

## 大亚圣象(000910)/家用轻工

## 股权梳理取得进展, 公司治理预期向好

**评级: 增持**

市场价格: 9.55

分析师: 蒋正山

执业证书编号: S0740518070009

Email: jiangzs@r.qlzq.com.cn

分析师: 徐稚涵

执业证书编号: S0740518060001

Email: xuzh01@r.qlzq.com.cn

研究助理: 郭美鑫

Email: guomx@r.qlzq.com.cn

**基本状况**

总股本(百万股)	554
流通股本(百万股)	540
市价(元)	9.55
市值(百万元)	5,291
流通市值(百万元)	5,158

**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	541.12	659.19	807.01	938.38	1,088.17
增长率 yoy%	70.22%	21.82%	22.42%	16.28%	15.96%
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	18.63%	18.87%	18.77%	17.91%	17.20%
P/E	18.7	19.3	6.6	5.7	4.9
PEG	0.27	0.88	0.29	0.35	0.3
P/B	3.49	3.64	1.2	1	0.8

备注:

**投资要点**

- 事件:** 10月18日, 大亚圣象发布实际控制人之间股权转让公告: 戴品哎女士分别将其持有的意博瑞特/卓睿投资 31.525%/54.5% 的股权转让给陈建军先生并委派后者担任意博瑞特执行董事兼经理、法定代表人。转让后, 陈建军先生分别持有意博瑞特/卓睿投资 37.9%/67% 的股权, 戴品哎女士持有意博瑞特/卓睿投资 0.35%/8% 的股权。此外, 文达投资的股东卓睿投资决定委派陈建军先生担任文达投资执行董事、法定代表人。除卓睿投资股权变更事项之外, 其他两项尚未办理工商备案登记。
- 大亚圣象控股股东和实际控制人不变, 陈建军大亚科技持股达到 52%。** 本次涉及股权转让和人事变动的意博瑞特、卓睿投资、文达投资分别直接持有大亚科技集团 63%、18.87%、4.588% 股权, 本次股权转让完成后, 陈建军先生持有大亚科技集团股份超过 50%, 大亚圣象控股股东依旧为大亚科技集团(持股 45.89%), 实际控制人不变, 但持股比例发生变化: 转让完成后, 戴品哎女士、陈巧玲女士、陈建军先生、陈晓龙先生对大亚圣象持股比例分别为 1.64% (-19.57%)、4.24% (不变)、23.81% (+19.57%)、4.24% (不变)。
- 股权梳理取得进展, 利于公司治理结构改善。** 我们认为, 本次实际控制人之间的股权转让有利于提升陈建军先生上市公司治理话语权, 优化公司内部治理能力。同时, 大亚圣象在 2016 年、2017 年实施的两次股权激励计划覆盖总部及子公司高管和一线业务人员, 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。
- 国内市场主业增长稳健, 整体毛利率水平稳定, 盈利能力持续改善。** 2018H1 公司实现营收 31.61 亿元, 同比增长 7.05%; 实现归母净利润 1.8 亿元, 同比增长 28.54%; 实现扣非归母净利润 1.77 亿元, 同比增长 31.66%。分业务看, 中高密度板业务营收 7.86 亿元, 同比增长 4.43%; 木地板业务营收 23.51 亿元, 同比增长 7.94%。分区域看, 国内市场营收 26.13 亿元, 同比增长 10.3%; 海外市场营收 5.29 亿元, 同比下降 6.51%。2018H1 公司实现毛利率 35.21% (+0.26pct.), 净利率 6.33% (+1.13pct.)。其中中高密度板业务毛利率 34.93% (+0.17pct.); 木地板业务毛利率 39.63% (-0.41pct.); 国内市场毛利率 37.81% (-1pct.); 海外市场毛利率 20.82% (+3pct.), 公司内部治理持续优化有望持续带动业绩边际改善。
- 规模、品牌优势显著, 龙头地位稳固。产能端:** 公司中高密度板和刨花板产能 185 万立方米/年, 地板产能 5300 万平方米/年, 规模化生产优势与市场竞争力领先对手。**品牌端:** 大亚圣象拥有近 3000 家统一授权、统一形象的地板专卖店, 同时开拓线上天猫、京东、苏宁分销专营店。2018 年, “圣象”品牌价值 415.62 亿元、大亚人造板品牌价值 125.86 亿元, 分别位居中国家居行业及人造板行业榜首, 品牌优势显著。
- 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, 同时内部管控效率提升, 大亚圣象业绩有望持续增长。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 8.07、9.38、10.88 亿元, 同比增长 22.42%、16.28%、15.96%, 对应 EPS 为 1.45、1.69、1.96 元, “增持”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	15,624	-86	10,802	8,780	6,499
税前列后	48,584	68,746	85,364	112,914	129,370	146,198
利润率	6.3%	10.5%	12.1%	14.0%	14.6%	15.2%
所得税	-9,532	-15,378	-11,620	-20,922	-23,501	-24,516
所得税率	19.6%	22.4%	13.6%	18.5%	18.2%	16.8%
净利润	39,052	53,368	73,744	91,992	105,870	121,682
少数股东损益	7,262	-698	7,825	11,291	12,031	12,865
归属于母公司的净利润	31,790	54,065	65,919	80,701	93,838	108,817
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	91,992	105,870	121,682
少数股东损益	0	0	0	11,291	12,031	12,865
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	-9,734	-7,712	-5,430
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	78,169	127,593	149,061
资本开支	4,938	-1,101	27,044	-11,143	-8,070	-4,376
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	11,143	8,070	4,376
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	-1,068	-1,068
筹资活动现金净流	-108,182	-136,900	-43,961	-1,107	-1,068	-1,068
现金净流量	22,569	-32,024	43,386	88,205	134,595	152,369

