

2015年03月02日

大亚科技 (000910.SZ)

价值回归，弹性巨大

■大亚是地板行业的绝对龙头：大亚科技主营地板及人造板，旗下圣象地板是地板行业第一品牌，市占率超过10%。从品牌知名度、渠道、产品、产销量等多方面衡量，公司均稳居行业首位。公司地板收入09-13年复合增速12.4%，保持稳健增长。

■价值低估严重，弹性巨大：公司规模显著超过德尔家居，总收入、地板业务收入、地板销量等指标分别是德尔家居14.8、6.7、5.4倍，但市值仅是德尔1.4倍。当前公司PS仅1.2倍，而A股家具上市公司PS普遍为2.5-5倍，公司价值显著低估。目前公司营业收入65亿元（资产剥离后），净利率约3%，其中地板收入约40亿元，净利率仅1.5%，远低于同业竞争对手（大自然约10%、德尔家居近20%），提升空间巨大。我们预计公司净利率有望逐步恢复至10%左右，合理净利润6亿元左右，是当前净利润近3倍，弹性巨大。

■剥离资产，聚焦主业，拐点来临：主业分散、部分非主营业务亏损、期间费用过高等因素导致公司净利润偏低，但内在根源是公司动力欠缺。2015年1月公司公告剥离轮毂、包装印刷等非主营业务；收购人造板公司少数股东权益，未来将聚焦地板产业链，公司已有改变迹象。公司机器设备等固定资产折旧将于2-3年到期，年折旧额是当前利润一倍多，业绩改善具有较高确定性。

■地板行业稳健增长，集中度提高大势所趋：我国木地板行业销量约4亿平米，近五年复合增速3.1%，市场规模约700-800亿。随着居民生活水平的提高，消费升级将带动地板需求转向优势品牌企业，行业集中度提高大势所趋。

■盈利预测和投资建议：假设资产置换于2015年内完成，我们预计公司2014-2016年收入增速4.3%、-12.4%、11.4%，净利润增速28.9%、51.3%、24.5%；每股收益为0.32元、0.48元、0.60元。首次覆盖给予“买入-A”评级，12个月目标价22.7元，对应120亿市值。

■风险提示：主业恢复、盈利改善的进度。

摘要(百万元)	2012	2013	2014E	2015E	2016E
营业收入	8,312.5	8,189.8	8,541.5	7,481.3	8,335.6
净利润	123.9	130.4	168.2	254.4	316.9
每股收益(元)	0.23	0.25	0.32	0.48	0.60
每股净资产(元)	4.48	4.75	5.05	5.45	5.96

盈利和估值	2012	2013	2014E	2015E	2016E
市盈率(倍)	58.8	55.9	43.3	28.6	23.0
市净率(倍)	3.1	2.9	2.7	2.5	2.3
净利润率	1.5%	1.6%	2.0%	3.4%	3.8%
净资产收益率	5.2%	5.2%	6.3%	8.8%	10.1%
股息收益率	0.3%	0.4%	0.3%	0.6%	0.7%
ROIC	6.2%	6.9%	7.9%	9.2%	14.3%

数据来源：Wind 资讯，安信证券研究中心预测

本报告版权属于安信证券股份有限公司。
各项声明请参见报告尾页。

公司深度分析

证券研究报告

林木及加工

投资评级

买入-A

首次评级

12个月目标价

22.73元

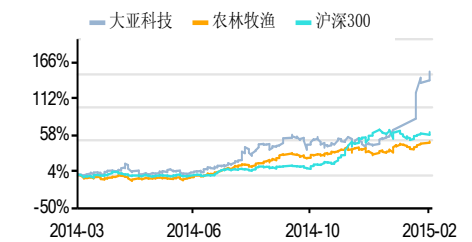
股价(2015-02-27)

13.81元

交易数据

总市值(百万元)	7,284.78
流通市值(百万元)	7,284.78
总股本(百万股)	527.50
流通股本(百万股)	527.50
12个月价格区间	4.91/13.81元

股价表现



资料来源：Wind 资讯

%	1M	3M	12M
相对收益	67.45	52.96	114.83
绝对收益	67.39	82.67	180.69

张妮

分析师

SAC 执业证书编号：S1450513090002
zhangni@essence.com.cn
010-66581574

相关报告

目录

1. 地板行业的绝对龙头.....	4
2. 价值低估，弹性巨大.....	5
2.1. 圣象是地板第一品牌，优势明显.....	5
2.2. 大亚科技价值低估.....	7
3. 公司拐点已经来临.....	9
3.1. 剥离资产，聚焦主营.....	9
3.2. 价值回归，弹性巨大.....	10
3.3. 固定资产折旧即将到期，提供较高安全边际.....	11
3.4. 集团资产整合，值得关注.....	11
4. 地板行业稳健增长，集中度提升是趋势.....	12
5. 盈利预测及投资建议.....	13

图表目录

图 1: 大亚科技股权结构.....	4
图 2: 大亚科技收入结构.....	4
图 3: 大亚科技营业收入.....	4
图 4: 大亚科技净利润.....	4
图 5: 圣象地板品牌展示.....	5
图 6: 圣象地板销售网络遍布全国.....	5
图 7: 中国 500 强品牌地板企业品牌价值(2014).....	6
图 8: 圣象地板市占率领先.....	6
图 9: 圣象地板营业收入.....	6
图 10: 圣象具有品牌溢价.....	6
图 11: 国内主要地板品牌.....	6
图 12: 家具上市企业 PS 比较.....	7
图 13: 大亚科技与德尔家居比较.....	7
图 14: 各主营业务毛利率水平.....	8
图 15: 大亚信息公司亏损严重.....	8
图 16: 大亚与德尔期间费用比较.....	8
图 17: 大亚与德尔三项费用比较 (亿元).....	8
图 18: 大亚与德尔销售费用比较.....	9
图 19: 大亚科技资产置换情况.....	9
图 20: 本次出售及收购资产情况 (百万元).....	10
图 21: 主要地板品牌净利率.....	11
图 22: 同行业净利率比较.....	11
图 23: 大亚科技固定资产折旧情况.....	11
图 24: 圣世年轮家具.....	12
图 25: 圣象衣柜.....	12
图 26: 实木复合地板.....	12
图 27: 强化复合地板.....	12

图 28: 实木复合地板.....	12
图 29: 地板行业产品结构	12
图 30: 地板销量稳健增长	13
图 31: 各类地板价格水平	13
表 1: 收入预测拆分明细	13

1. 地板行业的绝对龙头

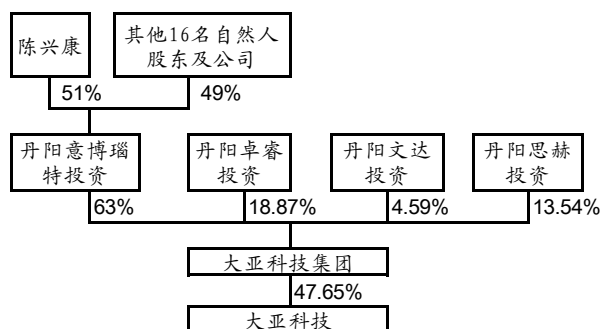
大亚科技创立于1999年，前身是1987年成立的丹阳铝箔厂，主营铝箔等包装材料业务。2003年起公司涉足地板及人造板业务，目前已形成集林地资源、人造板生产、木地板生产及销售于一体的森工林木全产业链。

