

大亚圣象 (000910.SZ)

公司快报

地板和人造板行业龙头，客户资源优质

投资要点

- ◆ **地板和人造板行业龙头。**公司是地板和人造板行业龙头，产品主要应用于住宅、酒店、办公楼等房屋装修和装饰以及地板基材、家具板、橱柜板等其他行业，2019年前三季度公司实现营业收入 51.14 亿元，同比增长 0.07%；实现归母净利润 4.68 亿元，同比增长 5.81%。
- ◆ **B 端客户资源优质，万科是公司最大客户。**根据公司公告，公司目前已经有 90 多个全国知名的房地产开发商战略客户，其中万科是最大客户，B 端客户资源优质。受益于精装房政策的持续推进，公司工装业务快速发展，2018 年工程类地板销量同比增长 40% 以上。C 端营销网络遍布全球，目前公司圣象地板在国内拥有近 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，进一步提升“圣象”地板和“大亚”人造板的品牌知名度和美誉度。
- ◆ **品牌知名度高，具备规模化生产能力。**公司旗下拥有“圣象”、“大亚”等两大知名品牌，2018 年品牌价值分别为 416 亿元、126 亿元，2019 年上半年公司加强品牌建设和推广，推出强化产品开发、设计、质量、环保标准，提高售后服务水平，创造更多的品牌溢价空间。产能方面，目前拥有年产 5300 万平方米的地板、年产 185 万立方米的中高密度板和刨花板生产能力，具备规模化的生产能力与较强的市场竞争力。
- ◆ **竣工高峰期来临，精装房市场快速增长。**2017 年以来房地产行业出现了持续两年的新开工与竣工数据背离现象，行业内积蓄了大量的待竣工规模。受交房合同约束，2019 年 7 月以来竣工数据逐渐回暖，2019 年 1-11 月住宅竣工面积累计值 4.53 亿平方米，累计降幅为 4.00%，较 1-10 月收窄 1.5 个百分点，其中 9 月以来已连续 3 个月实现当月竣工正增长。其次，2017 年以来精装房政策密集发布，越来越多的房地产开发商陆续进入精装修住宅市场，房地产精装房市场逐渐进入快速发展阶段，据奥维云网，2019 年底精装房开盘规模或达到 336 万套，2020 年开盘规模增速或保持在 20% 以上，渗透率达 32%。竣工高峰期来临以及精装房市场快速增长，公司作为地板龙头有望持续受益。
- ◆ **投资建议：**受益于精装房政策推进，公司 B 端工程业务预计将保持稳健增长，带来整体业绩的提升。其次，公司内部治理不断改善，有助于公司业务的稳定发展。我们预测公司 2019 年至 2021 年每股收益分别为 1.39 元、1.49 元和 1.68 元，对应 PE 分别为 10 倍、9 倍、8 倍，首次覆盖，给予买入-B 建议。
- ◆ **风险提示：**精装房渗透率不及预期；竣工进度不及预期；内部治理改善不及预期；行业竞争加剧。

轻工制造 | 其他轻工 III

投资评级

买入-B(首次)

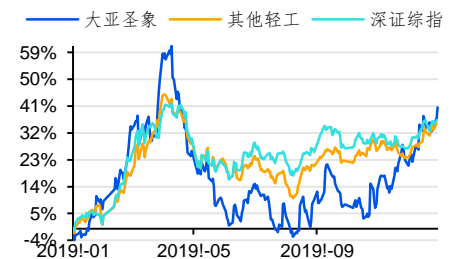
股价(2019-12-31)

13.99 元

交易数据

总市值(百万元)	7,745.84
流通市值(百万元)	7,654.66
总股本(百万股)	553.67
流通股本(百万股)	547.15
12个月价格区间	9.07/16.49 元

一年股价表现



资料来源：贝格数据

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	6.93	23.86	1.86
绝对收益	14.48	30.14	37.01

