投资评级：增持(下调评级)

当前价格(元)： 10.19
合理价格区间(元)： 11.28～12.27

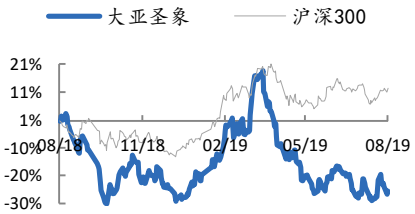
证券分析师

王湉湉
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（%）	1.1	-8.9	-6.8
相对涨幅（%）	2.2	-8.4	-11.7

资料来源：德邦研究

相关研究

《大亚圣象：低估的品牌木地板和人造板龙头》

单二季度收入下滑，降本增效释放利润

大亚圣象(000910)

投资要点：

- **Q2 收入下滑 5 个百分点，但利润维持增长。**公司上半年共实现营业收入 30.83 亿元，YOY -2.45%；实现归母净利润 1.97 亿元，YOY 9.57%；扣非归母净利润 1.87 亿元，YOY 5.91%。上半年实现经营活动现金净流量-0.56 亿元，YOY-170.88%，主要是报告期内销售商品、提供劳务收到的现金减少所致。分季度来看，公司 Q2 实现营业收入 16.70 亿元，YOY -5.25%，环比减少 6.33 个百分点。

- 虽然单二季度的业绩表现较弱，但参考已经披露的家居行业公司 2019 年中报，考虑到现有的宏观地产环境，我们认为公司的业绩表现是基本符合预期的，期待下半年传统销售旺季和地产竣工的修复能拉动公司业绩走出低谷。

降本增效提高经营质量，整体毛利率小幅提升。上半年公司强化了采购过程控制，加强制度建设和管理降本增效，强化产品质量管控。报告期内公司整体毛利率较去年同期提升 0.1 个百分点，木地板毛利率提升 0.86 个百分点，木门及衣帽间毛利率提升 4.31 个百分点，中高密度板毛利率下滑 1.53 个百分点。费用投放方面，销售费用率同比减少 0.29 个百分点。短期借款减少，整体资产负债率较去年同期大幅下降 7.86 个百分点，财务费用率减少 0.23 个百分点。管理费用下降，但研发费用上升，主要是试验材料较去年同期增加了 2359 万元。

环保成本增加和下游需求疲软加速行业中小企业出清。公司实行“绿色产业链”战略，已涵盖林业资源、基材、工厂、研发、设计、营销、服务七大环节。“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。公司在木地板和人造板行业的市占率均是第一，在木地板领域的市占率超过 10%。今年环保督查力度不减，家居下游需求疲软，年初至今已有许多中小家居企业破产。公司早期的环保投入和产品绿色升级都逐渐成为了发展优势。

下调盈利预测，调整评级至“增持”。从 2019-2021 年归母净利润 7.86/8.41/9.02 亿元调整至 7.81/8.38/8.89 亿元，对应 19-21 年 PE 为 7.23x/6.73x/6.34x。木地板在家居产业中行业集中度相对较高，竞争格局相对稳定，依托全产业链和渠道优势，公司的龙头低位比较稳固。尽管单二季度收入下滑明显，但考虑到下半年是传统销售旺季，且去年下半年增长基数较低，对公司业绩方面没有过多担心。但对公司控股股东部分股份被冻结，以及其银行借款逾期的问题需保持关注，提示相关风险。当前情况下，我们给予公司 2019 年合理估值 PE8-8.7 倍的判断，对应目标价 11.28-12.27 元，调整评级至“增持”。

风险提示。地产持续低迷，下半年传统旺季销售不旺，控股股东贷款逾期等问题影响上市公司发展

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)	16.19-9.55
总市值(百万)	5,645.06
总资产(百万)	7,053.49
每股净资产(元)	8.06

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	7377	7604	7814
（+/-）YoY（%）	7.9	3.0	1.6	3.1	2.8
净利润（百万元）	659	725	781	838	890
（+/-）YoY（%）	21.8	10.0	7.7	7.4	6.2
全面摊薄 EPS（元）	1.19	1.31	1.41	1.51	1.61
毛利率（%）	35.5	36.4	36.8	37.1	37.3
净资产收益率（%）	18.9	16.7	15.8	14.7	13.7

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

1.盈利预测调整的说明

1.1调整核心假设

1）**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32%，2020年增速25%，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，且设计师渠道和商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-9%，-7%和-6%。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，上半年海外业务收入表现好于此前预期，预计2019-2021年收入增速为-5%、-5%和-5%。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%。

2）**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。根据中报业绩，我们预计2019-2021年的销量与18年持平。人造板行业的供给比较充足，且以B端客户为主，假设2019-2021年均价也与前期基本持平。根据中报披露情况，假设2019-2021年毛利率分别为22.60%，22.61%和22.63%。

3）**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%。木门及衣帽间中报收入增速不达此前预期，假设2019-2021年收入增速为-40%，-30%和-20%。假设层压板业务毛利率水平和2018年接近，木门及衣帽间毛利率根据中报情况上调至27.60%，28.00%和28.50%。

