

产能突破瓶颈，管理持续改善
买入（维持）

2018年08月29日

证券分析师 史凡可

执业证号：S0600517070002
021-60199793

shifk@dwzq.com.cn

证券分析师 马莉

执业证号：S0600517050002
010-66573632

mal@dwzq.com.cn

盈利预测预估值	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入（百万元）	7,048	7,850	8,729	9,379
同比（%）	7.9%	11.4%	11.2%	7.4%
归母净利润（百万元）	659	827	962	1,086
同比（%）	21.8%	25.5%	16.3%	12.9%
每股收益（元/股）	1.22	1.49	1.73	1.96
P/E（倍）	11.25	9.21	7.92	7.01

投资要点

- **公司发布18年半年报：**期内实现营收31.61亿（+7.05%），归母净利1.80亿（+28.54%），扣非净利1.77亿（+31.66%）。其中Q2单季实现营收17.63亿（+4.07%），归母净利1.22亿（+23.30%），扣非净利1.21亿（+25.47%），业绩符合预期。
- **收入稳步增长，产能突破瓶颈。**报告期内，公司在上游房地产压力较大的情况下收入实现稳步增长：木地板收入23.51亿（+7.94%，占比营收74.4%），毛利率39.63%（-0.41pct）；人造板收入7.86亿（+4.43%，占比营收24.9%），通过调整原材料采购策略，毛利率提升1.44pct至21.00%。上半年公司内销收入26.13亿（+10.30%），外销受贸易战影响下滑6.51%至5.29亿。报告期内公司50万立方米刨花板项目陆续量产，打破原有产能瓶颈。截至期末公司人造板产能达185万立方米，木地板产能5300万平米。期内子公司大亚人造板集团实现营收7.23亿（-0.41%），净利润1.46亿（+7.26%）；圣象集团营收22.60亿（+1.26%），净利润0.73亿（+8.36%），费用管理成效显著；黑龙江子公司亏损0.22亿，同比增亏21%，预计系停产折旧计提所致。
- **精装房大势龙头受益，营销投入提升品牌力。**公司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，预计18年战略合作客户可达70家。上半年公司加强品牌建设和推广，推出全新品牌标识，加大主流媒体广告投入，同时加大产品营销力度，持续提升品牌力。公司目前拥有地板专卖店近3000家，营销网络覆盖面广。
- **毛利率有所提升，费用管控效果持续。**18H1公司毛利率35.21%，较同期增长0.26pct。期内公司三费率26.40%，较去年同期减少1.05pct，费用管控效果显著。具体来看，销售费用率15.33%（-0.87pct），管理费用率10.63%（+0.39pct，主要系上半年限制性股票确认管理费用0.3亿），财务费用率0.44%（-0.57pct）。上半年公司归母净利率5.69pct，较同期增长0.95pct。
- **备货致存货增长，现金流短期承压。**截至期末公司应收账款8.03亿，较期初增长0.79亿，周转天数43.48天，较同期减少1.84天，营运能力提升。期末公司存货20.08亿，较期初增长22.59%，其中原材料4.89亿（较期初增0.98亿），库存商品12.40亿（较期初增2.61亿，预计系上半年备货所致）。存货周转天数160.21，较去年同期小幅增长3.64天。同时，由于上半年备货，期内公司经营性现金流净额0.79亿，较去年同期减少82.96%，现金流短期承压。
- **盈利预测与投资评级：**随着公司刨花板产能落地量产，产能瓶颈打破。管理成效持续凸显，进一步压缩费用率。同时在精装房大势下，公司工程业务长期成长可期。我们预计18-20年公司实现营收78.5/87.3/93.8亿（+11.4%/11.2%/7.4%），归母净利8.3/9.6/10.9亿（+25.5%/16.3%/12.9%），当前股价对应PE为9.2X/7.9X/7.0X，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)	13.73
一年最低/最高价	12.00/26.13
市净率(倍)	2.09
流通A股市值(百万元)	7272.02