地板业务：公司旗下圣象地板是行业内少数获得“中国名牌产品”称号的品牌之一，产品覆盖实木地板、强化地板、实木复合地板及竹地板全部品类，2013年销量4130万平米，销售额近40亿元。

人造板业务：品牌“大亚”，建立了健康、环保、优质的高端品牌形象，成为圣象地板及国内众多其他知名品牌的供应商，曾获“优质家具用纤维板”和“优质家具用刨花板”称号。公司拥有150万亩速生林基地，163万立方米的中高密度板和刨花板产能，2013年销量171万立方米，收入21.62亿元。

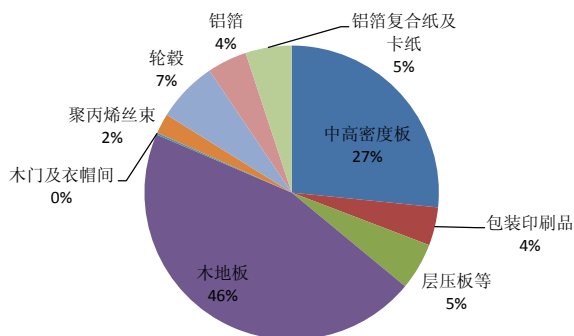
除了人造板、地板业务外，公司主营还包括轮毂、烟草包装等，2014年公司主营业务收入84.4亿元，增长3.1%；归属上市公司股东净利润1.67亿元，增长28.5%。

图 1：大亚科技股权结构



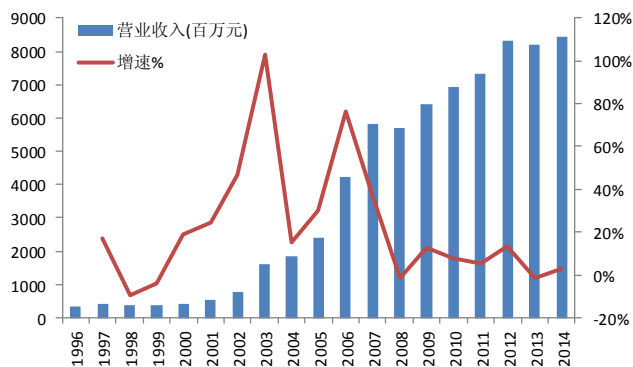
数据来源：公司公告，安信证券研究中心

图 2：大亚科技收入结构



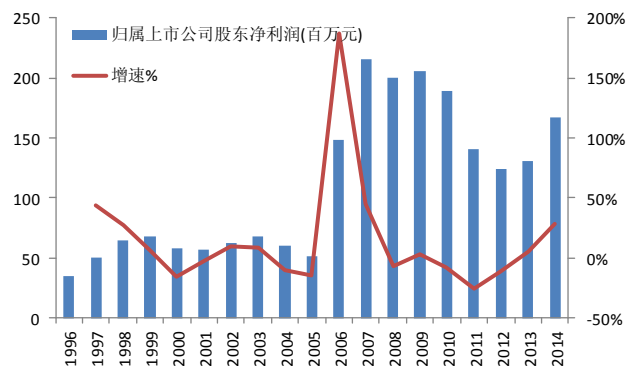
数据来源：公司公告，安信证券研究中心

图 3：大亚科技营业收入



数据来源：公司公告，安信证券研究中心

图 4：大亚科技净利润



数据来源：公司公告，安信证券研究中心

2. 价值低估，弹性巨大

2.1. 圣象是地板第一品牌，优势明显

公司旗下圣象地板是地板行业第一品牌：自 1996 年成立以来，圣象一直走在行业前沿，公司是国内地板行业第一家推出 E0 环保标准地板，率先推行国际上最健康的环保标准日标 F4 星甲醛排放标准，第一家开设地板销售专卖店等多个行业第一。2014 年世界品牌实验室数据显示，公司“圣象”地板品牌价值高达 129.4 亿元。

图 5：圣象地板品牌展示



数据来源：安信证券研究中心搜集整理

图 6：圣象地板销售网络遍布全国



数据来源：安信证券研究中心搜集整理

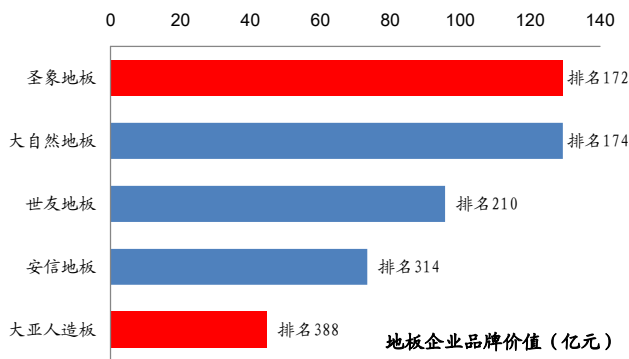
销量遥遥领先：圣象地板 2013 年地板销量 4130 万平米，销售额约 40 亿元，市占率达 10%，销量约为第二名大自然地板（销量 2287 万平米）的两倍，连续 18 年获得木地板全国同类产品销量第一，其强化木地板、实木复合板、实木地板分别荣列 2013 年度全国同类产品销量第一，成为“2013 年度消费者最信赖品牌”。

营销网络遍布全国、涉足海外：圣象共设有 45 家分公司，国内拥有专卖店约 3000 家，覆盖全国一二三线城市和大部分县级市，此外在美、德、韩、香港拥有多个营销公司。2010 年初圣象进驻淘宝商城，已成为淘宝商城地板类销售第一名，口碑和信誉度在品牌商城中名列前茅。

公司覆盖全国的销售网络及专业的物流配送体系为用户打造完善的服务终端，圣象打破外包服务模式，配备 5000 名安装技师随时为顾客提供上门服务，提供包括售前测量咨询、无尘安装、售后回访维修等在内的一条龙服务。

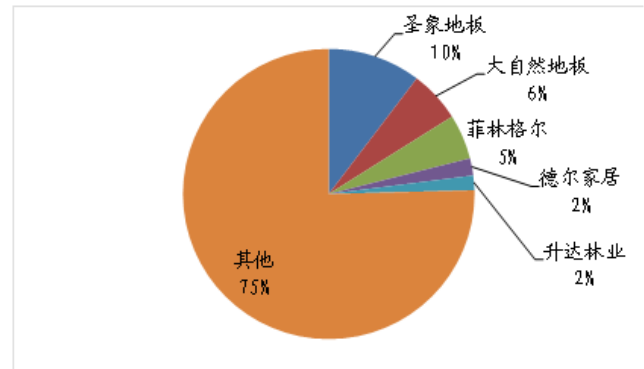
地板属于低频消费品，具有产品价值高、消费者试错成本高等特点，消费者愿意支付溢价购买市场知名度较高的产品。圣象地板平均出厂价约 90 元/平方米，高于德尔、升达等品牌 30% 左右，品牌优势明显。

