

**投资评级：增持(维持评级)**

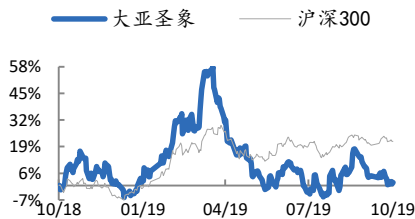
 当前价格(元): 10.41  
合理价格区间(元): 11.28~12.27

**证券分析师**
**吴春来**

 资格编号: S0120519050001  
电话: 021-68761616  
邮箱: wuc@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 (%)	-0.6	3.6	2.1
相对涨幅 (%)	0.2	2.3	0.8

资料来源: 德邦证券研究所

**相关研究**

《大亚圣象: 低估的品牌木地板和人造板龙头》

《大亚圣象: 单二季度收入下滑, 降本增效释放利润》

**股票数据**

总股本(百万)	553.67
流通 A 股(百万)	553.67
52 周内股价区间(元)	16.19-9.65
总市值(百万)	5,763.70
总资产(百万)	7,723.27
每股净资产(元)	8.55

资料来源: 公司公告

# 收入增长环比提速, 工程渠道保持高增

## 大亚圣象(000910)

**投资要点:**

- **单季收入增速环比由负转正, 提升 9.41 个百分点。**公司前三季度共实现营业收入 50.14 亿元, YOY 0.07%; 实现归母净利润 4.68 亿元, YOY 5.81%; 扣非归母净利润 4.59 亿元, YOY 5.70%。上半年实现经营活动现金净流量 1.37 亿元, YOY -49.97%, 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 Q3 实现营业收入 20.30 亿元, YOY 4.16%, 环比增加 9.41 个百分点。

**全年收入预计与去年持平, 零售端承压, 工程渠道持续高增。**受地产下行影响, 公司前三季度木地板销售基本持平, 其中零售渠道承压明显, 工程渠道延续一直以来的高增长, 其他 2B 渠道保持相对平稳, 预计全年公司收入持平, 零售市场面临较大考验。子公司圣象集团积极应对零售端压力, 对组织架构作出调整, 在全国范围内成立多个战区, 梳理产品和管理模式, 实行管理精细化, 单三季度收入的回暖与公司采取上述调整措施密不可分。

公司的工程业务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。今年是地产交付大年, 公司的工程业务也仍保持高速增长, 预计工装业务的收入占比较以往的 25% 有所提升。截至报告期末, 公司应收账款 10.85 亿元, 同比增长 42.54%, 这与公司工程业务占比的增加有关, 但预计年底回款会有所增长。

**毛利率上行, 降本增效的同时研发投入增加:**公司前三季度毛利率较去年同期增长 0.43 个百分点至 36.33%, 净利润率也有所提升, 但资产周转率有一定下滑。今年公司强化采购过程控制, 加强制度建设, 强化产品质量管控。费用投放方面, 前三季度销售费用率 14.19%, 较去年同期减少 0.22 个百分点; 研发投入加大, 前三季度研发费用率 2.24%, 较去年同期增加 0.63 个百分点; 利息支出减少和汇兑收益增加, 今年前三季度是负向的财务费用。

**维持盈利预测和“增持”评级。**维持 19-21 年归母净利润 7.81/8.38/8.89 亿元的预测, 对应 19-21 年 PE 为 7.38x/6.88x/6.48x。木地板行业竞争格局相对稳定, 集中度较高, 公司龙头地位稳固。但当前整体家居行业景气度一般, 传统家居卖场客流下滑, 公司在零售业务承压的情况下大力发展工装业务使得业务总量保持相对平稳, 需关注工程业务账期管控和现金回收情况。维持公司 2019 年合理估值 PE8-8.7 倍, 对应目标价 11.28-12.27 元的判断, 维持“增持”评级。

