2018 年 10 月 27 日
证券研究报告•2018 年三季报点评
大亚圣象（000910）轻工制造

买入（维持）
当前价：10.04 元
目标价：13.23 元（6 个月）

西南证券 SOUTHWEST SECURITIES

收入增速放缓，利润率仍处上升通道

投资要点

- **事件：**公司发布 2018 年三季报，前三季度实现营业收入 51.1 亿元，同比增长 5.8%，Q1/Q2/Q3 营收同比增速分别为 11.1%/4.1%/3.9%；归母净利润达 4.4 亿元，同比增长 21.7%，Q1/Q2/Q3 同比增速分别为 41.3%/23.3%/17.4%；扣非后净利润达 4.3 亿元，同比增长 22.2%。受行业景气度下行、对外出口减少影响，三季度公司业绩增速有所放缓。
- **控费能力增强，盈利能力稳步提升。**公司前三季度实现毛利率 35.9%，同比微升 0.1pp。公司于 15 年起陆续剥离了烟草包装、铝业等副业，聚焦于盈利能力更强的地板和人造板两大核心品类，整体毛利率相较于 2015 年的 29%已大幅提升。公司核心品类仍然为地板业务，上半年地板业务占总营收比例超过 74%。在地板业务上，公司过去主推高性价比的强化复合地板，近年将推广重心转向了毛利率更高的实木复合和三层复合地板，随着这两类占比上升，对总体毛利率的正向拉动作用显著，因此，公司前三季度在主要原材料原木均价上涨约 3%的情况下，公司毛利率仍保持稳中有升的态势。同时公司加力内部管控，前三季度费用同比上升 3.8%，费用率为 24.5%，同比下降 0.5pp，增效控费有所成效。综合之下，公司归母净利润增速显著高于营收增速，归母净利率达到 8.7%，同比提升 1.1pp，盈利能力也呈上升趋势。
- **零售渠道布点成熟，工程业务发力。**零售方面，公司圣象地板营销网络遍布全球，在中国拥有近 3000 线下门店，以及主流电商如天猫、京东、苏宁等线上渠道，并在上海、北京、广州、武汉、成都等核心城市设有区域营销中心，国内零售渠道相对成熟。为顺应地产精装化的大趋势，公司开始发力工程业务，已与万科、保利、中海等 60 多家地产商建立战略合作关系，成功布局工程业务渠道，今年合作客户数有望达到 70 家，工程业务的放量或继续推动公司长期稳定增长。公司海外业务占比相对较高，2018H1 占总营收比例达到 16.7%，但受到贸易战影响，H1 营收同比下降了约 10%，公司海外业务的发展尚存不确定性。
- **产能扩充，瓶颈消除。**公司目前拥有年产 185 万立方米的中高密度板和刨花板的产能，并拥有年产 5300 万平方米的地板产能。大亚圣象苏北基地家居产业园正在建设，项目包括年产 50 万立方米刨花板工程、年产 1700 万平米饰面刨花板工程以及年产 60 万套家具构件生产工程。项目建成后，预计可实现年均销售收入 11.7 亿元，利润总额 3 亿元。扩产项目的建设将大幅提升公司人造板产能，打破产能瓶颈，延伸至家具产业链，为未来业绩增长提供保障。
- **盈利预测与投资建议。**预计 2018-2020 年 EPS 分别为 1.47 元、1.69 元、1.94 元，对应 PE 分别为 7 倍、6 倍和 5 倍。参考同行业给予 18 年 PE9 倍，目标价 13.23 元，维持“买入”评级。
- **风险提示：**内部结构治理不及预期的风险；终端销售不及预期的风险；贸易战导致公司出口业务波动较大的风险。