图 7：中国 500 强品牌地板企业品牌价值(2014)



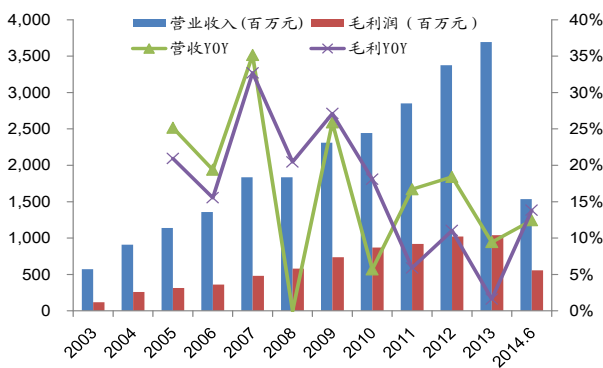
数据来源：安信证券研究中心搜集整理

图 8：圣象地板市占率领先



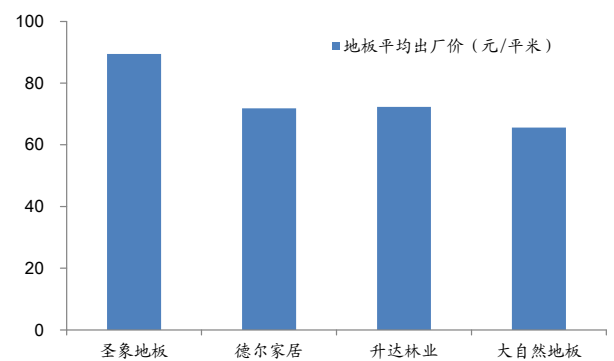
数据来源：安信证券研究中心搜集整理

图 9：圣象地板营业收入



数据来源：公司公告,安信证券研究中心

图 10：圣象具有品牌溢价



数据来源：安信证券研究中心搜集整理

图 11：国内主要地板品牌

品牌	成立时间	主要产品	行业上下游关系	门店数量	销售情况	主要荣誉
圣象地板	1995	实木地板、实木复合地板、强化地板、竹地板	上游自有林地、原木加工、人造板制造的全产业链	3000	4130万平方米销量, 37亿销售额	A股上市企业, 连续18年全国销量第一
大自然地板	1995	实木地板、实木复合地板、强化地板、竹地板	全球构建多个原材料供应基地	3338	2287万平方米销量, 15亿销售额	港股上市企业
德尔地板	2004	实木地板、实木复合地板、强化地板	无自有上游林业原材料供应	1500	769万平方米销量, 5.5亿销售额	A股上市企业
扬子地板	2002	实木地板、实木复合地板、强化地板	无自有上游林业原材料供应	1800	3.8亿销售额	新三板挂牌企业
菲林格尔地板	1996	实木地板、实木复合地板、强化地板	无自有上游林业原材料供应	1200	2000万平方米产能	源自德国
升达地板	1996	实木地板、实木复合地板、强化地板、竹地板	上游自有林地、原木加工、人造板制造的全产业链	1000	646万平方米销量, 4.7亿销量	A股上市企业
宝华地板	1995	实木地板、实木复合地板、强化地板	上游自有林地、原木加工、人造板制造的全产业链	500	1.9万立方销量, 3.7亿销售额	A股上市企业

数据来源：安信证券研究中心搜集整理

2.2. 大亚科技价值低估

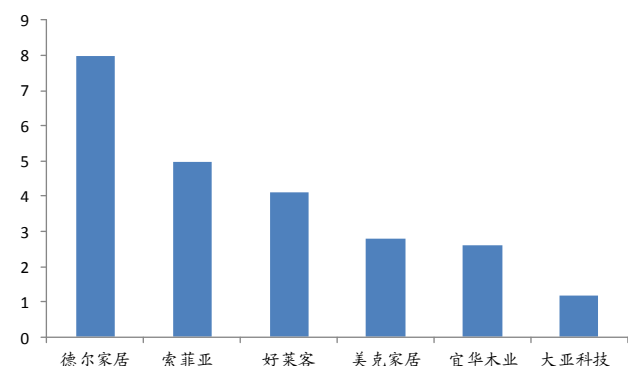
对比德尔家居（主营强化复合地板和实木复合地板）及国内家具上市公司，公司价值低估，存在较大修复空间。目前公司市值 70 亿元，仅是德尔家居 1.4 倍，但无论从品牌力、渠道覆盖、还是从地板销量、收入等指标来说，大亚都遥遥领先。

2013 年大亚科技的地板线下门店约 3000 家，销量 4130 万平方米，远超过德尔家居 1500 家门店和 769 万平米销量。大亚科技地板收入近 40 亿元，是德尔家居近 7 倍，若加上人造板、轮毂、包装等业务，大亚科技收入是德尔家居 15 倍左右；大亚主营业务毛利、地板业务毛利、净利润等分别是德尔 11.7、5.3、1.4 倍。

而从增长性角度看：大亚地板业务保持稳健增长，09-13 年 CAGR 达 14%；德尔家居同期 CAGR 约 7.4%，低于公司水平。但德尔上市后增速有所加快，14 年收入增长 30% 以上。

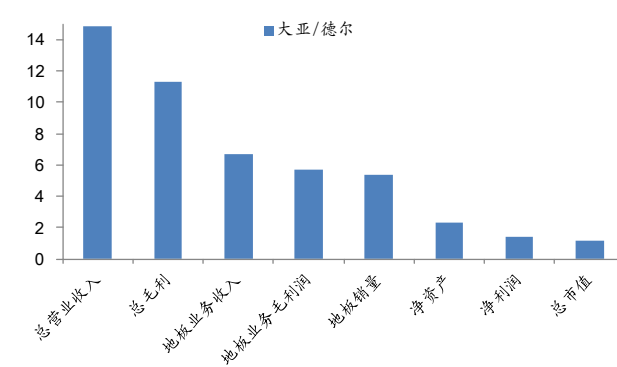
横向比较国内家具上市公司，目前家具企业 PS 约 2.5-5 倍之间，而大亚科技 PS 仅 1.2 倍，明显偏低。

