

大亚圣象(000910)/家用轻工

业绩企稳, 关注治理改善

评级: 增持

市场价格: 12.47

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

研究助理: 徐偲

Email: xucai@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)	12.47
市值(百万元)	6,908
流通市值(百万元)	6,734

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	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	7048.26	7261.28	7781.19	8296.31	8860.45
增长率 yoy%	7.91%	3.02%	7.16%	6.62%	6.80%
净利润	659.19	724.80	818.52	902.10	992.71
增长率 yoy%	21.82%	9.95%	12.93%	10.21%	10.04%
每股收益(元)	1.19	1.31	1.48	1.63	1.79
每股现金流量	2.14	1.81	2.53	2.38	2.49
净资产收益率	18.87%	17.01%	16.71%	15.84%	14.98%
P/E	19.20	9.53	8.44	7.66	6.96
PEG	0.88	0.96	0.65	0.75	0.67
P/B	3.64	1.54	1.33	1.13	0.78

备注:

投资要点

- 事件 1:** 大亚圣象发布 2018 年年报, 2018 年公司实现营收 72.61 亿元, 同比增长 3.02%; 实现归母净利润 7.25 亿元, 同比增长 9.95%; 实现扣非归母净利润 7.11 亿元, 同比增长 10.15%。经营性活动净现金流 10.03 亿元, 同比减少 15.63%, 主要系购买商品、接受劳务支付的现金增加所致。在建工程 0.15 亿元, 同比减少 91.94%, 主要系大亚木业(江苏)有限公司年产 50 万立方米刨花板生产线投产, 在建工程转固定资产。单四季度公司实现营收 21.51 亿元, 同比下降 3.08%; 实现归母净利润 2.83 亿元, 同比下降 4.46%; 实现扣非后归母净利润 2.77 亿元, 同比下降 4.60%。
- 事件 2:** 大亚圣象发布 2019 年一季报, 2019Q1 公司实现营收 14.13 亿元, 同比增加 1.08%; 实现归母净利润 0.63 亿元, 同比增加 9.69%; 实现扣非归母净利润 0.61 亿元, 同比增长 9.65%; 应收款项 9.14 亿元, 同比增加 11.86%。
- 一季度增速企稳, 大宗业务带动主业增长稳健。1) 核心主业营收稳定, 关注工程业务发展。**公司持续推进工程业务的发展, 已与万科、保利、中海等 70 多家地产商建立战略合作关系, 18 年工程业务高速扩容, 全年工程类地板销量增速超过 40%。2018 公司中高密度板业务营收 19.15 亿元, 同比增长 9.14%; 木地板业务营收 50.47 亿元, 同比增长 2.34%; 木门及衣帽间业务营收 0.08 亿元, 同比增长 1.83%。2) **国内市场稳健增长, 外销规模收缩。**2018 年公司国内市场营收 62.23 亿元, 同比增长 5.92%; 海外市场营收 9.54 亿元, 同比下降 11.20%。
- 毛利率同比修复, 国内外市场毛利率提升。**2019Q1 公司实现毛利率 34.65% (+0.62pct); 2018 年公司实现毛利率 36.42% (+0.88pct)。1) **整体毛利率水平稳定。**中高密度板业务毛利率 22.76% (+1.48pct); 木地板业务毛利率 41.95% (+0.71pct); 木门及衣帽间业务毛利率 25.45% (+7.90pct)。2) **国外市场毛利率明显修复。**国内市场毛利率 38.78% (+0.19pct); 海外市场毛利率 18.44% (+1.22pct)。
- 管理费用同比提升, 盈利能力基本持平。**公司 2019Q1 净利率 4.25% (-0.04pct), 2018 年净利率 10.53% (+0.07pct)。公司 2019Q1/2018 年期间费用率 28.53% (+0.47pct) / 23.86% (+0.41pct), 其中, 销售费用率 16.60% (+0.24pct) / 13.19% (-0.27pct); 管理费用率 11.41% (+0.56pct) / 10.57% (+1.38pct), 财务费用率 0.53% (-0.32pct) / 0.09% (-0.71pct), 主要系研发费用支出增加及利息支出减少所致。
- 股权梳理取得进展, 利于公司治理结构改善。**10 月 18 日大亚圣象实际控制人戴品哎女士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。本次股权转让完成后, 大亚圣象控股股东和实际控制人不变。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。
- 产品、规模、品牌优势显著, 龙头地位稳固。1) 产能端:** 公司目前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。2) **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, 公司报告期内推出全新升级的“圣象”

品牌形象标识，进一步稳固品牌力。

- **投资建议：**公司内部管控效率预期向好，长期受益精装房政策推行，业绩有望持续稳健增长。我们预估公司 2019-21 年实现营收 77.81、82.96、88.60 亿元，同比增长 7.16%、6.62%、6.80%，实现归母净利润 8.18、9.02、9.93 亿元，同比增长 12.93%、10.21%、10.04%，对应 EPS 为 1.48、1.63、1.79 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