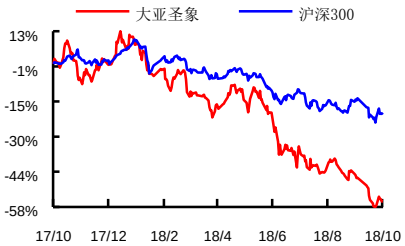
指标/年度	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入（百万元）	7048.26	7637.86	8424.63	9335.70
增长率	7.91%	8.37%	10.30%	10.81%
归属母公司净利润（百万元）	659.19	812.67	937.49	1074.89
增长率	21.82%	23.28%	15.36%	14.66%
每股收益 EPS（元）	1.19	1.47	1.69	1.94
净资产收益率 ROE	20.10%	18.89%	18.22%	17.59%
PE	8	7	6	5
PB	1.52	1.29	1.07	0.90

数据来源：Wind，西南证券

西南证券研究发展中心

分析师：蔡欣
执业证号：S1250517080002
电话：023-67511807
邮箱：cxin@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源：聚源数据

基础数据

总股本(亿股)	5.54
流通 A 股(亿股)	5.40
52 周内股价区间(元)	9.55-25.98
总市值(亿元)	55.62
总资产(亿元)	64.76
每股净资产(元)	7.29

相关研究

1. 大亚圣象(000910)：管理红利继续释放，利润率仍处上升通道 (2018-08-28)
2. 大亚圣象（000910）：费用优化，业绩增速超预期 (2018-04-25)
3. 大亚圣象（000910）：大宗业务保持快速成长，产能瓶颈制约将消除 (2018-03-12)
4. 大亚圣象（000910）：发行可转债，产能瓶颈制约消除 (2017-12-25)

附表：财务预测与估值

利润表（百万元）	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入	7048.26	7637.86	8424.63	9335.70
营业成本	4543.18	4887.93	5341.92	5881.54
营业税金及附加	111.66	119.07	132.04	146.06
销售费用	948.46	996.74	1069.93	1166.96
管理费用	648.08	698.86	766.64	844.88
财务费用	56.09	32.33	45.38	44.44
资产减值损失	22.50	20.00	20.00	20.00
投资收益	13.02	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	854.51	882.93	1048.72	1231.82
其他非经营损益	-0.86	108.40	87.97	65.19
利润总额	853.64	991.33	1136.69	1297.01
所得税	116.20	173.76	193.55	215.63
净利润	737.44	817.57	943.14	1081.38
少数股东损益	78.25	4.91	5.66	6.49
归属母公司股东净利润	659.19	812.67	937.49	1074.89

现金流量表（百万元）	2017A	2018E	2019E	2020E
净利润	737.44	817.57	943.14	1081.38
折旧与摊销	211.76	336.46	360.46	384.46
财务费用	56.09	32.33	45.38	44.44
资产减值损失	22.50	20.00	20.00	20.00
经营营运资本变动	355.87	508.80	-61.27	92.41
其他	-194.24	-11.26	-19.58	-21.67
经营活动现金流净额	1189.42	1703.91	1288.13	1601.02
资本支出	-5.59	-250.00	-250.00	-300.00
其他	-310.37	0.00	0.00	0.00
投资活动现金流净额	-315.96	-250.00	-250.00	-300.00
短期借款	-504.24	524.68	-28.00	-22.00
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
股权融资	278.35	-1.29	0.00	0.00
支付股利	-63.68	-77.57	-95.63	-110.32
其他	-144.29	-112.90	-45.38	-44.44
筹资活动现金流净额	-433.85	332.92	-169.01	-176.76
现金流量净额	433.86	1786.83	869.12	1124.26