图 12：家具上市企业 PS 比较



数据来源：Wind，安信证券研究中心

图 13：大亚科技与德尔家居比较

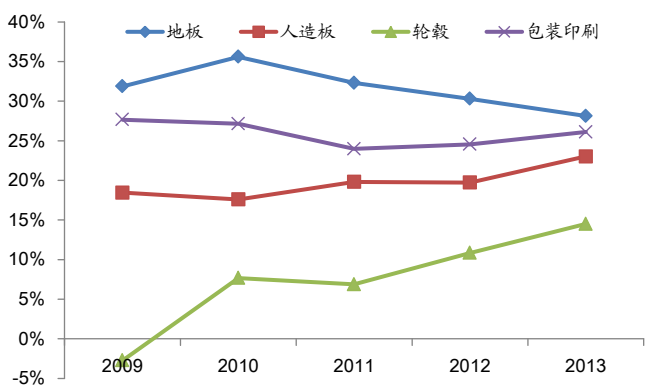


数据来源：Wind，安信证券研究中心

公司价值被低估主要因业绩始终低于市场预期，目前公司收入 60 多亿元（剥离资产后），但净利润仅 2 亿元左右。造成公司利润偏低的原因众多，但核心是公司动力欠缺。

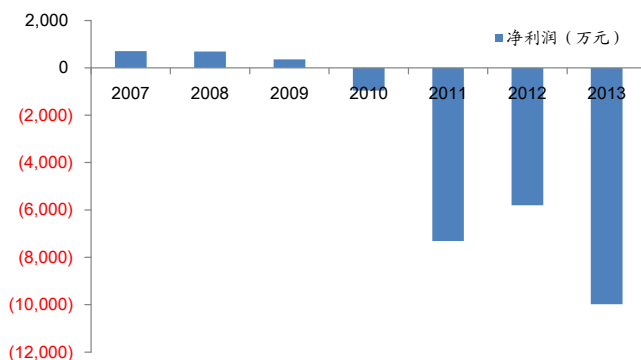
主业分散，拖累业绩：公司以包装业务起家，2003 年起涉足木地板及人造板，此后又进军轮毂、电视机顶盒等业务，主业庞杂、分散，尤其是后两项业务对公司盈利造成一定程度的拖累。

图 14: 各主营业务毛利率水平



数据来源: 公司公告, 安信证券研究中心

图 15: 大亚信息公司亏损严重

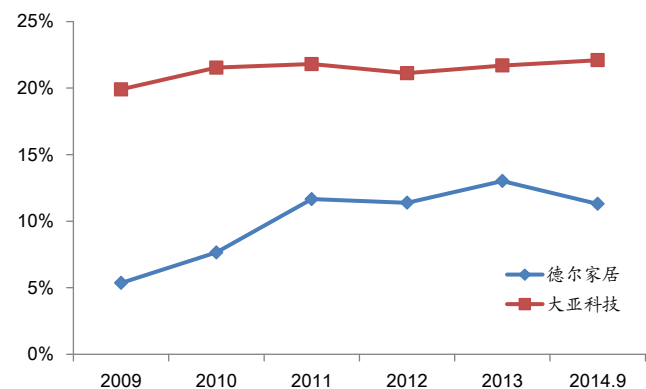


数据来源: 公司公告, 安信证券研究中心

期间费用过高: 13 年公司销售、管理、财务费用分别达 9.2 亿元、6.1 亿元、2.5 亿元, 费用率分别比德尔高 2.8、0.9、5 个百分点, 费用率过高也是公司业绩不及预期的重要原因之一。其中销售费用较高主要因为广东、江西、黑龙江等地人造板公司运输费用高企, 运输费近 4 亿元; 管理费用主要是员工工资支出较大, 目前公司拥有员工近 9000 人, 是德尔家居 16 倍, 工资总额近 4 亿元, 员工平均工资比德尔高 50% 左右; 财务费用方面, 公司短期借款维持在 25-27 亿元, 加上 10 年发行的 7.7 亿元债券, 公司利息支出达 2.4 亿元。

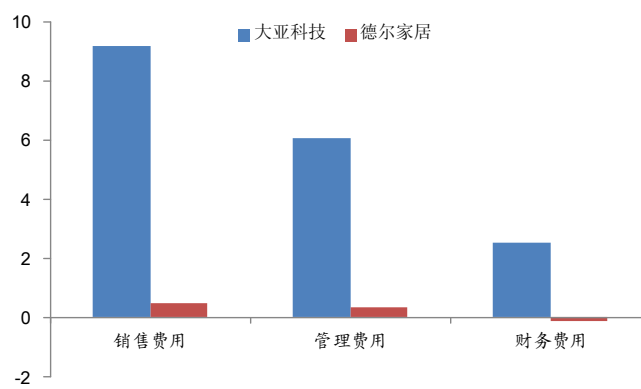
少数股东权益占比大: 公司盈利较好的主要集中于大亚人造板集团、圣象集团等非全资控股企业中。13 年公司合并报表实现净利润 2.6 亿元, 其中少数股东权益 1.3 亿元, 占比高达 50%。

图 16: 大亚与德尔期间费用比较



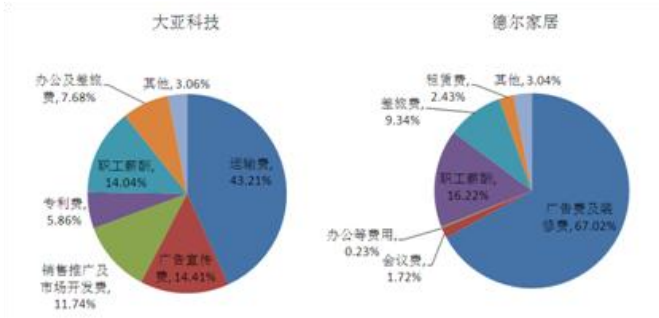
数据来源: 公司公告, 安信证券研究中心

图 17: 大亚与德尔三项费用比较 (亿元)



