

大亚圣象(000910)/家用轻工
收入环比恢复增长, 业绩超预期
评级: 买入(维持)

市场价格: 19.06

分析师: 葛慧

执业证书编号: S0740510120023

电话: 021-20315133

Email: duhui@r.qizq.com.cn

联系人: 蒋正山

Email: jiangzs@r.qizq.com.cn

联系人: 徐稚涵

Email: xuzh01@r.qizq.com.cn

基本状况

总股本(百万股)	555
流通股本(百万股)	529
市价(元)	19.06
市值(百万元)	10,578
流通市值(百万元)	10,082

股价与行业-市场走势对比
相关报告
公司盈利预测及估值

指标	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	6,531.3	7,048.26	8,048.51	8,841.96	9,620.42
增长率 yoy%	-14.92%	7.91%	14.19%	9.86%	8.80%
净利润	543.54	659.19	807.88	939.61	1,088.91
增长率 yoy%	70.98%	21.28%	22.56%	16.31%	15.89%
每股收益(元)	1.02	1.19	1.45	1.69	1.96
每股现金流量	1.95	2.14	1.20	2.08	2.45
净资产收益率	18.72%	18.87%	19.08%	18.16%	17.39%
P/E	18.67	19.29	13.14	11.28	9.72
PEG	0.26	0.91	0.58	0.69	0.61
P/B	3.49	3.64	2.50	2.05	1.69

备注:

投资要点

- **事件:** 大亚圣象发布 2018 年一季报, 2018 年 Q1 公司实现营收 13.98 亿元, 同比增长 11.07%; 实现归母净利润 0.58 亿元, 同比增长 41.32%。
- **收入环比恢复增长, 业绩超预期。** 公司 17 年 Q4 同比增速仅 0.45%, 18 年 Q1 同比增速为 11.07%, 收入环比有明显恢复; 公司 17 年 Q4 归母净利润增速为 14.24%, 而 18 年 Q1 业绩增速为 41.32%, 业绩环比明显提升, 超市场预期。
- **期间费用下降对冲毛利率略微回调, 盈利能力再提升, 内部管控持续优化。** 1) 2018Q1 公司实现销售毛利率 34.03%, 同比下降 1.47pct, 主要系原材料价格上涨叠加大宗业务占比提升带来渠道结构的变化, 我们认为毛利率短期回落不改长期盈利能力增速的趋势, 伴随消费升级, 未来市场实木地板需求比例将逐步提升, 依照市场需求结构变化大亚圣象逐步调整产品构成占比, 未来产品结构高端化调整将对公司综合毛利率形成上升推力; 2) 从费用率和净利率率方面来看, 2018 年 Q1 整体期间费用率 28.06% (-3.03pct), 其中销售费用率 16.36% (-1.08pct), 管理费用率 10.85% (-1.85pct), 财务费用 0.85% (-0.1pct)。2018 年 Q1 实现净利率 4.29% (+1.13pct), 验证此前内部治理优化带动业绩边际改善逻辑。我们认为, 大亚圣象企业人才呈年轻化趋势, 内部管理优化带来的盈利能力提升已逐步显现。2016 年、2017 年两次股权激励计划覆盖总部和子公司高管与一线业务人员, 有利于降低公司内部代理成本, 实现总部与子公司之间的利益统一。
- **地板业务: 发展高毛利三层实木板, 综合毛利率提升可持续, 工业业务超预期, 龙头地位稳固。** 1) 产品结构高端化利好企业综合毛利率持续提升。大亚圣象当前地板产能 5300 万平方米/年, 其中三层实木板目前已占到市场份额 50% 左右。预计未来产品端增速: 三层实木地板 > 多层实木地板 > 强化地板, 收入盈利齐升有望持续。2) 工业业务发展迅猛, 市场份额进一步提升。公司大客户战略有序推进, 以万科为核心的战略合作房地产公司数量达到 60 家, 2017 年工程类地板销量同比增长 40%。全年木地板销售 4496 万平方米, 同比增长 6.87%, 公司在全国木地板市场的占有率进一步提升, 龙头地位稳固。
- **人造板业务: 把握定制家居需求, 新增刨花板产能巩固龙头地位。** 公司目前中高密度板和刨花板产能 185 万立方米/年, 并于 2016 年底投资建设年产 50 万立方米的宿迁刨花板项目。2018 年 Q1 在建工程达 1.85 亿, 同比增长 11.21% 主要系刨花板生产线项目投资增加所致。近两年定制家居市场火热带动刨花板需求上升, 宿迁项目投产后有望成为新业绩增长点, 进一步巩固公司人造板龙头地位。
- **投资建议:** 公司 2018-20 年持续发展高毛利率、高进入壁垒的三层和多层实木地板业务, 同时内部管控效率持续提升, 行业景气程度持续向好, 大亚圣象业绩有望持续高增长。我们预估公司 2018-20 年实现营收 80.49、88.42、96.20 亿元, 同比增长 14.19%、9.86%、8.80%, 实现归母净利润 8.08、9.40、10.89 亿元, 同比增长 22.56%、16.31%、15.89%, 对应 EPS 为 1.45、1.69、1.96 元。给予 2018 年 20 倍 PE, 对应价格 29 元, 维持“买入”评级。
- **风险提示:** 地产景气程度下滑风险、原材料价格上涨风险。

