

业绩增长稳健的低估品种
买入 (维持)

2019年03月20日

盈利预测预估值	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入 (百万元)	7,261	7,879	8,275	8,726
同比 (%)	3.0%	8.5%	5.0%	5.5%
归母净利润 (百万元)	725	816	887	949
同比 (%)	10.0%	12.5%	8.8%	7.0%
每股收益 (元/股)	1.31	1.47	1.60	1.71
P/E (倍)	10.25	9.12	8.38	7.84

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

投资要点

- **公司发布 2018 年年报:** 期内实现营收 72.61 亿 (+3.02%), 归母净利 7.25 亿 (+9.95%), 扣非净利 7.11 亿 (+10.15%)。其中 Q4 单季实现营收 21.51 亿 (-3.08%), 归母净利 2.83 亿 (-4.46%), 扣非净利 2.77 亿 (-4.6%), 业绩基本符合预期。
- **收入稳定增长, 产能稳健布局。** 报告期内木地板收入 50.47 亿 (+2.34%, 占比营收 69.50%), 毛利率 41.95% (+0.71pct); 人造板收入 19.1 亿 (+9.11%, 占比营收 26.37%), 毛利率提升 1.48pct 至 22.76%。全年公司内销收入 62.63 亿 (+5.92%), 外销受贸易战影响下滑 11.20% 至 9.54 亿。报告期内公司 50 万立方米刨花板项目陆续量产, 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 17.78 亿 (+6.50%), 净利润 4.24 亿 (+2.24%); 圣象集团营收 50.59 亿 (+0.98%), 净利润 2.80 亿 (-2.62%), 盈利水平保持稳定。
- **客户渠道实现多元化整合, 品牌建设精准深入。** 18 年公司前 5 大客户销售额合计 6.73 亿, 占全年营收 9.32% (-1.16%), 客户覆盖更为分散, 同时与以万科、保利、碧桂园等为核心的大型地产客户合作不断深化, 全年工程类地板销售量同比增长 40%。公司还推出全新“圣象”品牌, 提高主流媒体广告投放力度, 产品促销活动贯穿全年, 品牌竞争力凸显。
- **毛利率有所提升, 净利率小幅提高。** 18 年公司毛利率 36.42%, 较同期增长 0.88pct。期内公司三费率 23.86%, 较去年同期增加 0.41pct, 费用控制相对稳定。具体来看, 销售费用率 13.19% (-0.27pct), 管理费用率 10.57% (+1.38pct), 财务费用率 0.09% (-0.71pct), 系利息支出减少、汇兑收益增加所致。全年公司归母净利率 9.99%, 较同期增长 0.64pct。
- **营运周转能力稳定, 现金流略有承压。** 期末公司应收票据及账款 8.75 亿, 较期初减少 0.48 亿; 应收账款周转天数 36.83 天, 较同期增加 1.58 天。期末公司存货 17.50 亿, 较期初增加 6.89%, 其中原材料 3.99 亿 (较期初增 0.08 亿), 库存商品 10.81 亿 (较期初增 1.02 亿)。存货周转天数 132.08, 较去年同期小幅下降 1.62 天。期内公司经营现金流净额 10.03 亿, 较去年同期减少 15.63%。
- **盈利预测与投资评级:** 作为地板的绝对龙头, 公司 18Q4 虽然零售业务承压, 大客户渠道销售表现亮眼。随着精装房大势所趋, 看好公司 B 端份额持续提升。我们预测 19-21 年公司实现营收 78.79/82.75/87.26 亿元 (+8.5%/+5.0%/+5.5%), 归母净利 8.16/8.87/9.49 亿元 (+12.5%/+8.8%/+7.0%), 当前股价对应 PE 为 9.12X/8.38X/7.84X, 维持“买入”评级。
- **风险提示:** 行业竞争加剧, 房地产短期承压, 原材料价格波动