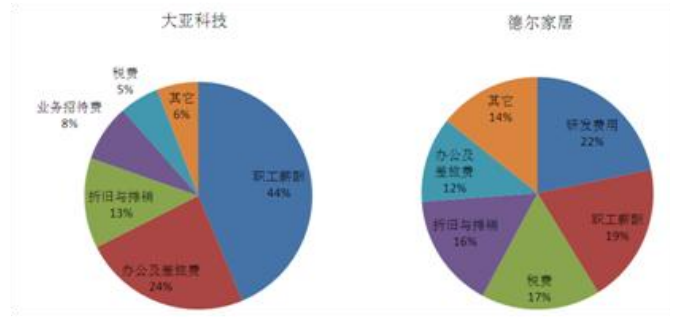
数据来源: 公司公告, 安信证券研究中心

图 18：大亚与德尔销售费用比较



数据来源：公司公告，安信证券研究中心

图 19：大亚与德尔管理费用比较（亿元）



数据来源：公司公告，安信证券研究中心

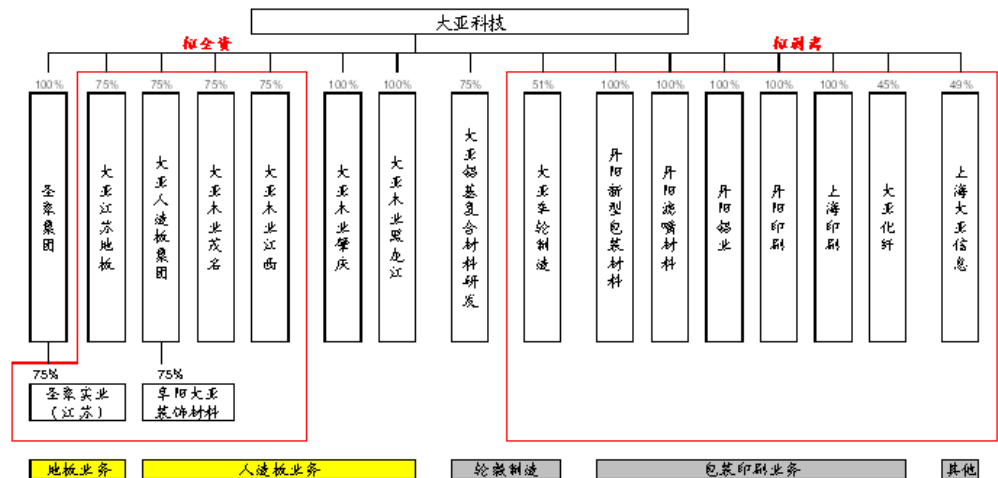
3. 公司拐点已经来临

3.1. 剥离资产，聚焦主营

公司 1 月 20 日公告：1、拟收购大亚（江苏）地板 25%股权、大亚人造板集团 25%股权、大亚江西 25%股权、大亚茂名 25%股权、圣象实业（江苏）25%股权及阜阳大亚 25%股权；2、拟向控股股东大亚科技集团出售下属丹阳铝业、丹阳印务、上海印务、丹阳滤嘴材料、丹阳新型包装全部经营性资产和负债以及公司持有的大亚车轮 51%股权、大亚化纤 45%股权、上海大亚信息 49%股权。

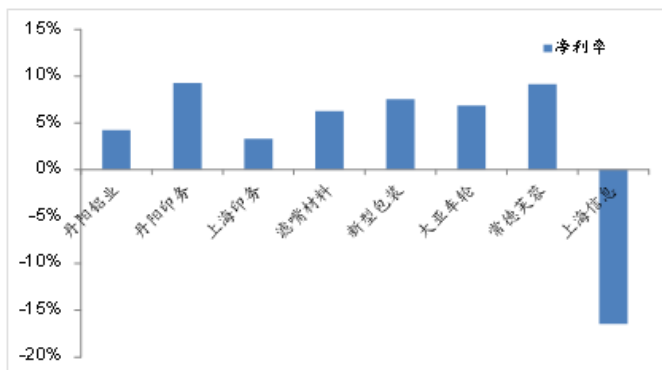
本次收购资产主要为公司人造板业务的少数股东权益，同时剥离轮毂制造、包装印刷及其他非主营业务。其中包装印刷业务是公司的传统业务，包括铝箔、铝基复合材料、烟用丙纤丝束以及包装印刷产品，主要用于烟草配套及包装。轮毂业务包括小规格非电镀轮（OEM）和大规格电镀轮，目前设计产能为 200 万只。此外上海大亚信息产业主营通信电子等产品，长期处于亏损状态，14 年亏损额超过 1 亿元。

图 19：大亚科技资产置换情况



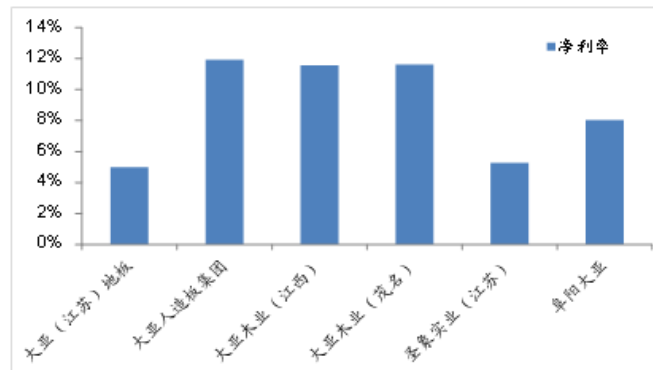
数据来源：公司公告，安信证券研究中心

图 21: 剥离子公司净利率%



数据来源: 公司公告, 安信证券研究中心

图 22: 收购少数股权的子公司净利率



数据来源: 公司公告, 安信证券研究中心

本次拟出售和收购的资产定价区间均为 9 亿元-11 亿元, 其中拟出售资产合计营业收入 23.05 亿元, 净利润 0.7 亿元; 拟收购资产合计营业收入 10.36 亿元 (以 25% 股权计), 净利润 0.99 亿元, 本次资产整合将增厚净利润 16.8%。

图 20: 本次出售及收购资产情况 (百万元)

	交易比例	总资产	净资产	营业收入	净利润
拟收购资产					
大亚(江苏)地板	25%	151.30	39.12	144.64	7.24
大亚人造板集团	25%	430.43	114.59	392.81	46.80
大亚木业(江西)	25%	88.08	47.54	134.00	15.51
大亚木业(茂名)	25%	90.47	48.74	132.74	15.41
圣象实业(江苏)	25%	161.99	28.89	183.38	9.70
阜阳大亚	25%	35.01	9.77	48.87	3.92
总计		957.27	288.66	1,036.44	98.58
拟出售资产					
丹阳铝业	100%	209.13	181.51	334.41	14.13
丹阳印务	100%	169.79	37.41	334.82	30.96
上海印务	100%	37.26	35.23	70.76	2.34
滤嘴材料	100%	172.17	105.56	178.30	11.12
新型包装	100%	584.10	485.22	413.68	31.14
大亚车轮	51%	298.75	-13.47	546.40	19.07
常德芙蓉	45%	50.89	48.21	124.50	11.36
上海信息	49%	371.72	17.80	302.16	-49.76
总计		1,893.82	897.49	2,305.02	70.35
差额		-936.54	-608.83	-1,268.58	28.23
大亚科技		8,165.14	2,632.65	8,440.67	167.61
占公司比重		-	-	-	17%

数据来源: 公司公告, 安信证券研究中心

3.2. 价值回归, 弹性巨大

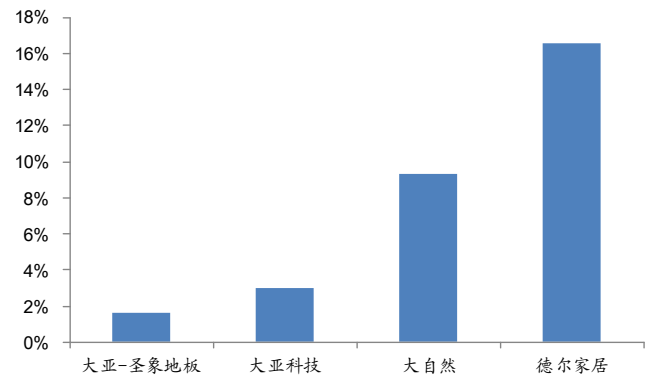
资产整合后, 大亚科技营业收入约 65.62 亿元, 净利润近 2 亿元, 净利率仅 3%, 而地板业务-圣象集团营业收入约 40 亿元, 净利润仅 0.65 亿元, 净利率 1.6%。而从同业看, 品牌地板企业净利率基本在 10% 或以上, 大自然、德尔家居分别为 9.3%、16.6%, 公司净利率存在巨大修复空间, 弹性巨大。

