

2015年03月24日

大亚科技 (000910.SZ)

价值低估，等待回归

■ **公司披露 2014 年报：**2014 年营业收入 84.39 亿元，同比增长 3.05%；净利润 2.74 亿元，同比增 5.16%；归属上市公司股东净利润 1.64 亿元，同比增长 25.4%；EPS0.31 元；每 10 股派发现金股利 0.3 元；同时公告控股子公司大亚人造板集团拟租赁经营盛易木业。

■ **地板业务是公司增长的主要驱动力：**核心业务地板全年销量 4430 万平米，同比增长 7.26%，地板收入 39.69 亿，同比增长 7.48%；地板平均销售价格 89.6 元/平方，与 13 年基本相当。公司利润端增长显著快于收入端，一方面受益人造板价格下跌，地板业务毛利率 32.1%，提升 4 个百分点；另一方面，少数股东损益占比明显下降。

■ **剥离资产，聚焦主业：**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。2015 年 1 月公司公告剥离轮毂、包装印刷等非主营业务，并收购人造板公司少数股东权益。未来公司将聚焦地板产业链，打造林木、人造板、木地板制造及品牌营销全产业链，并持续加大“圣象”品牌建设投入，以线上直营+线下经销多渠道并行的方式发展木地板业务。

■ **利润改善弹性空间大：**报告期内公司地板业务净利率 2.26%，较 13 年提升 0.65 个百分点，长期来看公司净利率仍显著低于竞争对手（大自然约 10%，德尔家居近 20%），提升空间巨大。我们认为公司地板业务合理净利率 10%左右，公司资产剥离后营业收入约 65 亿元，而当前净利润仅 1.64 亿元，改善弹性空间大。

■ **盈利预测和投资建议：**假设资产置换 2015 年内完成，预计公司 2015-2017 年收入增速-13.1%、11.4%、11.7%；净利润增速 54.3%、24.4%、20.8%；每股收益 0.48 元、0.60 元、0.72 元；维持“买入-A”评级和目标价 22.7 元。

■ **风险提示：**主业恢复、盈利改善的进度。

摘要(百万元)	2013	2014	2015E	2016E	2017E
营业收入	8,189.8	8,439.7	7,335.3	8,174.8	9,128.6
净利润	130.4	163.6	252.4	314.0	379.5
每股收益(元)	0.25	0.31	0.48	0.60	0.72
每股净资产(元)	4.75	4.95	5.37	5.90	6.57
盈利和估值	2013	2014	2015E	2016E	2017E
市盈率(倍)	62.1	49.5	32.1	25.8	21.4
市净率(倍)	3.2	3.1	2.9	2.6	2.3
净利润率	1.6%	1.9%	3.4%	3.8%	4.2%
净资产收益率	5.2%	6.3%	8.9%	10.1%	11.0%
股息收益率	0.3%	0.0%	0.4%	0.4%	0.4%
ROIC	6.9%	6.6%	9.1%	12.9%	12.7%

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

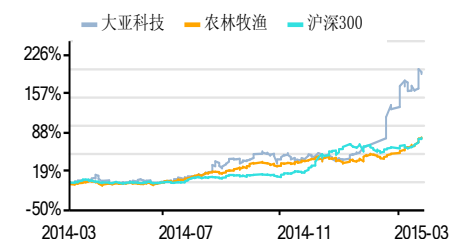
维持评级

12 个月目标价 **22.73 元**
股价 (2015-03-23) **15.36 元**

交易数据

总市值 (百万元)	8,102.40
流通市值 (百万元)	8,102.40
总股本 (百万股)	527.50
流通股本 (百万股)	527.50
12 个月价格区间	5.00/15.36 元

股价表现



资料来源：Wind 资讯

%	1M	3M	12M
相对收益	18.40	97.80	113.68
绝对收益	31.17	117.26	197.67

张妮

分析师

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

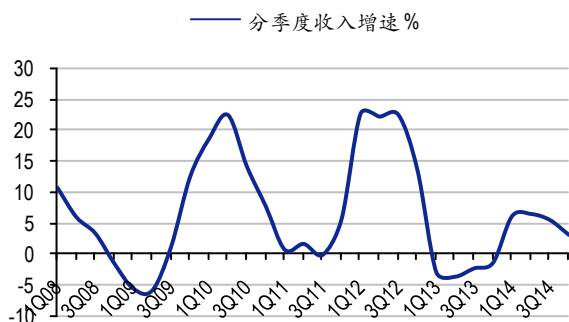
相关报告

价值回归，弹性巨大 2015-03-02

公司 2014 年营业收入 84.39 亿元，同比增长 3.05%；净利润 2.74 亿元，同比增 5.16%；归属于上市公司股东净利润 1.64 亿元，同比增长 25.4%；EPS0.31 元；每 10 股派发现金股利 0.3 元；同时公告控股子公司大亚人造板集团拟租赁经营盛易木业。

