

## 低估值地板龙头，静待治理改善释放业绩 买入（维持）

2019年08月28日

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

研究助理 傅嘉成

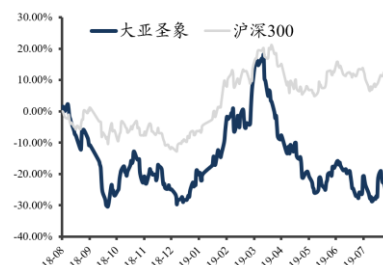
fujch@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入（百万元）	7,261	7,653	8,035	8,461
同比（%）	3.0%	5.4%	5.0%	5.3%
归母净利润（百万元）	725	799	864	924
同比（%）	10.0%	10.2%	8.1%	7.0%
每股收益（元/股）	1.31	1.44	1.56	1.67
P/E（倍）	8.22	7.47	6.91	6.45

### 投资要点

- **公司发布2019年半年报**：报告期内实现收入30.83亿（-2.45%）；归母净利1.97亿（+9.57%）；扣非净利1.87亿（+5.91%）。其中，Q2单季实现营收16.70亿（-5.25%），归母净利1.34亿（+9.51%），扣非净利1.26亿（+4.18%）。
- **地板零售端仍承压，人造板表现平稳**：分业务看，公司木地板营收22.79亿（-3.06%），毛利率40.49%（+0.86pct）；中高密度板营收7.85亿（-0.16%），毛利率19.47%（-1.53pct）；木门及衣帽间255万（-33.77%），毛利率27.61%（+4.31pct）。公司内销收入25.48亿（-2.45%），外销受贸易战影响下滑1.71%至5.19亿。公司拥有人造板产能为185万立方米/年，地板产能达5300万平方米/年。期内公司推出“圣象力量”系列活动，首次提出“全场景实木体验”，品牌认可度不断深化。
- **渠道整合持续推进，管理格局趋稳**：零售端公司目前拥有3000家地板专卖店，同时发力线上渠道，在天猫、京东、苏宁开有分销专营店。工程端与80多家地产商开展业务，与万科、保利、碧桂园等核心客户的合作不断深入，我们预计工程单保持较好增长势头。考虑到公司实际控制人股权纠纷已于18年10月处理完毕，管理层未发生人员变动，我们看好公司治理结构逐步完善、业绩重返增长通道。
- **费用管控初见成效，盈利能力同比改善**：期内公司毛利率为35.31%（+0.09pct），表现稳健。期间费用率合计26.42%（+0.02pct），其中销售费用率15.04%（-0.29pct），其中Q2单季销售费用率13.72%（-0.79pct），营销管理效果显现；管理+研发费用率合计11.17%（+0.54pct），系加大研发投入所致；财务费用0.21%（-0.23pct），主要为利息支出减少和汇兑收益增加所致。综合来看，公司归母净利率为6.39%（+0.70pct），其中Q2单季归母净利率8.01%（+1.08pct），趋势向好。
- **营运能力有所下降，现金回流速度减慢**：公司经营性现金净流量-5621万（-170.84%），主要是由于营业收入减少，销售商品、提供劳务所收现金减少。账上应收账款及票据合计10.41亿，较期初增加1.66亿，应收账款周转天数51.31天，较同期增加7.83天；存货19.55亿，较期初增加2.05亿，存货周转天数167.19天，较同期增加6.98天。
- **品牌价值与产能优势明显，渠道布局助推业绩增长**：公司拥有两大知名品牌“圣象”“大亚”，正积极推行绿色产业链战略，以基材、工厂、研发、设计、营销、服务等环节打造全流程品质管控体系，产品质量与市场认可度可期；3000多家专卖店外加线上商城构建零售营销网络，工程端与地产商合作不断深入，业务有望稳步增长，我们看好公司竞争力及份额的提升。
- **盈利预测与投资评级**：作为地板的绝对龙头，公司虽然零售业务承压，但工程渠道销售依旧稳健增长。随着精装房大势所趋，看好公司B端份额持续提升。我们预计19-21年公司分别实现收入76.53/80.35/84.61亿元，同比增长5.4%/5.0%/5.3%；归母净利润7.99/8.64/9.24亿，同比增长10.2%/8.1%/7.0%；当前市值对应19-21年PE分别为7.47X/6.91X/6.45X，维持“买入”评级。
- **风险提示**：地产调控超预期，原材料价格大幅上升，管理层重大变动。

