

2017年01月20日

大亚圣象 (000910.SZ)

大亚圣象：价值逐步回归

■大亚圣象16年年报业绩预告：16年全年净利润预计5.1-6亿元，同比增长60%-90%，EPS 0.96-1.14元。

■公司在改善的正确道路上稳步前行：公司16年全年净利润增速预计60%-90%，净利润增速超预期主要来自于毛利率提升、财务费用下降及广东工厂收到增值税返还（约为6000-7000万元）三方面。16年12月公司公告与宿迁市宿城区人民政府签署《投资协议书》，公司拟在宿迁港产业园投资6亿元建设年产50万立方米刨花板项目，宿城区政府将在政策、原材料（各类木材）供应等方面给予公司大力支持，项目投产全负荷运转后，预计年销售额为7亿元人民币，此次项目投资有利于促进公司人造板业务的发展，体现公司在人造板业务布局方面的决心，符合公司全产业链布局的方向。15年公司完成了董事长、监事会主席、董事会秘书等高管的调整，以陈晓龙为代表的少壮派新团队上任。新团队上任以来经营思路有所变化，与资本市场沟通加强，与市场诉求一致：一方面希望借助资本市场资源，整合集团资产，做大家具地板产业；另一方面通过股权激励方式，让公司上下形成合力。未来公司将着重打通林木、人造板、木地板制造及家具品牌营销全产业链，加大“圣象”品牌建设投入及销售网络优势，凭借强大的渠道资源，以线上直营+线下经销多渠道并行的方式发展木地板业务，并可能切入大家居领域，打造大型家具集团企业。

■股权激励落地，有望改善治理结构：业务庞杂及内部管理不顺是公司业绩一直低于预期的主要原因，15年公司完成了非木业资产的置出，并收购部分木业子公司的少数股东权益，专注于人造板及地板，成功实现瘦身，拉开了公司改变的序幕。

(百万元)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
主营收入	8,439.7	7,676.7	6,248.8	6,736.2	7,248.2
净利润	163.6	317.9	544.7	595.4	650.7
每股收益(元)	0.31	0.60	1.03	1.12	1.23
每股净资产(元)	4.92	4.32	5.23	6.23	7.33

盈利和估值	2014	2015	2016E	2017E	2018E
市盈率(倍)	61.2	31.5	18.4	16.8	15.4
市净率(倍)	3.8	4.4	3.6	3.0	2.6
净利润率	1.9%	4.1%	8.7%	8.8%	9.0%
净资产收益率	6.3%	13.8%	19.6%	18.0%	16.7%
股息收益率	0.2%	0.3%	0.7%	0.6%	0.7%
ROIC	6.6%	8.2%	45.0%	38.3%	33.9%

数据来源：Wind 资讯，安信证券研究中心预测

公司快报

证券研究报告

林木及加工

投资评级 **买入-A**

维持评级

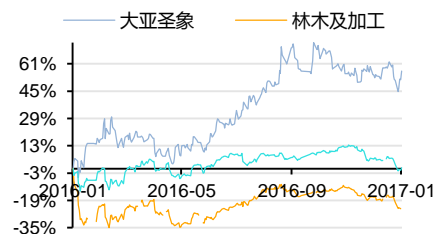
6个月目标价：**26.10元**

股价(2017-01-20) **18.87元**

交易数据

总市值(百万元)	10,015.63
流通市值(百万元)	9,953.93
总股本(百万股)	530.77
流通股本(百万股)	527.50
12个月价格区间	11.41/20.89元

股价表现



资料来源：Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	3.13	-3.52	66.24
绝对收益	-1.83	-11.7	65.71

周文波 分析师
SAC 执业证书编号：021-35082778
S1450515080001
zhouwb@essence.com.cn
雷慧华 分析师
SAC 执业证书编号：021-35082719
S1450516090002
leihh@essence.com.cn
袁雯婷 报告联系人
yuanwt@essence.com.cn

相关报告

- 大亚圣象：业绩超预期，价值回归进行中 2016-10-28
- 大亚圣象：大亚科技：业绩再超预期，价值逐步回归 2016-10-17
- 大亚圣象：改变正在发生，业绩略超预期 2016-08-25
- 大亚圣象：等待治理结构的进一步理顺 2016-04-28
- 大亚圣象：改善逻辑兑现，期待更进一步 2016-03-29

根据公司公告，2016年6月底推出限制性股权激励计划，面向向63位中高级管理人员、核心技术人员，合计340万股，授予价格7.04元/股，行权条件：以2015年为基数，2016-2018年净利润增速不低于20%、35%、50%（年化分别为20%/13%/11%）。此次推出股权激励是公司做强战略的延续，对公司内部管理的改善，增强高管的向心力具有战略性意义。

