

2017年01月22日

证券研究报告·动态跟踪报告

大亚圣象 (000910) 轻工制造

增持 (维持)

当前价: 18.87元

目标价: 21.96元 (6个月)



西南证券  
SOUTHWEST SECURITIES

## 业绩不断超预期, 期待管理再度挖潜

### 投资要点

- **业绩总结:** 公司发布业绩预告称, 2016年预计实现归母净利润5.1亿-6亿元, 同比增长60%-90%。超出我们此前对公司全年归母净利润的预期。
- **公司业绩的变动来源于:** 1) 受消费升级的影响, 公司实木地板的比例进一步提升。15年公司实木和强化木地板的比例分别为25%和75%, 预计今年实木和强化木地板的比例分别约为30%和70%。由于实木地板的客单价和毛利率较之强化地板更高, 公司2016年前三季度毛利率约为34.7%, 同比增加了6.7个百分点, 其中第三季度单季毛利率约为36.2%, 环比增加了3.2个百分点, 我们判断第四季度边际改善更明显; 2) 三费管控加强, 负债结构调整, 财务费用下降。管理层更新换代, 不断加强内部管控, 2015年剥离亏损的包装和汽配业务, 聚焦主业, 16年内部结构进一步梳理, 目前已经初见成效, 公司2016年前三季度销售费用、管理费用和财务费用同比分别下降19.3%/8.8%/60.8%, 我们预计公司2017年净利率大概率将提升至行业正常水平。
- **产能扩张, 业绩有望增厚。** 受消费升级的影响, 下游定制家具发展迅速, 拉动了刨花板需求。公司于2016年12月与宿迁市宿城区人民政府签署了《投资协议书》, 拟在宿迁市宿城区运河宿迁港产业园投资6亿元建设年产50万立方米刨花板项目, 项目投产全负荷运转后, 预计年销售额为7亿元人民币。
- **实际控制人做事动力强劲, 股权激励实现利益绑定, 中长期业绩可期。** 公司2016年6月发行限制性股票340万股, 每股价格为7.04元, 股权激励锁定未来三年业绩, 解锁业绩条件为2016/2017/2018的扣非净利润增长率分别不低于2015年净利润的20%、35%和50%, 股权激励绑定同中层管理者等核心人员利益, 同时, 行权条件也说明管理层看好公司中长期业绩。
- **长期看大家居战略, 打开想象空间。** 圣象地板是地板行业龙头, 品牌价值不菲, 我们预计公司未来有望突破单一品类瓶颈, 打开成长空间。
- **盈利预测与投资建议。** 由于公司内控加强超预期, 我们上调对公司的盈利预测。预计2016-2018年EPS分别为0.99元、1.22元、1.37元, 对应PE分别为19倍、15倍和14倍。我们看好公司未来在大家居的布局, 给予公司18倍PE, 对应目标价21.96元, 维持“增持”评级。
- **风险提示:** 内部结构治理或不及预期的风险; 房地产或大幅调控的风险。

指标/年度	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入(百万元)	7676.70	6421.14	6926.03	7709.28
增长率	-9.04%	-16.36%	7.86%	11.31%
归属母公司净利润(百万元)	317.90	524.28	646.55	727.71
增长率	94.37%	64.92%	23.32%	12.55%
每股收益EPS(元)	0.60	0.99	1.22	1.37
净资产收益率ROE	16.12%	21.18%	20.99%	19.37%
PE	32	19	15	14
PB	4.13	3.29	2.65	2.17

数据来源: Wind, 西南证券

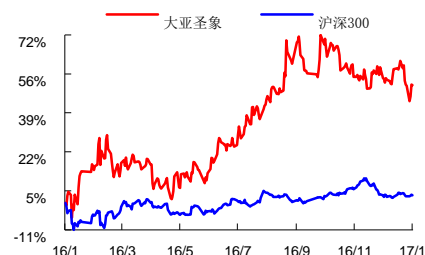
### 西南证券研究发展中心

分析师: 熊莉  
执业证号: S1250514080002  
电话: 023-63786278  
邮箱: xiongli@swsc.com.cn

联系人: 蔡欣  
电话: 023-67511807  
邮箱: cxin@swsc.com.cn

联系人: 徐稚涵  
电话: 021-68415526  
邮箱: xyhan@swsc.com.cn

### 相对指数表现



数据来源: 聚源数据

### 基础数据

总股本(亿股)	5.31
流通A股(亿股)	5.28
52周内股价区间(元)	11.41-20.89
总市值(亿元)	100.16
总资产(亿元)	63.03
每股净资产(元)	4.85