**风险提示。**家居销售低迷, 下半年传统旺季销售不旺

**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

## 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
<b>每股指标 (元)</b>					<b>营业总收入</b>	<b>7261</b>	<b>7377</b>	<b>7604</b>	<b>7814</b>
每股收益	1.31	1.41	1.51	1.61	营业成本	4617	4665	4784	4897
每股净资产	7.82	8.94	10.31	11.77	毛利率%	36.4	36.8	37.1	37.3
每股经营现金流	1.81	1.36	1.87	1.94	营业税金及附加	114	115	119	122
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
<b>价值评估 (倍)</b>					营业费用	958	959	981	1012
P/E	7.95	7.38	6.88	6.48	营业费用率%	13.2	13.0	12.9	13.0
P/B	1.33	1.16	1.01	0.88	管理费用	619	627	641	652
P/S	0.79	0.78	0.76	0.74	管理费用率%	8.5	8.5	8.4	8.4
EV/EBITDA	4.31	3.72	2.86	2.18	研发费用	149	164	160	164
股息率%	1.2	1.2	1.3	1.4	研发费用率%	2.0	2.2	2.1	2.1
<b>盈利能力指标 (%)</b>					<b>EBIT</b>	<b>805</b>	<b>848</b>	<b>919</b>	<b>966</b>
毛利率	36.4	36.8	37.1	37.3	财务费用	7	-13	-8	-24
净利润率	10.0	10.6	11.0	11.4	财务费用率%	0.1	-0.2	-0.1	-0.3
净资产收益率	16.7	15.8	14.7	13.7	资产减值损失	19	-4	-3	-4
资产回报率	10.4	10.5	10.0	9.6	投资收益	9	9	10	10
投资回报率	22.5	21.2	22.5	22.1	<b>营业利润</b>	<b>901</b>	<b>985</b>	<b>1057</b>	<b>1120</b>
<b>盈利增长 (%)</b>					营业外收支	1	1	1	1
营业收入增长率	3.0	1.6	3.1	2.8	<b>利润总额</b>	<b>902</b>	<b>986</b>	<b>1058</b>	<b>1121</b>
EBIT 增长率	1.0	5.3	8.4	5.1	EBITDA	998	1065	1134	1195
净利润增长率	10.0	7.7	7.4	6.2	所得税	137	156	161	173
<b>偿债能力指标</b>					有效所得税率%	15.2	15.9	15.3	15.4
资产负债率%	35.2	30.7	28.4	26.2	少数股东损益	40	49	58	58
流动比率	1.8	2.2	2.5	2.8	<b>归属母公司所有者净利润</b>	<b>725</b>	<b>781</b>	<b>838</b>	<b>890</b>
速动比率	1.1	1.4	1.7	2.0					
现金比率	0.7	0.9	1.2	1.4	<b>资产负债表 (百万元)</b>	<b>2018</b>	<b>2019E</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>
<b>经营效率指标</b>					货币资金	1693	2002	2741	3385
应收帐款周转天数	45.2	52.0	56.0	60.0	应收款项	875	1051	1167	1285
存货周转天数	133.9	134.5	134.3	134.3	存货	1750	1719	1760	1803
总资产周转率	1.1	1.0	1.0	0.9	其它流动资产	179	225	240	261
固定资产周转率	6.3	6.4	7.8	9.0	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
<b>现金流量表 (百万元)</b>	<b>2018</b>	<b>2019E</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>	<b>资产总计</b>	<b>6938</b>	<b>7456</b>	<b>8358</b>	<b>9280</b>
净利润	725	781	838	890	短期借款	233	203	220	227
少数股东损益	40	49	58	58	应付账款	1074	1045	1068	1094
非现金支出	211	213	211	224	预收账款	426	422	441	452
非经营收益	-8	19	36	36	其它流动负债	700	612	636	648
营运资金变动	35	-311	-106	-132	流动负债合计	2433	2281	2365	2421
<b>经营活动现金流</b>	<b>1003</b>	<b>751</b>	<b>1038</b>	<b>1076</b>	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	<b>负债总计</b>	<b>2440</b>	<b>2288</b>	<b>2372</b>	<b>2428</b>
<b>投资活动现金流</b>	<b>-628</b>	<b>-221</b>	<b>-190</b>	<b>-308</b>	实收资本	554	554	554	554
债权募资	-131	-30	17	7	普通股股东权益	4328	4949	5710	6517
股权募资	1	0	0	0	少数股东权益	170	219	277	335
其他	-137	-190	-126	-132	<b>负债和所有者权益合计</b>	<b>6938</b>	<b>7456</b>	<b>8358</b>	<b>9280</b>
<b>融资活动现金流</b>	<b>-266</b>	<b>-221</b>	<b>-109</b>	<b>-125</b>					
<b>现金净流量</b>	<b>109</b>	<b>310</b>	<b>739</b>	<b>644</b>					

备注：表中计算估值指标的收盘价日期为 10 月 24 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
<b>1. 投资评级的比较和评级标准：</b> 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；	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。
<b>2. 市场基准指数的比较标准：</b> 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。	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经营范围包括证券投资咨询业务。