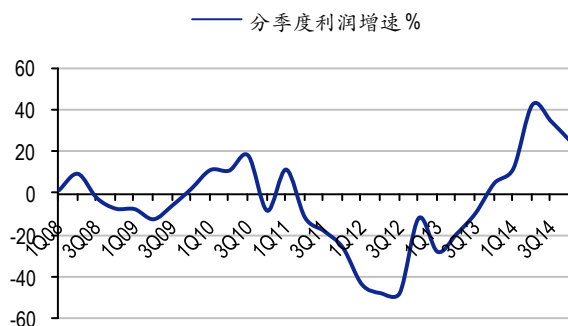
公司 2014 年综合毛利率 26.26%，较上年提升 1.3 个百分点；净利率 3.25%，较上年提升 0.07 个百分点；本年度计提资产减值损失 4648 万元，影响了利润增长的幅度。2014 年经营活动现金流 10.64 亿元，受到固定资产折旧 3.08 亿元、财务费用 2.16 亿元、经营性应付项目增加 2.47 亿元等影响，实现净利润 2.74 亿元，其中归属少数股东损益 1.1 亿元。

图 1：分季度收入增速



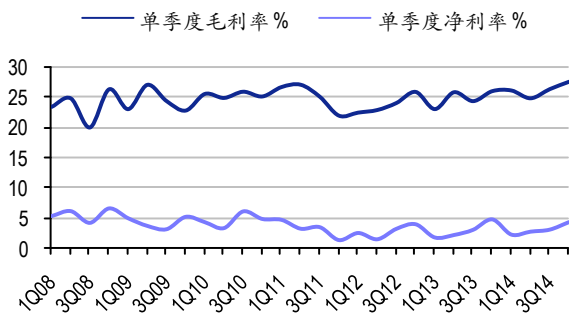
数据来源：公司公告，安信证券研究中心

图 2：分季度净利润增速



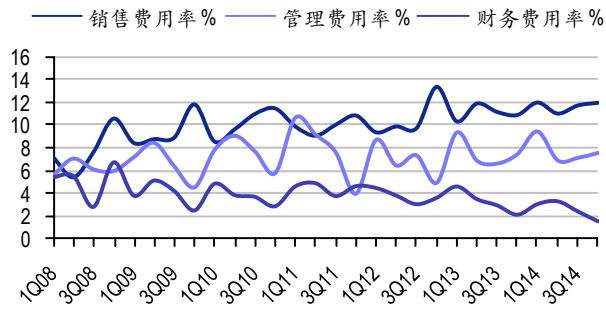
数据来源：公司公告，安信证券研究中心

图 3：单季度利润率



数据来源：公司公告，安信证券研究中心

图 4：单季度费用率



数据来源：公司公告，安信证券研究中心

地板业务是公司增长的主要驱动力：受铝箔、轮毂等非主营业务收入下滑的影响，14 年公司主营业务收入 83.7 亿元，同比增长 3.04%；净利润 1.64 亿元，增长 25.4%，略低于预期。分季度看，二季度以来营收、净利润逐季走差，其中第四季度营业收入 23.89 亿元，同比下滑 3%；净利润下滑 12%。公司利润端增长显著快于收入端，达到 25.4%，一方面受益人造板价格下跌，地板业务毛利率 32.1%，提升 4 个百分点；另一方面，少数股东损益占比明显下降。分业务看，核心业务地板全年销量 4430 万平米，同比增长 7.26%，地板收入 39.69 亿，同比增长 7.48%；地板平均销售价格 89.6 元/平方，与 13 年基本相当。

剥离资产，聚焦主业：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。2015 年 1 月公司公告剥离轮毂、包装印刷等非主营业务，并收购人造板公

