

投资评级：买入(首次评级)

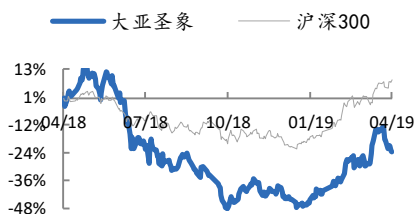
 当前价格(元): 12.00
合理价格区间(元): 12.78~17.04

证券分析师
王涪涪

 资格编号: S0120518110001
电话: 021-68761616
邮箱: wangtt@Tebon.com.cn

联系人
虞晓文

 电话: 021-68761616-6013
邮箱: yuxw@Tebon.com.cn

市场表现


沪深 300 对比	1M	2M	3M
绝对涨幅 (%)	-5.4	-2.7	11.9
相对涨幅 (%)	-10.5	-8.2	-10.2

资料来源: 德邦研究

相关研究

低估的品牌木地板和人造板龙头

大亚圣象(000910)

投资要点:

- **木地板行业和人造板行业龙头地位稳固。**公司主要业务板块双轮驱动, 共拥有年产 5300 万平方米的地板生产能力和年产 185 万立方米的中高密度板和刨花板的生产能力。深耕主业二十余年, 2015 年剥离资产后公司的盈利能力明显提升。

地板行业平稳增长, 集中度有望进一步提升。地板行业总销量稳定增长, 但行业竞争格局分散。2010-2018 年, 中国具有一定规模的地板企业的木竹地板总销量年均复合增长率为 0.57%。目前中国直接从事地板产品生产的企业约有 2000 家, 行业 CR5 仅超 25%, TOP2 地板企业大亚圣象和大自然家居的市场份额分别为 11.13% 和 9.58%。近年来地板行业工程渠道占比增加, 材料成本、环保成本、物流成本和人工成本的增长都促进行业向规模化龙头集中。

人造板行业竞争激烈, 产业从总量扩张走向结构优化。近年来人造板行业刨花板和胶合板的占比不断提升。行业竞争非常激烈, 竞争格局比木地板行业更加分散。以行业内产能第一的大亚人造板为例, 按总量口径计算, 其生产的人造板约占 2017 年市场份额的 0.546%。按密度板口径计算, 2017 年大亚的密度板市场份额也仅占 2.19% 左右。伴随着行业供给侧改革、环保标准的提高和督查力度的增加、下游行业集中度的提升, 人造板行业有望逐步由总量扩张向结构优化转变。

工装业务受益于全装修政策高速增长。公司工程业务的合作伙伴基本覆盖百强地产。截至 2018 年底, “圣象”地板共有 80 多个地产合作伙伴, 其中万科是公司最大的客户。由于龙头地产是全国精装房建设的主力军, 且房地产市场的集中度不断提升, “圣象”地板通过与龙头地产深度合作, 其市场份额也能稳步增长。

绿色全产业链, 品牌+产品力+服务能力铸就公司护城河。公司实行“绿色产业链”战略, 目前已全面涵盖林业资源、基材、工厂、研发、设计、营销、服务七大环节, 形成了一个全面而完整的品质智控体系。“圣象”地板家喻户晓, “大亚”人造板是行业内知名品牌的首选基材供应商, 两个品牌的品牌价值在所属领域内保持第一。持续的研发投入、先进的技术设备以及优秀的服务能力, 保证了公司地板和人造板的产品力在行业内始终占据领先地位。

首次覆盖, 给予“买入”评级。预计公司 2019-2021 年分别实现营收 75.88/79.49/83.10 亿元, 同比增长 4.5%/4.8%/4.5%, 实现归母净利润 7.86/8.41/9.02 亿元, 同比增长 8.5%/7.0%/7.1%。2019 年 5 月 7 日收盘价 12.00 元对应 PE 为 8.45X/7.90X/7.37X。参考可比公司平均 PE (TTM) 32.91 倍, 考虑到公司的业绩增速放缓但龙头地位稳固且目前估值处于历史低位, 给予公司 19 年 PE 9-12 倍, 对应股价 12.78-17.04 元, 首次覆盖给予“买入”评级。

股票数据

总股本(百万)	553.98
流通 A 股(百万)	553.98
52 周内股价区间(元)	20.85-9.55
总市值(百万)	6,908.13
总资产(百万)	6,748.76
每股净资产(元)	7.93

资料来源: 公司公告

主要财务数据及预测

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	7048	7261	7588	7949	8310
(+/-) YoY (%)	7.9	3.0	4.5	4.8	4.5
净利润(百万元)	659	725	786	841	902
(+/-) YoY (%)	21.8	10.0	8.5	7.0	7.1
全面摊薄 EPS (元)	1.19	1.31	1.42	1.52	1.63
毛利率 (%)	35.5	36.4	36.5	36.6	36.7
净资产收益率 (%)	18.9	16.7	15.9	14.7	13.8

资料来源: 公司年报(2017-2018), 德邦证券研究所

备注: 净利润为归属母公司所有者的净利润

目 录

1. 深耕主业的品牌木地板和人造板行业龙头	5
1.1 地板和人造板双轮驱动共发展	5
1.2 资产剥离后经营稳健	5
1.3 股权梳理后公司治理有望改善	8
2. 地板和人造板行业竞争格局分散，龙头增长空间大	9
2.1 地板行业平稳增长，集中度有望进一步提升	9
2.2 人造板行业从总量扩张走向结构优化，竞争十分激烈	11
3. 工装快速增长，品牌+产品力+服务能力构筑公司护城河	13
3.1 与龙头地产深度合作，受益于全装修政策工装高速增长	13
3.2 绿色全产业链，品牌+产品力+服务能力铸就公司护城河	16
4. 盈利预测和投资评级	19
4.1 盈利预测	19
4.2 投资评级	20
5. 风险提示	21
财务报表分析和预测	22

图表目录

图 1 2017 年和 2018 年营业收入实现正增长	5
图 2 2015 年剥离非主营业务后归母净利大幅提升后平稳增长	5
图 3 公司每年的经营性现金净流量超过 10 个亿.....	6
图 4 资产剥离后资产负债率下降至 2018 年的 35.17%.....	6
图 5 期间费用率呈上升趋势.....	6
图 6 财务费用率稳步下行，管理费用管控存在优化空间.....	6
图 7 公司收入结构（2018）	7
图 8 木地板毛利率逐年增长，人造板毛利率总体稳定	7
图 9 分区域业务收入占比（2018）	7
图 10 近两年海外业务发展不够理想	7
图 11 剥离资产后盈利能力明显提升	8
图 12 销售毛利率和销售净利率均平稳上升.....	8
图 13 股权结构图（2018），丹阳市意博瑞特投资的股权转让尚未完成工商登记.....	8
图 14 强化复合地板的销量占木地板总销量的 51%（2018）	10
图 15 实木复合地板的销量增速明显高于行业增速	10
图 16 全国历年人造板产量（单位：万立方米）	11
图 17 各人造板品类的产量结构（2017）	11
图 18 三类人造板的产量占比趋势.....	12
图 19 三类人造板近五年的产量增速情况	12
图 20 人造板产量区域分布图.....	12
图 21 圣象集团大客户事业部的发展历程	14
图 22 公司每年都有新增工程合作伙伴.....	15
图 23 “圣象”地板的主要大客户	15
图 24 TOP3 房企近三年销售规模及同比增速.....	16
图 25 地产 50 强占精装房市场的份额	16
图 26 “圣象”地板的安装服务流程.....	16
图 27 “圣象”地板实现了行业内多个第一	17
图 28 公司近五年木地板均价和毛利率呈上升趋势	18
图 29 多层地板的销量占比提高，强化销量占比下降	18
图 30 大亚人造板的部分客户展示.....	18
图 31 大亚圣象 PE-Band（上市以来）	21

表 1 地板产品的分类.....	9
表 2 四类地板的性能比较.....	9
表 3 2010-2018 年我国具有一定规模的地板企业各类木地板销量趋势（单位：万平方米）	10
表 4 地板行业集中度统计.....	11
表 5 人造板细分品类的介绍.....	12
表 6 人造板行业上市公司产量统计.....	13
表 7 下游定制家居公司增速很高.....	13
表 8 TOP200 房企 2015-2018 年分梯队集中度变化情况.....	15
表 9 业绩拆分.....	19
表 10 可比公司相对估值表.....	21

1.深耕主业的品牌木地板和人造板行业龙头

1.1地板和人造板双轮驱动共发展

公司是我国木地板行业 and 人造板行业龙头，两块业务双轮驱动，共拥有年产 5300 万平方米的地板生产能力和年产 185 万立方米的中高密度板和刨花板的生产能力，于 1999 年在深交所上市。2015 年公司将烟草包装印刷、汽车轮毂、信息通信等与主业关联度较低的全部非木业资产置出上市公司体系，同时收购部分木业子公司的少数股东股权。此后，公司由原来的多元化经营业务模式，转变为以木业为主营业务、以人造板、木地板为主要产品的经营模式。

全资子公司圣象集团成立于 2002 年，前身圣象实业成立于 1995 年，是国内地板行业的领军企业。2010 年开始，“圣象”地板先后进驻淘宝、天猫、京东等网上商城，并设立了博士后科研工作站、省级技术中心、工程中心，拥有行业内首家经国家认证的地板实验室。2018 年“中国 500 最具价值品牌”排行榜显示“圣象”品牌价值已达 415.62 亿元，位居中国家居行业榜首。

全资子公司大亚人造板集团成立于 2002 年，同年公司从德国全套引进一条中高密度纤维板生产线，进军人造板行业。2018 年大亚人造板以 125.86 亿元的品牌价值荣登 2018 年“中国 500 最具价值品牌”人造板行业榜首。