图 21: 主要地板品牌净利率

	大亚-2014	圣象地板-2013	德尔家居	大自然
营业收入-资产整合后(万元)	6562.3	4041.68	552.29	1488.95
净利润(万元)	196	65.24	91.94	138.1
净利率%	3.0%	1.6%	16.6%	9.3%

数据来源: 公司公告, 安信证券研究中心

图 22: 同行业净利率比较



数据来源: 公司公告, 安信证券研究中心

3.3. 固定资产折旧即将到期, 提供较高安全边际

截至 2014 年上半年末, 公司固定资产净值 20.9 亿元, 其中机械设备净值 10 亿元, 按照公司每年提取折旧额测算, 我们预计公司机器设备等资产折旧 2-3 年内将到期, 其年均折旧额约 2.3 亿元, 而公司目前净利润也仅 2 亿元, 三年内利润有望翻番, 而且公司近几年基本无大的新增固定资产投资, 公司股价拥有较好安全边际。

图 23: 大亚科技固定资产折旧情况

	2014H1 固定资产基本情况				剩余折旧年限测算			
	固定资产账面原值	累计计提折旧	当期计提	固定资产净值	折旧率假设	固定资产残值率	年折旧额	剩余折旧年限
固定资产合计	5,395	3,301	152	2,093	6%	5%	323	5.2
其中: 房屋及建筑物	1,391	445	31	946	5%	5%	66	12.8
机器设备	3,672	2,664	106	1,008	7%	5%	227	3.2
运输工具	83	57	4	25	10%	5%	7	2.4
固定资产装修	12	7	1	6	14%	5%	2	2.6
电子及其他设备	237	129	10	108	9%	5%	20	4.3

数据来源: 公司公告, 安信证券研究中心

3.4. 集团资产整合, 值得关注

大亚集团除了股份上市公司外, 还拥有部分家具资产, 如圣世年轮家具、圣象衣柜等, 集团资产整合也将是公司后续看点。

上海圣世年轮家具有限公司始创于 2004 年, 品牌简称 "圣世年轮", 是大亚集团公司下属的家具公司, 隶属于圣象集团旗下的终端品牌。圣世年轮以高端欧美式家具产品为主打产品, 已在全国范围内拥有百余家家具连锁店, 覆盖北京、上海、南京, 合肥, 杭州、成都、重庆、广州等一二线城市为主的国际家具连锁零售网络。

圣象衣柜为大亚集团的全资子公司, 由圣象集团有限公司管理。圣象衣柜主要为消费者量身定制, 生产高品质、个性化的衣柜、移门及板式家具产品。依托大亚集团和圣象集团的资源, 圣象衣柜在产业链、品牌、销售渠道、服务与物流等方面具有优势, 已成为整体衣柜行业的领先品牌。

图 24: 圣世年轮家具



数据来源: 安信证券研究中心搜集整理

图 25: 圣象衣柜



数据来源: 安信证券研究中心搜集整理

4. 地板行业稳健增长，集中度提升是趋势

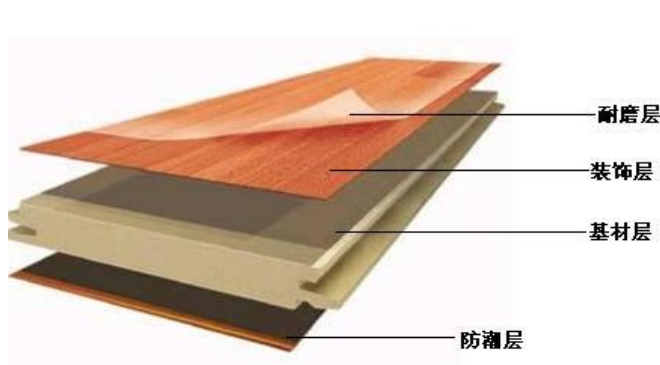
木地板一般由底层、基材层、表层及表面处理层等多层结构构成，按结构和材料主要分为实木地板、实木复合地板、强化复合地板、竹地板四类，其中前三类为主流消费地板，广泛应用于家庭和商业场所。

图 26: 实木复合地板



数据来源: 安信证券研究中心搜集整理

图 27: 强化复合地板



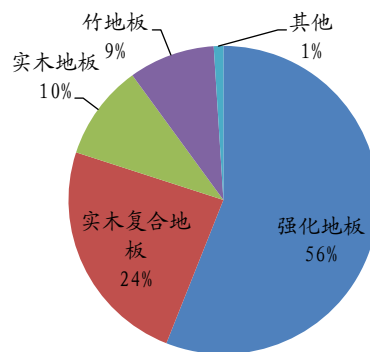
数据来源: 安信证券研究中心搜集整理

图 28: 实木复合地板

分类	材料工艺	价格
实木地板	原木经烘干，加工后形成，无甲醛，绿色环保	价格走高端路线，按材质不同价格不同，如柚木地板在400元/平
实木复合地板	由不同树种板材交错层压而成，有环保标准	价格走中高端路线，按材质不同价格不同，如柚木实木复合地板在170元/平
强化地板	将原木粉碎，添加胶水、防腐剂，添加剂经热压成的高密度板为基材制作而成，有甲醛排放标准	价格走中端路线，基本在80-90元/平
竹地板	近十年兴起，以优质竹子为原料，经脱水、高温高压挤压，再经过油漆而成	价格走中高端路线，基本在150-160元/平之间

数据来源: 安信证券研究中心搜集整理

图 29: 地板行业产品结构

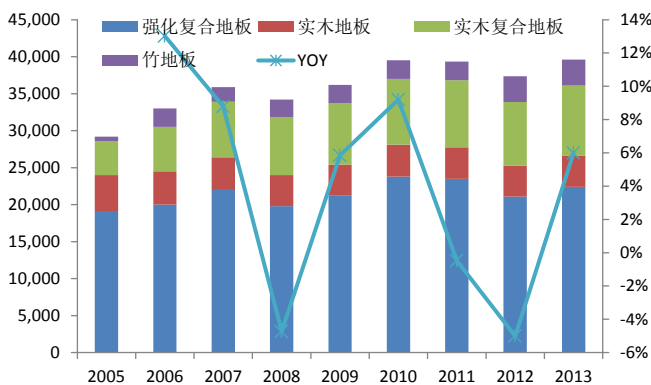


数据来源: 安信证券研究中心搜集整理

据中国林产工业协会统计，2013 年我国实木及复合地板产销量达 4 亿平方米，近五年复合增速 3.1%，保持低速增长。以 70-90 元/平米企业出厂价计算，国内地板行业市场规模约 300 亿元，市场零售市场规模约 700-800 亿元。