司少数股东权益。未来公司将聚焦地板产业链，打造林木、人造板、木地板制造及品牌营销全产业链，并持续加大“圣象”品牌建设投入，以线上直营+线下经销多渠道并行的方式发展木地板业务。此外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。

利润改善弹性空间大:报告期内公司地板业务净利率 2.26%，较 13 年提升 0.65 个百分点，净利率的提升增厚公司净利润近 2800 万元，占比 17%。长期来看公司净利率仍显著低于竞争对手（大自然约 10%，德尔家居近 20%），提升空间巨大。公司旗下圣象地板是地板行业绝对龙头，规模显著超过德尔家居，地板业务收入、销量分别为德尔家居的 6.3 倍、5.4 倍，且公司产品价格要高于德尔，价值低估。我们认为公司地板业务合理净利率 10% 左右，公司资产剥离后营业收入约 65 亿元，而当前净利润仅 1.64 亿元，改善弹性空间大。

盈利预测和投资建议:假设资产置换 2015 年内完成，预计公司 2015-2017 年收入增速-13.1%、11.4%、11.7%；净利润增速 54.3%、24.4%、20.8%；每股收益 0.48 元、0.60 元、0.72 元；维持“买入-A”评级和目标价 22.7 元。

风险提示: 主业恢复、盈利改善的进度。

财务报表预测和估值数据汇总(2015年03月24日)

