

2015年10月12日

大亚科技 (000910.SZ)

拐点明确，上调目标价至 25 元

■ **大亚科技三季度业绩预告：**1-9 月盈利 1.46-1.62 亿元，同比增长 80%-100%；翁少斌辞去公司董事、总裁、董事会战略投资委员会委员职务，继续担任圣象集团董事长。

■ **业绩进一步验证拐点逻辑：**公司前三季度净利润增长 80%-100%，其中第三季度增长 127.9%-177.2%，公司中长期拐点逻辑进一步得到验证。一方面，报告期内公司转让丹阳印务、丹阳铝业、常德芙蓉、大亚化纤 45% 股权，增加 2043 万元利润（若扣除一次性损益，公司三季度单季内生增长约 30%-70%）；另一方面，受益人造板等原材料价格下跌，加上财务费用减少，公司费用有所降低。

■ **管理团队变更，新人新气象：**公司近期经历管理层更换，新董事长陈晓龙先生上任，有望为公司带来新的经营管理理念。新管理层与市场诉求一致，令公司更贴近资本市场，业绩释放、盈利改善空间大。此次管理层的变动是公司管理机制的进一步理顺，未来可能通过股权激励等方式，让公司管理焕发新活力。未来公司将着重打通林木、人造板、木地板制造及家具品牌营销全产业链，加大“圣象”品牌建设投入，凭借强大的渠道资源，以线上直营+线下经销多渠道并行的方式发展木地板业务，并可能通过集团资产注入等方式逐渐布局、切入大家居领域。

■ **利润改善空间大：**公司旗下圣象地板是行业绝对龙头，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，半年报净利率不到 1%，远低于同业竞争对手（大自然约 10%、德尔家居近 20%），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，盈利改善弹性巨大。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，提供较好安全边际。

■ **盈利预测及投资建议：**暂维持公司盈利预测，预计 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，上调目标价至 25 元。

■ **风险提示：**改善不达预期。

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	313.9	379.2
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	5.36	5.86	6.49
盈利和估值	2013	2014	2015E	2016E	2017E
市盈率(倍)	74.1	59.1	38.3	30.8	25.5
市净率(倍)	3.9	3.7	3.4	3.1	2.8
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%	11.1%
股息收益率	0.3%	0.2%	0.4%	0.5%	0.5%
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

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。

公司快报

证券研究报告

林木及加工

投资评级

买入-A

维持评级

6 个月目标价

25.00 元

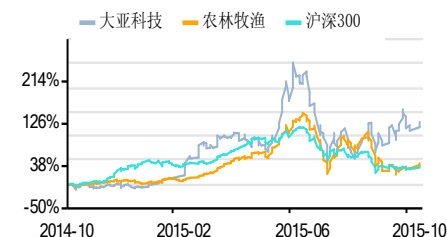
股价 (2015-10-12)

18.31 元

交易数据

总市值 (百万元)	9,658.53
流通市值 (百万元)	9,658.53
总股本 (百万股)	527.50
流通股本 (百万股)	527.50
12 个月价格区间	6.79/26.98 元

股价表现



资料来源：Wind 资讯

%	1M	3M	12M
相对收益	5.54	50.97	95.59
绝对收益	8.54	34.93	135.35

张妮

分析师

SAC 执业证书编号：S1450513090002

zhangni@essence.com.cn

010-66581574

相关报告

业绩大幅增长，价值重估前景值得期待	2015-08-26
拐点已见曙光，地板龙头有望涅槃重生	2015-06-02
业绩低于预期，等待变化	2015-04-27

财务报表预测和估值数据汇总(2015年10月12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%	34.4%	37.3%	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	210.2	225.1	216.6	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%	10.3%	11.6%	12.7%
营业利润	150.4	203.2	273.2	375.1	483.4	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	520.1	628.4	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	313.9	379.2	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%
						运营效率					
资产负债表						固定资产周转天数	101	87	94	81	69
						流动营业资本周转天数	68	70	68	68	70
						流动资产周转天数	235	226	268	283	282
						应收账款周转天数	41	39	41	40	40
						存货周转天数	100	100	97	97	97
						总资产周转天数	386	361	414	409	391
						投资资本周转天数	218	202	208	190	175
						投资回报率					
						ROE	5.2%	6.3%	8.9%	10.1%	11.1%
						ROA	3.0%	3.3%	4.1%	4.5%	5.4%
						ROIC	6.9%	6.6%	9.1%	12.9%	12.7%
						费用率					
						销售费用率	11.2%	11.7%	11.7%	11.6%	11.6%
						管理费用率	7.4%	7.6%	7.6%	7.6%	7.6%
						财务费用率	3.1%	2.5%	2.9%	2.8%	2.4%
						三费/营业收入	21.7%	21.8%	22.1%	22.0%	21.6%
						偿债能力					
						资产负债率	64.1%	62.4%	60.8%	61.6%	56.9%
						负债权益比	178.4%	165.8%	155.2%	160.7%	132.0%
						流动比率	1.13	1.01	1.43	1.43	1.57
						速动比率	0.65	0.54	1.04	0.86	1.12
						利息保障倍数	1.60	1.98	2.30	2.67	3.23
						分红指标					
						DPS(元)	0.05	0.03	0.07	0.09	0.10
						分红比率	20.2%	9.7%	15.6%	15.2%	13.5%
						股息收益率	0.3%	0.2%	0.4%	0.5%	0.5%
						现金流量表					
						业绩和估值指标					
						EPS(元)	0.25	0.31	0.48	0.60	0.72
						BVPS(元)	4.75	4.95	5.36	5.86	6.49
						PE(X)	74.1	59.1	38.3	30.8	25.5
						PB(X)	3.9	3.7	3.4	3.1	2.8
						P/FCF	44.5	-312.0	6.6	-24.5	11.2
						P/S	1.2	1.1	1.3	1.2	1.1
						EV/EBITDA	6.5	7.4	12.3	10.9	9.0
						CAGR(%)	19.3%	24.9%	13.5%	19.3%	24.9%
						PEG	3.8	2.4	2.8	1.6	1.0
						ROIC/WACC	0.7	0.7	0.9	1.3	1.3
						REP	1.5	1.9	2.9	1.8	1.9

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	孟硕丰	021-68766287	mengsf@essence.com.cn
	侯海霞	021-68763563	houhx@essence.com.cn
	梁涛	021-68766067	liangtao@essence.com.cn
	潘艳	021-68766516	panyan@essence.com.cn
	朱贤	021-68765293	zhuxian@essence.com.cn
	许敏	021-68762965	xumin@essence.com.cn
北京联系人	温鹏	010-59113570	wenpeng@essence.com.cn
	李倩	010-59113575	liqian1@essence.com.cn
	周蓉	010-59113563	zhourong@essence.com.cn
	张莹	010-59113571	zhangying1@essence.com.cn
深圳联系人	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
	张青		zhangqing2@essence.com.cn
	邓欣		dengxin@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