1.2盈利预测调整

基于上述调整后的核心假设，从2019-2021年归母净利润7.86/8.41/9.02亿元调整至7.81/8.38/8.89亿元，对应19-21年PE为7.23x/6.73x/6.34x。木地板在家居产业中行业集中度相对较高，竞争格局相对稳定，依托全产业链和渠道优势，公司的龙头低位比较稳固。尽管单二季度收入下滑明显，但考虑到下半年是传统销售旺季，且去年下半年增长基数较低，对公司业绩方面没有过多担心。

但是对控股股东部分股份被冻结，以及其银行借款逾期的问题需保持关注，提示相关风险。当前情况下，我们给予公司2019年合理估值PE8-8.7倍的判断，对应目标价11.28-12.27元，调整评级至“增持”。

财务报表分析和预测

主要财务指标	2018	2019E	2020E	2021E
每股指标（元）				
每股收益	1.31	1.41	1.51	1.61
每股净资产	7.81	8.93	10.31	11.76
每股经营现金流	1.81	1.36	1.87	1.94
每股股利	0.13	0.13	0.14	0.15
价值评估（倍）				
P/E	7.88	7.23	6.73	6.34
P/B	1.32	1.14	0.99	0.87
P/S	0.78	0.76	0.74	0.72
EV/EBITDA	4.26	3.61	2.75	2.08
股息率%	1.3	1.3	1.4	1.5
盈利能力指标（%）				
毛利率	36.4	36.8	37.1	37.3
净利润率	10.0	10.6	11.0	11.4
净资产收益率	16.7	15.8	14.7	13.7
资产回报率	10.4	10.5	10.0	9.6
投资回报率	22.5	21.2	22.5	22.1
盈利增长（%）				
营业收入增长率	3.0	1.6	3.1	2.8
EBIT 增长率	1.0	5.3	8.4	5.1
净利润增长率	10.0	7.7	7.4	6.2
偿债能力指标				
资产负债率%	35.2	30.7	28.4	26.2
流动比率	1.8	2.2	2.5	2.8
速动比率	1.1	1.4	1.7	2.0
现金比率	0.7	0.9	1.2	1.4
经营效率指标				
应收帐款周转天数	45.2	52.0	56.0	60.0
存货周转天数	133.9	134.5	134.3	134.3
总资产周转率	1.1	1.0	1.0	0.9
固定资产周转率	6.3	6.4	7.8	9.0

现金流量表（百万元）	2018	2019E	2020E	2021E
净利润	725	781	838	890
少数股东损益	40	49	58	58
非现金支出	211	213	211	224
非经营收益	-8	19	36	36
营运资金变动	35	-311	-106	-132
经营活动现金流	**1003**	**751**	**1038**	**1076**
资产	-650	-225	-195	-313
投资	-5	-5	-4	-4
其他	27	9	10	10
投资活动现金流	**-628**	**-221**	**-190**	**-308**
债权募资	-131	-30	17	7
股权募资	1	0	0	0
其他	-137	-190	-126	-132
融资活动现金流	**-266**	**-221**	**-109**	**-125**
现金净流量	**109**	**310**	**739**	**644**

利润表（百万元）	2018	2019E	2020E	2021E
营业总收入	**7261**	**7377**	**7604**	**7814**
营业成本	4617	4665	4784	4897
毛利率%	36.4	36.8	37.1	37.3
营业税金及附加	114	115	119	122
营业税金率%	1.6	1.6	1.6	1.6
营业费用	958	959	981	1012
营业费用率%	13.2	13.0	12.9	13.0
管理费用	619	627	641	652
管理费用率%	8.5	8.5	8.4	8.4
研发费用	149	164	160	164
研发费用率%	2.0	2.2	2.1	2.1
EBIT	805	848	919	966
财务费用	7	-13	-8	-24
财务费用率%	0.1	-0.2	-0.1	-0.3
资产减值损失	19	-4	-3	-4
投资收益	9	9	10	10
营业利润	**901**	**985**	**1057**	**1120**
营业外收支	1	1	1	1
利润总额	**902**	**986**	**1058**	**1121**
EBITDA	998	1065	1134	1195
所得税	137	156	161	173
有效所得税率%	15.2	15.9	15.3	15.4
少数股东损益	40	49	58	58
归属母公司所有者净利润	**725**	**781**	**838**	**890**

资产负债表（百万元）	2018	2019E	2020E	2021E
货币资金	1693	2002	2741	3385
应收款项	875	1051	1167	1285
存货	1750	1719	1760	1803
其它流动资产	179	225	240	261
流动资产合计	4498	4996	5907	6733
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
资产总计	**6938**	**7456**	**8358**	**9280**
短期借款	233	203	220	227
应付账款	1074	1045	1068	1094
预收账款	426	422	441	452
其它流动负债	700	612	636	648
流动负债合计	2433	2281	2365	2421
长期借款	0	0	0	0
其它长期负债	7	7	7	7
非流动负债合计	7	7	7	7
负债总计	**2440**	**2288**	**2372**	**2428**
实收资本	554	554	554	554
普通股股东权益	4328	4949	5710	6517
少数股东权益	170	219	277	335
负债和所有者权益合计	**6938**	**7456**	**8358**	**9280**

备注：表中计算估值指标的收盘价日期为 8 月 27 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

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。	类 别	评 级	说 明
	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。