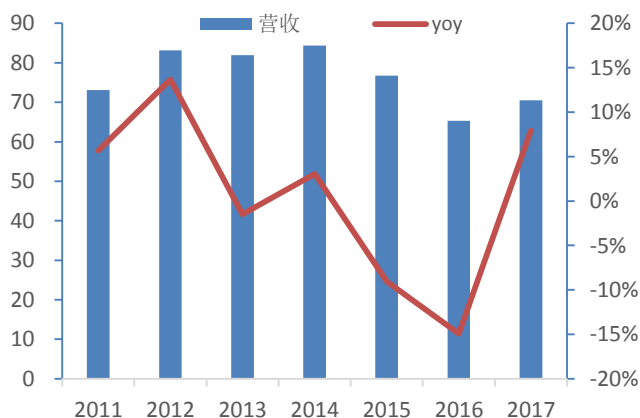
图 1：2016 年公司翻开“大亚圣象”新篇章



资料来源：公司公告，公司官网，民生证券研究院

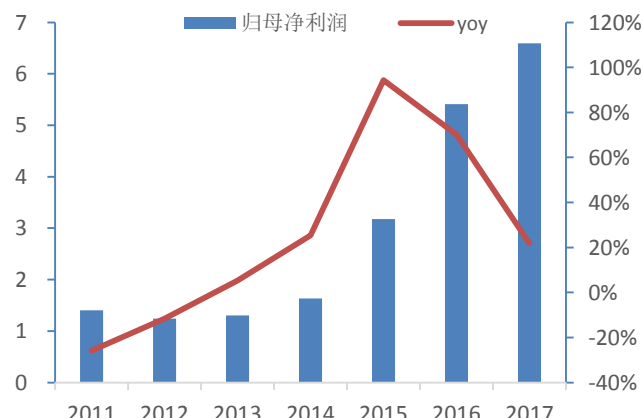
公司是我国地板、人造板行业的领先企业。2017 年公司实现营收 70.48 亿元，同比增长 7.91%，在剥离非木业资产后稳定增长；实现归母净利润 6.59 亿元，同比增长 21.82%，保持快速增长势头。

图 2：2017 年公司营收同比增长 7.91%（亿元）



资料来源：Wind，民生证券研究院

图 3：近年公司归母净利润保持快速增长（亿元）

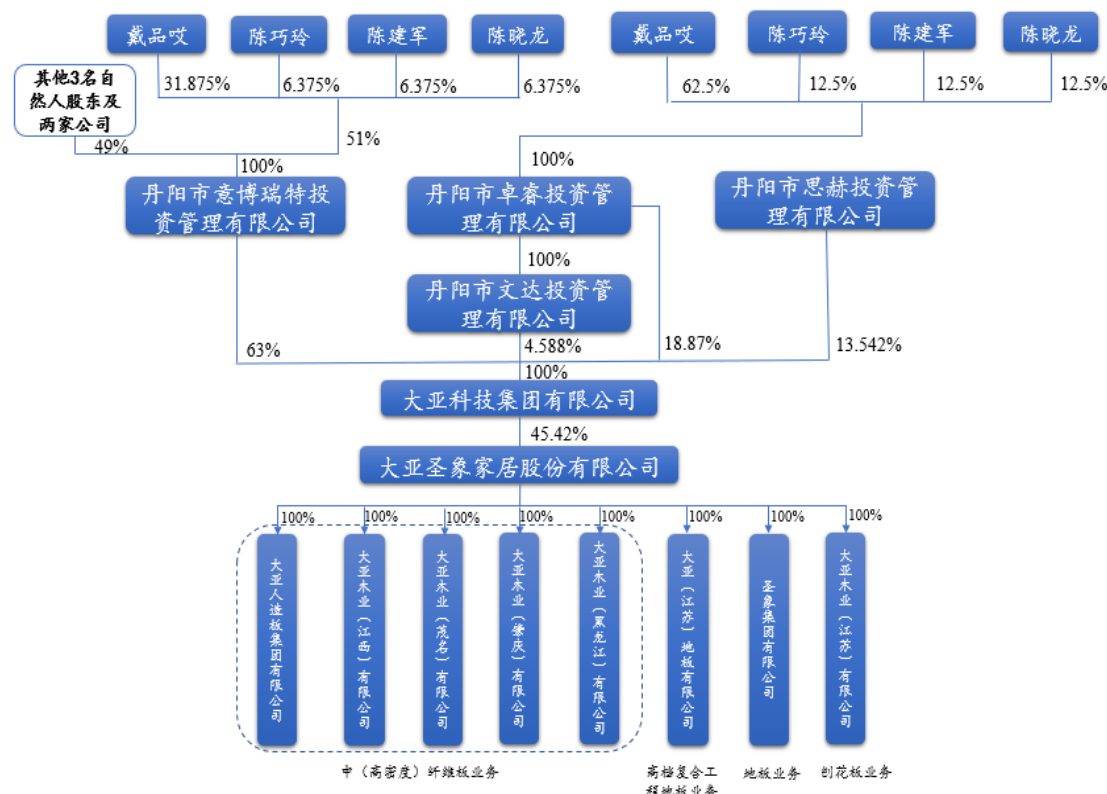


资料来源：Wind，民生证券研究院

(二) 股权结构清晰稳定，大亚集团为公司控股股东

公司的控股股东为大亚集团，持股比例为 45.42%。陈氏家族成员戴品哎，子女陈巧玲、陈建军、陈晓龙四人合计持有大亚集团股权 55.59%，从而拥有对大亚圣象的实际控制。大亚圣象旗下全资子公司圣象集团负责地板业务，由陈建军出任董事长，大亚人造板集团及大亚木业等子公司负责人造板业务。

图 4：大亚集团为公司控股股东



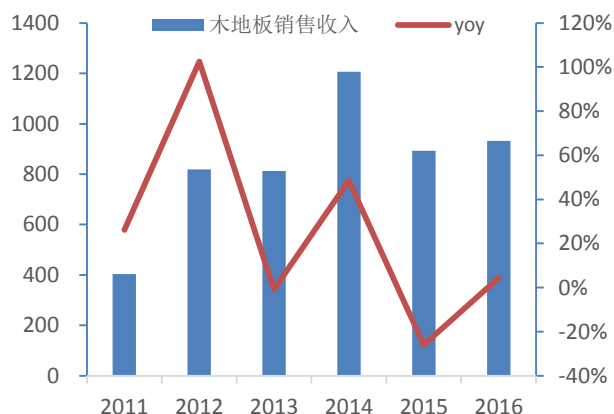
资料来源：Wind，公司 2017 年年报，民生证券研究院

二、行业：行业集中低，一线企业有望快速增长

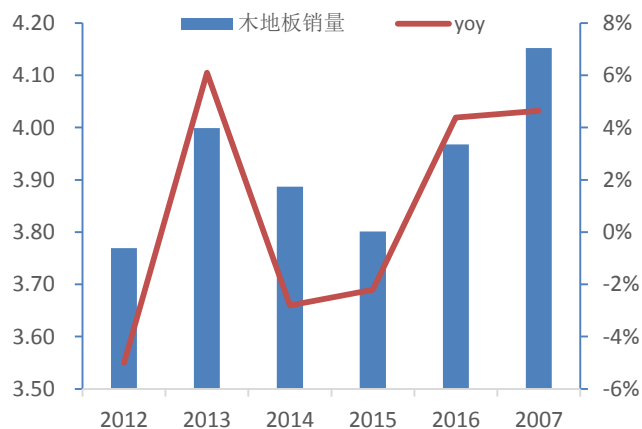
(一) 地板：行业近年平稳发展，一线企业有望受益全装修率、地产集中度提升

1、地板行业进入低速发展阶段，行业集中度较低

地板行业增速趋缓。近年随着房地产进入平稳发展期，地板行业也逐渐进入低速发展阶段。2016年我国木地板销售收入为932.41亿元，同比增长4.4%。销量方面，据中国林产工业协会地板专业委员会数据，2017年我国具有一定规模的地板企业木竹地板总销量约4.15亿平米，同比增长4.6%。

