

大亚圣象 (000910)

证券研究报告

2017年08月28日

业绩大幅增长，受益于消费升级，维持买入评级

营业收入同比增长 8.4%，归母净利润同比增长 35%

公司发布 2017 年半年报，营收同比增长 8.4% 至 29.5 亿，二季度营收同比增长 5% 至 16.9 亿元。营收同比增长主要是由于上半年公司加大地板业务的营销以及新品推广力度，成功开展“3.15 中国圣象行”、“圣象北美硬木节”和“圣象力量 6.17 超大活动”等活动。分产品看，木地板业务营收同比增长 10.2% 至 21.8 亿；中高密度板业务同比增长 6.7% 至 7.5 亿元，木门及衣帽间业务同比下滑 70% 至 305.5 万元。公司 2017 年上半年归母净利润同比增长 35% 至 1.4 亿元，折合 EPS 为 0.26 元，二季度归母净利润同比增长 33.6% 至 9913 万元。我们认为归母净利润同比增长较快的主要原因在于公司主营产品木地板产品盈利水平持续改善。

毛利率同比提升 1.1 个百分点，期间费用率同比增长 0.1 个百分点

公司 2017 年上半年毛利率为 35%，同比增长 1.1 个百分点。我们认为毛利率同比上升一方面是由于公司产品结构得到优化，另一方面是上半年毛利率较低的海外业务占公司收入比重下降。分产品看，木地板业务毛利率同比上升 2.1 个百分点至 40%；中高密度板业务毛利率同比下滑 3.5 个百分点至 19.6%；木门及衣帽间业务毛利率同比提升 2.1 个百分点至 20.5%。

上半年期间费用率同比增长 0.1 个百分点至 27.4%。其中销售费用率同比增长 0.8 个百分点至 16.2%，主要原因在于公司上半年加大产品推广力度，销售推广及市场开发费较去年同期增长 83.8% 所致；管理费用率同比下降 0.3 个百分点至 10.2%；财务费用率同比下降 0.5 个百分点至 1%，主要是利息支出减少所致。

消费升级驱动地板业务持续增长，行业龙头将大幅受益

目前国内家居建材产业已经展现出较强的消费升级迹象，实木地板去年同比增速为 10%，为地板细分品类中最高，圣象地板作为国内行业龙头品牌，拥有年产 4700 万平方米的生产能力，品牌力以及规模化生产能力在行业内十分突出，外加公司上半年无醛地板基材实验成功，我们认为大亚未来将显著受益于地板行业消费升级。

我们预计 2017-2018 年 EPS 为 1.27 元、1.52 元，当前股价对应 PE 为 18 倍、15 倍，考虑消费升级利好龙头企业，维持“买入”评级。

风险提示：房地产调控风险、地板业务增速放缓。

财务数据和估值	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	7,676.70	6,531.38	7,298.78	7,982.76	8,554.56
增长率(%)	(9.04)	(14.92)	11.75	9.37	7.16
EBITDA(百万元)	758.33	825.25	834.55	989.40	1,105.18
净利润(百万元)	317.90	541.12	673.51	808.36	908.61
增长率(%)	94.37	70.22	24.47	20.02	12.40
EPS(元/股)	0.60	1.02	1.27	1.52	1.71
市盈率(P/E)	37.55	22.06	17.72	14.77	13.14
市净率(P/B)	5.20	4.11	3.47	2.86	2.40
市销率(P/S)	1.55	1.83	1.64	1.50	1.40
EV/EBITDA	10.42	11.97	13.39	9.83	8.84

资料来源：wind，天风证券研究所

投资评级

行业	轻工制造/家用轻工
6 个月评级	买入 (维持评级)
当前价格	22.49 元
目标价格	28.3 元
上次目标价	28.3 元

基本数据

A 股总股本(百万股)	530.77
流通 A 股股本(百万股)	528.72
A 股总市值(百万元)	11,937.02
流通 A 股市值(百万元)	11,890.97
每股净资产(元)	5.61
资产负债率(%)	48.39
一年内最高/最低(元)	26.59/17.00

作者

姜浩 分析师
SAC 执业证书编号：S1110516110004
jiangh@tfzq.com

股价走势



资料来源：贝格数据

相关报告

- 《大亚圣象-公司点评:第二期股权激励出台，进一步理顺公司治理》2017-06-18
- 《大亚圣象-季报点评:一季度净利润增长 38.5%，估值便宜，维持买入评级》2017-04-27
- 《大亚圣象-年报点评报告:内部挖潜尚有空间，估值便宜，给予买入评级》2017-03-28

