

公司研究/季报点评

2019年10月27日

轻工制造/家用轻工 II

投资评级: 买入 (维持评级)

当前价格(元): 11.45
合理价格区间(元): 14.30~15.73

陈羽锋 执业证书编号: S0570513090004
研究员 025-83387511
chenyufeng@htsc.com

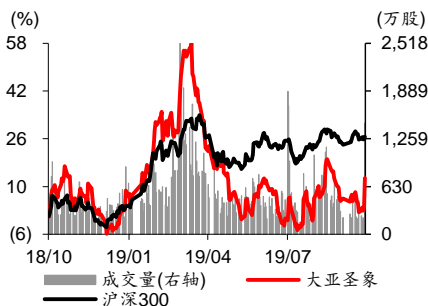
倪娇娇 执业证书编号: S0570517110005
研究员 021-28972202
nijiaojiao@htsc.com

周鑫 02128972068
联系人 zhou.xin@htsc.com

相关研究

- 1 《大亚圣象(000910,买入): 渠道+产能驱动, 业绩符合预期》2019.04
- 2 《大亚圣象(000910,买入): 业绩符合预期, 产能释放助成长》2019.03
- 3 《大亚圣象(000910,买入): 产品结构持续优化, 双轮驱动发展》2018.12

一年内股价走势图



资料来源: Wind

Q3 收入环比改善, 盈利能力提升

大亚圣象(000910)

2019 年前三季度归母净利润同比增长 5.8%

2019 年前三季度大亚圣象实现营收 51.14 亿元, 同比略增 0.1%; 实现归母净利润 4.68 亿元, 同比增 5.8%, 符合我们此前预期; 扣非归母净利润同比增长 5.7%至 4.59 亿元。19Q3 单季度营收同比增长 4.2%至 20.30 亿元, 增速较二季度-5.2%显著提升, 归母净利润同比增长 3.2%至 2.71 亿元。我们预计公司 2019-2021 年 EPS 分别为 1.43、1.54、1.69 元, 维持“买入”评级。

19Q3 营收增速环比提升明显, 毛利率有所改善

分季度看, 大亚圣象 19Q1/19Q2/19Q3 营收同比增速分别为 1.1%/-5.2%/4.2%, 二季度营收同比下滑主要受地产下行阶段家居零售经营压力增大影响, 19H1 公司木地板、木门及衣帽间营收同比分别下降 3.06%/33.77%; 三季度公司加强零售端精细化管理, 我们预计木地板工程端延续较快增长、零售端销售回暖或为三季度收入整体回升的主要因素。前三季度毛利率同比提升 0.4pct 至 36.3%, 其中 19Q1/19Q2/19Q3 毛利率分别为 34.6%/35.9%/37.9%, 我们认为毛利率改善主要得益于业务结构与产品结构的不断优化。

期间费用率小幅上升, 经营性现金流净额同比下降

公司前三季度期间费用率同比提高 0.12pct 至 24.6%, 其中销售/管理+研发/财务费用率分别变动-0.22/+0.63/-0.29pct 至 14.2%/10.4%/0.0%。三季度公司全资子公司收购福建华宇集团 90%股权, 三季度末公司商誉较期初增加 1.6 亿元, 合并福建华宇集团报表导致短期借款较期初增加 76%; 经营性现金流净额同比减少 50%主要系销售商品、提供劳务所收现金减少, 预付材料款增加所致。

收购福建华宇集团巩固圣象在地板行业领军地位

以福建华宇集团股东全部权益 2.2 亿元评估值为基础, 大亚圣象全资子公司圣象集团以自有资金 1.98 亿元收购福建华宇集团 90%股权, 郭学婵、福建合欣久企业管理合伙企业(有限合伙)等乙方承诺福建华宇集团 2019~2021 年归母净利润合计不低于 1.3 亿元。福建华宇集团主营竹木复合板、竹地板等, 此次收购有助于公司拓展竹木地板领域, 进一步巩固圣象品牌在地板行业的领军地位。

地板及人造板龙头, 维持“买入”评级

考虑到地产景气下行阶段公司零售业务承压, 下调盈利预测, 我们预计 2019~2021 年公司归母净利润 7.9、8.5、9.4 亿元(前值 8.6、9.6、11.1 亿元), 对应 EPS 为 1.43、1.54、1.69 元。参照可比公司 2019 年平均 15 倍 PE 估值, 考虑到公司内部治理仍在逐步理顺之中, 给予公司 2019 年 10-11 倍 PE 估值, 对应合理价格区间 14.30~15.73 元, 公司估值处于历史低位, 我们认为随着公司内部治理改善、盈利能力提升等催化剂增多, 当前低估值具备投资吸引力, 维持“买入”评级。

