

2018年04月26日

大亚圣象 (000910.SZ)

利润增长超预期，估值修复有空间

大亚圣象一季报：一季度公司收入14亿元，同比增长11%；实现归属上市公司股东净利润5750万元，同比增长41.3%，扣非后增长47.5%。

收入增长环比改善，木地板零售/B端增长稳健：一季度公司收入增长11%，增速较四季度有所恢复；归母净利润增长41.3%。分业务看，1) 出口业务增长下滑8.5%，对整体增长造成一定拖累；2) 圣象木地板收入增长14%，其中销量增长在3%-4%左右，价格及结构优化贡献其它增量。分渠道看，工装业务增长约27%，零售业务增长约7%；3) 人造板业务收入增长20%，其中销量增长4.6%；此外，一季度公司对人造板产品提价100元/立方，加速相关业务增长。未来，公司有望在产品升级的基础上积极探索渠道升级，并利用自身品牌优势及强大的生产能力，积极布局精装房领域、公共用木地板等工装业务，有望成为公司未来的重要增长点。

盈利能力稳步提升：一季度公司综合毛利34%，同比下降1.5pct，主要受原材料库存不足，产量减小影响，开工不足导致整体费用增加。报告期内公司期间费用率24.7%，同比下降6.3pct，其中销售、管理费用率分别下降2.1pct、4.3pct，管理改革初见成效。一季度公司经营现金流-2.4亿元，同比下降2亿元，主要因为报告期内公司购买商品、接受劳务支付现金增加所致。一季度公司存货19亿元，较去年底增加2.7亿元，主要因为公司为应付雨季可能带来的原材料供应短缺问题，避免再次出现原材料短缺影响库存的情况，公司增加原材料采购。

(百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
主营收入	6,531.4	7,048.3	8,160.0	9,297.4	10,459.6
净利润	541.1	659.2	824.4	1,003.8	1,209.0
每股收益(元)	0.97	1.19	1.48	1.81	2.18
每股净资产(元)	5.23	6.29	8.05	9.71	11.67

盈利和估值	2016	2017	2018E	2019E	2020E
市盈率(倍)	19.3	15.9	12.7	10.4	8.6
市净率(倍)	3.6	3.0	2.3	1.9	1.6
净利润率	8.3%	9.4%	10.1%	10.8%	11.6%
净资产收益率	18.6%	18.9%	18.4%	18.6%	18.7%
股息收益率	0.6%	0.6%	0.6%	0.8%	1.2%
ROIC	30.4%	29.7%	31.2%	31.0%	49.3%

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

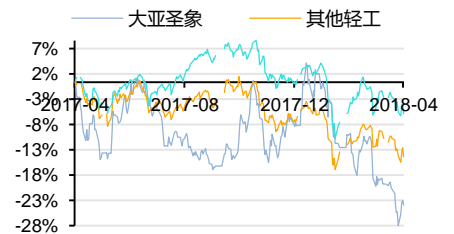
投资评级 **买入-A**
维持评级

6个月目标价：**25.67元**
股价(2018-04-26) **18.83元**

交易数据

总市值(百万元)	10,455.73
流通市值(百万元)	9,955.84
总股本(百万股)	555.27
流通股本(百万股)	528.72
12个月价格区间	17.82/25.98元

股价表现



资料来源：Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	-7.14	-14.87	-17.83
绝对收益	-6.92	-24.26	-23.83