财务预测摘要

资产负债表(百万元)						利润表(百万元)					
	2015	2016	2017E	2018E	2019E		2015	2016	2017E	2018E	2019E
货币资金	1,630.48	1,170.87	1,539.30	2,841.89	2,835.55	营业收入	7,676.70	6,531.38	7,298.78	7,982.76	8,554.56
应收账款	577.09	743.83	751.91	855.91	879.48	营业成本	5,451.84	4,314.02	4,761.33	5,158.87	5,503.01
预付账款	99.82	91.97	139.37	100.64	161.06	营业税金及附加	91.84	98.52	109.48	119.74	128.32
存货	1,817.81	1,737.00	2,062.25	2,121.47	2,305.46	营业费用	973.36	819.34	912.35	989.86	1,060.77
其他	205.41	264.05	330.88	279.34	368.16	管理费用	654.50	601.15	671.49	726.43	769.91
流动资产合计	4,330.62	4,007.72	4,823.71	6,199.25	6,549.71	财务费用	140.91	44.27	55.00	50.00	50.00
长期股权投资	27.06	34.62	34.62	34.62	34.62	资产减值损失	79.51	123.19	100.00	90.00	80.00
固定资产	1,379.16	1,173.76	1,128.06	1,079.43	1,028.64	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
在建工程	22.70	41.20	36.72	34.03	32.42	投资净收益	32.42	0.33	5.00	5.00	5.00
无形资产	515.62	501.17	485.94	470.71	455.48	其他	(64.83)	(0.65)	(10.00)	(10.00)	(10.00)
其他	200.25	173.14	208.53	195.90	192.52	营业利润	317.15	531.22	694.14	852.86	967.55
非流动资产合计	2,144.80	1,923.89	1,893.87	1,814.69	1,743.69	营业外收入	175.00	161.04	161.00	170.00	180.00
资产总计	6,475.41	5,931.62	6,717.58	8,013.94	8,293.41	营业外支出	6.31	4.34	5.00	5.00	5.00
短期借款	750.18	867.55	500.00	500.00	500.00	利润总额	485.84	687.93	850.14	1,017.86	1,142.55
应付账款	1,011.50	1,236.15	918.32	1,554.26	1,062.42	所得税	95.32	153.78	166.63	199.50	223.94
其他	2,249.79	799.55	1,712.96	1,641.14	1,589.06	净利润	390.52	534.14	683.51	818.36	918.61
流动负债合计	4,011.47	2,903.26	3,131.28	3,695.41	3,151.48	少数股东损益	72.62	(6.98)	10.00	10.00	10.00
长期借款	40.00	0.00	0.00	0.00	0.00	归属于母公司净利润	317.90	541.12	673.51	808.36	908.61
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	每股收益(元)	0.60	1.02	1.27	1.52	1.71
其他	1.00	0.00	8.50	3.17	3.89						
非流动负债合计	41.00	0.00	8.50	3.17	3.89						
负债合计	4,052.48	2,903.26	3,139.78	3,698.57	3,155.37	主要财务比率	2015	2016	2017E	2018E	2019E
少数股东权益	127.63	124.56	134.56	144.56	154.56	成长能力					
股本	527.50	530.77	530.77	530.77	530.77	营业收入	-9.04%	-14.92%	11.75%	9.37%	7.16%
资本公积	0.00	22.09	22.09	22.09	22.09	营业利润	56.08%	67.50%	30.67%	22.87%	13.45%
留存收益	1,768.90	2,305.73	2,912.47	3,640.04	4,452.71	归属于母公司净利润	94.37%	70.22%	24.47%	20.02%	12.40%
其他	(1.09)	45.20	(22.09)	(22.09)	(22.09)	获利能力					
股东权益合计	2,422.94	3,028.36	3,577.80	4,315.37	5,138.04	毛利率	28.98%	33.95%	34.77%	35.37%	35.67%
负债和股东权益总	6,475.41	5,931.62	6,717.58	8,013.94	8,293.41	净利率	4.14%	8.28%	9.23%	10.13%	10.62%
						ROE	13.85%	18.63%	19.56%	19.38%	18.23%
						ROIC	8.17%	30.37%	22.75%	27.07%	41.78%
						偿债能力					
						资产负债率	62.58%	48.95%	42.46%	42.57%	34.07%
						净负债率	45.05%	53.88%	24.17%	31.14%	15.01%
						流动比率	1.08	1.38	1.64	1.78	2.28
						速动比率	0.63	0.78	0.86	1.12	1.41
						营运能力					
						应收账款周转率	10.15	9.89	9.76	9.93	9.86
						存货周转率	3.65	3.67	3.84	3.82	3.86
						总资产周转率	1.05	1.05	1.20	1.16	1.12
						每股指标(元)					
						每股收益	0.60	1.02	1.27	1.52	1.71
						每股经营现金流	2.80	1.95	1.21	3.10	0.23
						每股净资产	4.32	5.47	6.49	7.86	9.39
						估值比率					
						市盈率	37.55	22.06	17.72	14.77	13.14
						市净率	5.20	4.11	3.47	2.86	2.40
						EV/EBITDA	10.42	11.97	13.39	9.83	8.84
						EV/EBIT	17.25	17.17	14.92	10.77	9.60

资料来源：公司公告，天风证券研究所

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼 邮编：430071 电话：(8627)-87618889 传真：(8627)-87618863 邮箱：research@tfzq.com	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼 邮编：201204 电话：(8621)-68815388 传真：(8621)-68812910 邮箱：research@tfzq.com	深圳市福田区益田路 4068 号卓越时代广场 36 楼 邮编：518017 电话：(86755)-82566970 传真：(86755)-23913441 邮箱：research@tfzq.com