风险提示: 地产销售超预期下滑, 公司内部治理问题。

公司基本资料

总股本(百万股)	553.67
流通 A 股(百万股)	540.10
52 周内股价区间(元)	9.65-16.19
总市值(百万元)	6,340
总资产(百万元)	7,723
每股净资产(元)	8.55

资料来源: 公司公告

经营预测指标与估值

会计年度	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	7,048	7,261	7,664	8,096	8,795
+/-%	7.91	3.02	5.54	5.64	8.63
归属母公司净利润(百万元)	659.19	724.80	794.25	851.02	937.29
+/-%	21.82	9.95	9.58	7.15	10.14
EPS(元, 最新摊薄)	1.19	1.31	1.43	1.54	1.69
PE(倍)	9.62	8.75	7.98	7.45	6.76

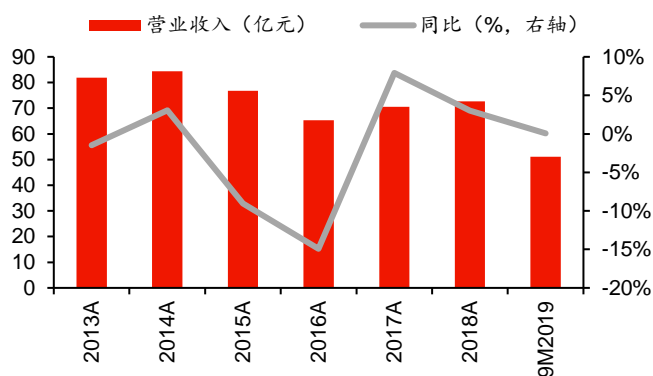
资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所预测

图表1: 可比公司估值对比 (截至2019年10月25日,参考wind一致预期)

证券代码	公司简称	当前股价 当前市值		归母净利润 (亿元)			PE (X)		
		(元)	(亿元)	2019E	2020E	2021E	2019E	2020E	2021E
002043.SZ	兔宝宝	5.28	40.91	3.37	3.94	4.82	12	10	8
601996.SH	丰林集团	2.96	33.91	1.93	2.33	2.82	18	15	12
平均值							15	12	10

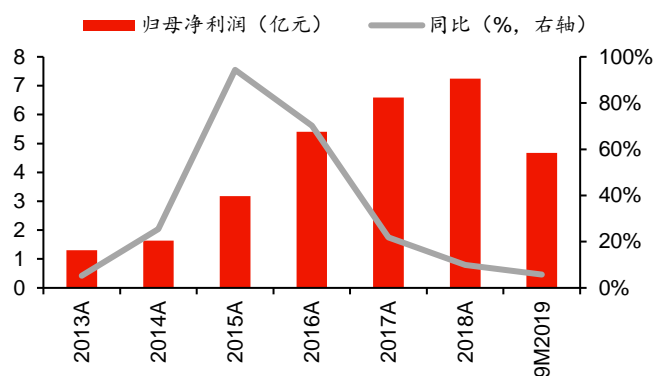
资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表2: 大亚圣象 2013年以来营业收入及增速



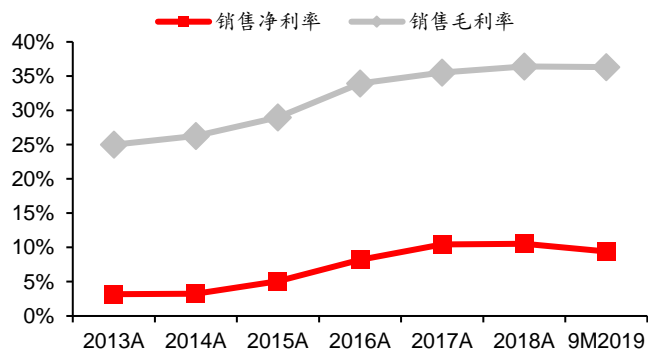
资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

图表3: 大亚圣象 2013年以来归母净利润及增速



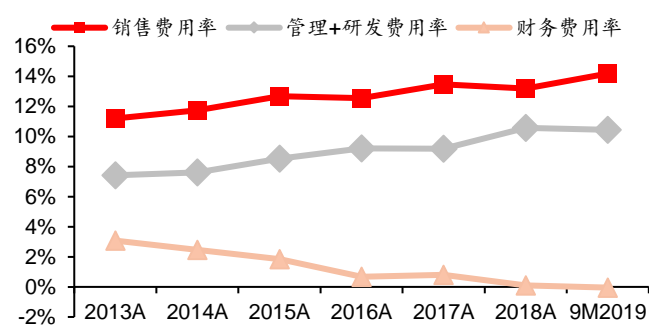
资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

