CMS 招商证券

强烈推荐-A（维持）

大亚圣象 000910.SZ

目标估值：NA
当前股价：24.94 元
2017 年 04 月 27 日

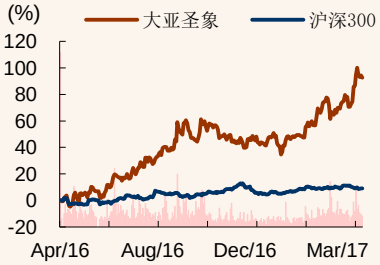
内部管理进入不断改善通道，业绩高于预期

基础数据

上证综指	3152
总股本（万股）	53077
已上市流通股（万股）	52750
总市值（亿元）	132
流通市值（亿元）	132
每股净资产（MRQ）	5.5
ROE（TTM）	18.6
资产负债率	48.9%
主要股东	大亚科技集团有限公司
主要股东持股比例	47.52%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	18	23	88
相对表现	19	20	79



资料来源：贝格数据、招商证券

相关报告

1、《大亚圣象（000910）—管理红利将逐步释放》2017-03-28
2、《大亚圣象（000910）—2016 年盈利快速增长，期待效率挖潜持续释放》2017-01-20
3、《大亚圣象（000910）—主业整合效果显露，期待大家居战略》2016-10-28

濮冬燕
021-68407301
pudy@cmschina.com.cn
S1090511040031

李宏鹏
lihongpeng@cmschina.com.cn
S1090515090001

郑恺
021-68407559
zhengkai1@cmschina.com.cn
S1090514040003

事件：

公司公布 2017 年 1 季报，实现收入 12.59 亿、营业利润 4092 万、净利润 4069 万，同比分别为 13.5%、81.87%、38.5%，每股收益为 0.08 元。

评论：

1、地板结构调整带来盈利量质提升

公司 16 年进行了渠道战略规划改革，大幅降低了微利的地板出口量，提升了高毛利率的零售及工装业务，经历了近两年的收入单季度收入下滑以后，自 16 年 4 季度开始收入实现正增长，2017 年 1 季度收入增长 13.5%，同时毛利率同比提升 0.4 个百分点，盈利质量提升较为明显，净利润增速为 38.5%，远超收入增速。

2、资产置换后，主业集中，内部管理进入不断改善通道

大亚圣象自 15 年底资产置换完成后，内部管理进行了一段梳理以后，目前已进入不断改善通道，17 年 1 季度虽然受出口产品减少（公司战略调整）影响营业费用率从 16 年 Q1 的 16.8%提升至 17.4%，但管理费用率已开始体现优化趋势，从 16Q1 的 13.2%降至 12.7%。同时这两年公司专注主业，盈利能力不断回升，资产负债率已由 15 年底的 62.58%降至 17Q1 的 46.97%，17Q1 财务费用率较同期降低 0.9 个百分点，公司内功修炼逐步体现效果。

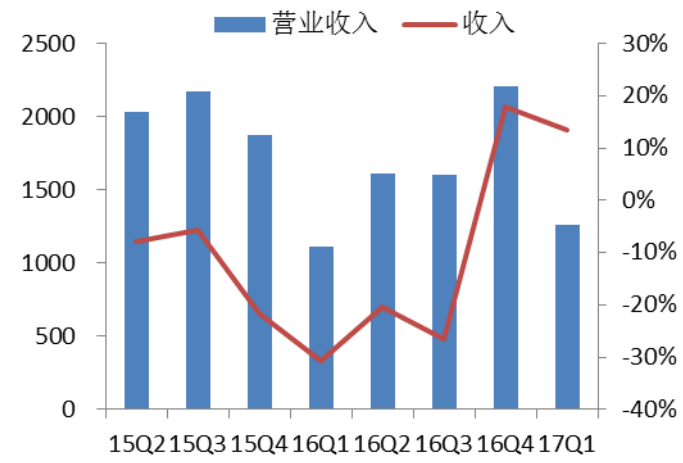
3、把握消费升级机遇，提高高档刨花板以及三层实木复合地板比例。

公司综合考虑原料及人力成本因素，关停了亏损的黑龙江和福建基地（16 年资产减值 1.23 亿），同时高档刨花板受定制家居行业需求快速增长影响供不应求，价格涨幅明显，公司在宿迁投入 50 万吨产能，预计 17 年下半年达产；随着生活水平的提高，消费者对于高档地板的需求在提升，而占公司比重较高的强化地板单位盈利能力最低，尤其是出口基本是微利，地板业务公司也在积极调整，16 年开始已慢慢体系效果。

