

2020年04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	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入 (百万元)	7,298	7,630	8,399	9,330
同比 (%)	0.5%	4.6%	10.1%	11.1%
归母净利润 (百万元)	720	735	814	907
同比 (%)	-0.7%	2.1%	10.8%	11.4%
每股收益 (元/股)	1.30	1.33	1.47	1.64
P/E (倍)	8.84	8.65	7.80	7.01

投资要点

- 公司发布2019年报及2020年一季报：**(1) 2019年实现营收72.98亿元，同增+0.51%，归母净利润7.20亿元，同减-0.72%，扣非归母净利润7.05亿元，同减-0.84%；19Q4单季营收21.84亿元(+1.54%)，归母净利润2.52亿元(-10.92%)，扣非归母净利润2.47亿元(-11.08%)。19年因地板零售市场不景气拖累增长。(2) 2020Q1实现营收7.55亿(-46.58%)，归母净利润-0.56亿元(-188.03%)，扣非归母净利润-0.60亿元(-197.93%)，受疫情影响业绩承压。(3) 分业务来看，19年木地板营收51.21亿元(+1.46%)，毛利率43.03%(+1.08pct)；中高密度板营收18.51亿元(-3.37%)，毛利率20.10%(-2.66pct)。
- 工程渠道乘精装东风、增长确定性高，客户和产品结构双优化提升盈利能力。**公司切入工程木地板业务较早，并设立大客户中心，我们预期公司19年工程木地板业务销量实现40%以上的增长，占到木地板总销量的30-40%，主要得益于公司在保障项目质量的同时积极开拓地产商客户(新增20多家客户至91家)，并持续深挖万科、保利等老客户份额。工程渠道高增的同时经营质量有所提升：(1) 产品结构升级，客户采购毛利率较高实木复合地板的比例提升；(2) 规模化优势渐显，公司前期开发客户产生较多费用，订单上量后费用率优化；(3) 甄选优质客户合作，摒弃盈利性差、资金周转差的项目。综合来看，由于B端订单需求韧性，我们认为20年公司工程木地板仍有望维持30%以上的快速增长，且盈利能力将有所提升。
- 零售渠道承压、积极变革期待改善，收购华宇切入SPC商用地板领域。**(1) 零售端积极变革：19年受精装市场挤压以及门店坐销获客模式落后，公司零售木地板业务预计呈双位数下滑，且由20年Q1疫情持续干扰表现；但公司19年开始在零售端积极变革，包括执行营销区域精细化管理、开拓新的零售渠道(电商、社区营销等)、成立供应链中心和研发中心提升产品竞争力等举措，20年期待零售业务回暖。(2) 前瞻布局SPC地板：SPC(石晶)地板优势突出、逐渐成为商业装修首选，公司于19Q3以1.98亿收购华宇集团90%股权(业绩承诺为19-21年合计净利润不低于1.3亿)，预计华宇集团年产能可达1500-1600万平米，包含300+万平米SPC地板，有力支撑公司商用地板业务发展。
- 费用投入加大，营运能力有所下滑。**(1) 盈利能力来看，19年公司毛利率36.17%(-0.25pct)；期间费用率合计23.97%(+0.11pct)，其中销售费用率13.48%(+0.29pct)，管理+研发费用率10.39%(-0.18pct)，其中研发费用率2.08%(+0.03pct)，财务费用率0.09%持平；19年归母净利率9.86%(-0.12pct)。(2) 营运能力来看，19年期末公司应收票据及账款10.32亿，较期初增加1.65亿；应收账款周转天数44.23天，较同期增加7.4天。期末公司存货20.83亿，较期初增加3.32亿；存货周转天数148.11，较去年同期增加16.03天。综合来看，19年公司经营性现金流净额5.49亿，较去年同期减少45.28%。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	11.49
一年最低/最高价	9.07/15.29
市净率(倍)	1.27
流通A股市值(百万元)	6286.78

基础数据

每股净资产(元)	9.07
资产负债率(%)	33.81
总股本(百万股)	552.98
流通A股(百万股)	547.15

相关研究

- 《大亚圣象(000910)：低估值地板龙头，静待治理改善释放业绩》2019-08-28
- 《大亚圣象(000910)：业绩增长稳健的低估品种》2019-03-20

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20-22年公司将分别实现收入76.3/83.99/93.3亿元，同比增长4.6%/10.1%/11.1%；归母净利润7.35/8.14/9.07亿，同比增长2.1%/10.8%/11.4%；当前市值对应20-22年PE分别为8.65X/7.80X/7.01X，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。