图 5：2016 年木地板销售收入同比增长 4.4%（亿元）


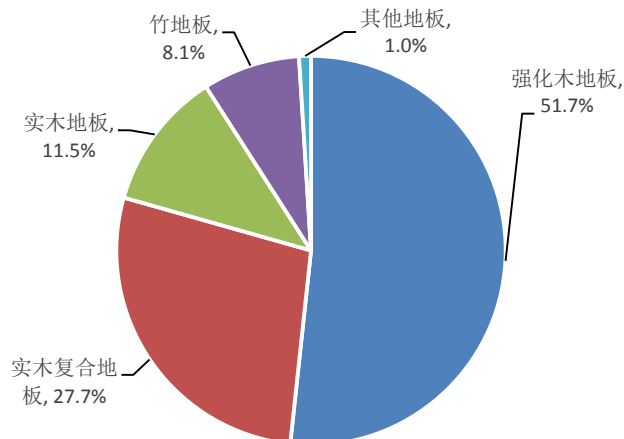
资料来源：Wind，民生证券研究院

图 6：2017 年木地板销售面积同比增长 4.6%（亿平米）


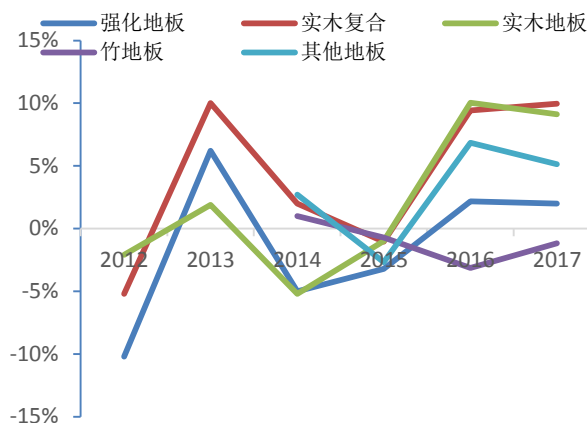
资料来源：中国林产工业协会地板专业委员会，民生证券研究院

注：一定销售规模的地板企业是指年产 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企业

强化地板占比较高，实木复合地板增速较快。产品结构方面，2017 年强化地板销售 2.15 亿平米，占地板总销量的 51.7%；实木复合地板销售 1.15 亿平米，占总销量的 27.7%；实木地板销售 4790 万平米，占总销量的 11.5%。增速方面，实木复合地板由于兼具实木地板的舒适触感及强化地板良好的尺寸稳定性，近年来受到消费者青睐。根据中国林产工业协会地板专业委员会数据，2017 年我国强化地板/实木复合地板/实木地板的销售面积增速分别为 2.00%/9.95%/9.11%，实木复合地板增速较快。

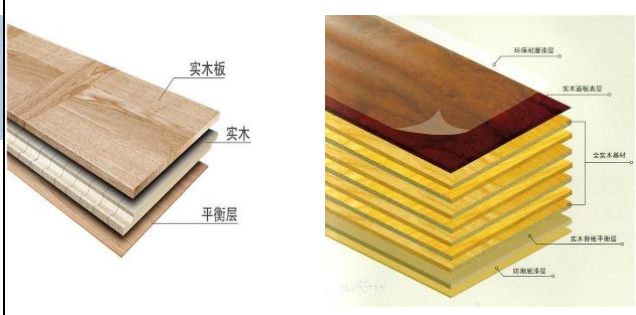
图 7：2017 年强化地板销量占比达 51.7%


资料来源：中国林产工业协会地板专业委员会，民生证券研究院

图 8：实木复合地板增速较快


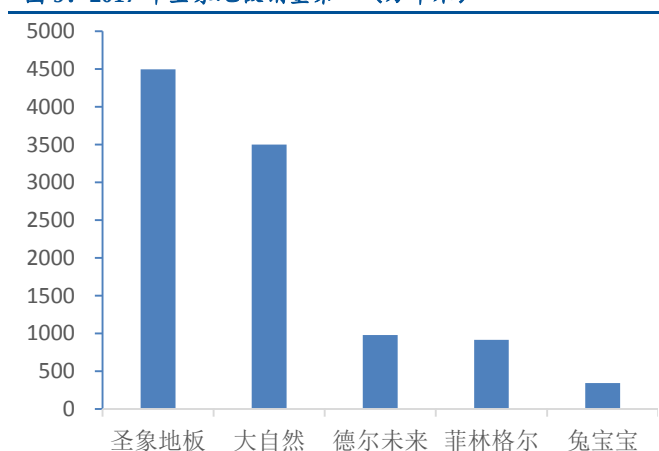
资料来源：中国林产工业协会地板专业委员会，民生证券研究院

表 1: 实木复合地板综合优势较为突出

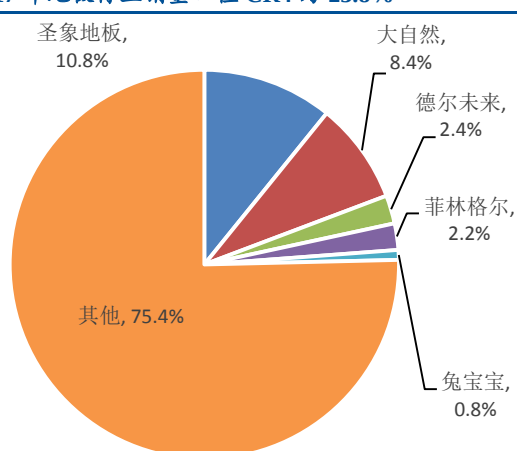
名称	优点	缺点	示例	
强化地板	花色众多、尺寸稳定性好、耐磨性好、便于维护、便于铺装	触感较差、装饰效果差	三层实木复合地板	多层实木复合地板
实木复合	自然美观、触感好、尺寸稳定性好、便于维护、便于铺装	用胶量稍大		
实木地板	环保、自然美观、触感好、保温隔热性能良好	不耐磨、易失去光泽易发生变形、需要保养、铺装难度较大		

资料来源：中华地板网，民生证券研究院

地板行业集中度较低。目前国内最大的地板制造商为大亚圣象，2017 年地板销量为 4496 万平米，占地板总销量的 10.8%。第二名大自然销量占比为 8.4%，德尔未来、菲林格尔等企业均在 2% 左右。整体来看，地板行业销量口径 CR4 为 23.8%，此外均为市占率不到 1% 的小型企业，行业集中度较低。

图 9: 2017 年圣象地板销量第一（万平米）


资料来源：Wind，各公司 2017 年年报，民生证券研究院

图 10: 2017 年地板行业销量口径 CR4 为 23.8%


资料来源：Wind，各公司 2017 年年报，民生证券研究院

注：地板总销量数据采用的是中国林产工业协会地板专业委员会统计的具有一定规模的地板企业总销量

2、全装修+地产集中度上升推动地板行业整合，一线企业有望受益

政府层面目标明确，中央、地方政府连续发文，政策驱动力强。中央层面，2006 年国家税务总局发文指出，房地产开发企业销售已装修的房屋，其装修费用可以计入房地产开发成本，作为土地增值税的扣除项目；2016 年国务院发文积极推广标准化、集成化、模块化的装修模式，倡导菜单式全装修；2017 年住建部在《建筑业十三五规划》中指出，到 2020 年新开工全装修成品住宅面积达到 30%。地方政府层面，各地政府也纷纷跟进发布相关政策，如上海自 2017 年 1 月 1 日起外环线以内的城区全装修住宅占比应达到 100%，山东省 2017 年

设区城市新建高层住宅实行全装修，浙江省自 2016 年 10 月 1 日起全省实现全装修和成品交付等。中央和地方政府接连出台政策，显示出国家推行全装修房的决心，全装修渗透率有望持续提升。

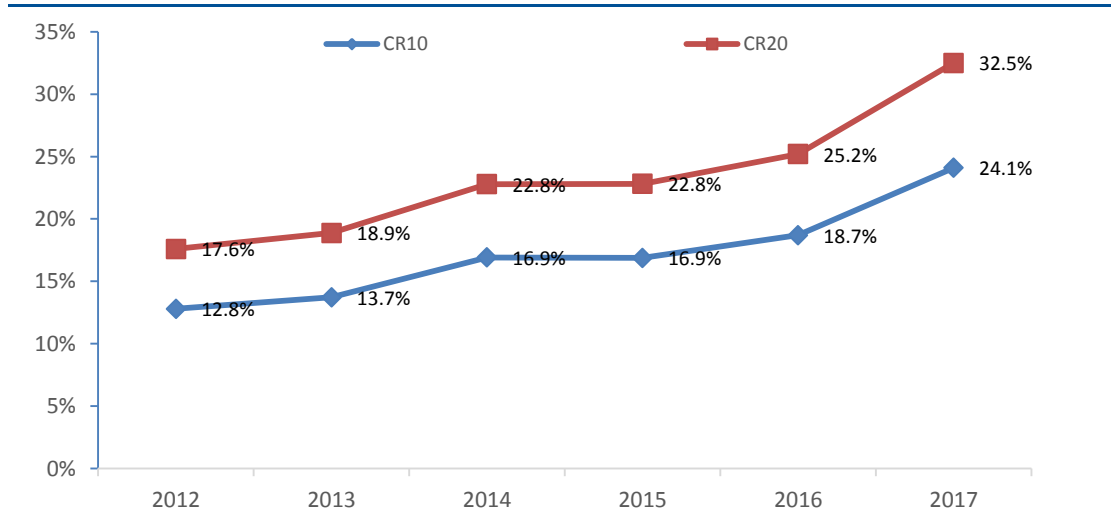
表 2：多个地区要求 2020 年实现 100%全装修

地区	全国	北京	上海	浙江	四川	海南	山东	河南	江苏
2015		保障房 100%							
2016				100%					
2017			外环以内 100%				设区城市 100%		
2020	新开工住宅面积达到 30%		奉贤、金山、崇明 50%		50%	100%	100%	100%	
2025									50%