### 股价走势



### 市场数据

收盘价(元)	10.77
一年最低/最高价	9.05/16.33
市净率(倍)	1.34
流通A股市值(百万元)	5816.90

### 基础数据

每股净资产(元)	8.06
资产负债率(%)	34.42
总股本(百万股)	553.98
流通A股(百万股)	540.10

### 相关研究

- 1、《大亚圣象(000910)：业绩增长稳健的低估品种》  
2019-03-20
- 2、《大亚圣象(000910)：产能突破瓶颈，管理持续改善》  
2018-08-29

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
大亚人造板集团	收入	1684.54	1571.26	1462.8	1549.9	1669.33
	yoy	-9.22%	-6.72%	-6.90%	5.95%	7.71%
	净利润	182.55	154.93	134.18	290.1	414.76
	yoy	-26.06%	-15.13%	-13.39%	116.20%	42.97%
	净利润率	10.84%	9.86%	9.17%	18.72%	24.85%
大亚木业 (肇庆)	收入	417.96	427.99	377.68	391.92	403.63
	yoy	-4.83%	2.40%	-11.75%	3.77%	2.99%
	净利润	37.64	38.35	38.77	70.12	38.87
	yoy	-34.43%	1.89%	1.10%	80.86%	-44.57%
	净利润率	9.01%	8.96%	10.26%	17.89%	9.63%
大亚木业 (茂名)	收入	494.11	530.97	473.38	527.04	473.38
	yoy	-3.19%	7.46%	-10.85%	11.34%	-10.18%
	净利润	62.15	61.76	63.3	69.01	60.2
	yoy	16.67%	-0.63%	2.49%	9.02%	-12.77%
	净利润率	12.58%	11.63%	13.37%	13.09%	12.72%
大亚木业 (江西)	收入	529.65	535.98	410.32	391.98	467.31
	yoy	38.87%	1.20%	-23.44%	-4.47%	19.22%
	净利润	59.93	62	48.27	35.05	29.54
	yoy	204.19%	3.45%	-22.15%	-27.39%	-15.72%
	净利润率	11.31%	11.57%	11.76%	8.94%	6.32%
大亚木业 (黑龙江)	收入	261.15	171.5	104.25	6.34	1.3
	yoy	-24.04%	-34.33%	-39.21%	-93.92%	-79.50%
	净利润	-85.25	-64.2	-114.68	-130.55	-46.94
	yoy	5.47%	24.69%	-78.63%	-13.84%	64.04%
	净利润率	-32.63%	-37.46%	-110.67%	-2052.84%	-4500.00%
大亚木业 (江苏)	收入	-	-	-	-	-
	净利润	-	-	-	-	-9.99
剔除黑龙江公司合计	总收入	2865.11	2894.7	2619.93	2854.5	3012.35
	净利润	342.27	317.04	284.52	464.28	533.38
	净利润率	11.95%	10.95%	10.86%	16.26%	17.71%
地板业务（百万元）		2013	2014	2015	2016	2017
圣象集团	收入	4041.68	4314.93	4230.75	4612.9	5009.9
	yoy	5.18%	6.76%	-1.95%	9.03%	8.61%
	净利润	65.24	97.49	125.81	232	288.01
	yoy	-16.40%	49.43%	29.05%	84.41%	24.14%
	净利润率	1.61%	2.26%	2.97%	5.03%	5.75%
大亚（江苏）地板	收入	391.04	578.57	589.58	633.8	737.55
	yoy	-7.91%	47.96%	1.90%	7.50%	16.37%
	净利润	21.53	26.69	73.08	87.2	95.24
	yoy	4.26%	23.97%	173.81%	19.32%	9.22%
	净利润率	5.51%	4.61%	12.40%	13.76%	12.91%
地板业务合计	总收入	4432.72	4893.5	4820.33	5246.7	5747.45
	净利润	86.77	124.18	198.89	319.2	383.25
	净利润率	1.96%	2.54%	4.13%	6.08%	6.67%