表1：大亚圣象季度财务数据一览

单位：百万元	2018Q1	2018Q2	2018Q3	2018Q4	2019Q1	2019Q2	2019Q3	2019Q4	2020Q1
营业收入	1,397.99	1,762.59	1,949.31	2,151.39	1,413.10	1,670.13	2,030.33	2,184.44	754.88
YOY	11.07%	4.07%	3.89%	-3.08%	1.08%	-5.25%	4.16%	1.54%	-46.58%
归母净利润	57.50	122.22	262.31	282.77	63.08	133.84	270.79	251.90	-55.53
YOY	41.32%	23.30%	17.42%	-4.46%	9.69%	9.51%	3.23%	-10.92%	-188.03%
扣除非母净利润	55.76	120.83	257.44	277.33	61.14	125.89	271.74	246.61	-59.88
YOY	47.45%	25.47%	16.49%	-4.60%	9.65%	4.18%	5.55%	-11.08%	-197.93%
毛利率	34.03%	36.15%	37.03%	37.63%	34.65%	35.88%	37.88%	35.79%	32.64%
期间费用率	28.06%	25.08%	21.31%	22.43%	28.53%	24.64%	21.76%	22.54%	40.06%
其中：销售费用	228.73	255.77	251.77	221.62	234.55	229.18	261.66	258.66	144.39
销售费用率	16.36%	14.51%	12.92%	10.30%	16.60%	13.72%	12.89%	11.84%	19.13%
其中：管理费用	151.66	184.29	122.04	200.20	135.31	135.16	148.75	187.26	128.47
研发费用	0.00	0.00	43.12	66.53	25.92	48.15	40.27	37.38	14.56
管理+研发费用率	10.85%	10.46%	8.47%	12.40%	11.41%	10.98%	9.31%	10.28%	18.95%
其中：财务费用	11.91	2.04	-1.57	-5.80	7.45	-0.92	-8.87	9.14	15.02
财务费用率	0.85%	0.12%	-0.08%	-0.27%	0.53%	-0.06%	-0.44%	0.42%	1.99%
归母净利率	4.11%	6.93%	13.46%	13.14%	4.46%	8.01%	13.34%	11.53%	-7.36%
存货	1,904.55	2,007.53	1,894.58	1,750.28	1,876.88	1,954.76	2,118.50	2,082.69	2,333.53
较上年同期增减	2.48%	25.16%	24.53%	6.89%	-1.45%	-2.63%	11.82%	18.99%	24.33%
应收票据	137.82	110.94	92.10	113.99	46.71	44.89	53.20	1.00	1.00
较上年同期增减	11.29	5.70	-42.24	-84.80	-91.11	-66.05	-38.90	-112.99	-45.71
应收账款	678.96	802.84	875.13	761.45	866.97	996.40	1,085.34	1,031.83	892.06
较上年同期增减	-42.36	-27.96	33.28	37.25	188.00	193.57	210.21	270.39	25.09
应付账款及应付票据	1034.90	1123.37	1044.84	1073.77	1049.38	1147.77	1229.70	1343.66	1540.69
较上年同期增减	-7.53	213.74	220.56	99.97	14.47	24.40	184.86	269.90	491.32
预收账款	380.61	550.84	413.52	426.10	339.39	452.87	388.62	401.16	309.66
较上年同期增减	15.42	-22.27	-50.92	-109.71	-41.22	-97.98	-24.71	-24.94	-29.73
经营性现金流净额	-241.36	320.71	193.59	730.55	-303.91	247.70	192.76	412.57	-265.45
较上年同期增减	-205.22	-180.96	2.14	198.10	-62.55	-73.00	-0.83	-317.99	38.46
筹资性现金流净额	5.18	-71.37	-237.18	36.99	-5.87	-109.60	-21.19	-93.45	158.20
较上年同期增减	65.72	-38.26	-68.92	208.92	-11.05	-38.23	215.99	-130.43	164.07
资本开支	90.18	57.10	31.57	536.49	23.59	18.04	28.59	98.55	21.16
较上年同期增减	49.08	12.11	-52.96	412.36	-66.59	-39.06	-2.98	-437.94	-2.43
ROE	1.63%	3.39%	6.83%	6.76%	1.45%	3.02%	5.89%	5.14%	-1.10%
YOY(±)	0.24%	0.05%	-0.39%	-2.07%	-0.18%	-0.37%	-0.94%	-1.62%	-2.55%
资产负债率	40.17%	42.28%	35.01%	35.17%	32.54%	34.42%	36.31%	34.26%	33.81%
YOY(±)	-6.80%	-6.11%	-8.77%	-6.96%	-7.63%	-7.87%	1.30%	-0.91%	1.27%