资料来源：各政府官网，民生证券研究院

地产行业集中度持续提升，一线企业有望受益。2012-2017 年，地产行业市场集中度持续提升。根据克而瑞发布的数据，销售金额口径 CR10 从 12.8% 上升至 24.1%，CR20 从 17.6% 上升至 32.5%。在地产调控的大背景下，领军房企的拿地、融资、成本管控、供应链管理等优势将愈加明显，地产行业集中度有望持续上升。由于地产企业为便于供应链管理，一般只会选择 3-5 家同品类供应商，而一线地板企业由于在品牌影响力、产品品质、供货稳定性方面较为突出，更受大地产商青睐，未来有望受益地产行业的集中度提升。

图 11：地产行业 CR10 和 CR20 持续上升



资料来源：CRIC，民生证券研究院

注：以上集中度测算口径为销售金额集中度，计算方法为金额集中度=入榜房企销售金额/统计局公布的全国商品房销售金额

（二）人造板：定制家具行业快速发展有望带来行业扩容

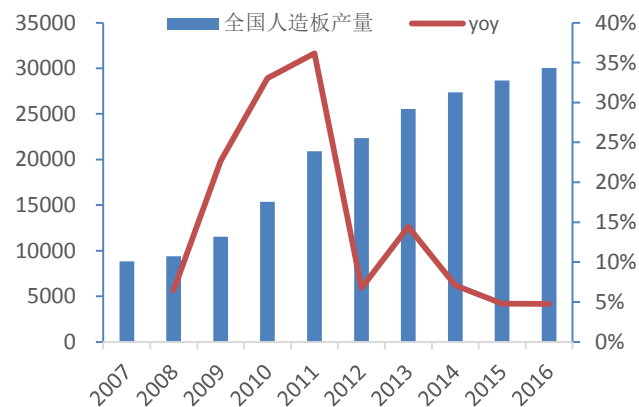
1、人造板产量增速趋缓，产品结构中胶合板占比较高

人造板产量增速近年趋缓，产值触底回升。近10年，我国人造板产量保持稳步增长，从2004年的8839万立方米增长至2016年的3.00亿立方米，复合增长率为17.52%；产值从1539亿元增长至6484亿元，复合增长率达到21.27%。其中，我国人造板行业经历了2009年至2011年的高速增长后，产量增速有所放缓，2015、2016年增速均维持在4.8%。产值方面，2011年以

本公司具备证券投资咨询业务资格，请务必阅读最后一页免责声明

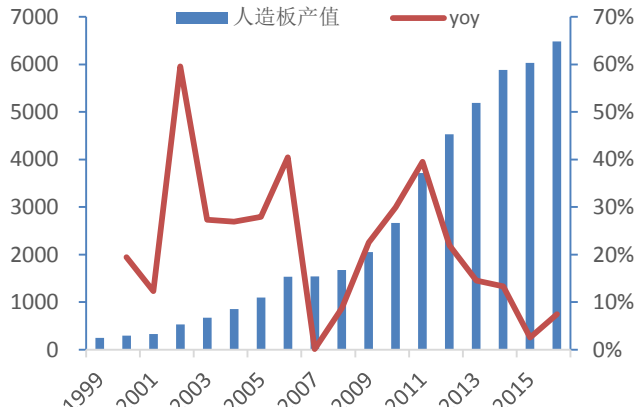
来增速放缓，2015年触底达到近年最低，2016年有所回升，同比增长7.5%。

图 12：全国人造板产量增速近年企稳（万立方米）



资料来源：Wind，民生证券研究院

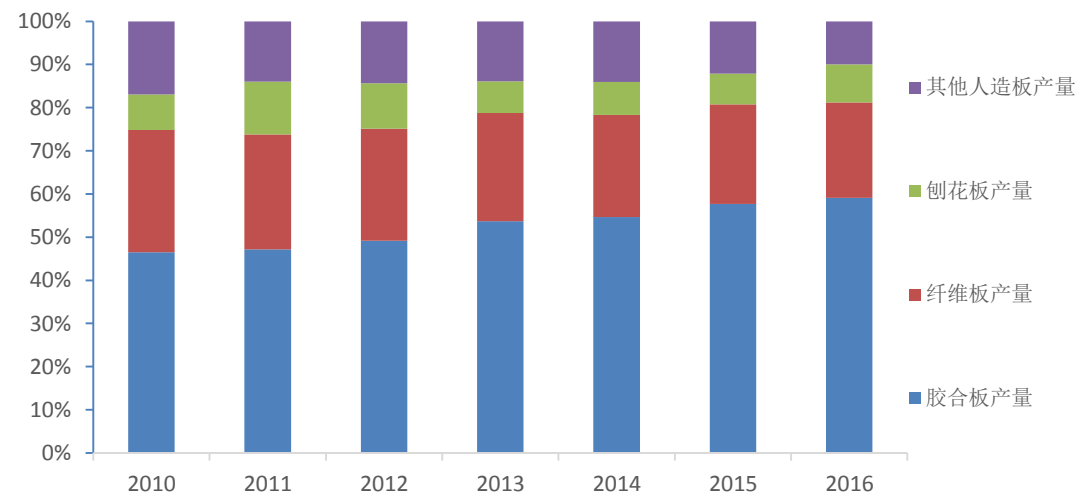
图 13：2016 年人造板产值同比增长 7.5%（亿元）



资料来源：Wind，民生证券研究院

胶合板产量占比逐年上升，纤维板和刨花板占比相对稳定。2016 年胶合板、纤维板和刨花板的产量分别为 17756、6651、2650 万立方米。其中，胶合板近年占比呈上升趋势，从 2010 年的 46.5% 上升至 2016 年的 59.1%；纤维板产量占比缓慢下降，2016 年同比小幅下降 1.0pct 至 22.1%；刨花板 2016 年产量占比同比上升 1.7pct 至 8.8%，为近年最高水平。

图 14：国内纤维板和刨花板产量占比相对稳定，2016 年分别为 22.1% 和 8.8%



资料来源：Wind，民生证券研究院

2、行业集中度较低，环保趋严品牌企业受益

人造板行业集中度较低，国家出台政策限制落后产能进入市场。由于技术壁垒较低，行业内中小企业较多。目前最大的人造板制造商为大亚圣象，2016年人造板业务营收为16.86亿元，仅占我国人造板行业产值的0.26%。国家发改委颁发《产业结构调整指导目录（2011年本）》，旨在加强对产能过剩行业的限制和引导以及落实可持续发展的要求。《目录》中将单线3万立方米/年以下的木质刨花板生产装置、1万立方米/年以下的胶合板和细木工板生产线、单线5万立方米/年以下的普通刨花板、高中密度纤维板生产装置列入限制类，禁止投资