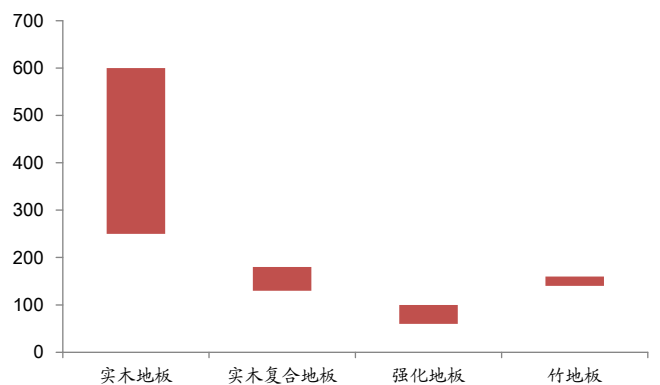
目前中国木地板企业达 2000 多家，其中实木地板企业约 800 家，强化复合地板企业约 900 家，实木复合地板企业约 500 家，竹地板企业约 150 家。国内地板行业集中度非常低，随着居民生活水平的提高，对产品质量、环保等要求将越来越高，消费升级将带动地板需求转向优势品牌企业，行业集中度提高大势所趋。

图 30：地板销量稳健增长



数据来源：安信证券研究中心搜集整理

图 31：各类地板价格水平



数据来源：安信证券研究中心搜集整理

5. 盈利预测及投资建议

假设资产置换于 2015 年内完成，我们预计公司 2014-2016 年营业收入为 84.72 亿元、74.21 亿元、82.68 亿元，同比增长 4.3%、-12.4%、11.4%；归属于上市公司股东净利润为 1.68 亿元、2.54 亿元、3.17 亿元，同比增长 28.9%、51.3%、24.5%；EPS 分别为 0.32 元、0.48 元、0.60 元。

公司作为地板行业绝对龙头，与同业公司及家具类公司相比，价值显著低估，此次剥离非核心资产，聚焦主营，已看到改变迹象。公司目前地板净利率仅 1.5%，向上弹性巨大，且公司大部分固定资产折旧将于 2-3 年内到期，业绩改善具有较高确定性，我们盖给予公司“买入”评级，未来 12 个月目标价 22.7 元，对应 120 亿市值。

风险提示：主业恢复、盈利改善的进度。

表 1：收入预测拆分明细

项目	2010	2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E
木地板							
收入 (百万元)	2442.21	2850.18	3374.80	3693.30	4154.97	4778.21	5494.95
YOY%		16.7%	18.4%	9.4%	12.5%	15.0%	15.0%
成本 (百万元)	1572.94	1929.65	2352.70	2654.57	2979.11	3402.09	3890.42
毛利 (百万元)	869.27	920.53	1022.11	1038.73	1175.86	1376.13	1604.52
毛利率%	35.59%	32.30%	30.29%	28.12%	28.30%	28.80%	29.20%
中密度板							
收入 (百万元)	2652.26	2434.41	2432.62	2161.58	2096.73	2201.57	2311.65
YOY%		-8.2%	-0.1%	-11.1%	-3.0%	5.0%	5.0%

成本 (百万元)	2185.75	1952.13	1953.03	1663.94	1612.39	1693.01	1777.66
毛利 (百万元)	466.51	482.28	479.59	497.65	484.35	508.56	533.99
毛利率%	17.59%	19.81%	19.72%	23.02%	23.10%	23.10%	23.10%
层压板							
收入 (百万元)			484.48	421.29	400.00	400.00	400.00
YOY%				-13.0%	0.0%	0.0%	0.0%
成本 (百万元)			418.21	353.54	336.00	336.00	336.00
毛利 (百万元)			66.28	67.75	64.00	64.00	64.00
毛利率%			13.68%	16.08%	16.00%	16.00%	16.00%
木门及衣帽间							
收入 (百万元)	27.87	22.15	13.17	17.08	27.33	40.99	61.48
YOY%		-20.5%	-40.5%	29.6%	60.0%	50.0%	50.0%
成本 (百万元)	22.54	18.73	11.44	14.47	23.09	34.64	51.95
毛利 (百万元)	5.33	3.42	1.74	2.61	4.24	6.35	9.53
毛利率%	19.13%	15.44%	13.19%	15.29%	15.50%	15.50%	15.50%
包装印刷品							
收入 (百万元)	266.52	290.32	317.24	341.14	371.84		
YOY%		8.9%	9.3%	7.5%	9.0%		
成本 (百万元)	180.76	201.91	213.29	236.57	260.29		
毛利 (百万元)	85.76	88.41	103.94	104.57	111.55		
毛利率%	32.18%	30.45%	32.77%	30.65%	30.00%		
聚丙烯丝束							
收入 (百万元)	237.47	212.42	180.18	179.10	182.69		
YOY%		-10.5%	-15.2%	-0.6%	2.0%		
成本 (百万元)	143.74	148.60	115.65	111.56	114.36		
毛利 (百万元)	93.73	63.82	64.53	67.54	68.32		
毛利率%	39.47%	30.04%	35.81%	37.71%	37.40%		
铝箔							
收入 (百万元)	415.74	402.67	376.33	354.90	312.31		
YOY%		-3.1%	-6.5%	-5.7%	-12.0%		
成本 (百万元)	340.62	331.18	310.80	291.03	257.97		
毛利 (百万元)	75.12	71.49	65.53	63.87	54.34		
毛利率%	18.07%	17.75%	17.41%	18.00%	17.40%		
铝箔复合纸及卡纸							
收入 (百万元)	350.98	472.76	492.26	411.65	399.30		
YOY%		34.7%	4.1%	-16.4%	-3.0%		
成本 (百万元)	260.75	366.18	390.91	311.80	305.46		
毛利 (百万元)	90.23	106.58	101.35	99.84	93.83		
毛利率%	25.71%	22.54%	20.59%	24.25%	23.50%		
轮毂							
收入 (百万元)	472.98	537.39	559.60	543.45	527.15		
YOY%		13.6%	4.1%	-2.9%	-3.0%		
成本 (百万元)	436.71	500.50	499.01	464.69	442.80		
毛利 (百万元)	36.28	36.89	60.59	78.77	84.34		
毛利率%	7.67%	6.86%	10.83%	14.49%	16.00%		
合计							
收入 (百万元)	6866.03	7222.31	8230.69	8123.49	8472.31	7420.77	8268.08
YOY%		5.2%	14.0%	-1.3%	4.3%	-12.4%	11.4%
总成本 (百万元)	5143.80	5448.90	6265.03	6102.16	6331.48	5465.73	6056.03
毛利 (百万元)	1722.23	1773.42	1965.66	2021.33	2140.83	1955.04	2212.04
毛利率%	25.08%	24.55%	23.88%	24.88%	25.27%	26.35%	26.75%

数据来源: Wind, 安信证券研究中心预测

财务报表预测和估值数据汇总(2015年02月28日)