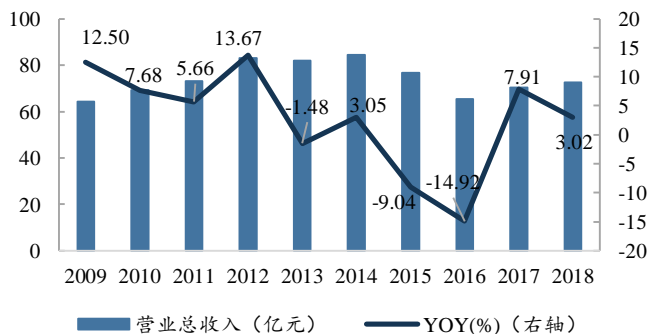
1.2 资产剥离后经营稳健

“圣象”地板的产品包括强化复合地板、多层实木复合地板、三层实木复合地板等多个品种。公司从基材、工厂、研发、设计、营销、服务等环节，构建了一条完整的绿色产业链。“圣象”地板的销售渠道分经销商渠道、工程渠道、海外渠道和设计师渠道等。其中，经销商渠道的占比最高，工程渠道近年来增速较高，占比逐年提升，海外渠道等发展不够理想。

大亚人造板产品包括中高密度纤维板和刨花板等，产品质量符合国际标准，在行业内具有很高的品牌知名度。由于人造板的下游主要是木地板行业和定制家居行业，大亚人造板除了供给“圣象”地板自用之外，主要客户也都是 B 端客户。

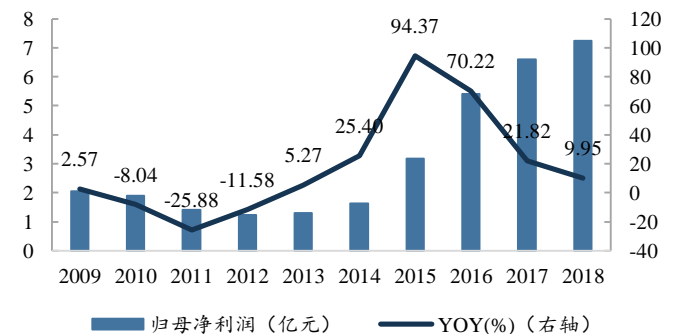
公司在 2015 年剥离盈利能力较弱甚至亏损的非主营业务之后，归母净利润在 2015 年和 2016 年大幅提升 94.37% 和 70.22%。2017 和 2018 年实现两年营业收入正增长，对应归母净利润分别增长 21.82% 和 9.95%，基本实现了 2015 年剥离非主营业务和突然经历时任董事长陈兴康逝世后的平稳过渡。

图 1 2017 年和 2018 年营业收入实现正增长



资料来源：Wind, 德邦研究

图 2 2015 年剥离非主营业务后归母净利润大幅提升后平稳增长

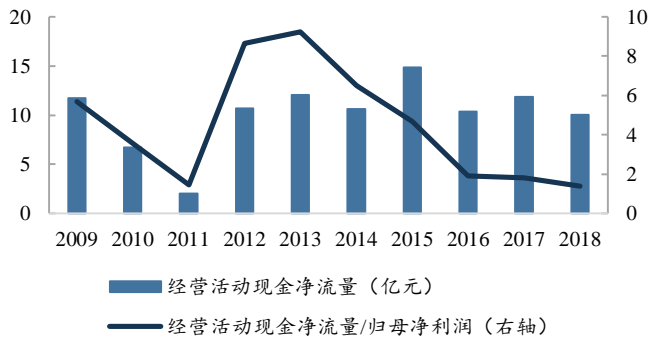


资料来源：Wind, 德邦研究

公司各项经营指标保持稳定，现金流充裕。公司每年的经营性现金净流量超过 10

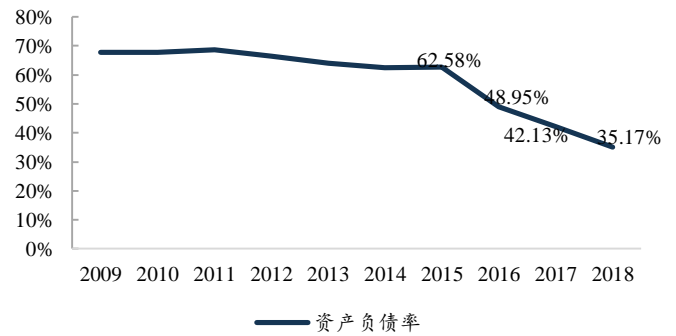
个亿，均能实现归母净利润的覆盖。2015年资产剥离后，资产负债率下降至2018年的35.17%，主要原因是流动负债中短期借款和预收款项的下降。

图3 公司每年的经营性现金净流量超过10个亿



资料来源: Wind, 德邦研究

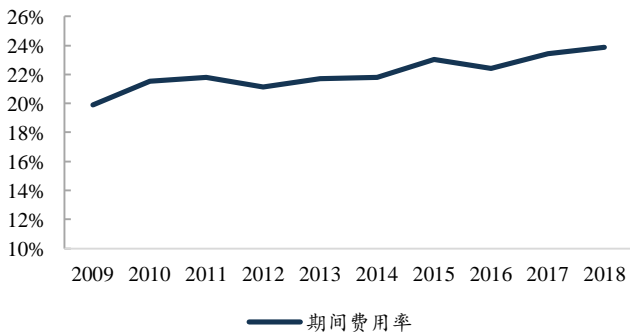
图4 资产剥离后资产负债率下降至2018年的35.17%



资料来源: Wind, 德邦研究

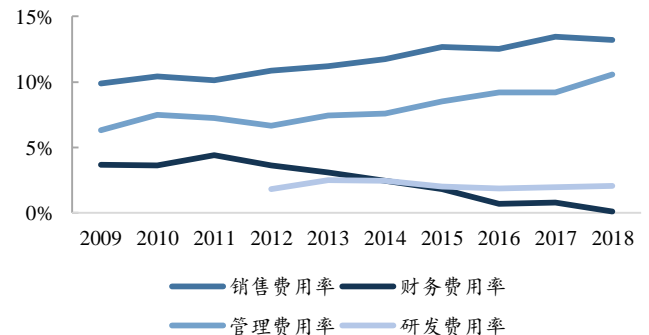
公司期间费用率2018和2017年基本持平,2018年增加0.41个百分点至23.86%。分项来看,2018年公司销售费用率下降0.26个百分点至13.19%,管理费用率(含研发费用)提升1.38个百分点至10.57%,其中研发费用率略增0.09个百分点,财务费用率减少0.71个百分点至0.09%,主要系公司归还部分贷款所致。总体而言,公司管理费用的控制在未来存在优化的空间。

图5 期间费用率呈上升趋势



资料来源: Wind, 德邦研究

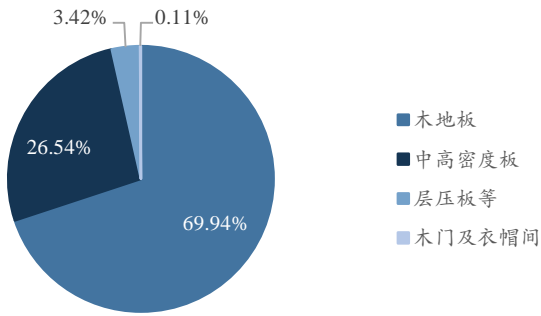
图6 财务费用率稳步下行,管理费用管控存在优化空间



资料来源: Wind, 德邦研究

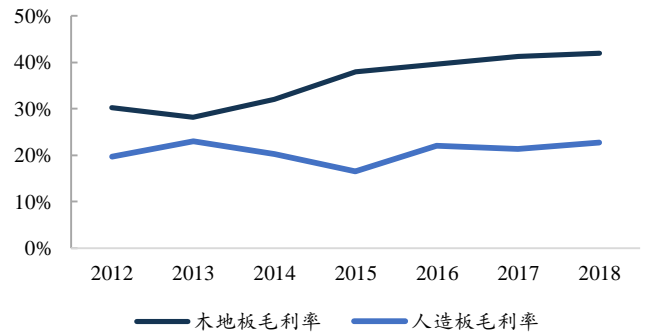
公司主营收入主要来自木地板和中高密度板,2018年两块业务的收入占比分别为69.94%和26.54%。从毛利率角度看,木地板业务由于近年来产品结构不断优化和产品提价,毛利率持续提升,2018年毛利率达到41.95%。人造板行业的毛利率除2015年下降明显外其余年份基本保持平稳,2018年人造板毛利率为22.76%。

图7 公司收入结构 (2018)



资料来源: Wind, 德邦研究

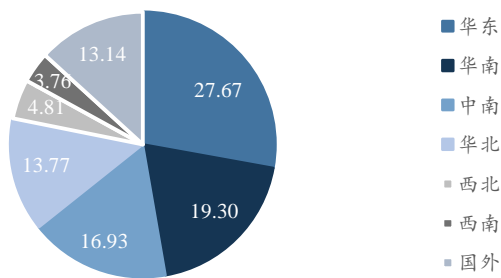
图8 木地板毛利率逐年增长, 人造板毛利率总体稳定



资料来源: Wind, 德邦研究

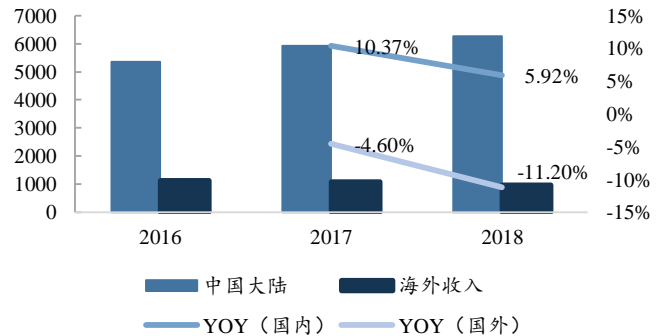
公司在华东地区、华南地区、中南地区的营业收入分列区域销售前三甲, 分别占比为 28%、19%、17%, 此业务区域结构与 17 年基本持平。公司近两年海外业务发展不够理想。主要原因一是海外品牌知名度较弱, 2015 年美国“毒地板”事件后中国木地板出口受到的负面影响较大, 二是 2018 年木地板出口还受中美贸易摩擦影响, 公司海外业务收入同比下降 11.2%, 海外业务收入的占比下降 2 个百分点至 13%。