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2018A	2019E	2020E	2021E		2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	7261.28	7781.19	8296.31	8860.45	净利润	764.87	870.20	964.65	1057.14
营业成本	4616.96	4940.28	5226.67	5632.59	折旧与摊销	192.80	492.16	502.04	510.01
营业税金及附加	113.54	122.20	130.10	139.02	财务费用	6.58	51.05	65.32	40.90
销售费用	957.89	1062.13	1120.00	1151.86	资产减值损失	18.65	0.00	0.00	0.00
管理费用	619.08	727.54	769.07	806.30	经营营运资本变动	-84.38	91.88	-67.56	-82.70
财务费用	6.58	51.05	65.32	40.90	其他	104.96	-101.95	-146.27	-146.54
资产减值损失	18.65	0.00	0.00	0.00	经营活动现金流净额	1003.49	1403.34	1318.17	1378.82
投资收益	8.72	130.00	140.00	145.00	资本支出	-106.16	-100.00	-65.00	-80.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	-521.97	-820.00	-750.00	-750.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-628.13	-920.00	-815.00	-830.00
营业利润	901.10	1007.99	1125.14	1234.78	短期借款	-130.08	1766.76	200.00	500.00
其他非经营损益	0.63	26.15	13.14	15.39	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	901.74	1034.13	1138.28	1250.17	股权融资	21.43	0.31	0.00	0.00
所得税	136.86	163.93	173.63	193.03	支付股利	-66.42	-73.03	-82.48	-90.90
净利润	764.87	870.20	964.65	1057.14	其他	-91.31	9831.13	354.68	379.10
少数股东损益	40.07	51.68	62.55	64.43	筹资活动现金流净额	-266.39	11525.17	472.20	788.20
归属母公司股东净利润	724.80	818.52	902.10	992.71	现金流量净额	118.80	871.56	1133.63	1204.06
资产负债表 (百万元)					财务分析指标				
	2018A	2019E	2020E	2021E		2018A	2019E	2020E	2021E
货币资金	1692.69	13701.20	14676.57	16013.59	成长能力				
应收和预付款项	1012.94	1108.48	1178.72	1256.61	销售收入增长率	3.02%	7.16%	6.62%	6.80%
存货	1750.28	1864.68	1962.83	2124.34	营业利润增长率	5.45%	11.86%	11.62%	9.74%
其他流动资产	41.76	104.48	108.73	112.26	净利润增长率	3.72%	13.77%	10.85%	9.59%
长期股权投资	34.87	164.87	304.87	449.87	EBITDA 增长率	-1.95%	40.96%	9.11%	5.51%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	获利能力				
固定资产和在建工程	1262.65	905.25	502.98	107.73	毛利率	36.42%	36.51%	37.00%	36.43%
无形资产和开发支出	630.80	596.04	561.27	526.51	三费率	21.81%	23.66%	23.56%	22.56%
其他非流动资产	511.71	1261.71	2011.71	2761.71	净利率	10.53%	11.18%	11.63%	11.93%
资产总计	6937.70	19706.70	21307.67	23352.61	ROE	17.01%	16.71%	15.84%	14.98%
短期借款	233.24	2000.00	2200.00	2700.00	ROA	11.02%	4.42%	4.53%	4.53%
应付和预收款项	1744.44	2012.32	2066.57	2194.57	ROIC	27.73%	37.11%	64.27%	131.18%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	15.16%	19.94%	20.40%	20.15%
其他负债	462.40	10487.10	10951.65	11402.35	营运能力				
负债合计	2440.07	14499.42	15218.22	16296.92	总资产周转率	1.09	0.58	0.40	0.40
股本	553.67	553.98	553.98	553.98	固定资产周转率	6.29	7.23	11.78	29.02
资本公积	298.97	298.97	298.97	298.97	应收账款周转率	9.78	9.94	9.96	9.95
留存收益	3537.53	4283.02	5102.64	6004.45	存货周转率	2.69	2.71	2.70	2.73
归属母公司股东权益	4327.84	4985.82	5805.44	6707.24	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	106.15%	—	—	—
少数股东权益	169.78	221.47	284.02	348.45	资本结构				
股东权益合计	4497.62	5207.28	6089.45	7055.69	资产负债率	35.17%	73.58%	71.42%	69.79%
负债和股东权益合计	6937.70	19706.70	21307.67	23352.61	带息债务/总负债	9.56%	13.79%	14.46%	16.57%
					流动比率	1.85	1.19	1.25	1.30
					速动比率	1.13	1.06	1.11	1.16
					股利支付率	9.16%	8.92%	9.14%	9.16%
					每股指标				
					每股收益	1.31	1.48	1.63	1.79
					每股净资产	8.12	9.40	10.99	12.74
					每股经营现金	1.81	2.53	2.38	2.49
					每股股利	0.12	0.13	0.15	0.16
业绩和估值指标									
	2018A	2019E	2020E	2021E					
EBITDA	1100.48	1551.19	1692.50	1785.70					
PE	9.53	8.44	7.66	6.96					
PB	1.54	1.33	1.13	0.98					
PS	0.95	0.89	0.83	0.78					
EV/EBITDA	4.48	2.25	1.16	0.21					
股息率	0.96%	1.06%	1.19%	1.32%					

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。