利润表						财务指标					
(百万元)	2013	2014	2015E	2016E	2017E	(百万元)	2013	2014	2015E	2016E	2017E
营业收入	8,189.8	8,439.7	7,335.3	8,174.8	9,128.6	成长性					
减:营业成本	6,142.9	6,223.8	5,336.6	5,898.2	6,564.6	营业收入增长率	-1.5%	3.1%	-13.1%	11.4%	11.7%
营业税费	70.3	89.9	73.4	81.7	91.3	营业利润增长率	35.1%	35.1%	34.5%	37.4%	28.9%
销售费用	917.2	991.2	854.6	948.3	1,058.9	净利润增长率	5.3%	25.4%	54.3%	24.4%	20.8%
管理费用	607.7	642.4	557.5	621.3	693.8	EBITDA 增长率	-8.3%	-2.4%	15.5%	16.8%	12.8%
财务费用	252.0	207.6	210.1	224.9	216.3	EBIT 增长率	-2.2%	2.1%	17.7%	24.2%	16.6%
资产减值损失	13.4	46.5	-	-	-	NOPLAT 增长率	1.8%	-2.5%	24.4%	24.2%	16.6%
加:公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	0.5%	-9.4%	-12.0%	17.7%	-10.4%
投资和汇兑收益	-35.9	-35.1	-30.0	-25.0	-20.0	净资产增长率	6.3%	-2.0%	10.6%	12.0%	13.2%
营业利润	150.4	203.2	273.2	375.3	483.8	利润率					
加:营业外净收支	159.0	137.4	145.0	145.0	145.0	毛利率	25.0%	26.3%	27.2%	27.8%	28.1%
利润总额	309.4	340.6	418.2	520.3	628.8	营业利润率	1.8%	2.4%	3.7%	4.6%	5.3%
减:所得税	48.9	66.7	62.7	78.0	94.3	净利润率	1.6%	1.9%	3.4%	3.8%	4.2%
净利润	130.4	163.6	252.4	314.0	379.5	EBITDA/营业收入	9.5%	9.0%	12.0%	12.6%	12.7%
						EBIT/营业收入	4.9%	4.9%	6.6%	7.3%	7.7%
资产负债表						运营效率					
	2013	2014	2015E	2016E	2017E	固定资产周转天数	101	87	94	81	69
货币资金	1,614.7	1,220.8	2,858.6	2,542.8	3,513.4	流动营业资本周转天数	68	70	68	68	70
交易性金融资产	-	-	-	-	-	流动资产周转天数	235	226	268	284	284
应收账款	882.9	935.7	739.1	1,097.9	936.4	应收账款周转天数	41	39	41	40	40
应收票据	423.5	328.3	340.1	399.1	424.3	存货周转天数	100	100	97	97	97
预付帐款	214.0	187.6	234.5	204.1	272.9	总资产周转天数	386	361	414	409	392
存货	2,311.2	2,390.3	1,580.6	2,830.3	2,087.3	投资资本周转天数	218	202	208	190	175
其他流动资产	0.4	64.4	33.5	32.7	43.5	投资回报率					
可供出售金融资产	-	1.8	1.8	1.8	1.8	ROE	5.2%	6.3%	8.9%	10.1%	11.0%
持有至到期投资	-	-	-	-	-	ROA	3.0%	3.3%	4.1%	4.5%	5.4%
长期股权投资	128.8	68.7	68.7	68.7	68.7	ROIC	6.9%	6.6%	9.1%	12.9%	12.7%
投资性房地产	-	-	-	-	-	费用率					
固定资产	2,155.8	1,933.1	1,881.5	1,801.2	1,691.6	销售费用率	11.2%	11.7%	11.7%	11.6%	11.6%
在建工程	7.8	2.2	8.5	13.0	16.1	管理费用率	7.4%	7.6%	7.6%	7.6%	7.6%
无形资产	918.9	822.4	792.8	762.8	732.3	财务费用率	3.1%	2.5%	2.9%	2.8%	2.4%
其他非流动资产	99.9	233.7	142.5	158.8	178.3	三费/营业收入	21.7%	21.8%	22.1%	22.0%	21.6%
资产总额	8,757.7	8,188.9	8,682.3	9,913.3	9,966.7	偿债能力					
短期债务	2,688.6	2,025.6	2,000.0	2,000.0	2,000.0	资产负债率	64.1%	62.4%	60.8%	61.5%	56.7%
应付帐款	1,086.6	1,233.4	625.8	1,481.7	878.2	负债权益比	178.4%	165.8%	154.8%	159.8%	130.7%
应付票据	295.2	306.7	545.4	231.8	617.6	流动比率	1.13	1.01	1.43	1.43	1.58
其他流动负债	766.6	1,517.5	875.9	1,241.7	1,118.8	速动比率	0.65	0.54	1.04	0.86	1.12
长期借款	-	-	700.0	700.0	700.0	利息保障倍数	1.60	1.98	2.30	2.67	3.24
其他非流动负债	775.5	24.5	527.7	442.6	331.6	分红指标					
负债总额	5,612.4	5,107.7	5,274.8	6,097.7	5,646.1	DPS(元)	0.05	-	0.06	0.06	0.06
少数股东权益	640.5	469.5	572.6	700.9	855.9	分红比率	20.2%	0.0%	12.4%	10.9%	7.8%
股本	527.5	527.5	527.5	527.5	527.5	股息收益率	0.3%	0.0%	0.4%	0.4%	0.4%
留存收益	1,990.1	2,086.3	2,307.3	2,587.2	2,937.1						
股东权益	3,145.2	3,081.2	3,407.4	3,815.5	4,320.5						
现金流量表						业绩和估值指标					
	2013	2014	2015E	2016E	2017E	EPS(元)	0.25	0.31	0.48	0.60	0.72
净利润	260.5	274.0	252.4	314.0	379.5	BVPS(元)	4.75	4.95	5.37	5.90	6.57
加:折旧和摊销	376.5	349.5	394.8	425.9	457.0	PE(X)	62.1	49.5	32.1	25.8	21.4
资产减值准备	8.8	46.5	-	-	-	PB(X)	3.2	3.1	2.9	2.6	2.3
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	P/FCF	37.3	-261.8	5.5	-20.6	9.4
财务费用	247.1	215.8	210.1	224.9	216.3	P/S	1.0	1.0	1.1	1.0	0.9
投资损失	35.9	35.1	30.0	25.0	20.0	EV/EBITDA	6.6	7.4	10.5	9.4	7.6
少数股东损益	130.1	110.4	103.1	128.3	155.0	CAGR(%)	19.3%	25.0%	13.5%	19.3%	25.0%
营运资金的变动	2.0	-11.3	524.9	-826.1	338.6	PEG	3.2	2.0	2.4	1.3	0.9
经营活动产生现金流量	1,206.2	1,063.9	1,515.4	292.0	1,566.4	ROIC/WACC	0.7	0.7	0.9	1.3	1.3
投资活动产生现金流量	-45.6	-225.6	-350.0	-345.0	-340.0	REP	1.5	1.8	2.5	1.6	1.6
融资活动产生现金流量	-713.3	-1,247.9	472.5	-262.8	-255.7						

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