图9 分区域业务收入占比 (2018)



资料来源: Wind, 德邦研究

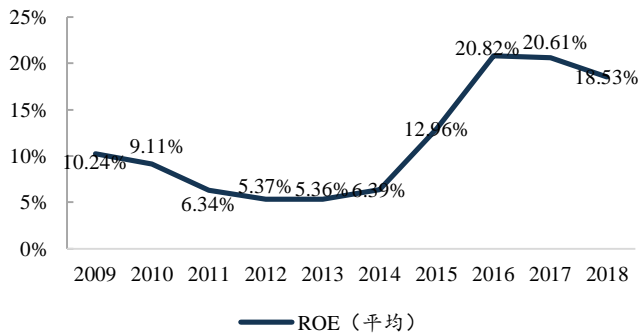
图10 近两年海外业务发展不够理想



资料来源: Wind, 德邦研究

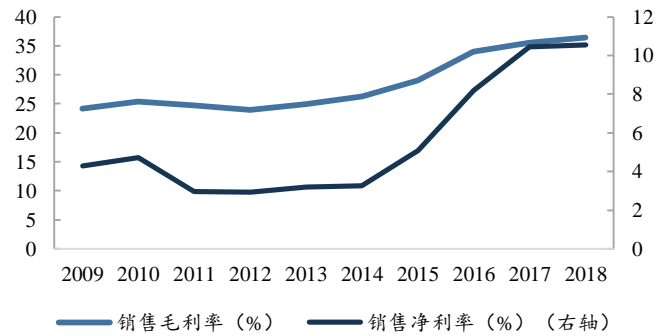
2015 年公司剥离非主营资产后盈利能力明显提升。剥离前公司 ROE (平均) 维持在 5%-6%, 但公司目前 ROE (平均) 已提升至 20%左右的水平。2018 年公司 ROE (平均) 为 18.53%, 较 2017 年有所下滑的主要原因是权益乘数的下降, 但销售毛利率和销售净利率均呈平稳上升趋势。

图 11 剥离资产后盈利能力明显提升



资料来源: Wind, 德邦研究

图 12 销售毛利率和销售净利率均平稳上升



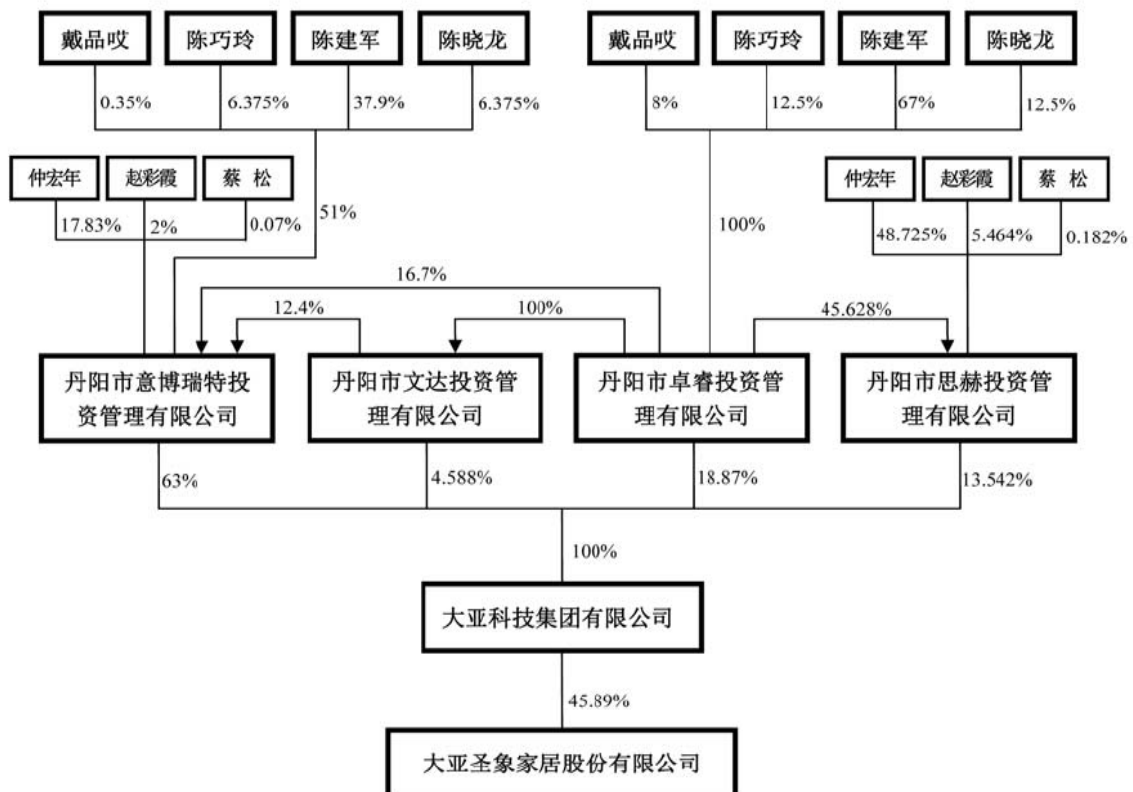
资料来源: Wind, 德邦研究

1.3 股权梳理后公司治理有望改善

公司是典型的家族企业，截至 2018 年年底控股股东大亚科技集团有限公司持有公司 45.89% 的股权。大亚科技的实际控制人是原实际控制人陈兴康先生的家族。2015 年陈先生不幸突然过世后，其妻子和儿女共四人在继承陈兴康先生的股权后成为大亚科技的实际控制人，分别是戴品哎女士、陈巧玲女士、陈建军先生和陈晓龙先生。

2018 年 8 月，公司股东大会审议通过陈建军先生不再担任第七届董事会董事及审计委员会委员职务。2018 年 10 月，公司公告实际控制人中戴品哎和其子陈建军之间持股情况发生变化：1) 戴品哎将其持有的意博瑞特投 31.525% 的股权转让给陈建军。上述变更尚未办理工商备案登记。2) 戴品哎将其持有的卓睿投资 54.5% 的股权协议转让给陈建军，转让后，该项变更已办理工商备案登记。至此，公司形成了如图 13 的股权结构。

图 13 股权结构图 (2018)，丹阳市意博瑞特投资的股权转让尚未完成工商登记



资料来源: 公司公告, 德邦研究

在公司股权梳理取得进展的同时,公司治理有望得到改善,管理层也逐渐调整到位。董事长陈晓龙先生 2002 年进入大亚体系工作, 2002 年至 2005 年任大亚控股(香港)有限公司董事、总经理, 2006 年至 2011 年任大亚科技集团有限公司财务总监助理, 2011 年 5 月至今任江苏绿源精细化工有限公司董事长, 2015 年 7 月至今任大亚科技集团有限公司董事局主席兼总裁, 2015 年 9 月至今任公司董事长, 2018 年 6 月至今任圣象集团有限公司董事长兼总裁。财务总监陈钢先生 2005 年进入公司体系。董事睦敏先生 2014 年进入大亚体系, 核心管理层大部分拥有在公司内部长期管理的经历。

2.地板和人造板行业竞争格局分散, 龙头增长空间大

2.1地板行业平稳增长, 集中度有望进一步提升

木地板属于消费品, 主要可分为强化复合地板、实木复合地板、实木地板、竹地板四类, 其中前三类为主流。

强化复合地板 1994 年进入我国, 主要原材料是速生小径木材和枝丫材制, 基材是中、高密度纤维板和刨花板等人造板, 由于其在价格和成本方面具有优势, 同时又拥有耐磨性、美观、防蛀、安装便捷、易清洁护理等方面的优点, 获得了消费者的青睐, 发展速度远高于其他品类的地板。

实木复合地板一般按结构可分为二层、三层和多层。其对珍贵阔叶材的消耗远低于实木地板。结构设计科学合理, 充分利用了速生木材和小径材, 产品美观、高雅, 使用舒适, 适合于地热采暖, 能够实现大规模机械化生产, 可满足对天然木材的消费需求。其产品性能稳定, 不易变形, 得到了国内外消费者的认同, 也逐渐成为地板消费的主流产品。实木复合地板的售价高于强化地板, 观感、舒适度也好于强化复合地板。

实木地板受资源约束影响大, 原材料多是生长期为几十年甚至上百年的大径级阔叶树种, 在我国属于中高端耐用消费品, 价格是所有地板品类中最贵的。

竹地板是我国自主创新的产品, 符合低碳环保可持续发展的理念。但竹地板相对来说安装和保养比较繁杂, 寿命最短, 不是主流的地板品种。

表 1 地板产品的分类

地板种类	细分种类
强化复合地板	按地板基材分: 一般可分为以中、高密度纤维板为基材的强化复合地板和以刨花板为基材的强化复合地板两大类。
实木复合地板	按结构分: 一般可分为二层实木复合地板、三层实木复合地板、多层实木复合地板三大类。
实木地板	按形状分: 一般可分为榫接实木地板(又称企口地板)、平接实木地板(又称平口地板)、仿古实木地板。
竹地板	按结构分: 一般可分为多层胶合竹地板和单层侧拼竹地板。

资料来源: 菲林格尔招股说明书, 德邦研究

表 2 四类地板的性能比较

地板种类	观感	舒适度	物理性能	安装	保养	寿命	价格	资源利用率
强化复合地板	非天然	中	优	简便	简便	最长	低	高
实木复合地板	天然	优	优	简便	简便	较长	较高	高
实木地板	天然	优	差	较繁杂	较繁杂	长	高	低
竹地板	天然	中	中	较繁杂	较繁杂	短	中	高

资料来源: 菲林格尔招股说明书, 德邦研究

地板行业总销量稳定增长。据中国林产工业协会地板专业委员会不完全统计，2010-2018年，中国具有一定规模的地板企业的木竹地板总销量复合增长率为0.57%。2018年我国具有一定规模的地板企业的木竹地板总销量约41760万平方米，同比增长约0.58%，实现平稳增长，其中工程用地板和进口地板增长明显。从全球范围来看，2018年中国木竹地板销量超过5万平方米，全球木竹地板总销量约15亿平方米，中国占全球总量的三分之一。