周文波 分析师
SAC 执业证书编号：S1450515080001
zhouwb@essence.com.cn
021-35082778

雷慧华 分析师
SAC 执业证书编号：S1450516090002
leihh@essence.com.cn
021-35082719

袁雯婷 分析师
SAC 执业证书编号：S1450517030002
yuanwt@essence.com.cn

相关报告

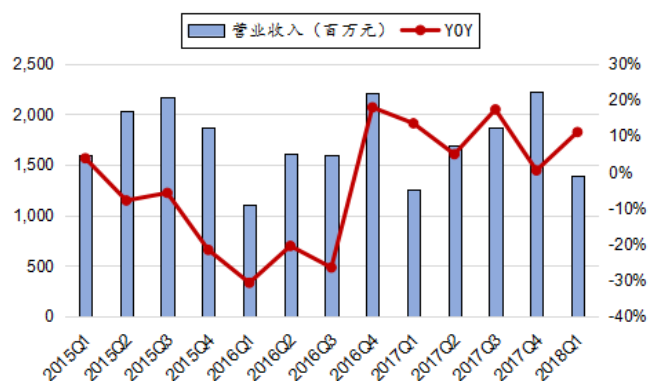
大亚圣象：B端逻辑不变，估值优势明显/周文波	2018-03-13
大亚圣象：估值优势凸显，经营持续向好/周文波	2017-10-27
大亚圣象：股权激励有望进一步改善公司治理/周文波	2017-06-20
大亚圣象：地板王者，价值回归/周文波	2017-03-28

股权激励落地，向好趋势不变：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。随着公司内部管理的改善及激励的加强，公司高管向心力有所增强，16、17年公司盈利能力也出现改善迹象。17年6月，公司再次筹划限制性股票激励，激励对象为董秘、财务总监及中层管理人员、核心技术人员249人，解锁条件以16年为基数，17-19年公司净利润增长分别不低于12%、25%、45%，授予价格11.56元。此次股权激励是公司做强战略的延续，覆盖范围广，对公司内部管理的改善，增强高管向心力具有战略性意义。

盈利预测及投资建议：预计2018-2020年净利润分别为8.2亿元、10.0亿元、12.1亿元，分别增长25.1%、21.8%、20.4%，目前公司股价对应18年约12.8xPE，家具板块最低，维持“买入-A”评级。6个月目标价为25.67元。