### 相关研究

1. 大亚圣象(000910): 业绩超预期, 大家居打开成长空间 (2016-10-31)
2. 大亚科技(000910): 轻装上阵, 内控增效可期 (2016-08-26)

**附表：财务预测与估值**

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2015A	2016E	2017E	2018E		2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入	7676.70	6421.14	6926.03	7709.28	净利润	390.52	644.05	794.24	893.94
营业成本	5451.84	4348.56	4601.73	5095.29	折旧与摊销	300.27	347.70	367.39	391.39
营业税金及附加	91.84	74.02	80.85	89.62	财务费用	140.91	42.46	42.10	37.17
销售费用	973.36	809.06	831.12	925.11	资产减值损失	79.51	0.00	0.00	0.00
管理费用	654.50	565.06	574.86	624.45	经营营运资本变动	2138.05	-659.43	0.99	47.80
财务费用	140.91	42.46	42.10	37.17	其他	-1561.70	-17.54	1.86	1.99
资产减值损失	79.51	0.00	0.00	0.00	<b>经营活动现金流净额</b>	<b>1487.55</b>	<b>357.25</b>	<b>1206.57</b>	<b>1372.29</b>
投资收益	32.42	0.00	0.00	0.00	资本支出	601.21	-250.00	-250.00	-300.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	-781.25	30.00	0.00	0.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>投资活动现金流净额</b>	<b>-180.04</b>	<b>-220.00</b>	<b>-250.00</b>	<b>-300.00</b>
<b>营业利润</b>	<b>317.15</b>	<b>581.97</b>	<b>795.36</b>	<b>937.63</b>	短期借款	-1275.41	249.82	-50.00	0.00
其他非经营损益	168.69	212.81	188.65	169.21	长期借款	40.00	-40.00	0.00	0.00
<b>利润总额</b>	<b>485.84</b>	<b>794.79</b>	<b>984.01</b>	<b>1106.84</b>	股权融资	-320.91	3.27	0.00	0.00
所得税	95.32	150.74	189.77	212.90	支付股利	-15.83	-30.76	-50.73	-62.56
净利润	390.52	644.05	794.24	893.94	其他	480.31	-1.37	-82.10	-37.17
少数股东损益	72.62	119.77	147.70	166.24	<b>筹资活动现金流净额</b>	<b>-1091.84</b>	<b>180.96</b>	<b>-182.83</b>	<b>-99.73</b>
归属母公司股东净利润	317.90	524.28	646.55	727.71	<b>现金流量净额</b>	<b>225.69</b>	<b>318.20</b>	<b>773.75</b>	<b>972.57</b>
资产负债表 (百万元)					财务分析指标				
	2015A	2016E	2017E	2018E		2015A	2016E	2017E	2018E
货币资金	1630.48	1948.69	2722.43	3695.00	<b>成长能力</b>				
应收和预付款项	866.84	963.49	1030.53	1070.81	销售收入增长率	-9.04%	-16.36%	7.86%	11.31%
存货	1817.81	1627.53	1671.93	1860.69	营业利润增长率	56.08%	83.50%	36.67%	17.89%
其他流动资产	15.49	10.74	7.06	9.73	净利润增长率	42.54%	64.92%	23.32%	12.55%
长期股权投资	27.06	27.06	27.06	27.06	EBITDA 增长率	-0.25%	28.19%	23.94%	13.39%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>获利能力</b>				
固定资产和在建工程	1401.86	1296.63	1181.70	1057.78	毛利率	28.98%	32.28%	33.56%	33.91%
无形资产和开发支出	604.76	612.30	609.83	642.37	三费率	23.04%	22.06%	20.91%	20.58%
其他非流动资产	111.11	81.11	81.11	81.11	净利率	5.09%	10.03%	11.47%	11.60%
<b>资产总计</b>	<b>6475.41</b>	<b>6567.54</b>	<b>7331.65</b>	<b>8444.55</b>	ROE	16.12%	21.18%	20.99%	19.37%
短期借款	750.18	1000.00	950.00	950.00	ROA	6.03%	9.81%	10.83%	10.59%
应付和预收款项	1791.22	1616.24	1676.19	1859.00	ROIC	11.01%	24.25%	29.42%	35.81%
长期借款	40.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	9.88%	15.14%	17.40%	17.72%
其他负债	1471.07	910.72	921.35	1020.06	<b>营运能力</b>				
<b>负债合计</b>	<b>4052.48</b>	<b>3526.95</b>	<b>3547.55</b>	<b>3829.06</b>	总资产周转率	1.05	0.98	1.00	0.98
股本	527.50	530.77	530.77	530.77	固定资产周转率	4.64	4.80	5.59	6.88
资本公积	0.00	0.00	0.00	0.00	应收账款周转率	11.42	11.19	10.38	11.12
留存收益	1768.90	2262.42	2858.24	3523.39	存货周转率	2.57	2.48	2.75	2.84
归属母公司股东权益	2295.31	2793.19	3389.01	4054.16	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	103.77%	—	—	—
少数股东权益	127.63	247.40	395.10	561.33	<b>资本结构</b>				
<b>股东权益合计</b>	<b>2422.94</b>	<b>3040.59</b>	<b>3784.11</b>	<b>4615.49</b>	资产负债率	62.58%	53.70%	48.39%	45.34%
负债和股东权益合计	6475.41	6567.54	7331.65	8444.55	带息债务/总负债	19.50%	28.35%	26.78%	24.81%
					流动比率	1.08	1.29	1.53	1.73
					速动比率	0.63	0.83	1.06	1.25
					股利支付率	4.98%	5.87%	7.85%	8.60%
					<b>每股指标</b>				
					每股收益	0.60	0.99	1.22	1.37
					每股净资产	4.56	5.73	7.13	8.70
					每股经营现金	2.80	0.67	2.27	2.59
					每股股利	0.03	0.06	0.10	0.12
业绩和估值指标									
	2015A	2016E	2017E	2018E					
EBITDA	758.33	972.14	1204.85	1366.18					
PE	31.51	19.10	15.49	13.76					
PB	4.13	3.29	2.65	2.17					
PS	1.30	1.56	1.45	1.30					
EV/EBITDA	11.87	9.28	6.77	5.26					
股息率	0.16%	0.31%	0.51%	0.62%					