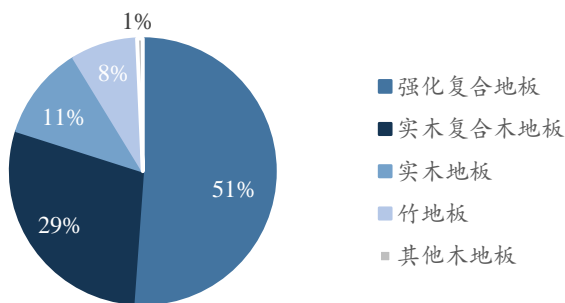
按品类结构分析，2018年强化复合地板的销量占木地板总销量的51%，实木复合地板的销量占木地板总销量的29%，但2018年实木复合地板的销量增速为4.53%，**强化复合地板的销量增速不及实木复合地板。**

表 3 2010-2018 年我国具有一定规模的地板企业各类木地板销量趋势（单位：万平方米）

	强化复合地板	实木复合木地板	实木地板	竹地板	其他木地板	总销量	总销量增速
2010	23800	8900	4300	2530	370	39900	
2011	23500	9070	4260	2510	360	39700	-0.50%
2012	21100	8600	4170	3500	330	37700	-5.04%
2013	22400	9460	4250	3500	390	40000	6.10%
2014	21280	9650	4030	3535	375	38870	-2.83%
2015	20600	9550	3990	3510	365	38015	-2.20%
2016	21050	10450	4390	3400	390	39680	4.38%
2017	21470	11490	4790	3360	410	41520	4.64%
2018	21360	12010	4740	3360	290	41760	0.58%

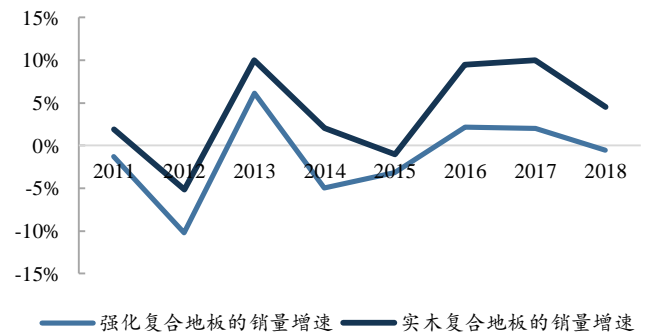
资料来源：中国林产工业协会地板专业委员会，德邦研究

图 14 强化复合地板的销量占木地板总销量的 51% (2018)



资料来源：中国林产工业协会地板专业委员会，德邦研究

图 15 实木复合地板的销量增速明显高于行业增速



资料来源：中国林产工业协会地板专业委员会，德邦研究

木地板行业竞争格局分散，集中度低。根据中国林产工业协会的统计，中国从事木竹地板生产及相关的企业约3000家，从业人员达100万，行业产值600亿元。其中直接从事地板产品生产的企业约有2000家，主要分布在浙江、江苏、广东、辽宁、吉林、湖北、山东、湖南、江西、福建和安徽等地，并在个别地区形成了产业集群。根据菲林格尔2017年6月的公开机构调研纪要，强化复合地板产量500万平方米以上的企业大约有12家，多层实木复合地板产量150万平方米以上的企业大约有14家，三层实木复合地板产量80万平方米以上的大约有50家。我们统计了木地板行业4家主要上市公司的销量，包括大亚圣象、大自然家居、德尔未来和菲林格尔。根据这4家上市公司最近一期年报的木地板销量，得出木地板行业的CR5仅超25%。其中，大亚圣象和大自然家居的市占率最高，分别为11.13%和9.58%。

表 4 地板行业集中度统计

	木地板销量 (万平方米)	市占率 (%)
大亚圣象	4648	11.13%
大自然家居	4000	9.58%
德尔未来	993.17	2.38%
菲林格尔	928.09	2.22%
合计	10569.26	25.31%

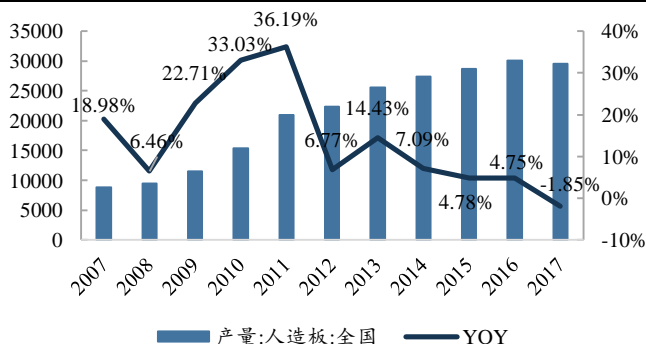
资料来源：公司公告，德邦研究

目前，伴随着消费群体的年轻化和居民消费水平的提升，木地板行业不断呈现出新的变化和新的发展趋势。1) 消费者对地板的消费更加注重个性化、多元化，具有鲜明特点、时尚化的地板产品更能受到消费者的青睐。2) 地板的销售渠道更加多元化。全装修渗透率的提升将推动工程渠道销售占比的持续增加。由于精装房大多由大型房企建造，且下游房地产市场集中度不断提高，龙头地板企业通过深度绑定这些地产合作伙伴以获取更多的工装业务，它们的市场份额也不断提升。此外，大家居模式，线上引流+线下体验式消费等也是近年来地板行业出现的新兴销售渠道。3) 材料成本、环保成本、物流成本和人工成本的增长不断促进行业向规模化企业集中。甲醛释放量已经成为消费者选择购买地板的重要考虑因素。随着消费者对家具的品质和环保要求不断提高，品牌地板受认可的程度将持续增加。此外，从企业发展的角度来看，节能环保的趋势和由此带来的生产管理成本的增加都对规模化、规范化生产的地板龙头有利。

2.2 人造板行业从总量扩张走向结构优化，竞争十分激烈

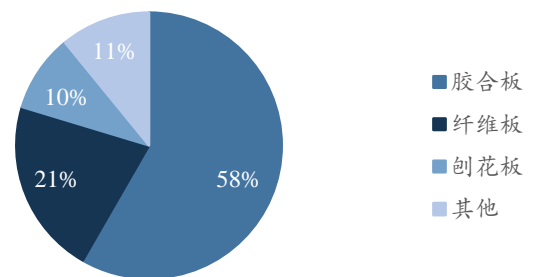
我国人均森林资源匮乏，发展人造板工业能够较好地缓解我国木材供需矛盾和节约木材资源。因此，人造板工业从九十年代起就在我国取得了较快发展，国家也出台了相关政策扶持行业发展。从 2003 年起，我国就超过了美国成为世界第一的人造板生产大国。根据中国林业年鉴，我国人造板产量从 1999 年的 1503.05 万立方米增长到 2017 年的 29485.87 万立方米，年均复合增长率为 17.98%。但近年来人造板产量平均增速下降，2012-2017 年，其年均复合增长率仅 5.71%。2017 年人造板产量同比下降了 1.85%，为该行业总产量近二十年来首次下降。

图 16 全国历年人造板产量 (单位: 万立方米)



资料来源：Wind，中国林业年鉴，德邦研究

图 17 各人造板品类的产量结构 (2017)



资料来源：中国木材木业网，德邦研究

分品类来看，人造板主要分为胶合板、纤维板和刨花板三大类，其中胶合板和刨花板的产量占比上升，纤维板占比下降。2017 年全国人造板产量中，胶合板产量为 17195.21 万立方米，占比 58%，纤维板产量为 6297 万立方米，占比 21%，刨花板产量为 2777.77 万立方米，占比 10%。其中，刨花板的产量占比从 2013 年的 7.37% 上升

至2017年的9.42%，纤维板的产量占比从2013年的25.05%下降至2017年的21.36%。

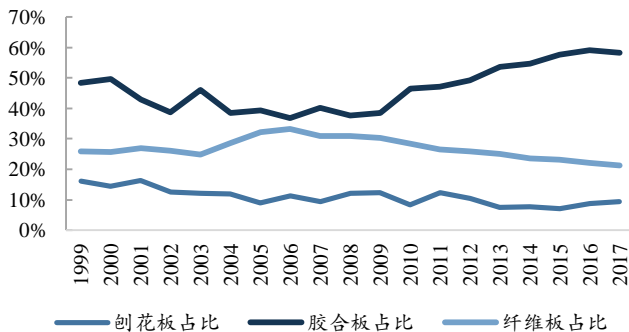
表 5 人造板细分品类的介绍

人造板板种	介绍	性能特点	用途
胶合板	将原木旋切成大张单板，并将奇数层单板（3,5,7等）经干燥后按相邻纤维方向垂直原则胶合而成的人造板。	强度高、抗弯压性好	供家具、飞机、船舶、火车、汽车、建筑和包装箱等作原材料
纤维板	又称密度板，主要是以三剩物、次小薪材等木质纤维或其他植物纤维为基本原料，经过机械分离成纤维，施以胶粘剂并通过热压等工序组合而成的人造板。	质地均匀、表面平整、易加工	用于家具、木地板建筑、装潢、中高档车船装修、工艺制品、高级音响、乐器和电子行业等领域
刨花板	又称颗粒板，是将枝丫材、小径木、木屑等或其他纤维材料切削成刨花或碎片，通过干燥、施胶后热压而成的人造板	耐潮性、握钉力好	用于家具制造、室内装饰、建筑装潢、音箱等各种不同领域