基础数据

每股净资产(元)	6.56
资产负债率(%)	42.28
总股本(百万股)	555.06
流通A股(百万股)	529.64

相关研究

- 1、《【东吴轻工】大亚圣象一季报：地板龙头利润超预期，价值低估》2018-04-26
- 2、《【东吴轻工】大亚圣象：稳健增长的低估地板龙头》2018-04-22

表 1: 大亚圣象子公司营收一览

人造板业务 (百万元)		2013	2014	2015	2016	2017	2018H1
大亚人造板集团	收入	1684.54	1571.26	1462.8	1549.9	1669.33	722.87
	yoy	-9.22%	-6.72%	-6.90%	5.95%	7.71%	-0.41%
	净利润	182.55	154.93	134.18	290.1	414.76	145.95
	yoy	-26.06%	-15.13%	-13.39%	116.20%	42.97%	7.26%
	净利润率	10.84%	9.86%	9.17%	18.72%	24.85%	20.19%
大亚木业 (肇庆)	收入	417.96	427.99	377.68	391.92	403.63	174.24
	yoy	-4.83%	2.40%	-11.75%	3.77%	2.99%	-2.85%
	净利润	37.64	38.35	38.77	70.12	38.87	13.73
	yoy	-34.43%	1.89%	1.10%	80.86%	-44.57%	12.70%
	净利润率	9.01%	8.96%	10.26%	17.89%	9.63%	7.88%
大亚木业 (茂名)	收入	494.11	530.97	473.38	527.04	473.38	217.09
	yoy	-3.19%	7.46%	-10.85%	11.34%	-10.18%	23.82%
	净利润	62.15	61.76	63.3	69.01	60.2	32.03
	yoy	16.67%	-0.63%	2.49%	9.02%	-12.77%	161.26%
	净利润率	12.58%	11.63%	13.37%	13.09%	12.72%	14.75%
大亚木业 (江西)	收入	529.65	535.98	410.32	391.98	467.31	231.09
	yoy	38.87%	1.20%	-23.44%	-4.47%	19.22%	16.95%
	净利润	59.93	62	48.27	35.05	29.54	10.35
	yoy	204.19%	3.45%	-22.15%	-27.39%	-15.72%	-22.89%
	净利润率	11.31%	11.57%	11.76%	8.94%	6.32%	4.48%
大亚木业 (黑龙江)	收入	261.15	171.5	104.25	6.34	1.3	0.50
	yoy	-24.04%	-34.33%	-39.21%	-93.92%	-79.50%	-25.97%
	净利润	-85.25	-64.2	-114.68	-130.55	-46.94	-22.29
	yoy	5.47%	24.69%	-78.63%	-13.84%	64.04%	-21.16%
大亚木业 (江苏)	收入	-	-	-	-	-	0.55
	净利润	-	-	-	-	-9.99	-7.64
剔除黑龙江公司合计	总收入	2865.11	2894.7	2619.93	2854.5	3012.35	1345.84
	净利润	342.27	317.04	284.52	464.28	533.38	194.42
	净利润率	11.95%	10.95%	10.86%	16.26%	17.71%	14.45%
地板业务 (百万元)		2013	2014	2015	2016	2017	2018H1
圣象集团	收入	4041.68	4314.93	4230.75	4612.9	5009.9	2259.57
	yoy	5.18%	6.76%	-1.95%	9.03%	8.61%	1.26%
	净利润	65.24	97.49	125.81	232	288.01	73.10
	yoy	-16.40%	49.43%	29.05%	84.41%	24.14%	8.36%
	净利润率	1.61%	2.26%	2.97%	5.03%	5.75%	3.24%
大亚 (江苏) 地板	收入	391.04	578.57	589.58	633.8	737.55	298.10
	yoy	-7.91%	47.96%	1.90%	7.50%	16.37%	16.18%
	净利润	21.53	26.69	73.08	87.2	95.24	35.00
	yoy	4.26%	23.97%	173.81%	19.32%	9.22%	14.86%
	净利润率	5.51%	4.61%	12.40%	13.76%	12.91%	11.74%
地板业务合计	总收入	4432.72	4893.5	4820.33	5246.7	5747.45	2557.67
	净利润	86.77	124.18	198.89	319.2	383.25	108.10
	净利润率	1.96%	2.54%	4.13%	6.08%	6.67%	4.23%