图表4: 大亚圣象 2013年以来销售净利率、毛利率情况



资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

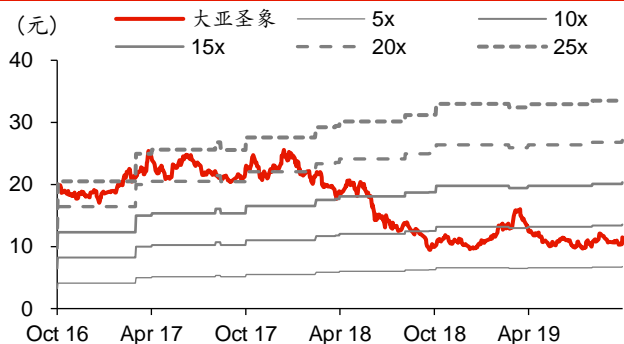
图表5: 大亚圣象 2013年以来各项费用率情况



资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

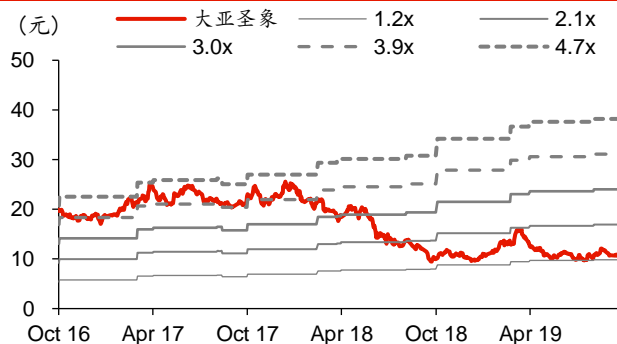
PE/PB - Bands

图表6: 大亚圣象历史 PE-Bands



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表7: 大亚圣象历史 PB-Bands



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

盈利预测

资产负债表

会计年度 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
流动资产	4,349	4,498	5,314	6,045	6,958
现金	1,566	1,693	2,363	2,936	3,592
应收账款	922.99	875.44	904.32	955.30	1,038
其他应收账款	109.89	81.29	85.80	90.64	98.46
预付账款	89.73	56.21	59.70	62.87	68.08
存货	1,638	1,750	1,859	1,958	2,120
其他流动资产	22.63	41.76	41.76	41.76	41.76
非流动资产	1,993	2,440	2,767	3,075	3,361
长期投资	46.86	34.87	34.87	34.87	34.87
固定投资	1,062	1,248	1,459	1,755	2,050
无形资产	553.06	536.59	520.62	505.13	490.10
其他非流动资产	331.24	620.53	752.56	780.13	785.89
资产总计	6,342	6,938	8,081	9,120	10,319
流动负债	2,672	2,433	2,747	2,897	3,128
短期借款	363.32	233.24	413.24	438.20	463.16
应付账款	973.80	1,074	1,141	1,201	1,301
其他流动负债	1,335	1,126	1,193	1,258	1,364
非流动负债	0.00	6.78	6.78	6.78	6.78
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非流动负债	0.00	6.78	6.78	6.78	6.78
负债合计	2,672	2,440	2,754	2,904	3,135
少数股东权益	176.51	169.78	204.94	242.61	273.99
股本	555.27	553.67	553.67	553.67	553.67
资本公积	(21.75)	148.82	148.82	148.82	148.82
留存公积	2,879	3,538	4,332	5,183	6,120
归属母公司股东权益	3,413	4,240	5,034	5,885	6,823
负债和股东权益	6,342	6,938	8,081	9,120	10,319

现金流量表

会计年度 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
经营活动现金	1,189	1,003	1,223	1,288	1,370
净利润	659.19	724.80	794.25	851.02	937.29
折旧摊销	211.76	192.80	209.58	228.81	250.85
财务费用	56.09	6.58	25.74	33.03	32.99
投资损失	(13.02)	(8.72)	(8.72)	(8.72)	(8.72)
营运资金变动	327.12	(130.52)	(11.79)	(32.30)	(52.28)
其他经营现金	(51.71)	218.54	213.63	216.14	209.84
投资活动现金	(315.96)	(628.13)	(706.62)	(706.62)	(706.62)
资本支出	294.75	715.34	715.34	715.34	715.34
长期投资	21.21	(87.21)	(8.72)	(8.72)	(8.72)
其他投资现金	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
筹资活动现金	(433.85)	(266.39)	154.26	(8.07)	(8.03)
短期借款	(504.24)	(130.08)	180.00	24.96	24.96
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
普通股增加	24.50	(1.60)	0.00	0.00	0.00
资本公积增加	(20.82)	170.56	0.00	0.00	0.00
其他筹资现金	66.70	(305.27)	(25.74)	(33.03)	(32.99)
现金净增加额	439.61	108.97	670.33	573.29	655.33