图表 1: 大亚圣象三大财务报表

损益表 (人民币万元)

	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业总收入	767,670	653,138	704,826	804,851	884,196	962,042
增长率	-9.04%	-14.9%	7.9%	14.2%	9.9%	8.8%
营业成本	-545,184	-431,402	-454,318	-512,387	-557,148	-602,414
% 销售收入	71.0%	66.1%	64.5%	63.7%	63.0%	62.6%
毛利	222,486	221,736	250,508	292,464	327,048	359,628
% 销售收入	29.0%	33.9%	35.5%	36.3%	37.0%	37.4%
营业税金及附加	-9,184	-9,852	-11,166	-11,506	-13,328	-14,498
% 销售收入	1.2%	1.5%	1.6%	1.4%	1.5%	1.5%
营业费用	-97,336	-81,934	-94,846	-101,411	-107,872	-116,407
% 销售收入	12.7%	12.5%	13.5%	12.6%	12.2%	12.1%
管理费用	-65,450	-60,115	-64,808	-71,632	-76,925	-82,736
% 销售收入	8.5%	9.2%	9.2%	8.9%	8.7%	8.6%
息税前利润 (EBIT)	50,516	69,835	79,688	107,915	128,923	145,987
% 销售收入	6.6%	10.7%	11.3%	13.4%	14.6%	15.2%
财务费用	-14,091	-4,427	-5,609	-1,068	-4,068	-3,068
% 销售收入	1.8%	0.7%	0.8%	0.1%	0.5%	0.3%
资产减值损失	-7,951	-12,319	-2,250	-4,735	-4,264	-3,219
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	3,242	33	13,621	0	0	0
% 税前利润	6.7%	0.0%	16.0%	0.0%	0.0%	0.0%
营业利润	31,715	53,122	85,451	102,112	120,590	139,700
营业利润率	4.1%	8.1%	12.1%	12.7%	13.6%	14.5%
营业外收支	16,869	15,866	-86	10,883	8,887	6,561
税前利润	48,584	68,988	85,364	112,995	129,478	146,261
利润率	6.3%	10.6%	12.1%	14.0%	14.6%	15.2%
所得税	-9,532	-15,378	-11,620	-20,908	-23,475	-24,497
所得税率	19.6%	22.3%	13.6%	18.5%	18.1%	16.7%
净利润	39,052	53,610	73,744	92,087	106,003	121,764
少数股东损益	7,262	-698	7,825	11,299	12,041	12,871
归属于母公司的净利润	31,790	54,307	65,919	80,788	93,961	108,893
净利率	4.1%	8.3%	9.4%	10.0%	10.6%	11.3%

现金流量表 (人民币万元)

	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
净利润	39,052	53,414	73,744	92,087	106,003	121,764
少数股东损益	0	0	0	11,299	12,041	12,871
非现金支出	37,977	37,294	23,426	24,434	22,172	19,097
非经营收益	11,028	6,019	4,403	-9,815	-7,819	-5,493
营运资金变动	60,698	6,849	17,369	-39,814	-4,768	847
经营活动现金净流	148,755	103,577	118,942	78,192	127,629	149,086
资本开支	4,938	-1,101	27,044	-11,223	-8,177	-4,439
投资	-13,516	198	-4,552	0	0	0
其他	450	0	0	0	0	0
投资活动现金净流	-18,004	1,300	-31,596	11,223	8,177	4,439
股权募资	1,318	2,339	28,416	0	0	0
债权募资	-58,269	-141,563	-64,452	0	0	0
其他	-51,232	2,324	-7,925	-1,107	-7,731	-1,068
筹资活动现金净流	-108,182	-136,900	-43,961	-1,107	-7,731	-1,068
现金净流量	22,569	-32,024	43,386	88,308	128,074	152,456