新建项目，阻止落后产能进入市场。

表 3:《产业结构调整指导目录 (2011 年本)》中列入限制类的产品禁止投资新建项目

	鼓励类	限制类	淘汰类
产品特点	对全省经济社会发展有重要促进作用，有利于提高资源利用效率、有利于提高环境保护水平、有利于提高企业安全生产水平、有利于提高产业集中度、有利于促进产业结构优化升级，需要采取政策措施予以鼓励和支持的关键技术、装备及产品	工艺技术落后，不符合国家行业准入条件和规定，不利于产业结构优化升级，需要督促加快改造和禁止新建的生产能力、工艺技术、装备及产品	不符合有关法律法规规定，严重浪费资源、污染环境、不具备安全生产条件，需要淘汰的落后工艺技术、装备及产品
措施	对鼓励类项目，按国家有关法律法规和投资管理规定审批、核准或备案，金融机构按照信贷原则提供信贷支持。有关优惠政策可按国家和省有关规定执行	凡列入限制类的，禁止投资新建项目，投资主管部门不予审批、核准或备案；各金融机构不得发放贷款；土地管理、城市规划和建设、环境保护、质检、消防、海关、工商等部门不得办理有关手续。对属于限制类的现有生产能力，允许企业在一定期限内进行改造升级，严禁以改造为名扩大生产能力。	对淘汰类项目，禁止投资；各金融机构停止各种授信支持，并收回已经发放的贷款。各地区、各部门和有关企业要采取有力措施，按规定限期淘汰。对不按期淘汰的企业，各级政府及各有关部门要依法依规责令其停产或予以关闭。对明令淘汰的生产工艺技术、装备及产品，一律不得进口、转移、生产、销售、使用和采用。

资料来源：《产业结构调整指导目录 (2011 年本)》，民生证券研究院

甲醛释放量新规实施，提高环保标准。2017年4月22日，GB18580-2017《室内装饰装修材料人造板及其制品中甲醛释放量》正式发布，该标准作为国家强制性标准于2018年5月1日正式实施。与目前正在实施的2001年国标相比，修订后的标准提高了甲醛释放量限量要求，统一甲醛释放量限量值为 $0.124\text{mg}/\text{m}^3$ ，限量标志为E1，取消了原来的E2级别。

表 4: GB18580-2001《室内装饰装修材料人造板及其制品中甲醛释放量》中的 E2 标准将被淘汰

产品名称	试验方法	限量值	使用范围	标志
中密度纤维板、高密度纤维板、刨花板、定向刨花板等	穿孔萃取法	$\leq 9\text{mg}/100\text{g}$	可直接用于室内	E1
		$\leq 30\text{mg}/100\text{g}$	饰面处理后可允许用于室内	E2
胶合板、装饰单板贴面胶合板、细工木板	干燥器法	$\leq 1.5\text{mg}/\text{L}$	可直接用于室内	E1
		$\leq 5\text{mg}/\text{L}$	饰面处理后可允许用于室内	E2
饰面人造板 (包括浸渍纸层压木质地板、实木复合地板、竹地板、浸渍胶膜纸饰面人造板等)	气候箱法	$\leq 0.12\text{mg}/\text{m}^3$	可直接用于室内	E1
		$\leq 1.5\text{mg}/\text{L}$		

资料来源：GB18580-2001《室内装饰装修材料人造板及其制品中甲醛释放量》，民生证券研究院

品牌企业更为重视产品质量，在环保工作方面有长时间的积累。环保标准提升之后，中小企业成本端承压促使落后产能淘汰。一线企业在环保方面起步较早，如大亚人造板在2011年便制定了国内首个E0级纤维板企标《E0级环保型纤维板企业产品标准》、兔宝宝也参与制定中国林产工业协会发布的团体标准T/CNFPIA 1001-2016《人造板甲醛释放量》。随着环保标准的提升，E1板材成为最低标准，E2板材将会退出市场。而E0板材也有望由于消费者对产品环保的迫切需求，取代E1逐渐成为主流。在此背景下落后产能成本端承压，面临淘汰风险。

3、定制家具行业景气度高，品类扩张带来行业扩容

定制家具由于空间利用率高、个性化程度高等特点，近年渗透率不断上升，行业持续景气。早期定制家具产品主要集中于橱柜和衣柜，为满足消费者“一站式购物”需求，各大公

司相继实施“全屋定制”战略，产品由厨房、卧室渗透至客厅、玄关、书房、阳台，品类由橱柜、衣柜延伸至鞋柜、电视柜、书柜、阳台柜等，定制家具品类的延伸有望进一步扩大人造板需求。

表 5：定制家具行业品牌企业保持快速增长

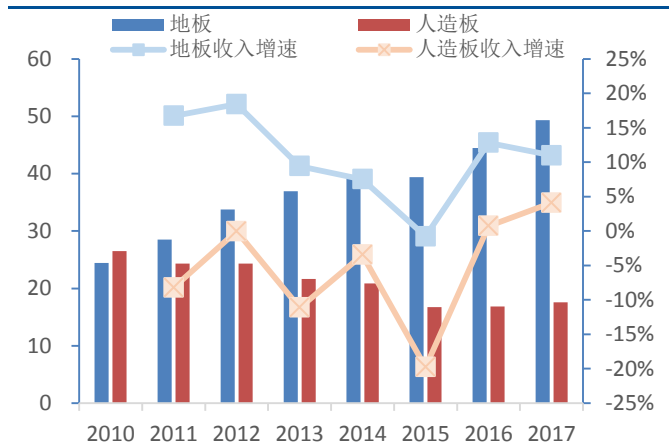
公司	品类延伸路径	上市时间	营收规模（2017 年，亿元）	同比增速
索菲亚	衣柜→橱柜→全屋定制（包括木门）	2011	61.61	36.02%
欧派家居	橱柜→衣柜→全屋定制（包括木门）	2017	97.10	36.11%
尚品宅配	全屋定制	2017	53.23	32.23%
好莱客	衣柜→橱柜→全屋定制（包括木门）	2015	18.63	30.02%
皮阿诺	橱柜→衣柜→全屋定制	2017	8.26	31.11%
志邦股份	橱柜→全屋定制（包括木门）	2017	21.57	37.38%
我乐家居	橱柜→衣柜→全屋定制	2017	9.15	35.32%
金牌橱柜	橱柜→衣柜→全屋定制	2017	14.42	31.22%

资料来源：公司公告，Wind，民生证券研究院

三、公司亮点：地板产品结构不断优化+工程业务有望发力，人造板扩产能助力发展

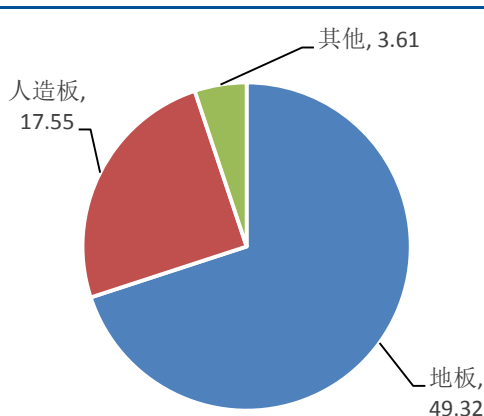
2015年公司确立以木地板、人造板为核心业务后，公司的主要产品木地板、人造板（中高密度板和刨花板）均保持持续增长态势。2017年地板和人造板分别实现收入49.32亿元、17.55亿元，分别同比增长11.0%、4.1%，二者收入合计占到总营收的95%。

图 15：近两年公司木地板、人造板收入持续增长（亿元）



资料来源：Wind，民生证券研究院

图 16：2017 年木地板、人造板收入占比达到 95%（亿元）

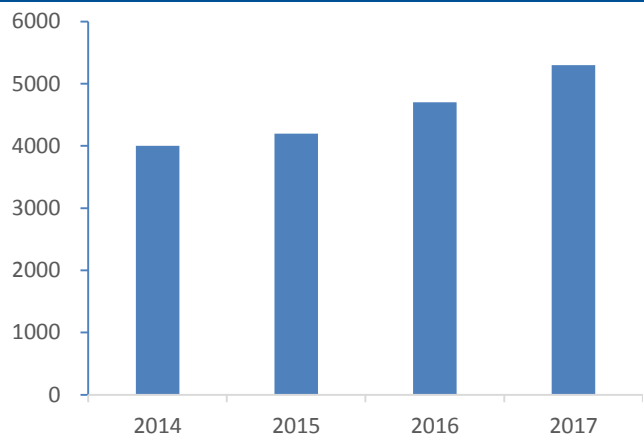


资料来源：Wind，民生证券研究院

（一）地板：产品结构优化，未来工程业务有望发力

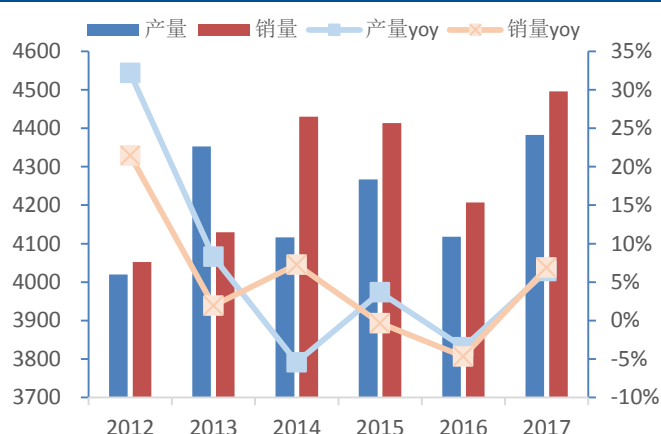
地板产能充足，产销量重拾增长态势。近年来公司地板产能持续上升，2017年达到5300万平方米，产能较为充足。产销方面，2017年圣象地板销量为4496万平方米，同比增长6.9%；产量为4383万平方米，同比增长6.4%，产销量在经历16年的负增长后重拾增长态势。