资料来源：丰林集团 2018 年年报，产业信息网，德邦研究

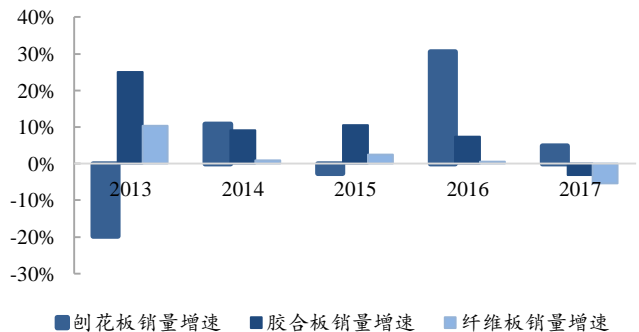
增速方面，由于刨花板因高性价比和性能优良等特点受到了定制家居公司的青睐，其需求量随下游定制家居公司的快速成长而大幅增加。2016 年全国刨花板产量增速达到 30.53%，虽然 2017 年增速放缓至 4.82%，但从长期看，下游定制家居公司的持续壮大将是刨花板需求保持增长的重要动力。与此相对，受木质原料价格高企、环保排放要求严格、板材用途受限等原因，纤维板近年来产量有所萎缩。

图 18 三类人造板的产量占比趋势



资料来源：Wind，德邦研究

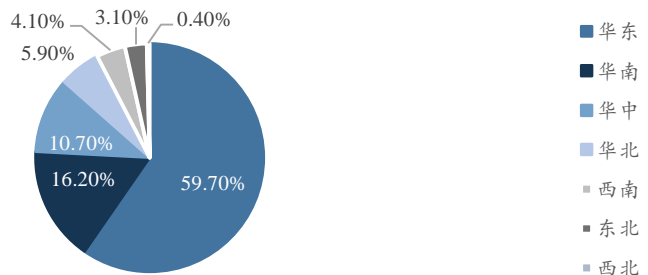
图 19 三类人造板近五年的产量增速情况



资料来源：Wind，德邦研究

分区域来看，人造板产能主要集中在华东和华南，2017 年华东地区的人造板产量为 1.76 亿立方米，份额由 2016 年的 58% 上升为 59.7%，而华南地区 2017 年的人造板产量份额为 16.2%。

图 20 人造板产量区域分布图



资料来源：中国木材木业网，德邦研究

竞争格局方面，人造板行业竞争非常激烈，比木地板行业更加分散。以行业内产能第一的大亚人造板为例，2018年生产人造板161万立方米，其中大部分是密度板。按总量口径计算，约占2017年人造板总产量的0.546%。按密度板口径计算，2017年大亚人造板生产的密度板达138万平方米，占当年全国密度板总产量的2.19%左右。其余人造板龙头的产能产量均没有超过大亚，由此可见，行业集中度极低。

表 6 人造板行业上市公司产量统计

	大亚圣象	丰林集团	永安林业	威华股份
2018年产量(万立方米)	161	96.78	18.86	109.52

资料来源：各家公司年报，德邦研究

伴随着行业供给侧改革、环保标准的提高和督查力度的增加、下游行业集中度的提升，人造板行业有望逐步由总量扩张向结构优化转变。早在2011年，发改委颁布的《产业结构调整指导目录》中就设定单线5万立方米/年以下的普通刨花板、高中密度纤维板，单线3万立方米/年以下的木质刨花板，1万立方米/年以下的胶合板生产装置为“限制类”建设项目。2012年，国土资源部与发改委联合下发实施《限制用地项目目录》和《禁止用地项目目录》规定，单线5万立方米/年以下的高密度纤维板项目，各级国土资源管理部门和投资管理部门一律不得办理相关手续。2018年5月1日，新的国家标准《室内装饰装修材料人造板及其制品中甲醛释放限量 GB 18580-2017》正式实施，新标准规定室内装饰装修材料用人造板及其制品中甲醛释放限量值为0.124毫克每立方米，限量标识为E1，取消了原甲醛释放限量值标准较为宽松的E2级。

与此同时，消费者购买家居的环保意识也在逐渐增强。消费需求和行业政策都促使人造板行业走向转型升级。环保型与功能性高端产品保持旺盛需求态势，更多企业致力于引进新的环保、安全生产工艺和设施，开发满足不同功能需求的特殊功能性人造板产品和游离甲醛释放量更低或无添加醛的人造板产品。

此外，刨花板行业的下游定制家居行业近年来行业规模不断扩大，行业内龙头企业增速较快。这些企业的供应商也将持续受益于下游行业的扩张和集中度的提升，预计刨花板总需求将持续增长。

表 7 下游定制家居公司增速很高

公司	2018年营业收入增速(%)	2017年营业收入增速(%)	2016年营业收入增速(%)
皮阿诺	34.34	31.11	23.12
尚品宅配	24.83	32.23	30.39
索菲亚	18.66	36.02	41.75
欧派家居	18.53	36.11	27.23
我乐家居	18.26	35.32	16.80
金牌厨柜	18.01	31.22	40.25
好莱客	14.46	30.02	32.44
志邦家居	12.80	37.38	32.11

资料来源：Wind，德邦研究

3. 工装快速增长，品牌+产品力+服务能力构筑公司护城河

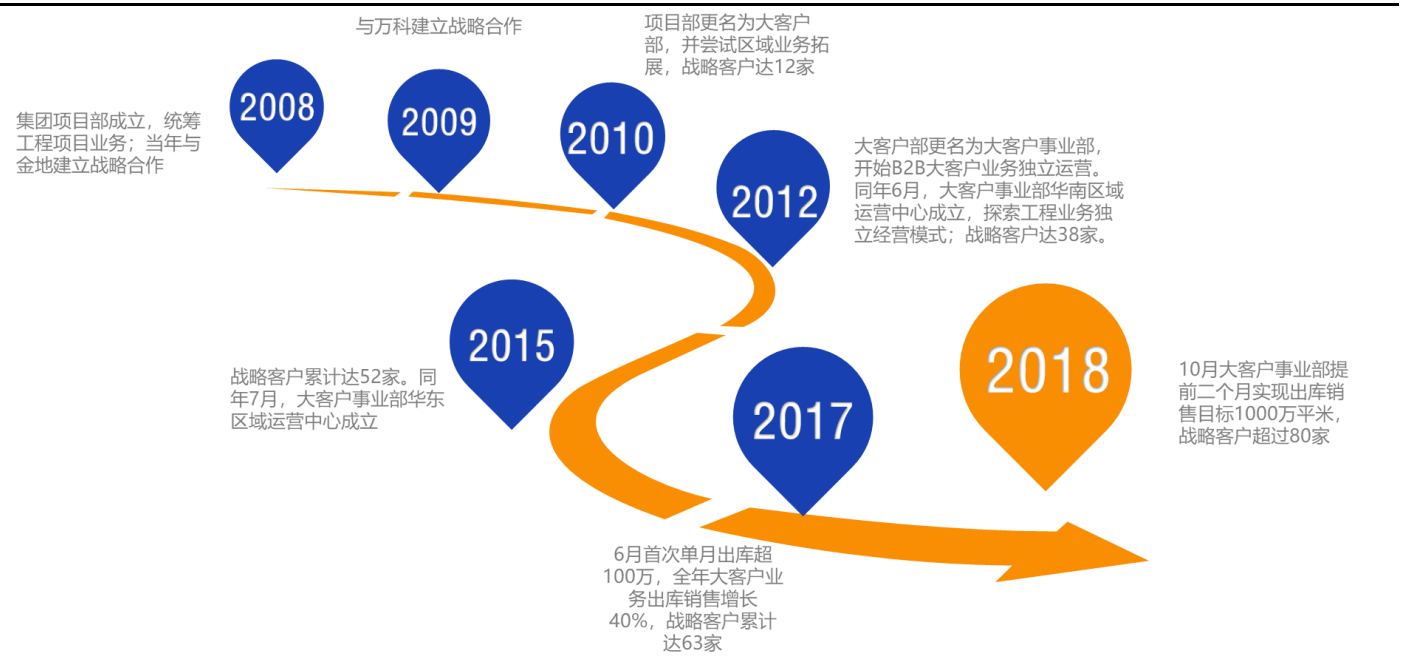
3.1 与龙头地产深度合作，受益于全装修政策工装高速增长

我国目前全装修占比全国范围内还不到30%，2017年住建部发布的《建筑业发展

十三五规划》明确提出了2020年新开工成品住宅面积达到30%的绿色发展目标。30%相对于欧美国家住宅产业化和住宅部件化80%以上的渗透率仍然很低，意味着全装修在全国范围内才刚刚起步。虽然全国范围内全装修比例仍然较低，但一二线城市和部分省市的全装修政策出台相对较早，对新建住宅的全装修比例要求标准也比较高，例如浙江省从2016年10月起要求全省各市、县中心城区出让或划拨土地上的新建住宅，全部实行全装修和成品交付，鼓励在建住宅积极实施全装修。2019年2月，住建部发布的《住宅项目规范（征求意见稿）》提出，“城镇新建住宅建筑应全装修交付”，未来地产行业全装修趋势不可逆。

地产行业的全装修趋势促进了近年来家居公司工程渠道业务的发展。工程渠道业务对供应商的资质、生产交付能力、安装服务能力、掌控账期回流资金的能力以及供应商的品牌知名度都有较高的要求。“圣象”地板早在2008年就成立项目部统筹工程业务，2009年与万科建立战略合作。2012年公司大客户事业部独立运营，至2018年10月底，大客户事业部首次单一年度出库量突破1000万平米，标志着公司在工程领域达到了新的高度。多年工装业务的经验和客户资源的积累，使得“圣象”地板无论是在品牌知名度、账期的管控能力还是工程渠道业务整体实施能力等方面，都在业内具有很强的竞争优势。2017和2018年，公司工程类地板的收入增速均超过40%，截至2018年底，工程类地板收入占木地板总收入的比例已超过25%。