数据来源：Wind，东吴证券研究所

表2：大亚圣象收入拆分一览

(百万元)	2017H1	2017H2	2017	2018H1	2018H2	2018	2019H1	2019H2	2019
营业收入	2952.33	4095.93	7048.26	3160.58	4100.70	7261.28	3083.24	4214.77	7298.01
YOY	8.43%	7.55%	7.91%	7.05%	0.12%	3.02%	-2.45%	2.78%	0.51%
木地板	2178.21	2753.51	4931.72	2351.20	2695.70	5046.90	2279.22	2841.46	5120.68
YOY	10.15%	11.62%	10.97%	7.94%	-2.10%	2.34%	-3.06%	5.41%	1.46%
占比	73.78%	67.23%	69.97%	74.39%	65.74%	69.50%	73.92%	67.42%	70.17%
毛利率	40.04%	42.19%	41.24%	39.63%	43.97%	41.95%	40.49%	45.07%	43.03%
中高密度板	752.72	1001.97	1754.69	786.03	1129.11	1915.14	784.79	1065.76	1850.55
YOY	6.71%	2.22%	4.10%	4.43%	12.69%	9.14%	-0.16%	-5.61%	-3.37%
占比	25.50%	24.46%	24.90%	24.87%	27.53%	26.37%	25.45%	25.29%	25.36%
毛利率	19.56%	22.57%	21.28%	21.00%	23.98%	22.76%	19.47%	20.56%	20.10%
木门及衣帽间	3.06	4.57	7.62	3.85	3.91	7.76	2.55	3.65	6.20
YOY	-69.88%	-10.15%	-49.94%	25.94%	-14.33%	1.81%	-33.77%	-6.71%	-20.12%
占比	0.10%	0.11%	0.11%	0.12%	0.10%	0.11%	0.08%	0.09%	0.08%
毛利率	20.50%	15.57%	17.55%	23.30%	27.37%	25.45%	27.61%	25.74%	26.51%

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)	2019A	2020E	2021E	2022E	利润表 (百万元)	2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产	5244	5459	6102	6740	营业收入	7298	7630	8399	9330
现金	1764	2195	2069	2666	减:营业成本	4658	4839	5262	5863
应收账款	1032	954	1169	1124	营业税金及附加	103	115	124	140
存货	2083	1950	2435	2451	营业费用	984	1038	1146	1266
其他流动资产	365	360	429	498	管理费用	758	791	910	993
非流动资产	2760	2924	3222	3601	财务费用	7	21	14	16
长期股权投资	4	4	4	4	资产减值损失	-13	20	25	24
固定资产	1833	2034	2284	2597	加:投资净收益	13	12	11	12
在建工程	24	30	37	45	其他收益	46	87	87	87
无形资产	630	646	686	741	营业利润	860	905	1016	1128
其他非流动资产	270	210	212	214	加:营业外收支	-5	-1	-1	-1
资产总计	8004	8382	9325	10341	利润总额	855	904	1015	1127
流动负债	2691	2619	2830	3033	减:所得税费用	118	152	181	198
短期借款	311	302	282	299	少数股东损益	17	18	20	22
应付账款	1312	1147	1459	1440	归属母公司净利润	720	735	814	907
其他流动负债	1069	1169	1090	1295	EBIT	897	962	1081	1209
非流动负债	51	0	0	0	EBITDA	1084	1080	1208	1348
长期借款	1	0	0	0					
其他非流动负债	50	0	0	0	重要财务与估值指标	2019A	2020E	2021E	2022E
负债合计	2742	2619	2830	3033	每股收益(元)	1.30	1.33	1.47	1.64
少数股东权益	195	125	125	125	每股净资产(元)	9.15	10.20	11.52	12.99
归属母公司股东权益	5067	5639	6370	7183	发行在外股份(百万股)	554	553	553	553
负债和股东权益	8004	8382	9325	10341	ROIC(%)	13.1%	13.0%	13.3%	13.1%
					ROE(%)	15.1%	13.7%	13.6%	13.5%
现金流量表 (百万元)	2019A	2020E	2021E	2022E	毛利率(%)	36.2%	36.6%	37.4%	37.2%
经营活动现金流	549	1227	758	1215	销售净利率(%)	9.9%	9.6%	9.7%	9.7%
投资活动现金流	-321	-436	-531	-662	资产负债率(%)	34.3%	31.2%	30.4%	29.3%
筹资活动现金流	-230	-360	-353	44	收入增长率(%)	0.5%	4.6%	10.1%	11.1%
现金净增加额	7	431	-126	597	净利润增长率(%)	-0.7%	2.1%	10.8%	11.4%
折旧和摊销	187	118	127	139	P/E	8.84	8.65	7.80	7.01
资本开支	169	467	564	684	P/B	1.26	1.13	1.00	0.88
营运资本变动	488	287	432	435	EV/EBITDA	6.76	6.28	5.89	4.99

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，并注明出自为东吴证券研究所，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>