图 17: 2017 年地板产能达到 5300 万平米



资料来源: 公司年报, 民生证券研究院

图 18: 2017 年圣象地板产、销齐升 (万平米)

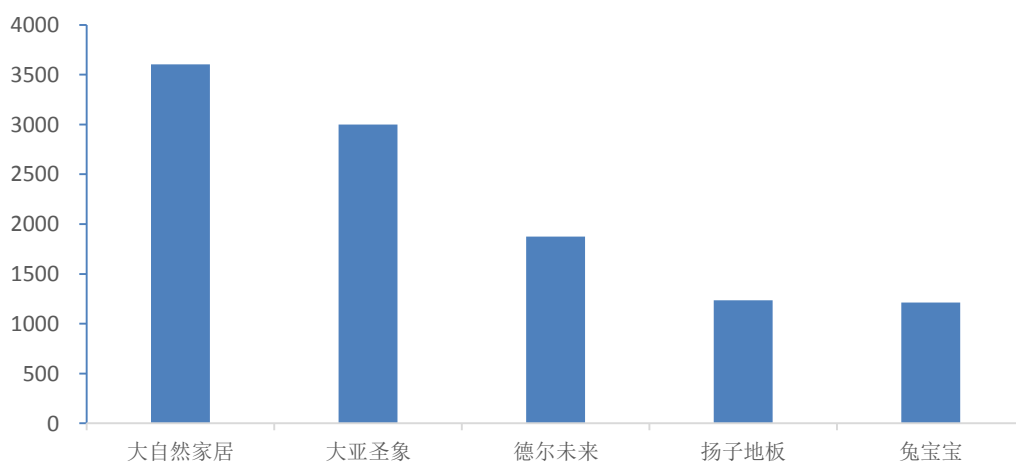


资料来源: Wind, 民生证券研究院

1、营销网络覆盖全国，高毛利率产品占比上升改善产品结构

线上、线下渠道共同推进。公司线上开拓了天猫、京东、苏宁的在线分销专营店，线下圣象地板在国内拥有近3000家统一授权、统一形象的地板专卖店，门店数量在业内领先。

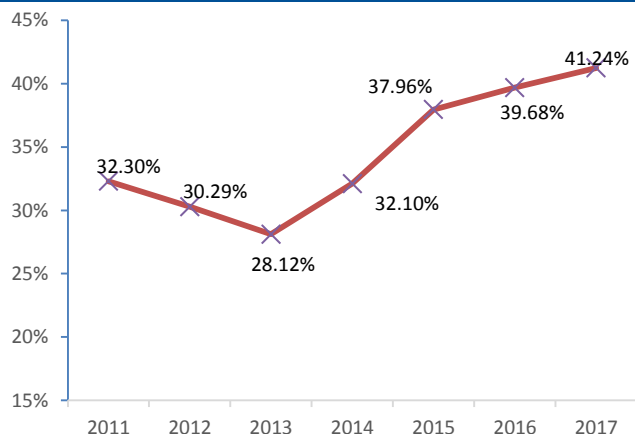
图 19: 2017 年圣象地板在全国有近 3000 家专卖店



资料来源: 各公司 2017 年年报, 民生证券研究院

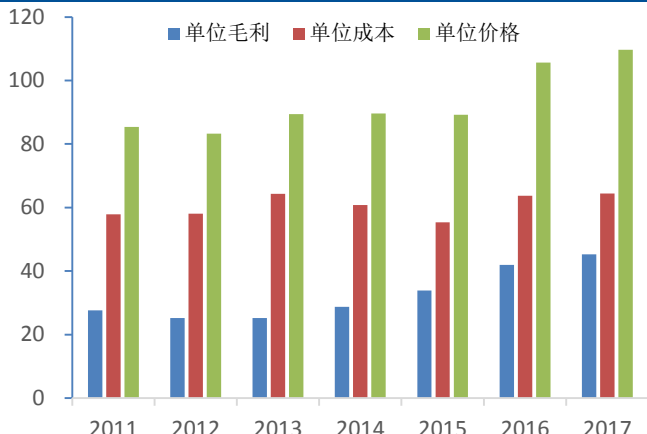
高毛利率的实木复合地板占比上升，产品结构持续优化增强地板业务盈利能力。公司积极推进毛利率较高的实木复合地板业务，效果显著。圣象地板出厂价由11年的85元/平米上升至17年的110元/平米（实木复合地板单价高于强化地板），同期地板业务毛利率由32.29%提升至41.24%，产品结构升级带来地板业务盈利能力持续增强。

图 20: 近四年地板业务毛利率持续上升



资料来源: Wind, 民生证券研究院

图 21: 近年圣象地板单位价格、单位毛利持续上升 (元/平米)



资料来源: Wind, 公司年报, 民生证券研究院

2、公司品牌优秀，未来工程业务有望发力

“圣象地板”品牌受到认可。圣象地板以其优秀的品质、稳定的供货能力及强大的综合竞争力，在多类评比中获得优秀供应商称号。在中国房地产业协会评选的中国房地产500强首选供应商及服务商品品牌榜单中，圣象地板连续多年在地板类中排名第一；在万科每年发布的合格供应商目录中，圣象地板也连续多年进入A类供应商排名。

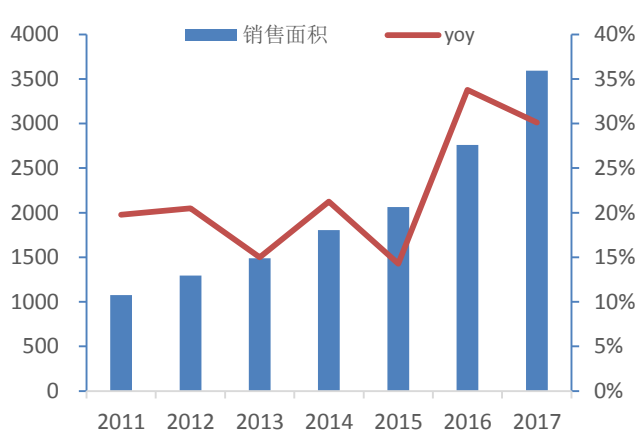
表 6: 公司连续多年入选万科 A 类供应商目录

荣誉	时间	参评单位
中国房地产 500 强首选供应商及服务商品品牌榜单地板类第一	2017-2018	中国房地产业协会
材料设备类 A 类供应商	2014-2017	万科

资料来源: 中国房地产业协会, 万科官网, 民生证券研究院

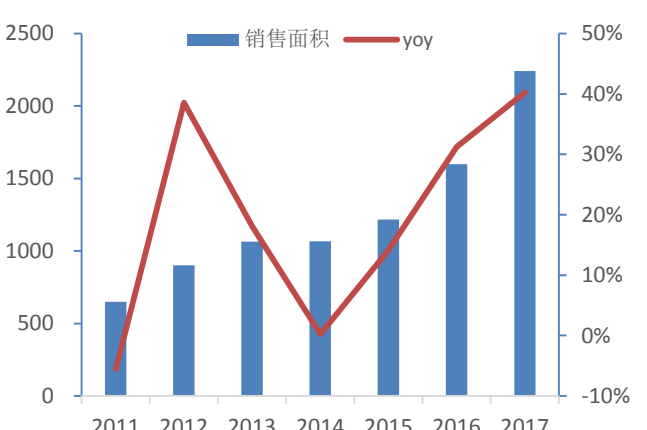
持续开拓工程客户，未来仍有望受益核心客户的快速增长。2017年，圣象集团持续拓展工程渠道，合作客户包括万科、保利地产、中海地产等在内近60家地产商，全年地板工程类业务销量860万平米，同比增长40%。2018年，公司将继续深化与万科、保利、中海的合作，加大与碧桂园、恒大的合作力度，未来仍有望受益核心客户的快速增长。

图 22: 近两年万科销售面积增速均在 30% 以上 (万平米)



资料来源: Wind, 民生证券研究院

图 23: 保利地产销售面积增速持续上升 (万平米)



