

## 业绩增速放缓, 产能建设落地

### 投资要点

- **事件:** 公司发布18年年报, 全年实现营业收入72.6亿元, 同比增长3%, 归母净利润约7.2亿元, 同比增长10%, 扣非后净利润为7.1亿元, 同比增长10.2%。18Q4单季度实现营收21.5亿元, 同比下降约3.1%, 实现归母净利润2.8亿元, 同比下降约4.5%, 主要因地产景气度下降, 公司四季度业绩有所下滑。
- **盈利能力总体稳定。** 公司着力产品升级, 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, 随着占比上升, 对总体毛利率的正向拉动作用显著, 18年全年实现毛利率36.4%, 同比上升0.88pp。分产品看, 人造板产业组织优化效果明显, 中高密度板实现营收19.2亿元, 同比增长9.1%, 领先公司整体增速, 毛利率也同比提升1.48pp达到22.8%。木地板业务因为基数较高, 整体增速为2.3%, 全年实现营收50.5亿元, 毛利率在产品升级的带动下微升0.7pp达到42%。公司18年四项费用率总和为23.9%, 同比微升0.41pp, 主要因为公司加力新产品开发, 研发投入上增长显著, 公司18年全年共投入研发费用近1.5亿元, 同比大增176%, 占销售比例也达到2.1%。
- **零售渠道布点成熟, 工程业务发力护航公司长期增长。** 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, 渠道布局成熟。公司持续推进工程业务的发展, 已与万科、保利、中海等70多家地产商建立战略合作关系, 18年工程业务高速扩容, 全年工程类地板销量增速超过40%。受到贸易战影响, 公司海外业务全年实现营收9.5亿元, 同比下降11.2%。
- **新产能投放, 支持公司稳步发展。** 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。公司在苏北的年产50万立方米刨花板工程已经投产, 预计从19年起放量, 将有力支撑公司业务发展。
- **盈利预测与投资建议。** 在新增产能的带动下, 从19年开始公司业绩增速或将回升, 但考虑到地产行情依然低迷, 预计2019-2021年EPS分别为1.54元、1.76元、2.0元, 对应PE分别为8倍、7倍和6倍。参考同业估值, 我们给予公司19年10倍PE, 目标价15.4元, 下调评级至“增持”。
- **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。

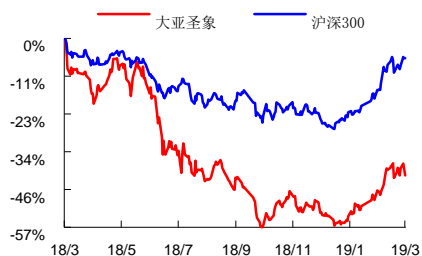
指标/年度	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	7261.28	8029.36	8900.23	9893.26
增长率	3.02%	10.58%	10.85%	11.16%
归属母公司净利润(百万元)	724.80	850.98	977.73	1110.59
增长率	9.95%	17.41%	14.89%	13.59%
每股收益EPS(元)	1.31	1.54	1.76	2.00
净资产收益率ROE	17.01%	17.39%	17.11%	16.58%
PE	10	8	7	6
PB	1.60	1.39	1.18	1.01

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)	9.55-22.34
总市值(亿元)	72.13
总资产(亿元)	69.38
每股净资产(元)	7.81

### 相关研究

1. 大亚圣象(000910): 收入增速放缓, 利润率仍处上升通道 (2018-10-29)
2. 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)
3. 大亚圣象(000910): 费用优化, 业绩增速超预期 (2018-04-25)