利润表

会计年度 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	7,048	7,261	7,664	8,096	8,795
营业成本	4,543	4,617	4,904	5,164	5,592
营业税金及附加	111.66	113.54	121.41	126.59	139.32
营业费用	948.46	957.89	988.64	1,044	1,143
管理费用	648.08	619.08	602.19	627.98	679.45
财务费用	56.09	6.58	25.74	33.03	32.99
资产减值损失	22.50	18.65	18.65	18.65	18.65
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	13.02	8.72	8.72	8.72	8.72
营业利润	854.51	901.10	976.43	1,046	1,141
营业外收入	4.10	3.34	4.10	4.10	4.10
营业外支出	4.96	2.71	2.71	2.71	2.71
利润总额	853.64	901.74	977.82	1,048	1,142
所得税	116.20	136.86	148.41	159.02	173.33
净利润	737.44	764.87	829.41	888.69	968.67
少数股东损益	78.25	40.07	35.16	37.67	31.37
归属母公司净利润	659.19	724.80	794.25	851.02	937.29
EBITDA	1,009	1,147	1,257	1,362	1,491
EPS (元, 基本)	1.19	1.31	1.43	1.54	1.69

主要财务比率

会计年度 (%)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
成长能力					
营业收入	7.91	3.02	5.54	5.64	8.63
营业利润	12.12	12.41	12.74	12.92	12.97
归属母公司净利润	21.82	9.95	9.58	7.15	10.14
获利能力 (%)					
毛利率	35.54	36.42	36.01	36.22	36.42
净利率	9.35	9.98	10.36	10.51	10.66
ROE	18.87	16.75	15.51	14.25	13.56
ROIC	17.50	15.94	13.97	12.81	12.17
偿债能力					
资产负债率 (%)	42.13	35.17	34.08	31.84	30.38
净负债比率 (%)	(34.42)	(33.72)	(38.07)	(41.82)	(45.27)
流动比率	1.63	1.85	1.93	2.09	2.22
速动比率	1.01	1.13	1.26	1.41	1.55
营运能力					
总资产周转率	1.11	1.05	0.95	0.89	0.85
应收账款周转率	75.75	78.04	78.04	78.04	78.04
应付账款周转率	4.38	4.51	4.43	4.41	4.47
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	1.19	1.31	1.43	1.54	1.69
每股经营现金流(最新摊薄)	2.15	1.81	2.21	2.33	2.47
每股净资产(最新摊薄)	6.31	7.82	9.25	10.79	12.48
估值比率					
PE (倍)	9.62	8.75	7.98	7.45	6.76
PB (倍)	1.81	1.46	1.24	1.06	0.92
EV_EBITDA (倍)	6.29	5.53	5.04	4.65	4.25

资料来源:公司公告, 华泰证券研究所预测

免责声明

本报告仅供华泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司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。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或征价。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，本公司及其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头寸并进行交易，也可能为之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。本公司的资产管理部、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。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许范围内使用，并注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权力。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：91320000704041011J。

全资子公司华泰金融控股（香港）有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格，经营许可证编号为：A0K809

©版权所有 2019 年华泰证券股份有限公司

评级说明

行业评级体系

一 报告发布日后的 6 个月内的行业涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

一 投资建议的评级标准

增持行业股票指数超越基准

中性行业股票指数基本与基准持平

减持行业股票指数明显弱于基准

公司评级体系

一 报告发布日后的 6 个月内的公司涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

一 投资建议的评级标准

买入股价超越基准 20% 以上

增持股价超越基准 5%-20%

中性股价相对基准波动在 -5%~5% 之间

减持股价弱于基准 5%-20%

卖出股价弱于基准 20% 以上

华泰证券研究

南京

南京市建邺区江东中路 228 号华泰证券广场 1 号楼/邮政编码：210019

电话：86 25 83389999/传真：86 25 83387521

电子邮件：ht-rd@htsc.com

深圳

深圳市福田区益田路 5999 号基金大厦 10 楼/邮政编码：518017

电话：86 755 82493932/传真：86 755 82492062

电子邮件：ht-rd@htsc.com

北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同 28 号太平洋保险大厦 A 座 18 层
 邮政编码：100032

电话：86 10 63211166/传真：86 10 63211275

电子邮件：ht-rd@htsc.com

上海

上海市浦东新区东方路 18 号保利广场 E 栋 23 楼/邮政编码：200120

电话：86 21 28972098/传真：86 21 28972068

电子邮件：ht-rd@htsc.com