资料来源: Wind, 民生证券研究院

(二) 产能扩张助力人造板业务发展

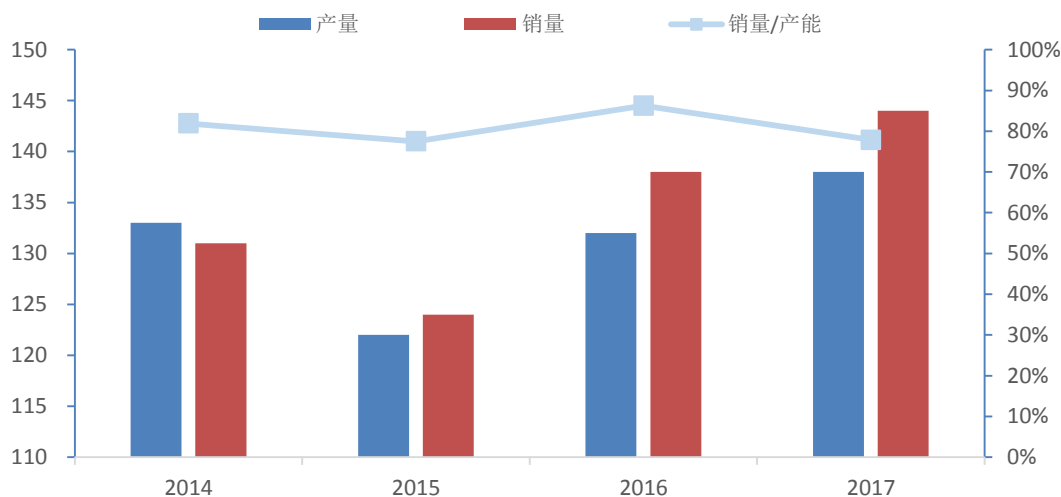
公司人造板生产基地实现多点布局，但产能较为紧张。自2002年进军人造板领域以来，公司已先后布局建设江苏丹阳、江西抚州、广东茂名、广东肇庆、黑龙江以及福建等人造板生产基地。2014-2017年，公司人造板销量分别为131、124、138、144万立方米，对应各年年末产能分别为160、160、160、185万立方米，全年销量/年末产能近四年均维持在75%以上，全年来看产能仍较为紧张。

表 7：公司人造板实现多点产能布局

地点	产品	产能	状态
黑龙江绥芬河	纤维板	21 万立方米	已关停
江苏丹阳	纤维板	20 万立方米	03 年投产
江苏宿迁	刨花板	50 万立方米	建设中
	饰面刨花板	1700 万平方米	建设中
安徽阜阳	纤维板	15 万立方米	02 年投产
江西抚州	纤维板	20 万立方米	04 年投产
福建三明	刨花板	45 万立方米	04 年投产，现已关停
广东肇庆	纤维板	20 万立方米	08 年投产
广东茂名	纤维板	20 万立方米	04 年投产

资料来源：公司公告，公司官网，民生证券研究院

图 24：公司的人造板产能较为紧张（万立方米）



资料来源：Wind，公司年报，民生证券研究院

拟发行可转债大幅扩充人造板产能，缓解产能压力、夯实主业。本次发行可转债拟募集资金总额不超过12亿元人民币，着力于扩充产能、加强品牌营销及产品研发设计等，包括建设苏北基地家具产业园、建设大亚圣象上海产品研发营销中心以及补充流动资金。此次募集资金中4.28亿元用于苏北基地家具产业园项目，包括年产50万立方米刨花板工程、年产1700万平方米饰面刨花板工程以及年产60万套家具构件生产工程，建设期为两年。项目完全达产后，预计年新增销售收入11.70亿元，利润总额2.98亿元，缓解产能压力的同时也进一步夯实

主业。

表 8：可转债项目概况

项目名称	拟投入募集资金金额（亿元）
大亚圣象苏北基地家具产业园项目	4.28
大亚圣象上海产品研发营销中心建设项目	6.15
补充流动资金项目	1.57
合计	12.00

资料来源：公司公告，民生证券研究院

四、激励到位、管理理顺，公司内生变化向好

（一）激励到位，两期股权激励激发员工积极性

截至目前，公司已经推出两期限制性股权激励计划。其中，第二期激励计划于 2017 年 7 月完成首次股票授予，向管理层和核心技术骨干等 245 名激励对象授予限制性股票 2462 万股（占总股本的比例为 4.64%）。解锁条件为 2017、2018、2019 年实现归母净利润较 16 年分别增长 12%、25%、45%（对应同比增速分别为 12%、12%、16%）。相较 2016 年第一期股权激励，第二期覆盖面更广、激励力度更大。两次股权激励有望进一步激发员工活力，助力公司发展。

表 9：公司已推出两次股权激励计划

	姓名	职务	获授的限制性股票数量 (万股)	占目前总股本的比例
2016 年限制性股票激励计划	吴谷华	董事、副总裁兼董秘	15	0.027%
	陈钢	董事、财务总监	10	0.018%
	中层管理人员、核心技术（业务人员）共 61 人		302	0.0063%
	合计		327	0.0048%
2017 年限制性股票激励计划	吴谷华	董事、副总裁兼董秘	80	0.144%
	陈钢	董事、财务总监	40	0.072%
	中层管理人员、核心技术（业务人员）共 245 人		2404	4.329%
	预留部分		340	0.612%
	合计		2864	5.158%

资料来源：公司公告，民生证券研究院

表 10：第二期股权激励覆盖范围更广

	授予时间	授予数量 (万股)	授予价格 (元)	授予对象	解锁条件	解锁比例
2016 年限制性股票激励计划	2016/7/20	327	7.04	董秘、财务总监、中层管理人员及核心技术骨干共 61 人	2016、2017、2018 年归母净利润较 2015 年分别增长 20%、35%、50%	2016、2017、2018 年股票解锁比例分别为 40%、30%、30%
2017 年限制性股票激励计划	2017/7/10	2462	11.56	董秘、财务总监、中层管理人员及核心技术骨干共 245 人	2017、2018、2019 年归母净利润较 2016 年分别增长 12%、25%、45%。	2017、2018、2019 年股票解锁比例分别为 45%、30%、25%

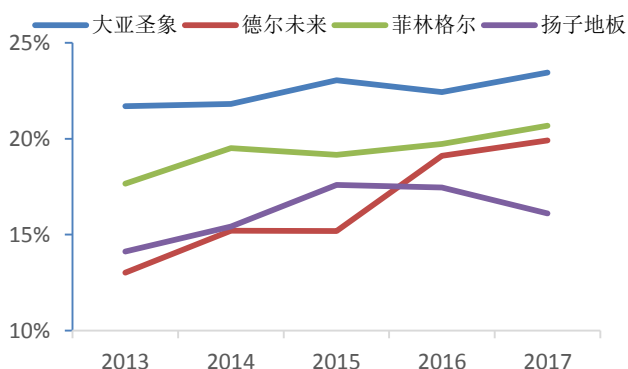
资料来源：公司公告，民生证券研究院

(二) 管理理顺，盈利能力有望进一步提升

公司管理逐步理顺。业务方面，公司将非木业资产置出上市公司体系，主业得以聚焦，各板块间协同性加强；激励方面，目前公司也已完成两次股权激励计划，员工向心力得到凝聚。

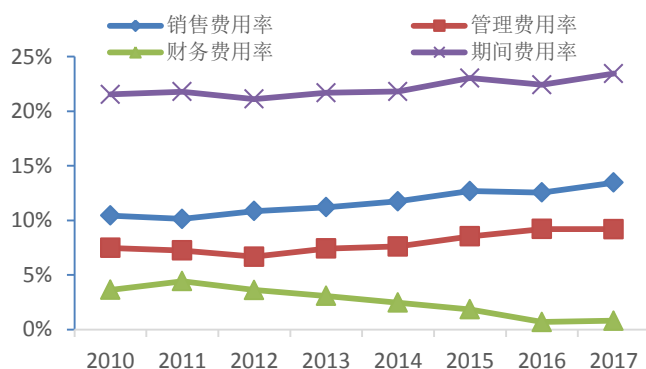
目前期间费用率水平较高，随着管理逐步理顺，未来有望改善。近年公司期间费用率呈上升趋势，17年为23.45%，相较可比公司高出3-6pct左右。其中，销售费用方面，17年广告宣传费、销售推广及市场开发费增长较多，使销售费用率同比上升0.91pct至13.46%。管理费用方面，2012年至2017年职工薪酬提升较多，营收占比由2.5%上升至4.0%，使管理费用率由6.66%上升至9.19%。财务费用方面，近年公司贷款规模逐年减少，利息支出降低带动财务费用率下降，17年略有上升是当年汇兑损益增加所致。横向来看，行业中公司期间费用率相对较高，未来随着管理效率逐步提升，期间费用率具有较大改善空间。