**附表：财务预测与估值**

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2018A	2019E	2020E	2021E		2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	7261.28	8029.36	8900.23	9893.26	净利润	764.87	904.71	1045.52	1182.67
营业成本	4616.96	5147.30	5669.24	6260.98	折旧与摊销	192.80	140.30	159.24	182.49
营业税金及附加	113.54	126.10	139.57	155.22	财务费用	6.58	7.89	10.60	9.33
销售费用	957.89	1003.67	1103.63	1236.66	资产减值损失	18.65	10.00	10.00	10.00
管理费用	619.08	682.50	747.62	840.93	经营营运资本变动	-84.38	-119.05	-8.45	-149.06
财务费用	6.58	7.89	10.60	9.33	其他	104.96	4.98	-29.50	-11.66
资产减值损失	18.65	10.00	10.00	10.00	<b>经营活动现金流净额</b>	1003.49	948.83	1187.41	1223.78
投资收益	8.72	8.28	7.87	7.47	资本支出	-106.16	-250.00	-250.00	-300.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	-521.97	8.28	7.87	7.47
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>投资活动现金流净额</b>	-628.13	-241.72	-242.13	-292.53
<b>营业利润</b>	901.10	1060.19	1227.44	1387.61	短期借款	-130.08	-233.24	0.00	0.00
其他非经营损益	0.63	-0.12	0.13	0.05	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>利润总额</b>	901.74	1060.07	1227.57	1387.66	股权融资	21.43	0.31	0.00	0.00
所得税	136.86	155.36	182.05	204.98	支付股利	0.00	-110.93	-138.54	-162.06
净利润	764.87	904.71	1045.52	1182.67	其他	-157.74	-95.71	-10.60	-9.33
少数股东损益	40.07	53.73	67.79	72.08	<b>筹资活动现金流净额</b>	-266.39	-439.58	-149.14	-171.40
归属母公司股东净利润	724.80	850.98	977.73	1110.59	<b>现金流量净额</b>	118.80	267.53	796.13	759.86
资产负债表 (百万元)					财务分析指标				
	2018A	2019E	2020E	2021E		2018A	2019E	2020E	2021E
货币资金	1692.69	1960.22	2756.35	3516.21	<b>成长能力</b>				
应收和预付款项	1012.94	1196.40	1284.77	1449.77	销售收入增长率	3.02%	10.58%	10.85%	11.16%
存货	1750.28	1928.07	2137.57	2356.08	营业利润增长率	5.45%	17.65%	15.78%	13.05%
其他流动资产	41.76	35.98	45.54	47.48	净利润增长率	3.72%	18.28%	15.56%	13.12%
长期股权投资	34.87	34.87	34.87	34.87	EBITDA 增长率	-1.95%	9.80%	15.63%	13.04%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>获利能力</b>				
固定资产和在建工程	1262.65	1332.83	1393.57	1445.31	毛利率	36.42%	35.89%	36.30%	36.71%
无形资产和开发支出	630.80	670.32	700.35	766.12	三费率	21.81%	21.10%	20.92%	21.09%
其他非流动资产	511.71	511.71	511.71	511.71	净利率	10.53%	11.27%	11.75%	11.95%
<b>资产总计</b>	6937.70	7670.40	8864.72	10127.54	ROE	17.01%	17.39%	17.11%	16.58%
短期借款	233.24	0.00	0.00	0.00	ROA	11.02%	11.79%	11.79%	11.68%
应付和预收款项	1744.44	1951.78	2187.61	2371.43	ROIC	27.73%	30.62%	33.20%	34.93%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	15.16%	15.05%	15.70%	15.96%
其他负债	462.40	514.73	566.24	624.63	<b>营运能力</b>				
<b>负债合计</b>	2440.07	2466.51	2753.85	2996.07	总资产周转率	1.09	1.10	1.08	1.04
股本	553.67	553.98	553.98	553.98	固定资产周转率	6.29	6.22	6.53	6.97
资本公积	298.97	298.97	298.97	298.97	应收账款周转率	9.78	10.05	10.08	10.09
留存收益	3537.53	4277.58	5116.76	6065.29	存货周转率	2.69	2.78	2.77	2.77
归属母公司股东权益	4327.84	4980.37	5819.56	6768.09	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	106.15%	—	—	—
少数股东权益	169.78	223.51	291.31	363.39	<b>资本结构</b>				
<b>股东权益合计</b>	4497.62	5203.89	6110.87	7131.48	资产负债率	35.17%	32.16%	31.07%	29.58%
负债和股东权益合计	6937.70	7670.40	8864.72	10127.54	带息债务/总负债	9.56%	0.00%	0.00%	0.00%
					流动比率	1.85	2.08	2.27	2.47
					速动比率	1.13	1.30	1.49	1.68
					股利支付率	0.00%	13.04%	14.17%	14.59%
					<b>每股指标</b>				
					每股收益	1.31	1.54	1.76	2.00
					每股净资产	8.12	9.39	11.03	12.87
					每股经营现金	1.81	1.71	2.14	2.21
					每股股利	0.00	0.20	0.25	0.29
业绩和估值指标									
	2018A	2019E	2020E	2021E					
EBITDA	1100.48	1208.38	1397.27	1579.43					
PE	9.95	8.48	7.38	6.49					
PB	1.60	1.39	1.18	1.01					
PS	0.99	0.90	0.81	0.73					
EV/EBITDA	4.76	3.92	2.82	2.02					
股息率	0.00%	1.54%	1.92%	2.25%					

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
	杨博睿	销售经理	021-68415861	13166156063	ybz@swsc.com.cn
	丁可莎	销售经理	021-68416017	13122661803	dks@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
	张岚	高级销售经理	18601241803	18601241803	zhanglan@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	yyi@swsc.com.cn
	花洁	销售经理	0755-26673231	18620838809	huaj@swsc.com.cn
	孙瑶瑶	销售经理	0755-26833581	13480870918	sunyaoyao@swsc.com.cn
	陈霄（广州）	销售经理	15521010968	15521010968	chenxiao@swsc.com.cn