4、维持“强烈推荐-A”评级。公司自实施资产置换同时新董事长上台后，更加专注家居业务，引进了一批优秀的管理人才，使管理团队年轻化、专业化，同时利用股权激励不断提升新老核心团贡的工作积极性，公司整体管理效率已进入不断提升中。我们预估公司 17 年-18 年的 EPS 分别为 1.22、1.48 元，对应 17 年 PE、PB 分别为 18、3.3，维持“强烈推荐-A”

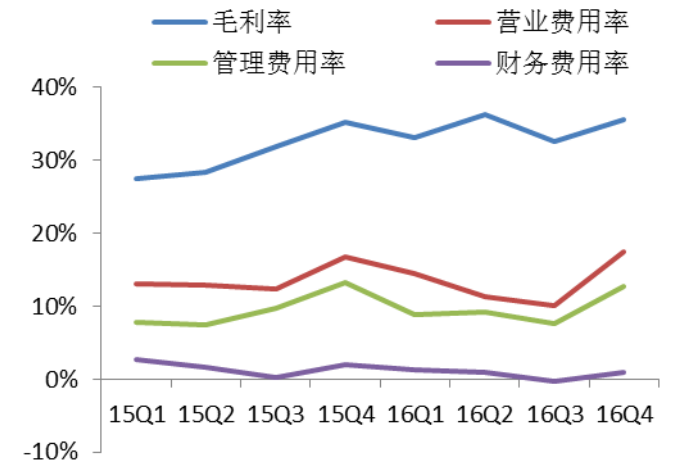
5、风险提示：管理效率改革低于预期。

图 1：单季度销售收入及其增速



资料来源：wind、招商证券

图 2：季度毛利率及费用率情况



资料来源：wind、招商证券

表 1：盈利预测简表

单位：百万元	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	7677	6531	7245	8159	9284
营业成本	5452	4314	4785	5339	6035
营业税金及附加	92	99	109	123	140
营业费用	973	819	909	1023	1165
管理费用	655	601	645	710	790
财务费用	141	44	49	41	37
资产减值损失	80	123	80	80	80
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	32	0	0	0	0
营业利润	317	531	668	843	1039
营业外收入	175	161	161	161	161
营业外支出	6	4	4	4	4
利润总额	486	688	825	1000	1196
所得税	95	154	184	224	267
净利润	391	534	640	776	928
少数股东损益	73	(7)	(8)	(10)	(12)
归属于母公司净利润	318	541	649	787	941
EPS（元）	0.60	1.02	1.22	1.48	1.77