数据来源：Wind，东吴证券研究所

表 2：大亚圣象季度财务数据一览

单位: 百万元	2017Q1	2017Q2	2017Q3	2017Q4	2018Q1	2018Q2	2018Q3	2018Q4	2019Q1	2019Q2
营业总收入	1,258.64	1,693.68	1,876.28	2,219.65	1,397.99	1,762.59	1,949.31	2,151.39	1,413.10	1,670.13
YOY	13.50%	4.95%	17.35%	0.45%	11.07%	4.07%	3.89%	-3.08%	1.08%	-5.25%
归母净利润	40.69	99.12	223.40	295.97	57.50	122.22	262.31	282.77	63.08	133.84
YOY	38.51%	33.64%	25.17%	14.24%	41.32%	23.30%	17.42%	-4.46%	9.69%	9.51%
归母净利润(扣非)	37.82	96.31	221.01	290.70	55.76	120.83	257.44	277.33	61.14	125.89
YOY	34.47%	30.26%	26.89%	10.09%	47.45%	25.47%	16.49%	-4.60%	9.65%	4.18%
毛利率	35.50%	34.54%	37.11%	35.00%	34.03%	36.15%	37.03%	37.63%	34.65%	35.88%
期间费用率	31.09%	26.58%	22.40%	20.50%	28.06%	25.26%	22.64%	20.61%	28.53%	24.84%
其中: 销售费用率	17.44%	15.29%	12.24%	10.83%	16.36%	14.51%	12.92%	10.30%	16.60%	13.72%
管理+研发费用率	12.70%	10.24%	9.32%	9.19%	10.85%	10.63%	9.81%	10.57%	11.41%	11.17%
财务费用率	0.95%	1.05%	0.83%	0.48%	0.85%	0.12%	-0.08%	-0.27%	0.53%	-0.06%
归母净利率	3.23%	5.85%	11.91%	13.33%	4.11%	6.93%	13.46%	13.14%	4.46%	8.01%
存货	1,858.42	1,603.95	1,521.44	1,637.53	1,904.55	2,007.53	1,894.58	1,750.28	1,876.88	1,954.76
较上年同期增减	-16.99	-109.90	-66.00	-99.46	46.12	403.59	373.14	112.75	-27.67	-52.77
应收票据	126.53	105.25	134.34	198.79	137.82	110.94	92.10	113.99	46.71	44.89
较上年同期增减					11.29	5.70	-42.24	-84.80	-91.11	-66.05
应收账款	721.32	830.79	841.86	724.20	678.96	802.84	875.13	761.45	866.97	996.40
较上年同期增减					-42.36	-27.96	33.28	37.25	188.00	193.57
应付账款及应付票据	1042.44	909.63	824.28	973.80	1034.90	1123.37	1044.84	1073.77	1049.38	1147.77
较上年同期增减					-7.54	213.74	220.56	99.97	14.48	24.40
预收账款	365.19	573.11	464.25	535.81	380.61	550.84	413.32	426.10	339.39	452.87
较上年同期增减					15.42	-22.27	-50.92	-109.71	-41.22	-97.98
经营性现金流净额	-36.14	501.66	191.45	532.46	-241.36	320.71	193.59	730.55	-303.91	247.70
较上年同期增减	41.67	9.72	21.26	81.01	-205.22	-180.96	2.14	198.10	-62.55	-73.00
筹资性现金流净额	-60.55	-33.11	-168.26	-171.93	5.18	-71.37	-237.18	36.99	-5.87	-109.60
较上年同期增减	597.56	11.83	-451.24	787.53	65.72	-38.26	-68.92	208.92	-11.05	-38.23
资本开支	41.11	44.99	84.53	124.13	90.18	57.10	31.57	536.49	23.59	18.04
较上年同期增减	26.69	25.79	73.51	68.50	49.08	12.11	-52.96	412.36	-66.59	-39.06
ROE	1.39%	3.35%	7.22%	8.83%	1.63%	3.39%	6.83%	6.76%	1.45%	3.02%
YOY (±)	0.12%	0.19%	0.00%	-0.63%	0.24%	0.05%	-0.39%	-2.07%	-0.18%	-0.37%
资产负债率	46.97%	48.39%	43.79%	42.13%	40.17%	42.28%	35.01%	35.17%	32.54%	34.42%
YOY (±)	-9.27%	-9.82%	-13.17%	-6.81%	-6.80%	-6.11%	-8.77%	-6.96%	-7.63%	-7.87%