股价走势



市场数据

收盘价(元)	13.43
一年最低/最高价	9.14/22.46
市净率(倍)	1.72
流通 A 股市值(百万元)	7253.17

基础数据

每股净资产(元)	7.82
资产负债率(%)	35.17
总股本(百万股)	553.98
流通 A 股(百万股)	540.07

相关研究

- 1、《大亚圣象 (000910): 产能突破瓶颈, 管理持续改善》 2018-08-29
- 2、《【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
- 3、《【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	2018
大亚人造板集团	收入	1684.54	1571.26	1462.80	1549.90	1669.33	1777.9
	yoy	-9.22%	-6.72%	-6.90%	5.95%	7.71%	6.50%
	净利润	182.55	154.93	134.18	290.10	414.76	424.07
	yoy	-26.06%	-15.13%	-13.39%	116.20%	42.97%	2.24%
	净利率	10.84%	9.86%	9.17%	18.72%	24.85%	23.85%
大亚木业 (肇庆)	收入	417.96	427.99	377.68	391.92	403.63	431.73
	yoy	-4.83%	2.40%	-11.75%	3.77%	2.99%	6.96%
	净利润	37.64	38.35	38.77	70.12	38.87	49.93
	yoy	-34.43%	1.89%	1.10%	80.86%	-44.57%	28.45%
	净利率	9.01%	8.96%	10.27%	17.89%	9.63%	11.57%
大亚木业 (茂名)	收入	494.11	530.97	473.38	527.04	473.38	474.57
	yoy	-3.19%	7.46%	-10.85%	11.34%	-10.18%	0.25%
	净利润	62.15	61.76	63.30	69.01	60.20	79.82
	yoy	16.67%	-0.63%	2.49%	9.02%	-12.77%	32.59%
	净利率	12.58%	11.63%	13.37%	13.09%	12.72%	16.82%
大亚木业 (江西)	收入	529.65	535.98	410.32	391.98	467.31	481.56
	yoy	38.87%	1.20%	-23.44%	-4.47%	19.22%	3.05%
	净利润	59.93	62.00	48.27	35.05	29.54	19.71
	yoy	204.19%	3.45%	-22.15%	-27.39%	-15.71%	-33.28%
	净利率	11.32%	11.57%	11.76%	8.94%	6.32%	4.09%
大亚木业 (黑龙江)	收入	261.15	171.50	104.25	6.34	1.30	1.07
	yoy	-24.04%	-34.33%	-39.21%	-93.92%	-79.57%	-17.39%
	净利润	-85.25	-64.20	-114.68	-130.55	-46.94	-39.88
	yoy	5.47%	24.69%	-78.63%	-13.84%	64.04%	15.04%
大亚木业 (江苏)	收入					0.00	147.3
	净利润					-9.99	-11.57
剔除黑龙江公司合计	收入	3126.26	3066.2	2724.18	2860.84	3013.648	3313.06
	净利润	342.27	317.04	284.52	464.28	543.371	561.96
	净利率	10.95%	10.34%	10.44%	16.23%	18.03%	16.96%
圣象集团	收入	4041.68	4314.93	4230.75	4612.9	5009.9	5058.88
	yoy	5.18%	6.76%	-1.95%	9.03%	8.61%	0.98%
	净利润	65.24	97.49	125.81	232	288.01	280.48
	yoy	-16.40%	49.43%	29.05%	84.41%	24.14%	-2.61%
	净利率	1.61%	2.26%	2.97%	5.03%	5.75%	5.54%
大亚 (江苏) 地板	收入	391.04	578.57	589.58	633.8	737.55	726.31
	yoy	-7.91%	47.96%	1.90%	7.50%	16.37%	-1.52%
	净利润	21.53	26.69	73.08	87.2	95.24	72.53
	yoy	4.26%	23.97%	173.81%	19.32%	9.22%	-23.85%
	净利率	5.51%	4.61%	12.40%	13.76%	12.91%	9.99%
地板业务合计	收入	4432.72	4893.5	4820.33	5246.7	5747.45	5785.19
	净利润	86.77	124.18	198.89	319.2	383.2527	353.01
	净利率	1.96%	2.54%	4.13%	6.08%	6.67%	6.10%