■**价值逐步回归，公司利润改善仍有空间：**圣象地板是木地板行业龙头品牌，随着新团队的上马、内部管理的理顺，公司价值将逐步回归。根据公司公告，2015年圣象集团木地板销量4414万平米，收入42亿元，净利率5%，远低于同业竞争对手；2016年上半年圣象集团净利率4%，较去年同期有所好转(去年同期净利率3%)。参考同行大自然家居，预计公司合理净利率10%或以上，仍有改善空间。

■**盈利预测及投资建议：**预计2016-2018年净利润5.4元、6亿元、6.5亿元，分别增长71.3%、9.3%、9.3%，EPS分别为1.03元、1.12元、1.23元，六个月目标价为26.1元，维持“买入-A”评级。

■**风险提示：**地产景气度下行，管理改善不及预期，收购的木业子公司销售不及预期。

财务报表预测和估值数据汇总

利润表						财务指标					
(百万元)	2014	2015	2016E	2017E	2018E	(百万元)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入	8,439.7	7,676.7	6,248.8	6,736.2	7,248.2	成长性					
减:营业成本	6,223.8	5,451.8	4,130.5	4,412.2	4,740.3	营业收入增长率	3.1%	-9.0%	-18.6%	7.8%	7.6%
营业税费	89.9	91.8	62.5	73.2	79.3	营业利润增长率	35.1%	56.1%	116.1%	11.8%	12.1%
销售费用	991.2	973.4	749.9	821.8	877.0	净利润增长率	25.4%	94.4%	71.3%	9.3%	9.3%
管理费用	642.4	654.5	499.9	538.9	587.1	EBITDA 增长率	-2.4%	-0.3%	49.4%	9.6%	8.3%
财务费用	207.6	140.9	94.3	93.0	80.2	EBIT 增长率	2.1%	11.5%	70.2%	10.2%	9.3%
资产减值损失	46.5	79.5	26.5	30.8	25.6	NOPLAT 增长率	-2.5%	11.5%	80.0%	10.2%	9.3%
加:公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	-9.4%	-67.3%	29.7%	23.3%	-16.5%
投资和汇兑收益	-35.1	32.4	-	-	-	净资产增长率	-2.0%	-21.4%	24.7%	22.0%	19.6%
营业利润	203.2	317.2	685.3	766.2	858.6	利润率					
加:营业外净收支	137.4	168.7	96.1	88.0	69.3	毛利率	26.3%	29.0%	33.9%	34.5%	34.6%
利润总额	340.6	485.8	781.4	854.2	927.9	营业利润率	2.4%	4.1%	11.0%	11.4%	11.8%
减:所得税	66.7	95.3	117.2	128.1	139.2	净利润率	1.9%	4.1%	8.7%	8.8%	9.0%
净利润	163.6	317.9	544.7	595.4	650.7	EBITDA/营业收入	9.0%	9.9%	18.1%	18.4%	18.6%
						EBIT/营业收入	4.9%	6.0%	12.5%	12.8%	13.0%
资产负债表						运营效率					
	2014	2015	2016E	2017E	2018E	固定资产周转天数	87	78	73	59	49
货币资金	1,220.8	1,630.5	2,376.2	2,350.3	3,499.8	流动营业资本周转天数	70	25	-13	10	9
交易性金融资产	-	-	-	-	-	流动资产周转天数	226	222	260	271	290
应收账款	935.7	577.1	638.0	690.6	731.8	应收账款周转天数	39	35	35	36	35
应收票据	328.3	189.9	226.7	226.2	260.4	存货周转天数	100	99	90	89	89
预付账款	187.6	99.8	118.2	122.0	130.7	总资产周转天数	361	344	376	382	394
存货	2,390.3	1,817.8	1,309.3	2,036.6	1,558.1	投资资本周转天数	202	140	97	114	107
其他流动资产	64.4	15.5	26.7	35.5	25.9	投资回报率					
可供出售金融资产	1.8	1.8	1.2	1.6	1.5	ROE	6.3%	13.8%	19.6%	18.0%	16.7%
持有至到期投资	-	-	-	-	-	ROA	3.3%	6.0%	10.1%	9.4%	9.7%
长期股权投资	68.7	27.1	27.1	27.1	27.1	ROIC	6.6%	8.2%	45.0%	38.3%	33.9%
投资性房地产	-	-	-	-	-	费用率					
固定资产	1,933.1	1,379.2	1,151.3	1,071.8	915.8	销售费用率	11.7%	12.7%	12.0%	12.2%	12.1%
在建工程	2.2	22.7	22.9	436.0	312.2	管理费用率	7.6%	8.5%	8.0%	8.0%	8.1%
无形资产	822.4	515.6	509.6	503.3	496.7	财务费用率	2.5%	1.8%	1.5%	1.4%	1.1%
其他非流动资产	233.7	198.5	180.9	206.1	195.1	三费/营业收入	21.8%	23.0%	21.5%	21.6%	21.3%
资产总额	8,188.9	6,475.4	6,588.0	7,707.1	8,155.2	偿债能力					
短期债务	2,025.6	750.2	1,000.0	1,000.0	1,000.0	资产负债率	62.4%	62.6%	54.1%	52.2%	45.9%
应付账款	1,233.4	1,011.5	721.0	1,079.4	878.8	负债权益比	165.8%	167.3%	118.0%	109.0%	85.0%
应付票据	306.7	433.0	209.5	403.3	276.4	流动比率	1.01	1.08	1.42	1.39	1.71
其他流动负债	1,517.5	1,816.8	1,369.0	1,439.8	1,470.3	速动比率	0.54	0.63	1.03	0.87	1.28
长期借款	-	40.0	-	-	-	利息保障倍数	1.98	3.25	8.26	9.24	11.71
其他非流动负债	24.5	1.0	267.0	97.5	121.8	分红指标					
负债总额	5,107.7	4,052.5	3,566.5	4,020.0	3,747.3	DPS(元)	0.03	0.05	0.13	0.11	0.13
少数股东权益	469.5	127.6	247.2	377.9	515.9	分红比率	9.7%	8.3%	12.7%	10.2%	10.4%
股本	527.5	527.5	530.8	530.8	530.8	股息收益率	0.2%	0.3%	0.7%	0.6%	0.7%
留存收益	2,086.3	1,768.9	2,243.6	2,778.5	3,361.3						
股东权益	3,081.2	2,422.9	3,021.6	3,687.1	4,408.0						
						业绩和估值指标					
现金流量表							2014	2015	2016E	2017E	2018E
净利润	274.0	390.5	544.7	595.4	650.7	EPS(元)	0.31	0.60	1.03	1.12	1.23
加:折旧和摊销	349.5	300.3	353.7	382.7	406.4	BVPS(元)	4.92	4.32	5.23	6.23	7.33
资产减值准备	46.5	79.5	-	-	-	PE(X)	61.2	31.5	18.4	16.8	15.4
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	PB(X)	3.8	4.4	3.6	3.0	2.6
财务费用	215.8	164.7	94.3	93.0	80.2	P/FCF	-323.6	7.4	14.9	-142.0	9.4
投资损失	35.1	-32.4	-	-	-	P/S	1.2	1.3	1.6	1.5	1.4
少数股东损益	110.4	72.6	119.6	130.7	138.0	EV/EBITDA	7.4	10.4	8.1	7.3	6.0
营运资金的变动	-11.3	1,841.6	-752.5	-115.6	128.7	CAGR(%)	38.4%	26.4%	36.6%	38.4%	26.4%
经营活动产生现金流量	1,063.9	1,487.6	359.7	1,086.2	1,403.9	PEG	1.6	1.2	0.5	0.4	0.6
投资活动产生现金流量	-225.6	-180.0	-119.4	-710.4	-119.9	ROIC/WACC	0.6	0.8	4.3	3.7	3.2
融资活动产生现金流量	-1,247.9	-1,091.8	505.5	-401.7	-134.4	REP	2.0	6.9	1.1	1.1	1.3

