2017年04月28日 证券研究报告•2017年一季报点评 大亚圣象 (000910) 轻工制造 买入 (维持)

当前价: 24.94 元

目标价: 30.75 元 (6 个月)



业绩超预期, 盈利能力再提升

投资要点

- **业绩总结:**公司第一季度实现营业收入 12.6 亿元,同比增长 13.5%;实现归母 将利润 4069.1 万元,同比增加 38.5%。业绩超预期。
- 收入端增长稳健,盈利能力再提升。公司第一季度毛利率 35.5%,同比提升了 0.4 个百分点。受到消费升级趋势的影响,实木地板毛利率高于强化地板,所以 我们判断公司毛利率提升的原因主要来自于实木地板的比例提升;第一季度净利率为 3.2%,比去年同期提升了 0.4 个百分点。净利率提升的原因除了来自于 毛利率提升外,还因为 2017 年 Q1 财务费用减少 43%,进一步表明公司这几年 对财务管理管控力度强。
- 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。此外,公司还在建一条年产1400万平方米强化地板生产线,2017年Q1在建工程增加59.3%,待投产之后,公司地板的产能将增加到6100万平方米,同比增幅达30%,为公司未来业绩增长提供强力支撑。
- 龙头溢价,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,品牌力、产品力和渠道力都非常强劲。1)产品力:大亚人造板总部位于江苏丹阳,在广东、江西等多地设有制造工厂,目前大亚人造板已经成为行业内知名品牌的首选原材料供应商;2)品牌力:2016年"中国500最具价值品牌"排行榜显示"圣象"品牌价值已达235.9亿元;3)渠道力:圣象地板渠道网络遍布全球,在中国拥有近3000家统一授权、统一形象的地板专卖店,并开拓了天猫、京东、苏宁的在线分销专营店。我们预计公司未来有望借助多个核心优势,突破单一品类瓶颈,做大做强大家居,打开成长空间。
- 盈利预测与投资建议。预计 2017-2019 年 EPS 分别为 1.23 元、1.45 元、1.70 元,对应 PE 分别为 20 倍、17 倍和 15 倍。我们看好公司在木地板和人造板市场的龙头地位,市场集中度提升过程中龙头企业受益明显,我们给予公司 25 倍 PE,对应目标价 30.75 元,维持"买入"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	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	6531.38	7193.12	7924.52	8676.81
增长率	-14.92%	10.13%	10.17%	9.49%
归属母公司净利润(百万元)	541.12	654.73	771.90	899.69
增长率	70.22%	21.00%	17.90%	16.55%
每股收益 EPS(元)	1.02	1.23	1.45	1.70
净资产收益率 ROE	17.64%	18.26%	17.94%	17.51%
PE	24	20	17	15
РВ	4.37	3.74	3.12	2.61

数据来源: Wind, 西南证券

西南证券研究发展中心

分析师: 李佳颖

执业证号: S1250513090001

电话: 023-63786561 邮箱: lijy@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 5.31 流通 A 股(亿股) 5.28 52 周內股价区间(元) 12.38-25.91 总市值(亿元) 132.37 总资产(亿元) 57.70

相关研究

每股净资产(元)

- 大亚圣泉(000910):管理改善效果显著, 盈利能力提升 (2017-03-28)
- 大亚圣泉 (000910): 业绩不断超预期, 期待管理再度挖潜 (2017-01-23)
- 3. 大亚圣象 (000910): 业绩超预期, 大家 居打开成长空间 (2016-10-31)
- 大亚科技 (000910): 轻装上阵, 内控增效可期 (2016-08-26)