数据来源: Wind, 东吴证券研究所

表 2: 大亚圣象重点季度数据一览

单位: 百万元	2016Q1	2016Q2	2016Q3	2016Q4	2017Q1	2017Q2	2017Q3	2017Q4	2018Q1	2018Q2
营业总收入	1,108.96	1,613.86	1,598.90	2,209.65	1,258.64	1,693.68	1,876.28	2,219.65	1,397.99	1,762.59
YOY	-30.69%	-20.46%	-26.45%	17.92%	13.50%	4.95%	17.35%	0.45%	11.07%	4.07%
归母净利润	29.38	74.18	178.48	259.08	40.69	99.12	223.40	295.97	57.50	122.22
YOY	22.42%	57.55%	112.83%	58.98%	38.51%	33.64%	25.17%	14.24%	41.32%	23.30%
毛利率	35.06%	33.02%	36.20%	32.45%	35.50%	34.54%	37.11%	35.00%	34.03%	36.15%
期间费用率	31.85%	24.31%	21.28%	17.15%	31.09%	24.74%	20.95%	20.24%	28.06%	25.08%
其中: 销售费用率	16.77%	14.40%	11.30%	9.97%	17.44%	15.29%	12.24%	10.83%	16.36%	14.51%
管理费用率	13.18%	8.71%	9.16%	7.60%	12.70%	8.40%	7.87%	8.93%	10.85%	10.46%
财务费用率	1.89%	1.20%	0.82%	-0.42%	0.95%	1.05%	0.83%	0.48%	0.85%	0.12%
归母净利率	2.65%	4.60%	11.16%	11.72%	3.23%	5.85%	11.91%	13.33%	4.11%	6.93%
ROE	1.27%	3.16%	7.21%	9.46%	1.39%	3.35%	7.22%	8.83%	1.63%	3.39%
YOY (±)	0.36%	1.39%	4.04%	2.80%	0.12%	0.19%	0.00%	-0.63%	0.24%	0.05%
资产负债率	56.24%	58.21%	56.95%	48.95%	46.97%	48.39%	43.79%	42.13%	40.17%	42.28%
YOY (±)	-5.01%	-4.73%	-3.03%	-13.64%	-9.27%	-9.82%	-13.17%	-6.81%	-6.80%	-6.11%
存货周转天数	230.77	176.47	162.95	148.33	199.29	156.58	141.88	133.70	172.84	160.21
较上年同期增减	41.18	11.74	16.47	9.39	-31.48	-19.89	-21.06	-14.63	-26.45	3.64
应收账款天数	43.56	41.43	38.87	32.02	49.25	45.33	41.88	35.25	45.17	43.48
较上年同期增减	-9.15	-8.16	-6.03	0.51	5.69	3.90	3.01	3.23	-4.08	-1.84
经营性现金流净额	-77.81	491.94	170.19	451.44	-36.14	501.66	191.45	532.46	-241.36	320.71
较上年同期增减	-12.81	11.15	-96.20	-353.93	41.67	9.72	21.26	81.01	-205.22	-180.96
筹资性现金流净额	-658.10	-44.94	282.98	-959.47	-60.55	-33.11	-168.26	-171.93	5.18	-71.37
较上年同期增减	-445.58	-203.46	1009.21	-647.86	597.56	11.83	-451.24	787.53	65.72	-38.26
资本开支	14.42	19.20	11.02	55.63	41.11	44.99	84.53	124.13	90.18	57.10
较上年同期增减	-17.63	-35.56	-25.37	4.05	26.69	25.79	73.51	68.50	49.08	12.11