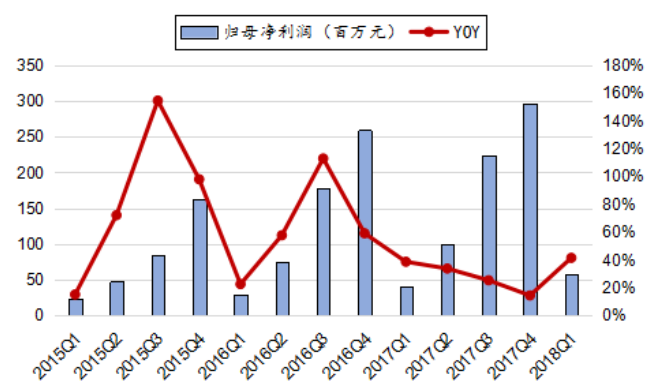
风险提示：地产景气度下行，管理改善不及预期

图 1：大亚圣象营业收入



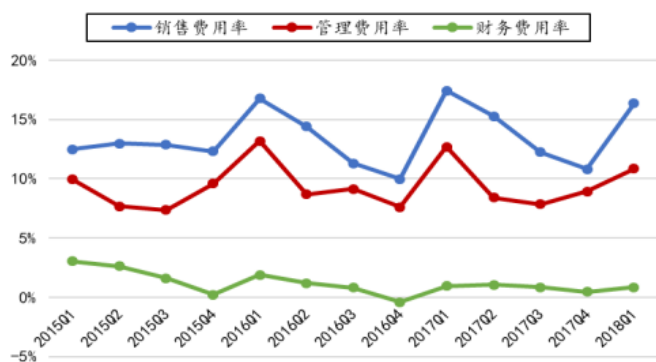
资料来源：wind，安信证券研究中心

图 2：大亚圣象归母净利润



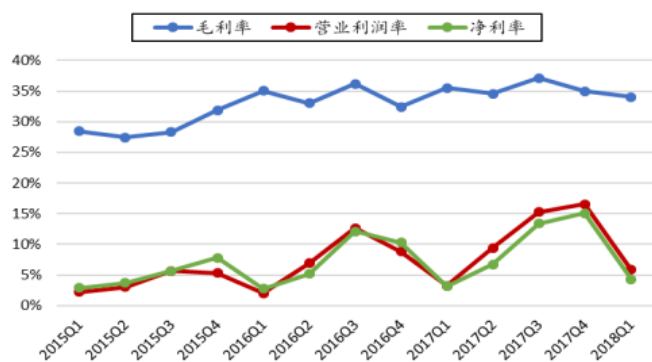
资料来源：wind，安信证券研究中心

图 3：大亚圣象费用率



资料来源：wind，安信证券研究中心

图 4：大亚圣象利润率



资料来源：wind，安信证券研究中心

财务报表预测和估值数据汇总

利润表						财务指标					
(百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E	(百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入	6,531.4	7,048.3	8,160.0	9,297.4	10,459.6	成长性					
减:营业成本	4,314.0	4,543.2	5,369.3	6,099.1	6,851.0	营业收入增长率	-14.9%	7.9%	15.8%	13.9%	12.5%
营业税费	98.5	111.7	122.4	139.5	156.9	营业利润增长率	67.5%	60.9%	-1.5%	20.7%	19.8%
销售费用	819.3	948.5	1,044.5	1,166.8	1,286.5	净利润增长率	70.2%	21.8%	25.1%	21.8%	20.4%
管理费用	601.2	648.1	730.3	822.8	910.0	EBITDA 增长率	8.8%	21.1%	12.3%	17.0%	15.6%
财务费用	44.3	56.1	41.7	43.2	32.8	EBIT 增长率	25.6%	36.8%	12.2%	19.9%	18.0%
资产减值损失	123.2	22.5	20.0	20.0	15.0	NOPLAT 增长率	21.4%	76.0%	-4.5%	19.9%	18.0%
加:公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	79.9%	-9.1%	20.8%	-25.9%	45.0%
投资和汇兑收益	0.3	13.0	10.0	10.0	10.0	净资产增长率	25.0%	21.2%	26.7%	19.9%	19.5%
营业利润	531.2	854.5	841.8	1,016.0	1,217.3	利润率					
加:营业外净收支	156.7	-0.9	134.0	165.0	205.0	毛利率	33.9%	35.5%	34.2%	34.4%	34.5%
利润总额	687.9	853.6	975.8	1,181.0	1,422.3	营业利润率	8.1%	12.1%	10.3%	10.9%	11.6%
减:所得税	153.8	116.2	146.4	177.1	213.4	净利润率	8.3%	9.4%	10.1%	10.8%	11.6%
净利润	541.1	659.2	824.4	1,003.8	1,209.0	EBITDA/营业收入	12.6%	14.2%	13.7%	14.1%	14.5%
						EBIT/营业收入	8.8%	11.2%	10.8%	11.4%	12.0%
资产负债表						运营效率					
	2016	2017	2018E	2019E	2020E	固定资产周转天数	70	57	45	37	29
货币资金	1,170.9	1,565.9	2,660.2	4,346.3	4,467.6	流动营业资本周转天数	7	33	35	30	35
交易性金融资产	-	-	-	-	-	流动资产周转天数	230	213	242	284	298
应收账款	743.8	834.1	888.6	1,086.3	1,170.9	应收账款周转天数	36	40	38	38	39
应收票据	245.0	198.8	337.2	267.9	407.6	存货周转天数	98	86	92	92	91
预付账款	92.0	89.7	155.8	108.9	186.0	总资产周转天数	342	313	328	355	356
存货	1,737.0	1,637.5	2,548.1	2,222.1	3,040.5	投资资本周转天数	114	129	117	98	91
其他流动资产	19.0	22.6	19.0	20.2	20.6	投资回报率					
可供出售金融资产	1.5	1.5	1.6	1.5	1.5	ROE	18.6%	18.9%	18.4%	18.6%	18.7%
持有至到期投资	-	-	-	-	-	ROA	9.0%	11.6%	9.8%	10.2%	11.1%
长期股权投资	34.6	45.4	45.4	45.4	45.4	ROIC	30.4%	29.7%	31.2%	31.0%	49.3%
投资性房地产	-	-	-	-	-	费用率					
固定资产	1,173.8	1,062.0	998.1	905.6	789.9	销售费用率	12.5%	13.5%	12.8%	12.6%	12.3%
在建工程	41.2	166.6	123.6	93.5	72.5	管理费用率	9.2%	9.2%	9.0%	8.9%	8.7%
无形资产	501.2	553.1	546.0	538.7	531.1	财务费用率	0.7%	0.8%	0.5%	0.5%	0.3%
其他非流动资产	171.6	164.7	182.1	169.8	166.4	三费/营业收入	22.4%	23.4%	22.3%	21.9%	21.3%
资产总额	5,931.6	6,341.8	8,505.7	9,806.2	10,899.9	偿债能力					
短期债务	867.6	363.3	1,000.0	1,000.0	1,000.0	资产负债率	48.9%	42.1%	45.3%	43.2%	38.9%
应付账款	1,236.1	1,562.7	1,209.4	2,151.9	1,692.5	负债权益比	95.9%	72.8%	82.9%	75.9%	63.6%
应付票据	142.2	-	537.5	0.7	500.9	流动比率	1.38	1.63	1.71	1.90	2.19
其他流动负债	657.3	746.0	1,108.1	1,079.5	1,044.4	速动比率	0.78	1.01	1.05	1.38	1.48
长期借款	-	-	-	-	-	利息保障倍数	13.00	14.04	21.18	24.50	38.11
其他非流动负债	-	-	0.3	0.1	0.1	分红指标					
负债总额	2,903.3	2,672.1	3,855.3	4,232.3	4,237.9	DPS(元)	0.11	0.12	0.12	0.14	0.22
少数股东权益	124.6	176.5	181.5	181.5	181.5	分红比率	11.8%	10.1%	8.0%	8.0%	10.0%
股本	530.8	555.3	555.3	555.3	555.3	股息收益率	0.6%	0.6%	0.6%	0.8%	1.2%
留存收益	2,305.7	3,155.1	3,913.7	4,837.1	5,925.2						
股东权益	3,028.4	3,669.8	4,650.5	5,573.9	6,662.0						