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	2018Q3	2018Q4
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	1,949.31	2,151.39
YOY	-30.69%	-20.46%	-26.45%	17.92%	13.50%	4.95%	17.35%	0.45%	11.07%	4.07%	3.89%	-3.08%
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	262.31	282.77
YOY	22.42%	57.55%	112.83%	58.98%	38.51%	33.64%	25.17%	14.24%	41.32%	23.30%	17.42%	-4.46%
毛利率	35.06%	33.02%	36.20%	32.45%	35.50%	34.54%	37.11%	35.00%	34.03%	36.15%	37.03%	37.63%
期间费用率	31.85%	26.13%	22.15%	18.75%	31.09%	26.58%	22.40%	20.50%	28.06%	25.26%	22.64%	20.61%
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%	12.92%	10.30%
管理+研发费用率	13.18%	10.53%	10.02%	9.20%	12.70%	10.24%	9.32%	9.19%	10.85%	10.63%	9.81%	10.57%
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%	-0.08%	-0.27%
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%	13.46%	13.14%
存货	1,875.41	1,713.85	1,587.43	1,737.00	1,858.42	1,603.95	1,521.44	1,637.53	1,904.55	2,007.53	1,894.58	1,750.28
较上年同期增减	-559.03	-686.11	-552.55	-80.81	-16.99	-109.90	-66.00	-99.46	46.12	403.59	373.14	112.75
应收账款	567.62	747.55	738.60	656.11	721.32	830.79	841.86	724.20	678.96	802.84	875.13	761.45
较上年同期增减	-468.24	-413.85	-353.03	150.30	153.70	83.24	103.26	68.09	-42.36	-27.96	33.28	37.25
应付账款及应付票据	886.06	911.49	958.12	1101.22	1042.44	909.63	824.28	973.80	1034.90	1123.37	1044.84	1073.77
较上年同期增减	-730.00	-887.81	-598.79	-94.18	156.38	-1.86	-133.84	-127.43	-7.53	213.74	220.56	99.97
预收账款	345.03	505.67	341.30	450.76	365.19	573.11	464.25	535.81	380.61	550.84	413.32	426.10
较上年同期增减	-42.10	-18.39	-35.91	25.30	20.16	67.44	122.95	85.05	15.42	-22.27	-50.92	-109.71
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	193.59	730.55
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	2.14	198.10
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	-237.18	36.99
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	-68.92	208.92
资本开支	14.42	19.20	11.02	55.63	41.11	44.99	84.53	124.13	90.18	57.10	31.57	536.49
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	-52.96	412.36
ROE	1.27%	3.16%	7.21%	9.46%	1.39%	3.35%	7.22%	8.83%	1.63%	3.39%	6.83%	6.76%
YOY (±)	0.36%	1.39%	4.04%	2.80%	0.12%	0.19%	0.00%	-0.63%	0.24%	0.05%	-0.39%	-2.07%
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%	35.01%	35.17%
YOY (±)	-5.01%	-4.73%	-3.03%	-13.64%	-9.27%	-9.82%	-13.17%	-6.81%	-6.80%	-6.11%	-8.77%	-6.96%