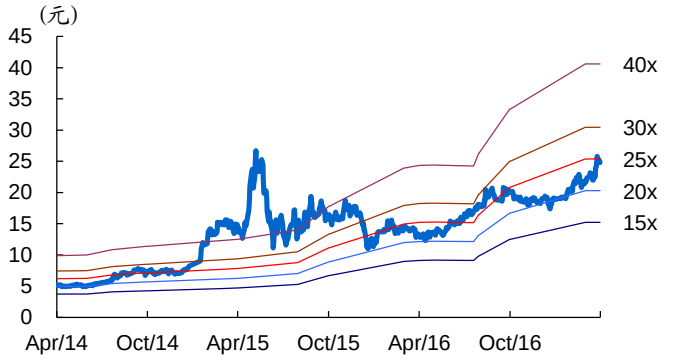
资料来源：公司数据、招商证券

表 2：各季度业绩回顾

（百万元）	15Q4	16Q1	16Q2	16Q3	16Q4	17Q1
营业收入	1874	1109	1614	1599	2210	1259
营业毛利	597	389	533	579	717	447
营业费用	231	186	232	181	220	219
管理费用	180	146	141	146	168	160
财务费用	4	21	19	13	-9	12
投资收益	2	1	2	2	-4	2
营业利润	99	22	112	202	194	41
归属母公司净利润	163	29	74	178	259	41
EPS（元）	0.31	0.06	0.14	0.34	0.49	0.08
主要比率						
毛利率	31.9%	35.1%	33.0%	36.2%	32.4%	35.5%
营业费用率	12.3%	16.8%	14.4%	11.3%	10.0%	17.4%
管理费用率	9.6%	13.2%	8.7%	9.2%	7.6%	12.7%
营业利润率	5.3%	2.0%	6.9%	12.7%	8.8%	3.3%
有效税率	19.6%	27.7%	27.6%	15.9%	24.5%	33.4%
净利率	8.7%	2.6%	4.6%	11.2%	11.7%	3.2%
YoY						
收入	-21.6%	-30.7%	-20.5%	-26.4%	17.9%	13.5%
归属母公司净利润	97.9%	22.4%	57.6%	112.8%	59.0%	38.5%

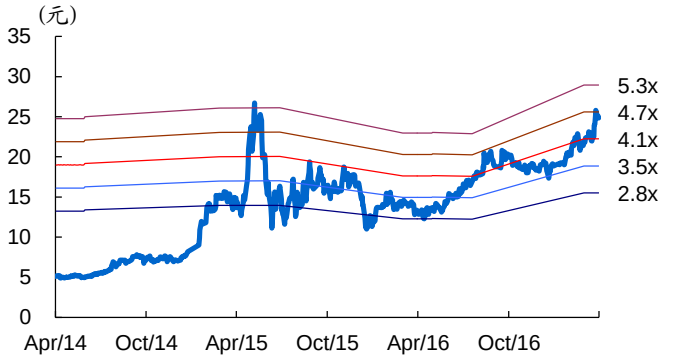
资料来源：公司数据、招商证券

图 3：大亚圣象历史 PE Band



资料来源：贝格数据、招商证券

图 4：大亚圣象历史 PB Band



资料来源：贝格数据、招商证券

参考报告：

1、《大亚圣象（000910）—管理红利将逐步释放》2017-03-28

2、《大亚圣象（000910）—2016 年盈利快速增长，期待效率挖潜持续释放》2017-01-20

3、《大亚圣象（000910）—主业整合效果显露，期待大家居战略》2016-10-28

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2015	2016	2017E	2018E	2019E
流动资产	4331	4008	4752	5639	6722
现金	1630	1171	1605	2117	2731
交易性投资	0	0	0	0	0
应收票据	190	245	272	306	348
应收款项	506	656	728	820	933
其它应收款	71	88	97	110	125
存货	1818	1737	1927	2150	2430
其他	115	111	123	138	156
非流动资产	2145	1924	1808	1702	1562
长期股权投资	27	35	35	35	35
固定资产	1379	1174	1150	1088	989
无形资产	516	501	451	406	365
其他	223	214	173	173	173
资产总计	**6475**	**5932**	**6560**	**7341**	**8284**
流动负债	4011	2903	2955	3154	3405
短期借款	750	868	750	750	750
应付账款	762	959	1064	1187	1341
预收账款	425	451	500	558	631
其他	2073	626	641	660	683
长期负债	41	0	0	0	0
长期借款	40	0	0	0	0
其他	1	0	0	0	0
负债合计	**4052**	**2903**	**2955**	**3154**	**3405**
股本	528	531	531	531	531
资本公积金	(1)	89	89	89	89
留存收益	1769	2284	2869	3461	4165
少数股东权益	128	125	116	106	94
归属于母公司所有者权益	2295	2904	3489	4081	4785
负债及权益合计	**6475**	**5932**	**6560**	**7341**	**8284**