图 25：公司期间费用率相对较高



资料来源：Wind，民生证券研究院

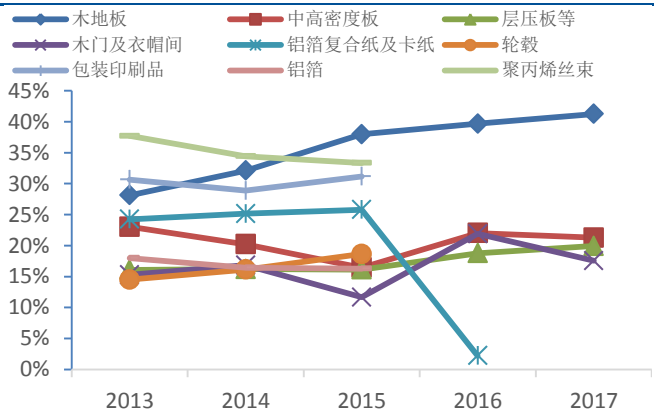
图 26：近年期间费用率有所增加



资料来源：Wind，民生证券研究院

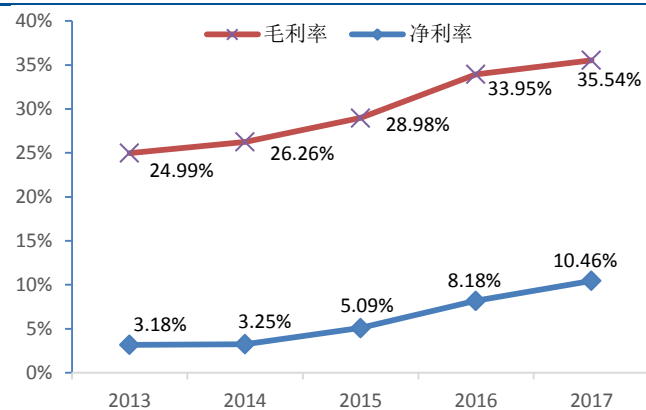
毛利率有望持续提升。2014年-2017年，公司积极提升高毛利率的三层实木复合地板、多层实木复合地板占比，使地板业务毛利率由32.1%上升至41.24%，由此带动整体毛利率由26.26%提升至35.54%，达到近年最高。未来公司仍将持续推进产品结构优化，毛利率有望进一步提升。

图 27：近年地板业务毛利率持续提升



资料来源：Wind，民生证券研究院

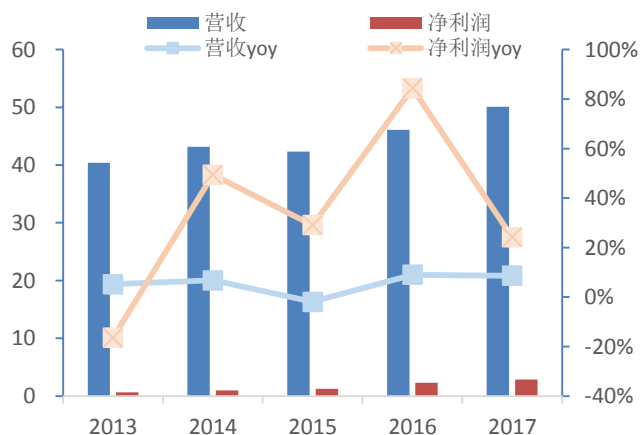
图 28：近年公司整体毛利率、净利率持续上升



资料来源：Wind，民生证券研究院

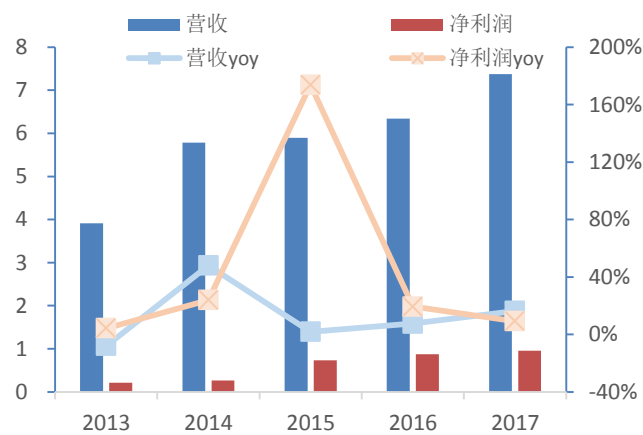
地板业务净利率水平偏低，具有较大提升空间。公司旗下的圣象集团、大亚（江苏）地板有限公司负责地板业务，其中，圣象集团是主要子公司，2017 年实现营收 50.10 亿元，同比增长 8.61%；大亚（江苏）地板主要负责高档复合工程地板业务，2017 年实现营收 7.38 亿元，同比增长 16.37%。盈利能力方面，公司地板业务毛利率相对较高，但圣象集团净利率明显偏低，未来有较大提升空间。

图 29：2017 年圣象集团实现营收 50.10 亿元



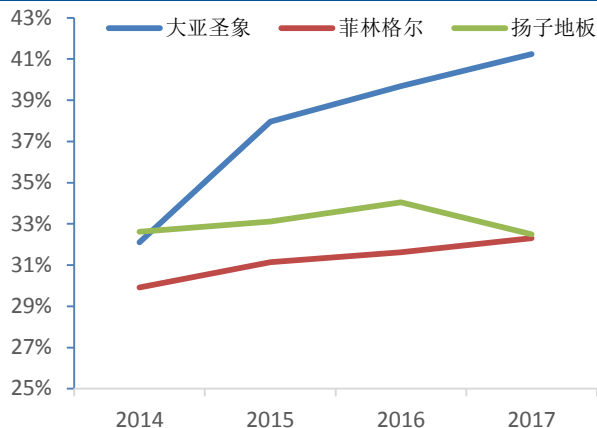
资料来源：Wind，民生证券研究院

图 30：2017 年大亚（江苏）地板实现营收 7.38 亿元



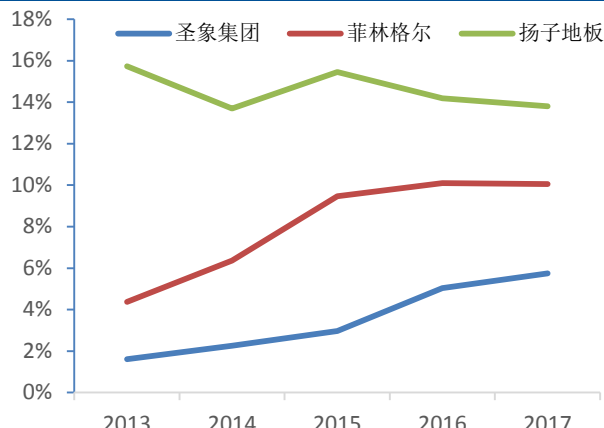
资料来源：Wind，民生证券研究院

图 31：公司地板业务毛利率水平较高



资料来源：Wind，民生证券研究院

图 32：圣象集团的净利率水平偏低



资料来源：Wind，民生证券研究院

五、盈利预测与投资建议

我们认为公司地板业务将保持稳定增长，假设 2018、2019、2020 年营收增速分别为 13%、12%、11%。人造板业务有望实现快速增长，假设 2018、2019、2020 年营收增速分别为 16%、12%、10%。

表 11: 大亚圣象营业收入拆分预测 (百万元)

		2017A	2018E	2019E	2020E
地板	营业收入	4,932	5,573	6,242	6,928
	营业收入 YOY	11%	13%	12%	11%
	营业成本	2,898	3,247	3,630	4,022
	营业成本 YOY	8%	12%	12%	11%
	毛利率	41.2%	41.7%	41.8%	41.9%
人造板	营业收入	1,755	2,042	2,296	2,525
	营业收入 YOY	4%	16%	12%	10%
	营业成本	1,381	1,567	1,761	1,937
	营业成本 YOY	5%	13%	12%	10%
	毛利率	21.3%	23.3%	23.3%	23.3%

资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

我们看好公司主业整合后带来的运营效率和市场竞争力的提高、地板工程业务的持续快速增长、地板产品结构的持续优化、以及未来产能扩张带来的业绩促进作用, 但地产增速下行仍将带来一定压力, 预计公司 2018、2019、2020 年基本每股收益为 1.49 元、1.77 元、2.02 元, 对应 2018、2019、2020 年 PE 分别为 10X、8X、7X。维持公司“推荐”评级。