现金流量表

	2016	2017	2018E	2019E	2020E	业绩和估值指标					
	2016	2017	2018E	2019E	2020E	2016	2017	2018E	2019E	2020E	
净利润	534.1	737.4	824.4	1,003.8	1,209.0	EPS(元)	0.97	1.19	1.48	1.81	2.18
加:折旧和摊销	249.8	211.8	238.4	253.0	266.6	BVPS(元)	5.23	6.29	8.05	9.71	11.67
资产减值准备	123.2	22.5	-	-	-	PE(X)	19.3	15.9	12.7	10.4	8.6
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	PB(X)	3.6	3.0	2.3	1.9	1.6
财务费用	60.2	58.2	41.7	43.2	32.8	P/FCF	-18.8	26.4	10.9	6.0	43.4
投资损失	-0.3	-13.0	-10.0	-10.0	-10.0	P/S	1.6	1.5	1.3	1.1	1.0
少数股东损益	-7.0	78.3	5.0	-	-	EV/EBITDA	12.0	11.6	7.9	5.5	4.7
营运资金的变动	-1,087.9	190.1	-641.3	629.5	-1,113.4	CAGR(%)	23.4%	17.9%	28.5%	23.4%	17.9%
经营活动产生现金流量	1,035.8	1,189.4	458.2	1,919.6	385.1	PEG	0.8	0.9	0.4	0.4	0.5
投资活动产生现金流量	13.0	-316.0	-110.1	-109.9	-110.0	ROIC/WACC	3.0	3.0	3.1	3.1	4.9
融资活动产生现金流量	-1,379.5	-433.9	746.2	-123.6	-153.7	REP	1.2	1.6	1.0	1.1	0.5

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、袁雯婷声明，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。

本报告的估值结果和分析结论是基于所预定的假设，并采用适当的估值方法和模型得出的，由于假设、估值方法和模型均存在一定的局限性，估值结果和分析结论也存在局限性，请谨慎使用。

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	
	林立	021-68766209	linli1@essence.com.cn	
	潘艳	021-35082957	panyan@essence.com.cn	
	刘恭懿	021-35082961	liugy@essence.com.cn	
	孟昊琳	021-35082963	menghl@essence.com.cn	
	北京联系人	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	
高思雨		021-35082350	gaosy@essence.com.cn	
深圳联系人	姜雪	010-59113596	jiangxue1@essence.com.cn	
	周蓉	010-83321367	zhourong@essence.com.cn	
	胡珍	0755-82558073	huzhen@essence.com.cn	
	范洪群	0755-82558044	fanhq@essence.com.cn	
	巢莫雯	0755-82558183	chaomw@essence.com.cn	
	黎欢	0755-82558045	lihuan@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