图 21 圣象集团大客户事业部的发展历程

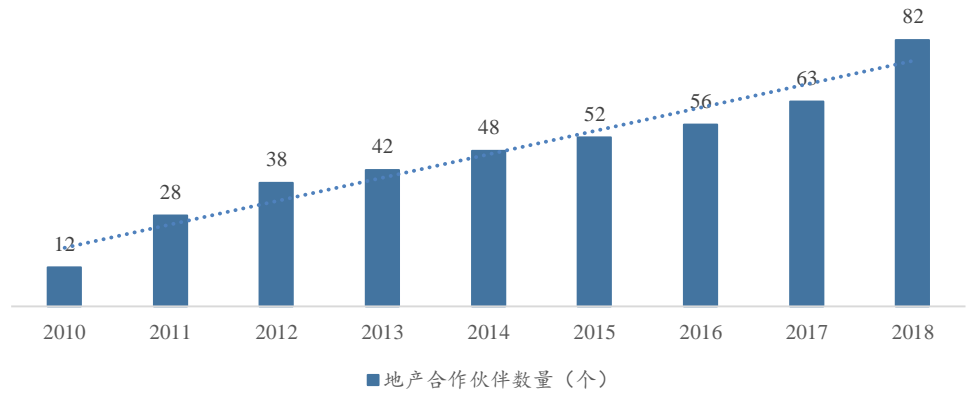


资料来源：“圣象”地板新闻，德邦研究

目前公司工程业务的合作伙伴基本覆盖百强地产。截至2018年底，“圣象”地板共有80多个地产合作伙伴，完成超过5000项工程合作项目，累计铺装面积超过5400万平方米，实现120多万套精装修交付。其中，万科是公司最大的客户，2017年万科接近一半的地板工程业务由“圣象”地板完成。与此同时，公司也在逐步扩大与碧桂园、恒大等地产龙头的合作规模。

龙头地产是全国精装房建设的主力军。根据产业信息网的数据，TOP50地产公司占据了全国66.10%的精装房市场份额。同时，近年来下游地产行业的集中度不断提升，以销售规模为衡量指标，2018年TOP10房企集中度同比增长2.7个百分点至26.9%，TOP20房企集中度同比增长5个百分点至37.5%。“圣象”地板通过与这些龙头地产客户深度合作，其市场份额也能稳步增长。

图 22 公司每年都有新增工程合作伙伴



资料来源:“圣象”地板新闻, 德邦研究

图 23 “圣象”地板的主要大客户



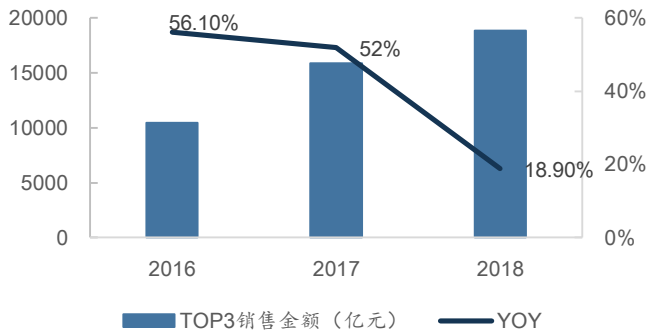
资料来源: 圣象官网, 德邦研究

表 8 TOP200 房企 2015-2018 年分梯队集中度变化情况

梯队集中度	2015	2016	2017	2018
TOP3	7.7%	8.9%	11.9%	12.6%
TOP4-10	9.3%	9.8%	12.3%	14.3%
TOP11-20	6.1%	6.5%	8.3%	10.6%
TOP21-30	3.5%	4.2%	5.9%	7.7%
TOP31-50	5.5%	5.9%	7.5%	9.9%
TOP51-100	7.9%	9.5%	9.6%	11.6%
TOP101-200	-	8.0%	6.7%	7.6%

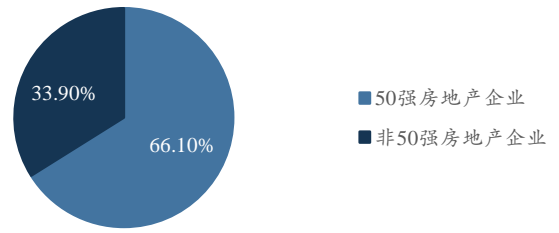
资料来源: CRIC, 德邦研究

图 24 TOP3 房企近三年销售规模及同比增速



资料来源: CRIC, 德邦研究

图 25 地产 50 强占精装房市场的份额



资料来源: 产业信息网, 德邦研究

3.2 绿色全产业链, 品牌+产品力+服务能力铸就公司护城河

“绿色产业链”是公司的重要发展战略。大亚人造板是“圣象”地板的重要基材之一, 公司已全面涵盖林业资源、基材、工厂、研发、设计、营销和服务等七大环节, 形成了一个全面而完整的品质智控体系。

原材料方面, 公司产品的主要原材料是原木、“三剩物”和次小薪材, 受国家林业产业政策以及生产基地周边国家地区政策的影响, 木材采伐量存在调减的预期。目前公司采取自建速生林、合作建林和收购已有林地等方式以确保原材料的长期供应。此外, 公开资料显示公司拥有约 20 万亩自有产权的林地, 且自有林地均基本处于未开采的状态, 为公司应对可能出现的原材料缩减和价格剧烈波动提供了坚实的后备保障。

另外, “圣象”地板的安装、维修和销售服务水平行业内一流。公司率先在行业内打破安装外包模式, 全国配备了 10,000 名左右的安装技师随时待命, 为消费者提供专业服务。地板安装的好坏直接决定了产品体验感, “圣象”地板的安装队伍由总部统一管理, 统一考核。据了解, “圣象”地板的返修率远低于行业平均水平。

与此同时, “圣象”地板在全国拥有接近 3,000 家统一授权、统一形象的地板专卖店, 并开拓了天猫、京东、苏宁的在线分销专营店, 庞大的营销网络终端有利于公司为客户提供专业的售前、售中和售后服务。此外, “圣象”地板拥有专业的物流配送体系, 能快速满足客户的安装配送需求。

图 26 “圣象”地板的安装服务流程

1 送货用户家中, 请用户确认货物的品种, 规格和数量情况, 结算货款。	2 取认施工条件, 保证地面干燥平整。	3 确认铺设方案, 检查门缝, 门套等预留空间, 询问并标注房间布线情况。
4 切割门套等, 留出安装所需空间, 安装扣条底座和踢脚板打钉。	5 铺设地垫等防潮材料, 接缝处用胶带密封。	6 从长边开始铺设地板, 端头地板长度不少于 30 厘米。
7 安装踢脚板, 补钉眼和安装扣条。	8 清理安装现场, 请用户签字验收, 结算并多退少补, 填写用户报修卡。	9 告知使用保养注意事项, 进入售后服务流程。

资料来源: 圣象集团官网, 德邦研究

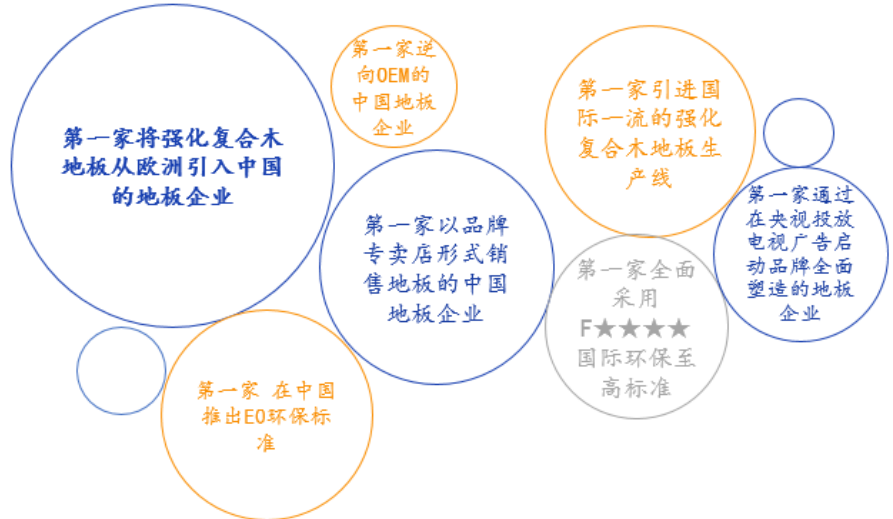
近年来行业内“毒地板”事件层出不穷, 甲醛释放量是消费者购买地板时的重要考虑因素。消费者往往会优先考虑购买品牌知名度高、安装服务能力强和售后维修有保障的品牌地板。“圣象”的品牌认可度很高, 深耕地板行业 20 多年, 是行业内第一家将强化复合地板从欧洲引入中国的企业, 销量全国第一, 也是中国房地产行业木质地面铺装

材料最大的供应商。2018年“中国500最具价值品牌”排行榜显示“圣象”的品牌价值已达415.62亿元，多次获得“全国同类产品销量第一名”、“消费者最信赖品牌”、“中国木地板十大品牌”等称号。可以说，品牌是“圣象”地板最核心的资产。

此外，公司产品在性能、环保和外观等各方面均具备较强的竞争实力，能够快速满足不同客户和不同市场的需求。无论是地板还是人造板，公司的生产技术、工艺和研发均处于行业领先地位。公司研发中心相继推出锁扣技术、地板抗菌技术、负离子技术等多项领先技术和产品，这与公司每年投入大量的研发费用、对人才和先进设备与技术引进给予充分的重视密不可分。具体来说，公司先后设立博士后科研工作站、省级技术中心、工程中心，拥有行业内首家经国家认证的地板实验室。2018年，公司共投入研发费用1.49亿，分别占公司净资产和营业收入的3.31%和2.05%，同比增加176.1%。2018年公司共申请专利79件，其中发明专利41件，实用新型专利34件，外观设计专利4件。

2019年公司拟发行可转债，募集资金12亿，其中6.15亿用于研发营销中心的建设，该项目总投资估算为8.44亿元。项目完成后有助于提高功能性人造板、功能性地板等产品的研发设计水平，为提高公司的品牌影响力奠定基础。项目所建设的大数据平台，将成为公司信息流中心，数据信息将助力公司未来发展，提升公司智慧管理的水平。