数据来源: Wind, 西南证券

## 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，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，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获取任何形式的补偿。

## 投资评级说明

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
	增持：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-10%以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

## 重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告仅供本公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本公司或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或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可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。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告版权为西南证券所有，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。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

## 西南证券研究发展中心

### 上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 15 楼

邮编：200120

### 北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 B 座 16 楼

邮编：100033

### 重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

### 深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

## 西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	张方毅	机构销售	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	邵亚杰	机构销售	02168416206	15067116612	syj@swsc.com.cn
	沈怡蓉	机构销售	021-68415897	18351306226	syrong@swsc.com.cn
	郎珈艺	机构销售	021-68416921	18801762801	langjiayi@swsc.com.cn
	赵晨阳	机构销售	021-68416922	15821921712	zcy@swsc.com.cn
	黄丽娟	机构销售	021-68411030	15900516330	hlj@swsc.com.cn
北京	赵佳	地区销售总监	010-57631179	18611796242	zjia@swsc.com.cn
	王雨珩	机构销售	010-88091748	18811181031	wyheng@swsc.com.cn
	徐也	机构销售	010-57758595	18612694479	xye@swsc.com.cn
	任骁	机构销售	010-57758566	18682101747	rxiao@swsc.com.cn
广深	张婷	机构销售	0755-26673231	13530267171	zhangt@swsc.com.cn
	刘宁	机构销售	0755-26676257	18688956684	liun@swsc.com.cn
	罗聪	机构销售	0755-26892557	15219509150	luoc@swsc.com.cn
	刘予鑫	机构销售	0755-26833581	13720220576	lyxin@swsc.com.cn