分析师

叶中正
 SAC 执业证书编号: S0910516080001
 yezhongzheng@huajinsec.cn
 0755-83224377

分析师

杨维维
 SAC 执业证书编号: S0910519080004
 yangweiwei@huajinsec.cn
 0755-83231652

相关报告

财务数据与估值

会计年度	2017	2018	2019E	2020E	2021E
主营收入(百万元)	7,048.3	7,261.3	7,514.1	8,220.2	8,873.6
同比增长(%)	7.9%	3.0%	3.5%	9.4%	7.9%
营业利润(百万元)	854.5	901.1	924.2	1,008.6	1,136.2
同比增长(%)	60.9%	5.5%	2.6%	9.1%	12.7%
净利润(百万元)	659.2	724.8	769.9	824.6	930.4
同比增长(%)	21.8%	10.0%	6.2%	7.1%	12.8%
每股收益(元)	1.19	1.31	1.39	1.49	1.68
PE	11.8	10.7	10.1	9.4	8.3
PB	2.2	1.8	1.5	1.3	1.2

数据来源: 贝格数据, 华金证券研究所

财务报表预测和估值数据汇总

利润表						财务指标					
(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E	(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	7,048.3	7,261.3	7,514.1	8,220.2	8,873.6	年增长率					
减:营业成本	4,543.2	4,617.0	4,746.6	5,278.2	5,722.3	营业收入增长率	7.9%	3.0%	3.5%	9.4%	7.9%
营业税费	111.7	113.5	116.6	128.8	138.5	营业利润增长率	60.9%	5.5%	2.6%	9.1%	12.7%
销售费用	948.5	957.9	968.4	1,011.1	1,057.3	净利润增长率	21.8%	10.0%	6.2%	7.1%	12.8%
管理费用	648.1	619.1	770.8	787.1	805.8	EBITDA 增长率	21.1%	13.8%	-1.4%	10.0%	11.4%
财务费用	56.1	6.6	-2.6	5.3	6.0	EBIT 增长率	36.8%	19.9%	-2.4%	10.0%	12.7%
资产减值损失	22.5	18.7	-5.0	10.0	15.0	NOPLAT 增长率	76.0%	-2.1%	2.5%	10.0%	12.7%
加:公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	-9.1%	5.0%	-13.5%	15.4%	-11.7%
投资和汇兑收益	13.0	8.7	5.0	8.9	7.5	净资产增长率	21.2%	22.6%	17.8%	15.1%	14.6%
营业利润	854.5	901.1	924.2	1,008.6	1,136.2	盈利能力					
加:营业外净收支	-0.9	0.6	21.0	26.1	15.9	毛利率	35.5%	36.4%	36.8%	35.8%	35.5%
利润总额	853.6	901.7	945.2	1,034.7	1,152.1	营业利润率	12.1%	12.4%	12.3%	12.3%	12.8%
减:所得税	116.2	136.9	136.1	148.9	165.9	净利润率	9.4%	10.0%	10.2%	10.0%	10.5%
净利润	659.2	724.8	769.9	824.6	930.4	EBITDA/营业收入	14.2%	15.7%	14.9%	15.0%	15.5%
						EBIT/营业收入	11.2%	13.0%	12.3%	12.3%	12.9%
资产负债表						偿债能力					
	2017	2018	2019E	2020E	2021E	资产负债率	42.1%	35.2%	36.6%	29.7%	31.3%
货币资金	1,565.9	1,692.7	2,603.5	3,218.8	4,303.4	负债权益比	72.8%	54.3%	57.7%	42.3%	45.6%
交易性金融资产	-	-	-	-	-	流动比率	1.63	1.85	1.94	2.53	2.54
应收帐款	834.1	761.4	856.2	949.2	987.1	速动比率	1.01	1.13	1.32	1.73	1.84
应收票据	198.8	114.0	318.4	129.8	329.1	利息保障倍数	14.04	143.42	-354.12	192.90	189.41
预付帐款	89.7	56.2	127.4	66.6	137.6	营运能力					
存货	1,637.5	1,750.3	1,889.7	2,057.4	2,231.4	固定资产周转天数	57	57	59	51	43
其他流动资产	22.6	123.1	123.1	89.6	111.9	流动营业资本周转天数	33	27	21	21	27
可供出售金融资产	1.5	-	-	-	-	流动资产周转天数	213	219	250	272	296
持有至到期投资	-	-	-	-	-	应收帐款周转天数	40	40	39	40	39
长期股权投资	45.4	34.9	34.9	34.9	34.9	存货周转天数	86	84	87	86	87
投资性房地产	-	-	-	-	-	总资产周转天数	313	329	366	373	383
固定资产	1,062.0	1,248.0	1,199.9	1,126.0	989.8	投资资本周转天数	129	122	113	103	96
在建工程	166.6	14.6	80.2	52.1	14.4	费用率					
无形资产	553.1	536.6	520.2	503.9	487.5	销售费用率	13.5%	13.2%	12.9%	12.3%	11.9%