现金流量表

单位：百万元	2015	2016	2017E	2018E	2019E
经营活动现金流	1488	1036	814	896	987
净利润	318	541	649	787	941
折旧摊销	300	250	266	256	240
财务费用	165	60	49	41	37
投资收益	(32)	(0)	(0)	(0)	(0)
营运资金变动	652	200	(140)	(177)	(218)
其它	85	(15)	(8)	(10)	(12)
投资活动现金流	(180)	13	(150)	(150)	(100)
资本支出	(175)	(100)	(150)	(150)	(100)
其他投资	(5)	113	0	0	0
筹资活动现金流	(1092)	(1380)	(230)	(235)	(273)
借款变动	(581)	(1412)	(118)	0	0
普通股增加	0	3	0	0	0
资本公积增加	(320)	90	0	0	0
股利分配	(26)	(16)	(64)	(195)	(236)
其他	(164)	(45)	(49)	(41)	(37)
现金净增加额	216	(331)	434	511	615

利润表

单位：百万元	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	7677	6531	7245	8159	9284
营业成本	5452	4314	4785	5339	6035
营业税金及附加	92	99	109	123	140
营业费用	973	819	909	1023	1165
管理费用	655	601	645	710	790
财务费用	141	44	49	41	37
资产减值损失	80	123	80	80	80
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	32	0	0	0	0
营业利润	317	531	668	843	1039
营业外收入	175	161	161	161	161
营业外支出	6	4	4	4	4
利润总额	486	688	825	1000	1196
所得税	95	154	184	224	267
净利润	391	534	640	776	928
少数股东损益	73	(7)	(8)	(10)	(12)
归属于母公司净利润	318	541	649	787	941
EPS（元）	0.60	1.02	1.22	1.48	1.77

主要财务比率

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
年成长率					
营业收入	-9%	-15%	11%	13%	14%
营业利润	56%	67%	26%	26%	23%
净利润	94%	70%	20%	21%	20%
获利能力					
毛利率	29.0%	33.9%	33.9%	34.6%	35.0%
净利率	4.1%	8.3%	9.0%	9.6%	10.1%
ROE	13.9%	18.6%	18.6%	19.3%	19.7%
ROIC	11.3%	11.5%	12.8%	13.9%	14.8%
偿债能力					
资产负债率	62.6%	48.9%	45.0%	43.0%	41.1%
净负债比率	12.2%	14.6%	11.4%	10.2%	9.1%
流动比率	1.1	1.4	1.6	1.8	2.0
速动比率	0.6	0.8	1.0	1.1	1.3
营运能力					
资产周转率	1.2	1.1	1.1	1.1	1.1
存货周转率	2.6	2.4	2.6	2.6	2.6
应收帐款周转率	11.4	11.2	10.5	10.5	10.6
应付帐款周转率	6.1	5.0	4.7	4.7	4.8
每股资料（元）					
每股收益	0.60	1.02	1.22	1.48	1.77
每股经营现金	2.82	1.95	1.53	1.69	1.86
每股净资产	4.35	5.47	6.57	7.69	9.02
每股股利	0.03	0.12	0.37	0.44	0.53
估值比率					
PE	41.4	24.5	20.4	16.8	14.1
PB	5.7	4.6	3.8	3.2	2.8
EV/EBITDA	19.2	17.5	14.4	12.4	10.8

资料来源：公司数据、招商证券

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与，未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

郑恺，毕业于同济大学计算机科学与技术和复旦大学经济学（硕士），9 年证券从业经验，现为招商证券造纸轻工首席行业分析师。2016 年新财富、金牛奖、水晶球轻工造纸行业最佳分析师第三名；金融界“慧眼”评选轻工制造行业白金分析师。

濮冬燕，经济学硕士，2009 年至今任造纸轻工行业分析师，2016 年新财富、金牛奖、水晶球轻工造纸行业最佳分析师第三名。

李宏鹏，经济学硕士，5 年证券从业经验，招商证券造纸轻工行业分析师。2016 年新财富、金牛奖、水晶球轻工造纸行业最佳分析师第三名。

投资评级定义

公司短期评级

以报告日起 6 个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数 20%以上

审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数 5-20%之间

中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

回避：公司股价表现弱于基准指数 5%以上

公司长期评级

A：公司长期竞争力高于行业平均水平

B：公司长期竞争力与行业平均水平一致

C：公司长期竞争力低于行业平均水平

行业投资评级

以报告日起 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。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，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。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。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。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。