5.55



附表: 财务预测与估值

附表: 财务预测与	ID DE				_				
利润表 (百万元)	2016A	2017E	2018E	2019E	现金流量表 (百万元)	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入	6531.38	7193.12	7924.52	8676.81	净利润	534.14	646.29	761.95	888.10
营业成本	4314.02	4744.88	5171.52	5645.58	折旧与摊销	249.76	348.52	368.76	392.76
营业税金及附加	98.52	101.02	114.04	123.86	财务费用	44.27	29.70	22.80	17.01
销售费用	819.34	899.14	990.57	1041.22	资产减值损失	123.19	0.00	0.00	0.00
管理费用	601.15	748.08	808.30	885.03	经营营运资本变动	-1320.83	717.05	-75.93	73.39
财务费用	44.27	29.70	22.80	17.01	其他	1405.24	13.82	0.00	-2.30
资产减值损失	123.19	0.00	0.00	0.00	经营活动现金流净额	1035.77	1755.38	1077.58	1368.95
投资收益	0.33	0.00	0.00	0.00	资本支出	530.51	-250.00	-250.00	-300.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	-517.51	0.00	0.00	0.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	13.00	-250.00	-250.00	-300.00
营业利润	531.22	670.30	817.30	964.11	短期借款	117.37	20.45	-28.00	-22.00
其他非经营损益	156.70	147.57	149.79	164.70	长期借款	-40.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	687.93	817.88	967.09	1128.81	股权融资	25.36	0.00	0.00	0.00
所得税	153.78	171.59	205.13	240.71	支付股利	-26.38	-44.89	-54.32	-64.04
净利润	534.14	646.29	761.95	888.10	其他	-1455.89	-120.02	-22.80	-17.01
少数股东损益	-6.98	-8.44	-9.95	-11.60	筹资活动现金流净额	-1379.53	-144.46	-105.12	-103.05
归属母公司股东净利润	541.12	654.73	771.90	899.69	现金流量净额	-320.24	1360.92	722.46	965.90
7 727 21 1423 1 1 1 1 1 1	041.12	004.70	771.00	000.00	-70 I WE 17 17	020.24	1000.02	722.40	000.00
资产负债表(百万元)	2016A	2017E	2018E	2019E	财务分析指标	2016A	2017E	2018E	2019E
货币资金	1170.87	2531.79	3254.25	4220.15	成长能力	LOTOA	20172	20102	20102
应收和预付款项	1080.84	1169.98	1290.79	1327.35	销售收入增长率	-14.92%	10.13%	10.17%	9.49%
存货	1737.00	1758.41	1931.29	2108.23	营业利润增长率	67.50%	26.18%	21.93%	17.96%
其他流动资产	19.01	9.55	13.07	17.15	净利润增长率	36.78%	21.00%	17.90%	16.55%
长期股权投资	34.62	34.62	34.62	34.62	EBITDA 增长率	8.82%	27.06%	15.29%	13.65%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	获利能力	0.02 /0	27.0070	13.2970	13.0376
固定资产和在建工程	1214.96	1108.65	992.11	866.57	毛利率	33.95%	34.04%	34.74%	34.93%
无形资产和开发支出	596.38	604.17	601.95	634.74	三费率	22.43%	23.31%	22.99%	22.40%
其他非流动资产	77.92	77.92	77.92	77.92	净利率	8.18%	8.98%	9.62%	10.24%
资产总计	5931.62	7295.11	8196.01	9286.73	ROE	17.64%	18.26%	17.94%	17.51%
短期借款	867.55	888.00	860.00	838.00	ROA	9.01%	8.86%	9.30%	9.56%
应付和预收款项	1758.17	1918.69	2054.63	2248.49	ROIC	18.75%	21.77%	30.94%	37.23%
长期借款	0.00	0.00	0.00		EBITDA/销售收入	12.64%		15.25%	
其他负债	277.53	948.98	1034.30	0.00	营运能力	12.04 /0	14.58%	13.23/0	15.83%
负债合计	2903.26	3755.67	3948.94	4215.61	总资产周转率	1.05	1.09	1.02	0.99
股本	530.77	530.77	530.77	530.77	固定资产周转率	5.12	6.30	7.54	9.34
资本公积	22.09	22.09	22.09	22.09	应收账款周转率	11.24		10.48	
留存收益					存货周转率		10.46		11.03
归属母公司股东权益	2283.64 2903.80	2893.48	3611.06 4140.90	4446.71 4976.55	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	2.40 100.85%	2.70	2.78	2.78
少数股东权益		3423.32		94.57	资本结构	100.05%	_	_	
股东权益合计	124.56	116.12	106.17		资产负债率	40.050/	E4 400/	40 400/	4F 200/
负债和股东权益合计	3028.36	3539.44	4247.07	5071.12		48.95%	51.48%	48.18%	45.39%
贝贝伦权尔权益合计	5931.62	7295.11	8196.01	9286.73	带息债务/总负债	29.88%	23.64%	21.78%	19.88%
业结和仕结毕士	2016.4	20175	20195	20105	流动比率	1.38	1.46	1.64	1.82
业绩和估值指标	2016A	2017E	2018E	2019E	速动比率	0.78	0.99	1.15	1.32
EBITDA	825.25	1048.52	1208.86	1373.88	股利支付率	4.87%	6.86%	7.04%	7.12%
PE	24.46	20.22	17.15	14.71	每股指标	4.00	4.00		
PB	4.37	3.74	3.12	2.61	每股收益 5 m 4 次 2	1.02	1.23	1.45	1.70
PS	2.03	1.84	1.67	1.53	每股净资产	5.71	6.67	8.00	9.55
EV/EBITDA	15.58	10.98	8.91	7.12	每股经营现金 5 m m (v)	1.95	3.31	2.03	2.58
股息率	0.20%	0.34%	0.41%	0.48%	每股股利	0.05	0.08	0.10	0.12

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

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%之间公司评级

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

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

行业评级 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
	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
上海	邵亚杰	机构销售	02168416206	15067116612	syj@swsc.com.cn
上海	郎珈艺	机构销售	021-68416921	18801762801	langjiayi@swsc.com.cn
	黄丽娟	机构销售	021-68411030	15900516330	hlj@swsc.com.cn
	欧阳倩威	机构销售	021-68416206	15601822016	oyqw@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	地区销售总监	0755-26673231	13530267171	zhangt@swsc.com.cn
	刘宁	机构销售	0755-26676257	18688956684	liun@swsc.com.cn
	刘予鑫	机构销售	0755-26833581	13720220576	lyxin@swsc.com.cn
	熊亮	机构销售	0755-26820395	18666824496	xl@swsc.com.cn
	刘雨阳	机构销售	0755-26892550	18665911353	liuyuy@swsc.com.cn