图 27 “圣象”地板实现了行业内多个第一

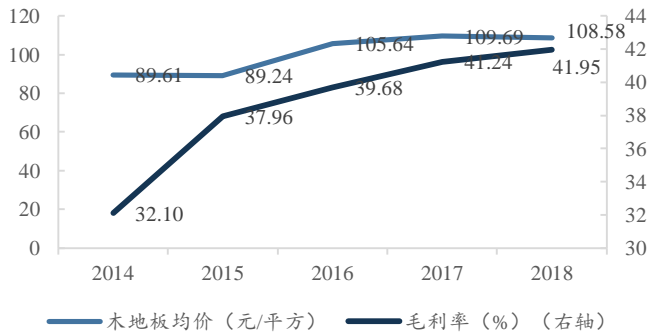


资料来源：圣象集团官网，德邦研究

较高的品牌知名度、优秀的产品力和一流的服务能力都是“圣象”地板能连续多年提价和保持高毛利率的主要原因。从公司历年披露的财务数据来看，近年来公司地板业务几乎每年单位平米的均价都有所上调。2018年公司木地板尽管从报表口径计算得出的销售均价略有下降，但从零售渠道来看，估计木地板整体提价5%左右，零售渠道的强化、多层和三层均有提价。目前公司产品在零售渠道的定价水平处于行业第一梯队。通过研究发现，在各大电商平台，品牌地板相对于一般地板存在明显的溢价能力，强化地板的溢价水平大约在30元/平米以上，多层和三层复合地板的溢价水平更高。且产品符合的环保标准越高，价格越高。

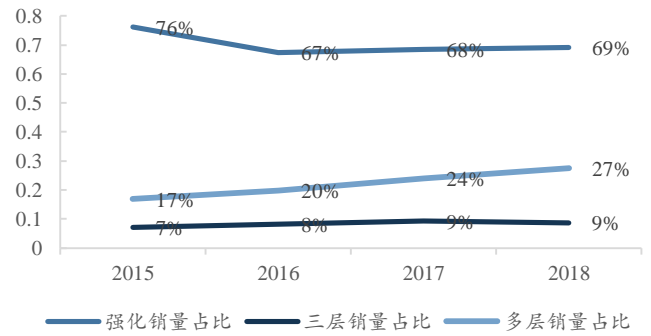
但是，由于目前公司单一产品的价格水平已经处于行业领先地位，预计未来“圣象”地板单个产品的提价空间不是很大。我们认为，未来公司主要通过持续开发新品、调整产品结构，增加相对于强化复合地板价格更高的多层或三层实木复合地板的销售占比来提升地板业务的整体均价和盈利能力。目前公司强化复合地板的销量占比已经从2015年的76%下降至2018年的69%左右（2018年的销量数据是估算）。产品结构的调整也符合行业的发展趋势，有助于保证“圣象”品牌的中高端定位，符合公司提倡绿色环保的发展战略。

图 28 公司近五年木地板均价和毛利率呈上升趋势



资料来源：公司公告，德邦研究

图 29 多层地板的销量占比提高，强化销量占比下降



资料来源：公司公告，德邦研究

大亚人造板拥有先进的技术设备、规模化生产的能力、产品绿色环保等优势，是行业内知名品牌的首选原材料供应商。大亚人造板总部位于江苏丹阳，在广东、江西等多地设有制造工厂，并在上海、广州、北京、武汉、成都、沈阳、大连等地设有区域营销中心。“大亚”板材的产品质量稳定、密度均匀、规格齐全，是非常环保的装修基材。2018 年公司成功开发了高防潮、低吸涨刨花板，并获得发明专利，开发了人造板防霉剂及抗菌防霉人造板和普通低成本定制防潮刨花板，进一步增强了“大亚”人造板的品牌影响力。

人造板业务的客户主要是 B 端客户，包括欧派家居、索菲亚、尚品宅配等在内的多家定制家居龙头和“圣象”地板、大自然家居、菲林格尔等在内的多家地板龙头以及 TATA 木门、博洛尼等知名家具制造商，均选择大亚人造板作为他们的基材供应商。

图 30 大亚人造板的部分客户展示



资料来源：大亚人造板集团官网，德邦研究

品牌方面，大亚人造板以 125.86 亿元的品牌价值荣登 2018 年“中国 500 最具价值品牌”人造板行业榜首。大亚人造板在全国推广家居环保概念，率先推出 E0 级环保标准，各分公司皆已通过 ISO9001:2000 质量体系认证和 ISO14001 环境管理体系认证，

请务必阅读正文之后的信息披露和法律声明

产品通过中国环境标志产品认证（十环认证）、FSC-COC 认证、日本 JIS 标准 F4 星认证、美国加州 CARB 认证。

4. 盈利预测和投资评级

4.1 盈利预测

我们对公司的各项业务做如下的拆分和假设：

- 木地板业务：**对木地板业务的收入增速按渠道拆分，受益于全装修政策的推广和落地，近两年公司地板工程业务收入的增速超过 40%。目前全装修的渗透率提升和下游房地产集中度持续提升的趋势明显，公司每年都在开发新的合作伙伴。伴随下游地产客户的市占率提高，预计公司的工程业务收入能持续高速增长。但考虑到前期体量和产能等因素，假设 2019 年增速 33.70%，2020 年增速 25.50%，2021 年增速 17.30%，增速逐渐放缓，但收入占比持续提升。零售渠道方面，考虑到公司零售终端目前已达到 3000 家门店，继续大规模开店的可能性小，且设计师渠道和高用渠道的收入占比较小，近期增速不够理想，预计零售和这两块渠道合计收入增速约为-6%、-5.5%和-4.5%。海外渠道方面，18 年受贸易摩擦影响较大，且“圣象”地板的海外品牌知名度明显不如国内，收入连续下滑。公司积极寻求在该渠道有所突破，但我们预计短期内反转的概率有限，假设该渠道的收入增速时偏谨慎，预计 2019-2021 年收入增速为-11.5%、-10%和-8%。毛利率方面，考虑到木地板过去年份的毛利率已经较高但产品结构仍在持续优化，假设未来三年毛利率维持稳定，2019-2021 年毛利率分别为 42.2%、42.3%和42.36%。
- 人造板业务：**人造板业务目前产能 185 万立方米但 2018 年仅销售 154 立方米，主要是刨花板 18 年设备仍处于调试阶段，并且人员和管理仍在磨合中，2018 年刨花板尚未达预期。预计 2019 年将有所改善，假设未来三年保持现有产能规模，预计到 2021 年基本上完成现有产能消化，2019-2021 年的销量分别增加 6.55%、5.00%和5.00%。人造板行业的供给比较充足，且以 B 端客户为主，预计未来销售价格保持前几年的平稳增长，假设 2019-2021 年均价都提升 1%。预计毛利率稳中向好，假设 2019-2021 年毛利率分别为 22.77%、22.85%和 22.90%。
- 层压板和木门及衣帽间业务：**这两块业务都不是公司的重点业务，假设层压板收入延续近两年的下降走势，2019-2021 年收入增速分别为-12%、-13%和-10%。木门及衣帽间维持 2018 年的平稳走势，假设未来三年收入增速均为 1.5%。假设两块业务毛利率水平和 2018 年接近。

表 9 业绩拆分

	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
木地板						
收入(百万)	4,444.33	4,931.72	5,046.90	5259.42	5524.94	5772.88
YOY		10.97%	2.34%	4.21%	5.05%	4.49%
零售+其他设计师渠道等						
收入	2,614.03	2,871.34	2,662.91	2503.14	2365.46	2259.02
YOY		9.84%	-7.26%	-6.00%	-5.50%	-4.50%
工程渠道						
收入	704.53	986.34	1,430.20	1912.18	2399.78	2814.94
YOY		40%	45%	33.70%	25.50%	17.30%
海外渠道						

收入	1,125.77	1,074.04	953.79	844.10	759.69	698.92
YOY		-4.60%	-11.20%	-11.50%	-10.00%	-8.00%

成本	2,680.84	2,897.91	2,929.77	3122.57	3394.85	3760.69
毛利	1,763.48	2,033.80	2,117.13	2219.47	2337.05	2445.39
毛利率(%)	39.68	41.24	41.95	42.20	42.30	42.36

中高密度板						
收入	1,685.60	1,754.69	1,915.14	2060.99	2185.68	2317.91
销量(立方)	138.00	144.00	154.00	164.087	172.29135	180.9059175
YOY		4.35%	6.94%	6.55%	5.00%	5.00%
单价(元/立方)	1,221.45	1,218.53	1,243.60	1256.03	1268.59	1281.28
YOY		-0.24%	2.06%	1.00%	1.00%	1.00%

成本	1,314.21	1,381.35	1,479.31	1591.70	1686.25	1787.11
毛利	371.39	373.33	435.83	469.29	499.43	530.80
毛利率(%)	22.03	21.28	22.76	22.77	22.85	22.90

层压板等						
收入	332.14	292.72	246.75	217.14	188.91	170.02
YOY		-11.87%	-15.70%	-12%	-13%	-10%
成本	269.84	234.40	196.84	173.60	151.00	135.85
毛利	62.30	58.32	49.91	43.54	37.91	34.17
毛利率(%)	18.76	19.92	20.23	20.05	20.07	20.10

木门及衣帽间						
收入	15.23	7.62	7.76	7.88	7.99	8.11
YOY		-49.97%	1.84%	1.50%	1.50%	1.50%
成本	11.90	6.28	5.79	5.87	5.95	6.02
毛利	3.33	1.34	1.98	2.01	2.04	2.09
毛利率(%)	21.88	17.55	25.45	25.50	25.55	25.78

其他业务						
收入	48.43	61.52	44.73	42.49	41.22	41.22
YOY		27.03%	-27.29%	-5%	-3%	0%
成本	31.70	23.23	5.25	5.06	4.88	4.85
毛利	16.73	38.28	39.48	37.44	36.33	36.37
毛利率(%)	34.55	62.23	88.26	88.10	88.15	88.23