资料来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

■ 公司评级体系

收益评级：

- 买入 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；
- 增持 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；
- 中性 — 未来 6-12 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 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；
- 卖出 — 未来 6-12 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 6-12 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 6-12 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

■ 分析师声明

周文波、雷慧华声明，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

安信证券股份有限公司（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

本报告仅供安信证券股份有限公司（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“安信证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

安信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。

■ 销售联系人

上海联系人	葛娇妤	021-35082701	gejy@essence.com.cn
	朱贤	021-35082852	zhuxian@essence.com.cn
	许敏	021-35082953	xumin@essence.com.cn
	孟硕丰	021-35082788	mengsf@essence.com.cn
	李栋	021-35082821	lidong1@essence.com.cn
	侯海霞	021-35082870	houhx@essence.com.cn
	潘艳	021-35082957	panyan@essence.com.cn
	北京联系人	原晨	010-83321361
温鹏		010-83321350	wenpeng@essence.com.cn
田星汉		010-83321362	tianxh@essence.com.cn
王秋实		010-83321351	wangqs@essence.com.cn
张莹		010-83321366	zhangying1@essence.com.cn
李倩		010-83321355	liqian1@essence.com.cn
周蓉		010-83321367	zhourong@essence.com.cn
深圳联系人		胡珍	0755-82558073
	范洪群	0755-82558044	fanhq@essence.com.cn
	孟昊琳	0755-82558045	menghl@essence.com.cn

安信证券研究中心

深圳市

地址：深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层

邮编：518026

上海市

地址：上海市虹口区东大名路 638 号国投大厦 3 层

邮编：200080

北京市

地址：北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮编：100034