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	2018H2
营业总收入	3,629.08	4,047.63	2,722.83	3,808.55	2,952.33	4,095.93	3,160.58	4100.7
YOY	-3.06%	-13.81%	-24.97%	-5.91%	8.43%	7.55%	7.05%	0.12%
木地板								
收入	1,930.49	2,008.48	1,977.46	2,466.87	2,178.21	2,753.51	2,351.20	2695.7
YOY	-0.27%	-1.25%	2.43%	22.82%	10.15%	11.62%	7.94%	-2.10%
占比	53.20%	49.62%	72.63%	64.77%	73.78%	67.23%	74.39%	65.74%
毛利率(%)	33.36%	42.37%	37.95%	41.07%	40.04%	42.19%	39.63%	43.97%
中高密度板								
收入	678.16	995.52	705.36	980.24	752.72	1,001.97	786.03	1,129.11
YOY	-21.34%	-18.74%	4.01%	-1.54%	6.71%	2.22%	4.43%	12.69%
占比	18.69%	24.60%	25.91%	25.74%	25.50%	24.46%	24.87%	27.53%
毛利率(%)	19.65%	14.27%	23.05%	21.30%	19.56%	22.57%	21.00%	23.98%
木门及衣帽间								
收入	11.95	18.50	10.14	5.09	3.06	4.56	3.85	3.91
YOY	56.51%	43.16%	-15.11%	-72.53%	-69.88%	-10.15%	25.94%	-14.25%
占比	0.33%	0.46%	0.37%	0.13%	0.10%	0.11%	0.12%	0.10%
毛利率(%)	8.56%	13.66%	18.37%	28.87%	20.50%	15.57%	23.30%	27.37%

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)				
	2018A	2019E	2020E	2021E		2018A	2019E	2020E	2021E
流动资产	4498	6415	6809	8064	营业收入	7261	7879	8275	8726
现金	1693	3298	3537	4611	减:营业成本	4617	5002	5222	5479
应收账款	761	963	872	1063	营业税金及附加	114	119	125	129
存货	1750	1699	2030	1883	营业费用	958	1001	1055	1110
其他流动资产	293	455	369	507	管理费用	619	693	728	765
非流动资产	2440	1869	1933	2024	财务费用	7	46	53	46
长期股权投资	35	35	35	35	资产减值损失	19	21	19	23
固定资产	1248	1198	1251	1340	加:投资净收益	9	7	10	9
在建工程	15	58	79	91	其他收益	109	109	109	109
无形资产	537	471	461	451	营业利润	901	1115	1192	1292
其他非流动资产	606	107	107	108	加:营业外净收支	1	0	0	1
资产总计	6938	8285	8742	10088	利润总额	902	1115	1193	1292
流动负债	2433	3340	3000	3494	减:所得税费用	137	203	200	230
短期借款	233	868	868	868	少数股东损益	81	97	105	113
应付账款	1074	1210	1048	1350	归属母公司净利润	725	816	887	949
其他流动负债	1126	1263	1085	1276	EBIT	1067	1184	1270	1372
非流动负债	7	0	0	0	EBITDA	1260	1250	1343	1450
长期借款	0	0	0	0					
其他非流动负债	7	0	0	0	重要财务与估值指标	2018A	2019E	2020E	2021E
负债合计	2440	3340	3000	3494	每股收益(元)	1.31	1.47	1.60	1.71
少数股东权益	170	125	125	125	每股净资产(元)	7.81	8.70	10.14	11.68
归属母公司股东权益	4328	4820	5617	6469	发行在外股份(百万股)	553.98	553.98	553.98	553.98
负债和股东权益	6938	8285	8742	10088	ROIC(%)	19.5%	16.6%	15.7%	15.3%
					ROE(%)	18.7%	19.3%	18.6%	17.2%
现金流量表 (百万元)	2018A	2019E	2020E	2021E	毛利率(%)	36.4%	36.5%	36.9%	37.2%
经营活动现金流	1003	1075	472	1815	销售净利率(%)	10.0%	10.4%	10.7%	10.9%
投资活动现金流	-628	-19	-120	-153	资产负债率(%)	35.2%	40.3%	34.3%	34.6%
筹资活动现金流	-266	550	-112	-588	收入增长率(%)	3.0%	8.5%	5.0%	5.5%
现金净增加额	119	1605	239	1074	净利润增长率(%)	10.0%	12.5%	8.8%	7.0%
折旧和摊销	193	66	73	78	P/E	10.25	9.12	8.38	7.84
资本开支	715	87	172	215	P/B	1.72	1.54	1.32	1.15
营运资本变动	388	1011	733	761	EV/EBITDA	6.50	5.99	5.14	4.36

数据来源: 贝格数据, 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>

