

轻工制造

2017 年 04 月 28 日

大亚圣象 (000910)

——2017 年一季报点评：净利大增 39%持续超预期，产品结构优化提升盈利能力，大家居战略值得期待，维持买入

报告原因：有业绩公布需要点评

买入（维持）

投资要点：

- **事件：公司 17Q1 归母净利同比大增 38.5%。**公司 17 年一季度实现收入 12.59 亿元，同比增长 13.5%；实现归母净利 4069.07 万元，同比增长 38.5%，合 EPS 0.08 元，超一季报前瞻预期（0.07 元，25%）。经营活动产生的现金流量净额为-3614.13 万元，同比增长 53.6%。
- **聚焦家居主业，地板业务拓展促产品结构优化，盈利水平持续提升。**公司主营业务主要分为人造板（大亚品牌）和地板（圣象品牌），人造板行业公司采取场地租赁等轻资产模式发展，收入相对稳定，盈利水平有所提升，目前拥有刨花板产能 23 万立方，密度板产能 115 万立方，新建宿迁刨花板项目相对密度板盈利能力更佳，有望 17 年下半年投产贡献业绩增量；地板贡献主要业绩弹性，公司现有强化地板 3000 万平米，多层实木复合 800 多万平米，三层实木复合 300 多万平米，近年来三层和多层实木复合增速更快，优化产品结构，提升地板业务盈利水平，16 年地板销量因出口减少同比下降 4.69%，但收入同比增长 12.83%，毛利率同比提升 1.72pct 至 39.68%。未来公司有望持续投资增加三层实木设备，同时引入先进技术技改，提升实木复合类地板的占比。17Q1 净利率同比提升 0.42pct 至 3.16%（一季度均为家居行业全年盈利低点）。
- **产品盈利能力提升与管理改善互相印证，大家居战略有望推进，消费品属性得到重视。**公司在主要产品木地板领域，圣象依托雄厚的品牌底蕴和渠道优势（营销网络遍布全球，在中国拥有近 3000 家统一授权、统一形象的地板专卖店，并开拓天猫、京东、苏宁等电商渠道，2016 年“圣象”品牌价值已经达到 235.92 亿元），在消费升级背景下，消费者对品牌认知度逐渐提升，行业集中度提升趋势明显（目前市占率仅在 10%左右），圣象作为地板行业龙头品牌未来有望依托持续提升高毛利产品的占比强化盈利能力。而依托“圣象”品牌的影响力和单品类优势，更有望通过自建、外协或外延等方式辐射至其他大家居领域（木门、衣柜等），充分挖掘品牌和渠道价值，提升运营效率。同时，更名“大亚圣象”后与圣象核心管理层统一思想向打造消费品牌属性转型，利于大家居拓展和公司价值的体现（定制家居龙头“索菲亚”上市初期为“宁基股份”，亦经历从工业属性向消费属性升级的过程）。子公司上海易匠信息科技有限公司建立的宅尤加整体互联网家装平台，更有利于推动大家居战略提供一站式增值服务。
- **首次限制性股票激励计划起到良好示范效应，资本运作开启，有望持续激励绑定中层管理人员和核心骨干一致利益。**公司前期已完成首次限制性股票授予，向 61 人授予 327 万股，授予人数包含董秘、财务总监、大亚科技和圣象子公司的中层管理人员和核心技术（业务）骨干，授予价格 7.04 元/股，考核目标为以 2015 年归母扣非净利润为基数，2016-2018 年扣非归母净利润增长分别不低于 20%、35%、50%。现价已 24.94 元，首期尝试股权激励起到良好示范作用，给予上市公司及圣象子公司的中坚管理和技术（业务）团队更多信心，亦为后续持续实施激励奠定基础。公司治理结构改善的趋势开始显现，未来将更加重视市值增长；同时，统一公司上下利益关系，优化上市公司管理结构，有利于公司中长期稳定发展，共同分享上市公司市值成长红利。
- **业绩持续超预期，继续提升潜力大，消费品牌征程开启，大家居战略值得期待，维持买入。**申万轻工十年跟踪，四大建议“剥离非木业资产、上市公司对外宣传纳入圣象、圣象体现出符合品牌地位的盈利水平、借助圣象实力拓展大家居”逐渐兑现，未来值得期待！15 年起，公司逐步梳理原有资产，剥离包装、轮毂等非核心业务，资产结构显著优化。随着股票激励计划落地，公司上下一心，改善经营管理，子公司盈利持续提升，大家居业务发展前景可观。维持公司 17-18 年盈利预测为 1.27 元和 1.53 元（YOY 分别为 25%和 20%），目前股价（24.94 元/股）对应 17-18 年 PE 分别为 19.6 倍和 16.3 倍，未来盈利提升空间和家居拓展想象空间巨大，员工持续激励值得期待，维持买入！