资产负债表（百万元）	2017A	2018E	2019E	2020E
货币资金	1565.87	3352.70	4221.82	5346.07
应收和预付款项	1122.61	1183.85	1308.29	1356.30
存货	1637.53	1805.47	1979.28	2173.23
其他流动资产	22.63	16.19	21.61	25.22
长期股权投资	45.36	45.36	45.36	45.36
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产和在建工程	1228.57	1141.08	1039.60	929.11
无形资产和开发支出	642.76	643.78	634.81	660.84
其他非流动资产	76.49	76.49	76.49	76.49
资产总计	6341.82	8264.93	9327.26	10612.63
短期借款	363.32	888.00	860.00	838.00
应付和预收款项	1719.46	2071.45	2223.46	2451.85
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
其他负债	589.28	977.59	1068.38	1176.31
负债合计	2672.06	3937.03	4151.84	4466.16
股本	555.27	553.98	553.98	553.98
资本公积	275.94	275.94	275.94	275.94
留存收益	2879.15	3614.25	4456.10	5420.67
归属母公司股东权益	3493.24	4146.48	4988.33	5952.90
少数股东权益	176.51	181.42	187.08	193.57
股东权益合计	3669.76	4327.90	5175.41	6146.47
负债和股东权益合计	6341.82	8264.93	9327.26	10612.63

财务分析指标	2017A	2018E	2019E	2020E
成长能力				
销售收入增长率	7.91%	8.37%	10.30%	10.81%
营业利润增长率	60.86%	3.33%	18.78%	17.46%
净利润增长率	38.06%	10.87%	15.36%	14.66%
EBITDA 增长率	36.00%	11.53%	16.20%	14.17%
获利能力				
毛利率	35.54%	36.00%	36.59%	37.00%
三费率	23.45%	22.62%	22.34%	22.03%
净利率	10.46%	10.70%	11.20%	11.58%
ROE	20.10%	18.89%	18.22%	17.59%
ROA	11.63%	9.89%	10.11%	10.19%
ROIC	27.91%	31.31%	42.86%	51.95%
EBITDA/销售收入	15.92%	16.39%	17.27%	17.79%
营运能力				
总资产周转率	1.15	1.05	0.96	0.94
固定资产周转率	6.30	6.93	7.73	9.48
应收账款周转率	10.21	10.27	10.49	11.10
存货周转率	2.60	2.76	2.74	2.76
销售商品提供劳务收到现金/营业收入	111.36%	—	—	—
资本结构				
资产负债率	42.13%	47.64%	44.51%	42.08%
带息债务/总负债	13.60%	22.56%	20.71%	18.76%
流动比率	1.63	1.61	1.81	1.99
速动比率	1.01	1.16	1.34	1.51
股利支付率	9.66%	9.55%	10.20%	10.26%
每股指标				
每股收益	1.19	1.47	1.69	1.94
每股净资产	6.62	7.81	9.34	11.10
每股经营现金	2.15	3.08	2.33	2.89
每股股利	0.11	0.14	0.17	0.20

业绩和估值指标	2017A	2018E	2019E	2020E
EBITDA	1122.36	1251.72	1454.56	1660.72
PE	8.44	6.84	5.93	5.17
PB	1.52	1.29	1.07	0.90
PS	0.79	0.73	0.66	0.60
EV/EBITDA	3.83	2.41	1.46	0.59
股息率	1.14%	1.39%	1.72%	1.98%

数据来源：Wind，西南证券

分析师承诺

本报告署名分析师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，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，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获取任何形式的补偿。

投资评级说明

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上 增持：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间 中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间 回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-10%以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上 跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间 弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或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或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告版权为西南证券所有，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。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 B 座 16 楼

邮编：100033

重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	黄丽娟	地区销售副总监	021-68411030	15900516330	hlj@swsc.com.cn
	张方毅	高级销售经理	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	汪文沁	高级销售经理	021-68415380	15201796002	wwq@swsc.com.cn
	王慧芳	高级销售经理	021-68415861	17321300873	whf@swsc.com.cn
	涂诗佳	销售经理	021-68415296	18221919508	tsj@swsc.com.cn
北京	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	路剑	高级销售经理	010-57758566	18500869149	lujian@swsc.com.cn
	刘致莹	销售经理	010-57758619	17710335169	liuzy@swsc.com.cn
广深	王湘杰	销售经理	0755-26671517	13480920685	wxj@swsc.com.cn
	余燕伶	销售经理	0755-26820395	13510223581	yyl@swsc.com.cn
	陈霄（广州）	销售经理	15521010968	15521010968	chenxiao@swsc.com.cn