数据来源: Wind, 东吴证券研究所

表 3: 大亚圣象收入拆分

(百万元)	2015H1	2015H2	2016H1	2016H2	2017H1	2017H2	2018H1
营业总收入	3629.08	4047.63	2722.83	3808.55	2952.33	4095.93	3160.58
YOY	-3.06%	-13.81%	-24.97%	-5.91%	8.43%	7.55%	7.05%
木地板	1930.49	2008.47	1977.46	2466.87	2178.21	2753.51	2351.20
YOY	-0.27%	-1.25%	2.43%	22.82%	10.15%	11.62%	7.94%
占比	53.20%	49.62%	72.63%	64.77%	73.78%	67.23%	74.39%
毛利率	33.36%	42.37%	37.95%	41.07%	40.04%	42.19%	39.63%
中高密度板	678.16	995.52	705.36	980.24	752.72	1001.97	786.03
YOY	-21.34%	-18.74%	4.01%	-1.54%	6.71%	2.22%	4.43%
占比	18.69%	24.60%	25.91%	25.74%	25.50%	24.46%	24.87%
毛利率	19.65%	14.27%	23.05%	21.30%	19.56%	22.57%	21.00%
木门及衣帽间	11.95	18.50	10.14	5.08	3.06	4.57	3.85
YOY	56.51%	43.16%	-15.11%	-72.53%	-69.88%	-10.15%	25.94%
占比	0.33%	0.46%	0.37%	0.13%	0.10%	0.11%	0.12%
毛利率	8.56%	13.66%	18.37%	28.87%	20.50%	15.57%	23.30%

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)				
	2017A	2018E	2019E	2020E		2017A	2018E	2019E	2020E
流动资产	4349	5466	6427	7039	营业收入	7048	7850	8729	9379
现金	1566	2449	2812	3382	减:营业成本	4543	5061	5610	5992
应收账款	724	816	941	971	营业税金及附加	112	112	132	141
存货	1638	1736	2133	2147	营业费用	948	968	1039	1102
其他流动资产	421	466	542	538	管理费用	648	700	767	825
非流动资产	1993	2031	2249	2415	财务费用	56	40	46	53
长期股权投资	45	45	45	45	资产减值损失	23	19	23	23
固定资产	1062	1223	1490	1685	加:投资净收益	13	15	10	13
在建工程	167	178	140	120	其他收益	123	172	194	206
无形资产	553	483	471	461	营业利润	855	1137	1316	1461
其他非流动资产	166	102	103	104	加:营业外净收支	-1	-1	-0	-1
资产总计	6342	7497	8676	9454	利润总额	854	1136	1315	1460
流动负债	2672	3195	3513	3315	减:所得税费用	116	210	239	245
短期借款	363	868	868	868	少数股东损益	78	98	114	129
应付账款	974	1135	1234	1217	归属母公司净利润	659	827	962	1086
其他流动负债	1335	1193	1412	1230	EBIT	909	1122	1313	1460
非流动负债	0	0	0	0	EBITDA	1120	1196	1405	1549
长期借款	0	0	0	0					
其他非流动负债	0	0	0	0	重要财务与估值指标	2017A	2018E	2019E	2020E
负债合计	2672	3195	3513	3315	每股收益(元)	1.22	1.49	1.73	1.96
少数股东权益	177	125	125	125	每股净资产(元)	6.29	7.53	9.08	10.84
归属母公司股东权益	3493	4178	5039	6015	发行在外股份(百万股)	555.27	555.06	555.06	555.06
负债和股东权益	6342	7497	8676	9454	ROIC(%)	17.5%	18.7%	17.7%	17.0%
					ROE(%)	22.0%	23.2%	22.7%	21.5%
					毛利率(%)	35.5%	35.5%	35.7%	36.1%
现金流量表 (百万元)	2017A	2018E	2019E	2020E	销售净利率(%)	9.4%	10.5%	11.0%	11.6%
经营活动现金流	1189	989	1046	1111	资产负债率(%)	42.1%	42.6%	40.5%	35.1%
投资活动现金流	-316	-138	-331	-270	收入增长率(%)	7.9%	11.4%	11.2%	7.4%
筹资活动现金流	-434	32	-352	-271	净利润增长率(%)	21.8%	25.5%	16.3%	12.9%
现金净增加额	434	883	363	570	P/E	11.25	9.21	7.92	7.01
折旧和摊销	212	75	92	90	P/B	2.18	1.82	1.51	1.27
资本开支	295	225	405	332	EV/EBITDA	7.79	6.99	5.92	4.87
营运资本变动	572	595	643	810					

数据来源: 贝格数据, 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>