市场数据：2017 年 04 月 27 日

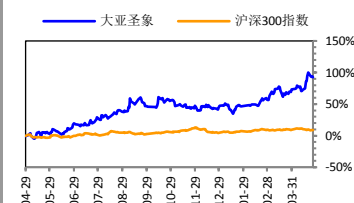
收盘价（元）	24.94
一年内最高/最低（元）	26.59/12.2
市净率	4.5
息率（分红/股价）	0.48
流通 A 股市值（百万元）	13156
上证指数/深证成指	3152.19 / 10229.19

注：“息率”以最近一年已公布分红计算

基础数据：2017 年 03 月 31 日

每股净资产（元）	5.55
资产负债率%	46.97
总股本/流通 A 股（百万）	531/528
流通 B 股/H 股（百万）	-/-

一年内股价与大盘对比走势：



相关研究

《大亚圣象（000910）点评：年报净利大增 70%超预期，各品类和子公司盈利全面提升，大家居战略值得期待，上调盈利预测，维持买入》 2017/03/28

《大亚圣象（000910）点评：三季报净利同比大增 82%，管理改善和盈利提升互相印证，大家居战略值得期待，维持买入》 2016/10/28

证券分析师

周海晨 A0230511040036
zhouhc@swsresearch.com
屠亦婷 A0230512080003
tuyt@swsresearch.com
范张翔 A0230516080003
fanzx@swsresearch.com

联系人

丁智艳
(8621)23297818x7580
dingzvy@swsresearch.com



申万宏源研究微信服务号

财务数据及盈利预测

	2016	2017Q1	2017E	2018E	2019E
营业收入（百万元）	6,531	1,259	7,524	8,630	9,562
同比增长率（%）	-14.92	13.50	15.20	14.70	10.80
净利润（百万元）	541	41	676	811	933
同比增长率（%）	70.22	38.50	24.93	19.97	15.04
每股收益（元/股）	1.02	0.08	1.27	1.53	1.76
毛利率（%）	34.0	35.5	34.1	34.6	34.6
ROE（%）	18.6	1.4	19.4	18.9	17.8
市盈率	25		20	16	14

注：“市盈率”是指目前股价除以各年业绩；“净资产收益率”是指摊薄后归属于母公司所有者的 ROE

表：盈利预测表

单位：百万元，元，百万股

	2015A	2016A	17Q1A	2017E	2018E	2019E
一、营业收入	7,677	6,531	1,259	7,524	8,630	9,562
二、营业总成本	7,392	6,000	1,220	6,790	7,741	8,528
其中：营业成本	5,452	4,314	812	4,958	5,644	6,254
营业税金及附加	92	99	17	113	129	124
销售费用	973	819	219	925	1,062	1,157
管理费用	655	601	160	685	785	870
财务费用	141	44	12	39	41	43
资产减值损失	80	123	(1)	70	80	80
加：公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	32	0	2	11	16	25
三、营业利润	317	531	41	745	905	1,059
加：营业外收入	175	161	19	155	167	178
减：营业外支出	6	4	0	4	7	7
四、利润总额	486	688	60	896	1,065	1,230
减：所得税	95	154	20	195	231	265
五、净利润	391	534	40	701	834	965
少数股东损益	73	(7)	(1)	25	23	32
归属于母公司所有者的净利润	318	541	41	676	811	933
六、全面摊薄每股收益	0.60	1.02	0.08	1.27	1.53	1.76
发行后总股本（百万）	531	531	531	531	531	531

资料来源：申万宏源研究

信息披露

证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。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，资格证书编号为：ZX0065。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 compliance@swsresearch.com 索取有关披露资料或登录 www.swsresearch.com 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

机构销售团队联系人

上海	陈陶	021-23297221	18930809221	chentao@swsresearch.com
北京	李丹	010-66500610	18930809610	lidan@swsresearch.com
深圳	胡洁云	021-23297247	13916685683	hujy@swsresearch.com
海外	张思然	021-23297213	13636343555	zhangsr@swsresearch.com
综合	朱芳	021-23297233	18930809233	zhufang@swsresearch.com

股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入 (Buy)	：相对强于市场表现 20% 以上；
增持 (Outperform)	：相对强于市场表现 5%~20%；
中性 (Neutral)	：相对市场表现在 -5%~+5% 之间波动；
减持 (Underperform)	：相对弱于市场表现 5% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好 (Overweight)	：行业超越整体市场表现；
中性 (Neutral)	：行业与整体市场表现基本持平；
看淡 (Underweight)	：行业弱于整体市场表现。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

本报告采用的基准指数：沪深300指数

法律声明

本报告仅供上海申银万国证券研究所有限公司（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。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司并接受客户的后续问询。本报告首页列示的联系人，除非另有说明，仅作为本公司就本报告与客户的联络人，承担联络工作，不从事任何证券投资咨询服务业务。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。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。

客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本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。