利润表						财务指标					
(百万元)	2012	2013	2014E	2015E	2016E	(百万元)	2012	2013	2014E	2015E	2016E
营业收入	8,312.5	8,189.8	8,541.5	7,481.3	8,335.6	成长性					
减:营业成本	6,317.2	6,142.9	6,383.2	5,510.3	6,105.5	营业收入增长率	13.7%	-1.5%	4.3%	-12.4%	11.4%
营业税费	79.5	70.3	81.1	71.1	79.2	营业利润增长率	42.1%	35.1%	47.2%	24.9%	37.4%
销售费用	901.5	917.2	939.6	822.9	916.9	净利润增长率	-11.6%	5.3%	28.9%	51.3%	24.5%
管理费用	553.8	607.7	632.1	553.6	616.8	EBITDA 增长率	-2.6%	-8.3%	14.9%	7.4%	13.5%
财务费用	300.1	252.0	242.2	221.8	217.1	EBIT 增长率	2.4%	-2.2%	15.2%	7.5%	19.8%
资产减值损失	22.6	13.4	12.0	-	-	NOPLAT 增长率	-3.9%	1.8%	16.3%	7.5%	19.8%
加:公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	-7.3%	0.5%	-7.1%	-22.9%	50.7%
投资和汇兑收益	-26.6	-35.9	-30.0	-25.0	-20.0	净资产增长率	3.7%	6.3%	9.6%	9.2%	10.5%
营业利润	111.3	150.4	221.4	276.6	380.1	利润率					
加:营业外净收支	189.4	159.0	145.0	145.0	145.0	毛利率	24.0%	25.0%	25.3%	26.3%	26.8%
利润总额	300.7	309.4	366.4	421.6	525.1	营业利润率	1.3%	1.8%	2.6%	3.7%	4.6%
减:所得税	57.4	48.9	55.0	63.2	78.8	净利率	1.5%	1.6%	2.0%	3.4%	3.8%
净利润	123.9	130.4	168.2	254.4	316.9	EBITDA/营业收入	10.2%	9.5%	10.5%	12.8%	13.1%
						EBIT/营业收入	4.9%	4.9%	5.4%	6.7%	7.2%
						运营效率					
						固定资产周转天数	112	101	89	97	82
						流动营业资本周转天数	64	68	66	48	66
						流动资产周转天数	227	235	256	314	297
						应收账款周转天数	43	41	42	42	42
						存货周转天数	100	100	101	98	98
						总资产周转天数	387	386	393	465	425
						投资资本周转天数	223	218	202	197	193
						投资回报率					
						ROE	5.2%	5.2%	6.3%	8.8%	10.1%
						ROA	2.8%	3.0%	3.1%	3.8%	4.3%
						ROIC	6.2%	6.9%	7.9%	9.2%	14.3%
						费用率					
						销售费用率	10.8%	11.2%	11.0%	11.0%	11.0%
						管理费用率	6.7%	7.4%	7.4%	7.4%	7.4%
						财务费用率	3.6%	3.1%	2.8%	3.0%	2.6%
						三费/营业收入	21.1%	21.7%	21.2%	21.4%	21.0%
						偿债能力					
						资产负债率	66.3%	64.1%	65.1%	60.0%	59.5%
						负债权益比	197.0%	178.4%	186.8%	150.2%	147.2%
						流动比率	1.07	1.13	1.35	1.53	1.59
						速动比率	0.61	0.65	0.85	1.14	0.96
						利息保障倍数	1.37	1.60	1.91	2.25	2.75
						分红指标					
						DPS(元)	0.04	0.05	0.04	0.08	0.10
						分红比率	17.0%	20.2%	12.4%	16.6%	16.4%
						股息收益率	0.3%	0.4%	0.3%	0.6%	0.7%
资产负债表						业绩和估值指标					
(百万元)	2012	2013	2014E	2015E	2016E	(百万元)	2012	2013	2014E	2015E	2016E
货币资金	1,348.9	1,614.7	2,322.1	3,678.3	2,262.8	EPS(元)	0.23	0.25	0.32	0.48	0.60
交易性金融资产	-	-	-	-	-	BVPS(元)	4.48	4.75	5.05	5.45	5.96
应收帐款	1,003.4	882.9	1,096.3	652.4	1,280.9	PE(X)	58.8	55.9	43.3	28.6	23.0
应收票据	322.5	423.5	398.3	301.2	479.0	PB(X)	3.1	2.9	2.7	2.5	2.3
预付帐款	274.5	214.0	384.0	105.5	427.8	P/FCF	27.1	33.5	12.8	5.6	-4.9
存货	2,259.1	2,311.2	2,478.5	1,612.3	2,939.8	P/S	0.9	0.9	0.9	1.0	0.9
其他流动资产	35.6	0.4	17.3	17.8	11.8	EV/EBITDA	6.0	6.5	10.3	8.3	8.7
可供出售金融资产	-	-	-	-	-	CAGR(%)	13.8%	19.7%	13.0%	13.8%	19.7%
持有至到期投资	-	-	-	-	-	PEG	4.3	2.8	3.3	2.1	1.2
长期股权投资	156.5	128.8	128.8	128.8	128.8	ROIC/WACC	0.6	0.7	0.8	0.9	1.5
投资性房地产	-	-	-	-	-	REP	1.6	1.4	2.4	2.4	1.2
固定资产	2,454.3	2,155.8	2,072.4	1,959.7	1,817.2						
在建工程	23.8	7.8	12.5	15.7	18.0						
无形资产	815.9	918.9	885.9	852.5	818.7						
其他非流动资产	95.8	99.9	95.8	96.3	97.3						
资产总额	8,790.3	8,757.7	9,891.7	9,420.4	10,282.1						
短期债务	2,402.0	2,688.6	2,000.0	2,000.0	2,000.0						
应付帐款	1,068.1	1,086.6	1,029.5	814.5	1,255.1						
应付票据	558.2	295.2	1,202.3	566.6	612.1						
其他流动负债	869.1	766.6	728.3	793.9	776.0						
长期借款	150.0	-	700.0	700.0	700.0						
其他非流动负债	783.2	775.5	782.9	780.5	779.6						
负债总额	5,830.6	5,612.4	6,443.1	5,655.5	6,122.9						
少数股东权益	596.0	640.5	783.7	887.6	1,017.1						
股本	527.5	527.5	527.5	527.5	527.5						
留存收益	1,843.4	1,990.1	2,137.4	2,349.7	2,614.6						
股东权益	2,959.6	3,145.2	3,448.6	3,764.9	4,159.2						

数据来源: 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 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上;
- 增持 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%;
- 中性 — 未来 6 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 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%;
- 卖出 — 未来 6 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 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 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动;

■ 分析师声明

张妮声明, 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。

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	侯海霞	021-68763563	houhx@essence.com.cn
	梁涛	021-68766067	liangtao@essence.com.cn
	凌洁	021-68765237	lingjie@essence.com.cn
	潘艳	021-68766516	panyan@essence.com.cn
北京联系人	朱贤	021-68765293	zhuxian@essence.com.cn
	温鹏	010-59113570	wenpeng@essence.com.cn
	李倩	010-59113575	liqian1@essence.com.cn
	周蓉	010-59113563	zhourong@essence.com.cn
深圳联系人	张莹	010-59113571	zhangying1@essence.com.cn
	沈成效	0755-82558059	shencx@essence.com.cn
	胡珍	0755-82558073	huzhen@essence.com.cn
	范洪群	0755-82558087	fanhq@essence.com.cn
	孟昊琳	0755-82558045	menghl@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： 上海市浦东新区世纪大道1589号长泰国际金融大厦16层

邮编： 200123

北京市

地址： 北京市西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 19 层

邮编： 100034