六、风险提示

原材料价格上涨; 工程业务推进不及预期; 房地产销售下行。

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2017	2018E	2019E	2020E
营业总收入	7,048	7,983	8,911	9,831
营业成本	4,543	5,080	5,660	6,230
营业税金及附加	112	124	140	154
销售费用	948	958	1,034	1,121
管理费用	648	711	760	826
EBIT	797	1,110	1,318	1,501
财务费用	56	35	54	54
资产减值损失	22	10	8	6
投资收益	13	12	10	11
营业利润	854	1,078	1,266	1,452
营业外收支	122	119	123	123
利润总额	853	1,186	1,354	1,518
所得税	116	220	246	254
净利润	737	966	1,108	1,263
归属于母公司净利润	659	828	980	1,123
EBITDA	1,009	1,287	1,450	1,596

资产负债表 (百万元)	2017	2018E	2019E	2020E
货币资金	1566	3502	4849	6346
应收账款及票据	923	971	1112	1221
预付款项	90	101	115	124
存货	1638	1980	2213	2393
其他流动资产	23	23	23	23
流动资产合计	4349	6675	8426	10235
长期股权投资	45	45	45	45
固定资产	1062	772	569	368
无形资产	553	448	417	386
非流动资产合计	1993	1483	1189	949
资产合计	6342	8158	9615	11184
短期借款	363	0	0	0
应付账款及票据	974	1167	1273	1386
其他流动负债	0	0	0	0
流动负债合计	2672	2322	2671	2978
长期借款	0	0	0	0
其他长期负债	0	1200	1200	1200
非流动负债合计	0	1200	1200	1200
负债合计	2672	3522	3871	4178
股本	555	555	555	555
少数股东权益	177	314	442	582
股东权益合计	3670	4636	5744	7007
负债和股东权益合计	6342	8158	9615	11184

主要财务指标	2017	2018E	2019E	2020E
成长能力				
营业收入增长率	7.9%	13.3%	11.6%	10.3%
EBIT 增长率	14.1%	39.3%	18.7%	13.9%
净利润增长率	21.8%	25.7%	18.4%	14.5%
盈利能力				
毛利率	35.5%	36.4%	36.5%	36.6%
净利率	9.3%	10.4%	11.0%	11.4%
总资产收益率 ROA	10.4%	10.2%	10.2%	10.0%
净资产收益率 ROE	18.9%	19.2%	18.5%	17.5%
偿债能力				
流动比率	1.6	2.9	3.2	3.4
速动比率	1.0	2.0	2.3	2.6
现金比率	0.6	1.5	1.8	2.1
资产负债率	0.4	0.4	0.4	0.4
经营效率				
应收账款周转天数	35.7	33.4	33.9	34.3
存货周转天数	135.6	142.3	142.7	140.2
总资产周转率	1.1	1.1	1.0	0.9
每股指标 (元)				
每股收益	1.2	1.5	1.8	2.0
每股净资产	6.3	7.8	9.5	11.6
每股经营现金流	2.1	1.2	2.1	2.4
每股股利	0.0	0.0	0.0	0.0
估值分析				
PE	12	10	8	7
PB	2.3	1.9	1.5	1.2
EV/EBITDA	6.7	4.4	3.0	1.8
股息收益率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%

现金流量表 (百万元)	2017	2018E	2019E	2020E
净利润	737	966	1,108	1,263
折旧和摊销	234	187	141	101
营运资金变动	174	(376)	(55)	(5)
经营活动现金流	1,189	691	1,149	1,336
资本开支	270	(432)	(241)	(204)
投资	(46)	0	0	0
投资活动现金流	(316)	444	251	215
股权募资	284	0	0	0
债务募资	(645)	1,200	0	0
筹资活动现金流	(434)	801	(54)	(54)
现金净流量	440	1,936	1,347	1,498

资料来源: Wind、公司公告、民生证券研究院

插图目录

图 1: 2016 年公司翻开“大亚圣象”新篇章	3
图 2: 2017 年公司营收同比增长 7.91% (亿元)	3
图 3: 近年公司归母净利润保持快速增长 (亿元)	3
图 4: 大亚集团为公司控股股东	4
图 5: 2016 年木地板销售收入同比增长 4.4% (亿元)	5
图 6: 2017 年木地板销售面积同比增长 4.6% (亿平米)	5
图 7: 2017 年强化地板销量占比达 51.7%	5
图 8: 实木复合地板增速较快	5
图 9: 2017 年圣象地板销量第一 (万平米)	6
图 10: 2017 年地板行业销量口径 CR4 为 23.8%	6
图 11: 地产行业 CR10 和 CR20 持续上升	7
图 12: 全国人造板产量增速近年企稳 (万立方米)	8
图 13: 2016 年人造板产值同比增长 7.5% (亿元)	8
图 14: 国内纤维板和刨花板产量占比相对稳定, 2016 年分别为 22.1%和 8.8%	8
图 15: 近两年公司木地板、人造板收入持续增长 (亿元)	10
图 16: 2017 年木地板、人造板收入占比达到 95% (亿元)	10
图 17: 2017 年地板产能达到 5300 万平米	11
图 18: 2017 年圣象地板产、销齐升 (万平米)	11
图 19: 2017 年圣象地板在全国有近 3000 家专卖店	11
图 20: 近四年地板业务毛利率持续上升	12
图 21: 近年圣象地板单位价格、单位毛利持续上升 (元/平米)	12
图 22: 近两年万科销售面积增速均在 30%以上 (万平米)	12
图 23: 保利地产销售面积增速持续上升 (万平米)	12
图 24: 公司的人造板产能较为紧张 (万立方米)	13
图 25: 公司期间费用率相对较高	15
图 26: 近年期间费用率有所增加	15
图 27: 近年地板业务毛利率持续提升	15
图 28: 近年公司整体毛利率、净利率持续上升	15
图 29: 2017 年圣象集团实现营收 50.10 亿元	16
图 30: 2017 年大亚 (江苏) 地板实现营收 7.38 亿元	16
图 31: 公司地板业务毛利率水平较高	16
图 32: 圣象集团的净利率水平偏低	16

表格目录

表 1: 实木复合地板综合优势较为突出	6
表 2: 多个地区要求 2020 年实现 100%全装修	7
表 3: 《产业结构调整指导目录 (2011 年本)》中列入限制类的产品禁止投资新建项目	9
表 4: GB18580-2001《室内装饰装修材料人造板及其制品中甲醛释放限量》中的 E2 标准将被淘汰	9
表 5: 定制家具行业品牌企业保持快速增长	10
表 6: 公司连续多年入选万科 A 类供应商目录	12
表 7: 公司人造板实现多点产能布局	13
表 8: 可转债项目概览	14
表 9: 公司已推出两次股权激励计划	14
表 10: 第二期股权激励覆盖范围更广	14
表 11: 大亚圣象营业收入拆分预测 (百万元)	17

分析师与研究助理简介

陈柏儒，北京交通大学技术经济学硕士，2012年加盟民生证券研究院，从事轻工行业及上市公司研究。

聂贻哲，浙江大学工学硕士，2017年加入民生证券研究院，从事轻工行业及上市公司研究。

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。	推荐	相对沪深 300 指数涨幅 20%以上
	谨慎推荐	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
	回避	相对沪深 300 指数下跌 10%以上
行业评级标准		
以报告发布日后的 12 个月内行业指数的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。	推荐	相对沪深 300 指数涨幅 5%以上
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于-5%~5%之间
	回避	相对沪深 300 指数下跌 5%以上

民生证券研究院：

北京：北京市东城区建国门内大街28号民生金融中心A座17层；100005

上海：上海市浦东新区世纪大道1168号东方金融广场B座2101；200122

深圳：深圳市福田区深南大道 7888 号东海国际中心 A 座 28 层；525000

免责声明

本报告仅供民生证券股份有限公司（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。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。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，在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、推测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。本公司也不对因客户使用本报告而导致的任何可能的损失负任何责任。

本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。

本公司在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或参与本报告所提及的公司的金融交易，亦可向有关公司提供或获取服务。本公司的一位或多位董事、高级职员或/和员工可能担任本报告所提及的公司的董事。

本公司及公司员工在当地法律允许的条件下可以向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务以及顾问、咨询业务在内的服务或业务支持。本公司可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。

未经本公司事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播本报告。本公司版权所有并保留一切权利。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。