其他非流动资产	164.7	605.9	605.9	455.4	555.7	管理费用率	9.2%	8.5%	10.3%	9.6%	9.1%
资产总额	6,341.8	6,937.7	8,359.4	8,683.6	10,182.9	财务费用率	0.8%	0.1%	0.0%	0.1%	0.1%
短期债务	363.3	233.2	-	-	-	三费/营业收入	23.4%	21.8%	23.1%	21.9%	21.1%
应付帐款	1,562.7	1,073.8	1,628.8	1,461.5	1,830.5	投资回报率					
应付票据	-	-	131.9	52.0	38.6	ROE	18.9%	16.7%	15.1%	14.1%	14.0%
其他流动负债	746.0	1,126.3	1,292.5	1,062.3	1,315.1	ROA	11.6%	11.0%	9.7%	10.2%	9.7%
长期借款	-	-	-	-	-	ROIC	29.7%	32.0%	31.2%	39.7%	38.8%
其他非流动负债	-	6.8	6.8	6.8	6.8	分红指标					
负债总额	2,672.1	2,440.1	3,059.9	2,582.6	3,191.0	DPS(元)	0.12	0.13	0.15	0.15	0.17
少数股东权益	176.5	169.8	209.0	270.1	326.0	分红比率	10.1%	9.9%	10.6%	10.2%	10.2%
股本	555.3	553.7	553.7	553.7	553.7	股息收益率	0.9%	0.9%	1.1%	1.1%	1.2%
留存收益	3,155.1	3,836.5	4,536.8	5,277.2	6,112.3						
股东权益	3,669.8	4,497.6	5,299.5	6,101.0	6,991.9						
						现金流量表					
	2017	2018	2019E	2020E	2021E						
净利润	737.4	764.9	769.9	824.6	930.4	业绩和估值指标					
加:折旧和摊销	211.8	192.8	198.9	218.4	230.2	EPS(元)	1.19	1.31	1.39	1.49	1.68
资产减值准备	22.5	18.7	-	-	-	BVPS(元)	6.31	7.82	9.19	10.53	12.04
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	PE(X)	11.8	10.7	10.1	9.4	8.3
财务费用	58.2	5.6	-2.6	5.3	6.0	PB(X)	2.2	1.8	1.5	1.3	1.2
投资损失	-13.0	-8.7	-5.0	-8.9	-7.5	P/FCF	19.5	16.3	8.8	15.9	6.3
少数股东损益	78.3	40.1	39.2	61.1	55.8	P/S	1.1	1.1	1.0	0.9	0.9
营运资金的变动	190.1	-19.9	343.3	-304.6	3.5	EV/EBITDA	6.7	5.2	4.3	3.6	2.4
经营活动产生现金流量	1,189.4	1,003.5	1,343.7	795.9	1,218.5	CAGR(%)	6.3%	8.8%	14.8%	6.3%	8.8%
投资活动产生现金流量	-316.0	-628.1	-195.0	-91.1	-32.5	PEG	1.9	1.2	0.7	1.5	0.9
融资活动产生现金流量	-433.9	-266.4	-237.9	-89.5	-101.4	ROIC/WACC	2.8	3.0	3.0	3.8	3.7

资料来源: 贝格数据, 华金证券研究所

公司评级体系

收益评级：

买入—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；

增持—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；

中性—未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；

卖出—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

A —正常风险，未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；

B —较高风险，未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

分析师声明

叶中正、杨维维声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

免责声明：

本报告仅供华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息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。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发、篡改或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华金证券股份有限公司研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华金证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

风险提示：

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。投资者对其投资行为负完全责任，我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

华金证券股份有限公司

地址：上海市浦东新区锦康路 258 号（陆家嘴世纪金融广场）13 层

电话：021-20655588

网址：www.huajinsec.cn