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	233,500	356,064	495,567
应收账款	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	553,506	709,191	873,279
%总资产	66.9%	67.6%	68.6%	75.8%	82.0%	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%	8.6%	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%	18.0%	13.8%
<b>资产总计</b>	<b>647,541</b>	<b>593,162</b>	<b>634,182</b>	<b>729,785</b>	<b>865,272</b>	<b>1,012,605</b>
短期借款	75,018	86,755	36,332	36,332	36,332	36,332
应付账款	186,996	182,913	209,850	212,467	238,243	262,244
其他流动负债	139,132	20,657	21,024	22,019	25,860	27,509
流动负债	401,147	290,326	267,206	270,817	300,435	326,085
长期借款	4,000	0	0	0	0	0
其他长期负债	100	0	0	0	0	0
<b>负债</b>	<b>405,248</b>	<b>290,326</b>	<b>267,206</b>	<b>270,817</b>	<b>300,435</b>	<b>326,085</b>
普通股股东权益	229,531	290,380	349,324	430,025	523,863	632,680
少数股东权益	12,763	12,456	17,651	28,943	40,974	53,840
<b>负债股东权益合计</b>	<b>647,541</b>	<b>593,162</b>	<b>634,182</b>	<b>729,785</b>	<b>865,272</b>	<b>1,012,605</b>
比率分析						
	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
<b>每股指标</b>						
每股收益(元)	0.603	1.019	1.187	1.453	1.690	1.960
每股净资产(元)	4.351	5.471	6.291	7.744	9.434	11.394
每股经营现金净流(元)	2.820	1.951	2.142	1.204	2.081	2.453
每股股利(元)	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000
<b>回报率</b>						
净资产收益率	13.85%	18.63%	18.87%	18.77%	17.91%	17.20%
总资产收益率	4.91%	9.12%	10.39%	11.06%	10.84%	10.75%
投入资本收益率	26.13%	20.17%	28.44%	34.19%	43.88%	54.59%
<b>增长率</b>						
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%	70.22%	21.82%	22.42%	16.28%	15.96%
总资产增长率	-20.92%	-8.40%	6.92%	15.08%	18.57%	17.03%
<b>资产管理能力</b>						
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
<b>偿债能力</b>						
净负债/股东权益	-34.68%	-10.02%	-32.77%	-42.96%	-56.61%	-66.89%
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%	37.11%	34.72%	32.20%

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。