资产负债表 (人民币万元)

	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
货币资金	163,048	117,087	156,587	233,596	349,628	489,214
应收款项	76,701	98,887	103,288	107,864	121,664	132,043
存货	181,781	173,700	163,753	199,737	217,897	231,391
其他流动资产	11,531	11,099	11,236	12,405	13,566	14,277
流动资产	433,062	400,772	434,864	553,601	702,756	866,926
% 总资产	66.9%	67.6%	68.6%	75.8%	81.8%	86.2%
长期投资	2,886	3,612	4,686	4,686	4,686	4,686
固定资产	140,186	121,496	124,351	97,956	74,463	54,692
% 总资产	21.6%	20.5%	19.6%	13.4%	8.7%	5.4%
无形资产	60,476	59,638	64,276	67,631	70,926	73,943
非流动资产	214,480	192,389	199,318	176,278	156,081	139,326
% 总资产	33.1%	32.4%	31.4%	24.2%	18.2%	13.8%
资产总计	647,541	593,162	634,182	729,880	858,837	1,006,251
短期借款	75,018	86,755	36,332	36,332	36,332	36,332
应付款项	186,996	182,913	209,850	212,467	238,243	262,244
其他流动负债	139,132	20,657	21,024	28,682	25,860	27,509
流动负债	401,147	290,326	267,206	277,480	300,435	326,085
长期贷款	4,000	0	0	0	0	0
其他长期负债	100	0	0	0	0	0
负债	405,248	290,326	267,206	277,480	300,435	326,085
普通股股东权益	229,531	290,380	349,324	423,449	517,411	626,303
少数股东权益	12,763	12,456	17,651	28,951	40,992	53,863
负债股东权益合计	647,541	593,162	634,182	729,880	858,837	1,006,251
比率分析						
	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
每股指标						
每股收益 (元)	0.603	1.024	1.187	1.455	1.692	1.961
每股净资产 (元)	4.351	5.471	6.291	7.626	9.318	11.279
每股经营现金净流 (元)	2.820	1.951	2.142	1.205	2.082	2.453
每股股利 (元)	0.000	0.000	0.120	0.120	0.000	0.000
回报率						
净资产收益率	13.85%	18.72%	18.87%	19.08%	18.16%	17.39%
总资产收益率	4.91%	9.16%	10.39%	11.07%	10.94%	10.82%
投入资本收益率	26.13%	20.19%	28.44%	35.12%	43.90%	54.60%
增长率						
营业总收入增长率	-9.04%	-14.92%	7.91%	14.19%	9.86%	8.80%
EBIT增长率	2.60%	38.24%	14.11%	35.42%	19.47%	13.24%
净利润增长率	94.37%	70.98%	21.28%	22.56%	16.31%	15.89%
总资产增长率	-20.92%	-8.40%	6.92%	15.09%	17.67%	17.16%
资产管理能力						
应收账款周转天数	32.0	32.5	35.7	33.4	33.9	34.3
存货周转天数	140.9	150.4	135.6	142.3	142.7	140.2
应付账款周转天数	60.0	72.8	77.6	70.2	73.5	73.8
固定资产周转天数	78.7	71.3	57.9	40.9	24.5	11.5
偿债能力						
净负债/股东权益	-34.68%	-10.02%	-32.77%	-43.60%	-56.11%	-66.58%
EBIT利息保障倍数	3.6	15.8	14.2	101.0	31.7	47.6
资产负债率	62.58%	48.95%	42.13%	38.02%	34.98%	32.41%

来源: 中泰证券研究所

投资评级说明:

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上

备注: 评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价 (或行业指数) 相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准; 新三板市场以三板成指 (针对协议转让标的) 或三板做市指数 (针对做市转让标的) 为基准; 香港市场以摩根士丹利中国指数为基准, 美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准 (另有说明的除外)。

重要声明:

中泰证券股份有限公司 (以下简称“本公司”) 具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料, 反映了作者的研究观点, 力求独立、客观和公正, 结论不受任何第三方的授意或影响。但本公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断, 可能会随时调整。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。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用, 不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议, 本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户, 不构成客户私人咨询建议。

市场有风险, 投资需谨慎。在任何情况下, 本公司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。

投资者应注意, 在法律允许的情况下, 本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易, 并可能为这些公司正在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。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权, 任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发, 需注明出处为“中泰证券研究所”, 且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。