备注：红色字体为盈利预测假设

资料来源：德邦研究

4.2 投资评级

公司是木地板行业 and 人造板行业的龙头企业，拥有“圣象”地板和“大亚”人造板两个知名品牌。预计公司未来三年收入增长主要是依靠地板工程渠道的拉动。同时人造板的产能将消化完毕。公司是全产业链覆盖的企业，产品结构不断优化，产品定位中高端，预计未来三年整体销售毛利率保持平稳。

预计公司 2019-2021 年分别实现营收 75.88/79.49/83.10 亿元，同比增长 4.5%

/4.8%/4.5%，实现归母净利润 7.86/8.41/9.02 亿元，同比增长 8.5%/7.0%/7.1%。2019 年 5 月 7 日收盘价 12.00 元对应 PE 为 8.45X/7.90X/7.37X。参考可比公司平均 PE (TTM) 31.28 倍，考虑到公司的业绩增速放缓但龙头地位稳固且目前估值处于历史低位，给予公司 19 年 PE 9-12 倍，对应股价 12.78-17.04 元，首次覆盖给予“买入”评级。

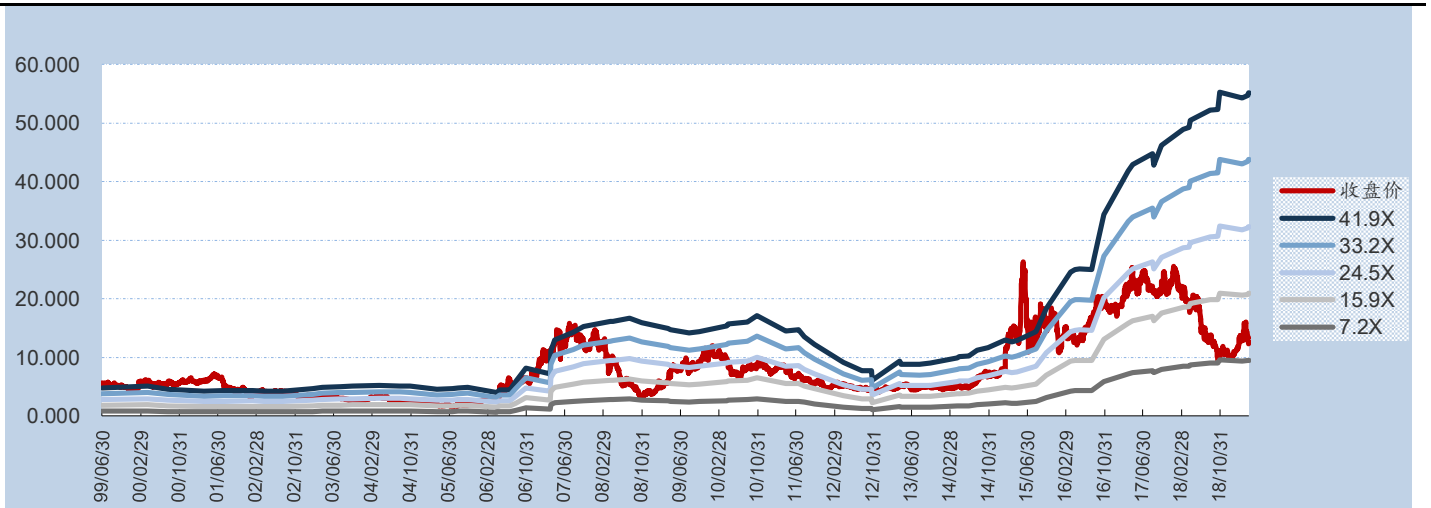
表 10 可比公司相对估值表

证券简称	主业	总市值 (亿元)	营业收入 (亿元)	归属母公司股东的净利润 (亿元)	市盈率 PE(TTM)倍	预测 PE 2019 (倍)
德尔未来	地板	52.43	17.68	1.04	53.68	-
丰林集团	人造板, 林木业务	35.77	15.97	1.39	27.87	17.83
菲林格尔	地板, 厨具	30.80	8.35	0.99	32.55	27.02
大自然家居	地板, 家装	19.69	29.18	1.57	11.01	-
平均值	-	34.67	17.80	1.25	31.28	22.43
大亚圣象	地板, 人造板	65.26	72.61	7.25	8.94	8.30

备注：标红为 Wind 一致预测，此表收盘日期是 2019 年 5 月 6 日

资料来源：Wind，德邦研究

图 31 大亚圣象 PE-Band (上市以来)



资料来源：Wind，德邦研究

5. 风险提示

- 1) 工装业务增长不及预期
- 2) 地产景气度回升不及预期
- 3) 下游木材等原材料大幅涨价
- 4) 公司治理出现重大不稳定因素

财务报表分析和预测

主要财务指标	2018	2019E	2020E	2021E	利润表 (百万元)	2018	2019E	2020E	2021E
每股指标 (元)					营业收入	7261	7588	7949	8310
每股收益	1.31	1.42	1.52	1.63	营业成本	4617	4816	5036	5261
每股净资产	7.81	8.94	10.32	11.80	毛利率%	36.4	36.5	36.6	36.7
每股经营现金流	1.81	1.67	1.79	1.96	营业税金及附加	114	118	124	130
每股股利	0.13	0.13	0.14	0.15	营业税金率%	1.6	1.6	1.6	1.6
价值评估 (倍)					营业费用	958	1001	1048	1093
P/E	9.17	8.45	7.90	7.37	营业费用率%	13.2	13.2	13.2	13.2
P/B	1.54	1.34	1.16	1.02	管理费用	619	645	670	694
P/S	0.91	0.88	0.84	0.80	管理费用率%	8.5	8.5	8.4	8.4
EV/EBITDA	5.20	4.36	3.52	2.78	研发费用	149	154	150	154
股息率%	1.1	1.1	1.2	1.2	研发费用率%	2.0	2.0	1.9	1.9
盈利能力指标 (%)					EBIT	805	854	920	978
毛利率	36.4	36.5	36.6	36.7	财务费用	7	-14	-10	-26
净利润率	10.0	10.4	10.6	10.8	财务费用率%	0.1	-0.2	-0.1	-0.3
净资产收益率	16.7	15.9	14.7	13.8	资产减值损失	19	-4	-3	-4
资产回报率	10.4	10.1	9.7	9.3	投资收益	9	9	10	10
投资回报率	22.5	22.5	23.3	23.1	营业利润	901	993	1061	1135
盈利增长 (%)					营业外收支	1	1	1	1
营业收入增长率	3.0	4.5	4.8	4.5	利润总额	902	993	1062	1135
EBIT 增长率	1.0	6.1	7.8	6.3	EBITDA	998	1071	1135	1207
净利润增长率	10.0	8.5	7.0	7.1	所得税	137	157	162	175
偿债能力指标					有效所得税率%	15.2	15.9	15.3	15.4
资产负债率%	35.2	33.3	30.8	28.9	少数股东损益	40	50	58	59
流动比率	1.8	2.1	2.3	2.6	归属母公司所有者净利润	725	786	841	902
速动比率	1.1	1.3	1.6	1.8					
现金比率	0.7	0.9	1.1	1.3	资产负债表 (百万元)	2018	2019E	2020E	2021E
经营效率指标					货币资金	1693	2214	2890	3541
应收帐款周转天数	45.2	52.0	56.0	60.0	应收款项	875	1081	1220	1366
存货周转天数	133.9	134.5	134.3	134.3	存货	1750	1774	1853	1936
总资产周转率	1.1	1.0	1.0	0.9	其它流动资产	179	230	248	272
固定资产周转率	6.3	6.5	8.2	9.5	流动资产合计	4498	5299	6210	7116
					长期股权投资	35	39	44	48
					固定资产	1248	1071	877	869
					在建工程	15	215	415	530
					无形资产	537	528	510	495
					非流动资产合计	2440	2459	2451	2547
现金流量表 (百万元)	2018	2019E	2020E	2021E	资产总计	6938	7758	8661	9663
净利润	725	786	841	902	短期借款	233	240	245	249
少数股东损益	40	50	58	59	应付账款	1074	1079	1124	1176
非现金支出	211	213	211	224	预收账款	426	489	497	525
非经营收益	-8	20	38	38	其它流动负债	700	770	792	832
营运资金变动	35	-142	-160	-135	流动负债合计	2433	2578	2658	2782
经营活动现金流	1003	927	989	1087	长期借款	0	0	0	0
资产	-650	-225	-195	-313	其它长期负债	7	7	7	7
投资	-5	-5	-4	-4	非流动负债合计	7	7	7	7
其他	27	9	10	10	负债总计	2440	2585	2665	2789
投资活动现金流	-628	-221	-190	-308	实收资本	554	554	554	554
债权募资	-131	7	5	4	普通股股东权益	4328	4954	5719	6538
股权募资	1	0	0	0	少数股东权益	170	219	278	336
其他	-137	-191	-128	-133	负债和所有者权益合计	6938	7758	8661	9663
融资活动现金流	-266	-185	-123	-129					
现金净流量	109	522	676	650					

备注：表中计算估值指标的收盘价日期为 5 月 7 日

资料来源：公司年报 (2018)，德邦证券研究所

信息披露

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

投资评级说明

	类别	评级	说明
1. 投资评级的比较和评级标准： 以报告发布后的6个月内的市场表现 为比较标准，报告发布日后6个月 内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅 相对同期市场基准指数的涨跌幅； 2. 市场基准指数的比较标准： A股市场以德邦综指为基准；香港市 场以恒生指数为基准；美国市场以标 普500或纳斯达克综合指数为基准。	股票投资评级	买入	相对强于市场表现 20%以上；
		增持	相对强于市场表现 5%~20%；
		中性	相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
		减持	相对弱于市场表现 5%以下。
	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平 10%以上；
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与 10%之间；
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平 10%以下。

法律声明

本报告仅供德邦证券股份有限公司（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。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

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、价值及投资收入可能会波动。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。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下，德邦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。

本报告仅向特定客户传送，未经德邦证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容，务必联络德邦证券研究所并获得许可，并需注明出处为德邦证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，德邦证券股份有限公司的经营范围包括证券投资咨询业务。