数据来源: Wind, 东吴证券研究所

表 3：大亚圣象收入拆分一览

(百万元)	2015H1	2015H2	2016H1	2016H2	2017H1	2017H2	2017	2018H1	2018H2	2019H1
营业总收入	3629.08	4047.63	2722.83	3808.55	2952.33	4095.93	7048.26	3160.58	4100.70	3083.24
YOY	-3.06%	-13.81%	-24.97%	-5.91%	8.43%	7.55%	7.91%	7.05%	0.12%	-2.45%
木地板	1930.49	2008.47	1977.46	2466.87	2178.21	2753.51	4931.72	2351.20	2695.70	2279.22
YOY	-0.27%	-1.25%	2.43%	22.82%	10.15%	11.62%	10.97%	7.94%	-2.10%	-3.06%
占比	53.20%	49.62%	72.63%	64.77%	73.78%	67.23%	69.97%	74.39%	65.74%	73.92%
毛利率	33.36%	42.37%	37.95%	41.07%	40.04%	42.19%	41.24%	39.63%	43.97%	40.49%
中高密度板	678.16	995.52	705.36	980.24	752.72	1001.97	1754.69	786.03	1129.11	784.79
YOY	-21.34%	-18.74%	4.01%	-1.54%	6.71%	2.22%	4.10%	4.43%	12.69%	-0.16%
占比	18.69%	24.60%	25.91%	25.74%	25.50%	24.46%	24.90%	24.87%	27.53%	25.45%
毛利率	19.65%	14.27%	23.05%	21.30%	19.56%	22.57%	21.28%	21.00%	23.98%	19.47%
木门及衣帽间	11.95	18.50	10.14	5.08	3.06	4.57	7.62	3.85	3.91	2.55
YOY	56.51%	43.16%	-15.11%	-72.53%	-69.88%	-10.15%	-49.94%	25.94%	-14.33%	-33.77%
占比	0.33%	0.46%	0.37%	0.13%	0.10%	0.11%	0.11%	0.12%	0.10%	0.08%
毛利率	8.56%	13.66%	18.37%	28.87%	20.50%	15.57%	17.55%	23.30%	27.37%	27.61%

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
<b>流动资产</b>	4498	6308	6777	7903	<b>营业收入</b>	7261	7653	8035	8461
现金	1693	3352	3511	4631	减:营业成本	4617	4870	5093	5335
应收账款	761	913	868	1007	营业税金及附加	114	115	121	125
存货	1750	1608	2029	1781	营业费用	958	954	1001	1052
其他流动资产	293	435	368	484	管理费用	619	673	707	741
<b>非流动资产</b>	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	20	19	22
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	<b>营业利润</b>	901	1092	1161	1258
其他非流动资产	606	107	107	107	加:营业外净收支	1	0	0	1
<b>资产总计</b>	6938	8177	8710	9927	<b>利润总额</b>	902	1092	1161	1258
<b>流动负债</b>	2433	3247	3004	3392	减:所得税费用	137	198	195	224
短期借款	233	868	868	868	少数股东损益	81	95	103	110
应付账款	1074	1147	1054	1281	<b>归属母公司净利润</b>	725	799	864	924
其他流动负债	1126	1233	1083	1243	EBIT	1067	1156	1235	1333
<b>非流动负债</b>	7	0	0	0	EBITDA	1260	1222	1308	1411
长期借款	0	0	0	0					
其他非流动负债	7	0	0	0	<b>重要财务与估值指标</b>	<b>2018A</b>	<b>2019E</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>
<b>负债合计</b>	2440	3247	3004	3392	每股收益(元)	1.31	1.44	1.56	1.67
少数股东权益	170	125	125	125	每股净资产(元)	7.81	8.67	10.07	11.57
归属母公司股东权益	4328	4805	5581	6411	发行在外股份(百万股)	554	554	554	554
<b>负债和股东权益</b>	6938	8177	8710	9927	ROIC(%)	19.5%	16.3%	15.4%	15.0%
					ROE(%)	18.7%	19.0%	18.2%	16.9%
					毛利率(%)	36.4%	36.4%	36.6%	37.0%
<b>现金流量表 (百万元)</b>	<b>2018A</b>	<b>2019E</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>	销售净利率(%)	10.0%	10.4%	10.8%	10.9%
经营活动现金流	1003	1061	455	1779	资产负债率(%)	35.2%	39.7%	34.5%	34.2%
投资活动现金流	-628	-19	-120	-153	收入增长率(%)	3.0%	5.4%	5.0%	5.3%
筹资活动现金流	-266	618	-176	-506	净利润增长率(%)	10.0%	10.2%	8.1%	7.0%
现金净增加额	119	1659	159	1120	P/E	8.22	7.47	6.91	6.45
折旧和摊销	193	66	73	78	P/B	1.38	1.24	1.07	0.93
资本开支	715	87	172	215	EV/EBITDA	5.33	4.80	4.17	3.35
营运资本变动	388	996	712	739					

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>

