安信证券 ESSENCE SECURITIES

2016 年 08 月 25 日

公司快报

证券研究报告

林木及加工

大亚科技（000910.SZ）

改变正在发生，业绩略超预期

■**大亚科技半年报：**公司营业收入 27.2 亿元，同比下滑 24.97%；归属母公司股东净利润 1.0 亿元，同比增长 45.69%；扣非后增长 63.8%。其中单二季度收入下滑 20.5%，归母净利润增长 57.6%。

■**剥离资产&木地板盈利提升，业绩大幅增长：**2015 年下半年公司完成了对烟草包装、汽车轮毂、信息通信等全部非木业资产的置出，并收购部分木业子公司的少数股东权益，导致 2016 年上半年公司收入下滑 25%，其中木地板收入增长 2.4%；人造板收入增长 4%；上半年公司营业利润 1.34 亿，增长 40%，归母净利润增长 45.7%。业绩大幅增长一方面受益资产置换：置出资产大亚信息产业（持股 49%）、大亚车轮（持股 51%）2015 上半年业绩分别为亏损 2067 万、盈利 2759 万元，大亚化纤并表亏损 450 万；部分收购资产大亚江苏、人造板集团、大亚江西、大亚茂名（分别收购 25%少数股东权益）16 年上半年盈利分别为 3424 万元、1 亿元、1020 万元、2737 万元；另一方面木地板业务盈利有所回升，圣象集团上半年实现净利润 5678 万元（去年同期净利润 873 万元）。此外，上半年公司收到政府补助 2453 万，同比减少 3450 万元，剔除此影响，公司扣非后净利润增长 63.8%。

(百万元)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
主营收入	8,439.7	7,676.7	5,987.8	6,347.1	6,727.9
净利润	163.6	317.9	404.9	468.1	537.7
每股收益(元)	0.31	0.60	0.76	0.88	1.01
每股净资产(元)	4.92	4.32	5.00	5.79	6.70

盈利和估值	2014	2015	2016E	2017E	2018E
市盈率(倍)	59.0	30.3	23.8	20.6	17.9
市净率(倍)	3.7	4.2	3.6	3.1	2.7
净利润率	1.9%	4.1%	6.8%	7.4%	8.0%
净资产收益率	6.3%	13.8%	15.3%	15.2%	15.1%
股息收益率	0.2%	0.3%	0.5%	0.5%	0.6%
ROIC	6.6%	8.2%	31.0%	18.5%	36.0%

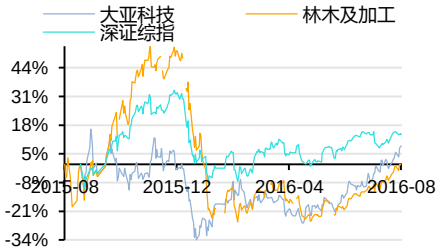
数据来源：Wind 资讯，安信证券研究中心预测

投资评级	买入-A
	维持评级
6 个月目标价：	25.00 元
股价（2016-08-25）	18.19 元

交易数据

总市值（百万元）	9,654.71
流通市值(百万元)	9,595.23
总股本（百万股）	530.77
流通股本(百万股)	527.50
12 个月价格区间	11.09/19.55 元

股价表现



资料来源：Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	13.01	22.07	2.71
绝对收益	12.98	33.95	16.75

周文波 分析师
SAC 执业证书编号：S1450515080001
zhouwb@essence.com.cn
021-35082778

雷慧华 报告联系人
leihh@essence.com.cn
021-35082719

相关报告

大亚科技：等待治理结构的进一步理顺	2016-04-28
大亚科技：改善逻辑兑现，期待更进一步	2016-03-29
大亚科技：等待明朗	2015-10-29
大亚科技：拐点明确，上调目标价至 25 元	2015-10-13
大亚科技：拐点已见曙光，地板龙头有望涅磐重生	2015-06-02

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。

■**股权激励迈出公司治理结构改善的第一步：**业务庞杂及内部管理不顺是公司业绩一直低于预期的主要原因，去年公司完成了非木业资产的置出，并收购部分木业子公司的少数股东权益，专注于人造板及地板，成功实现瘦身，拉开了公司改变的序幕。2016 年 6 月底推出限制性股权激励计划，面向向 63 位中高级管理人员、核心技术人员，合计 340 万股，授予价格 7.04 元/股，行权条件：以 2015 年为基数，2016-2018 年净利润增速不低于 20%、35%、50%（年化分别为 20%/13%/11%）。此次推出股权激励是公司做强战略的延续，对公司内部管理的改善，增强高管的向心力具有战略性意义。

■**公司正走在改善的正确道路上**：15 年公司完成了董事长、监事会主席、董事会秘书等高管的调整，以陈晓龙为代表的少壮派新团队上任。新团队上任以来经营思路有所变化，与资本市场沟通加强，与市场诉求一致：一方面希望借助资本市场资源，整合集团资产，做大家具地板产业；另一方面通过股权激励方式，让公司上下形成合力。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”品牌建设投入及销售网络优势，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，并可能切入大家居领域，打造大型家具集团企业。

■**利润改善空间大**：圣象地板是木地板行业龙头品牌，随着新团队的上马、内部管理的理顺，公司价值将逐步回归。2015 年圣象集团木地板销量 4414 万平米，收入约 42 亿元，净利率约 3%，远低于同业竞争对手；2016 年上半年圣象集团净利率约 3%，较去年同期有所好转，但是否能逐渐恢复正常水平需要关注与圣象高管之间的问题是否会得到进一步的理顺及节奏，我们认为公司合理净利率约 10%左右，仍有较大改善空间。

■**投资建议：**预计 2016-2018 年净利润 4.05 亿元、4.68 亿元、5.38 亿元，分别增长 27.4%、15.6%、14.9%，EPS 分别为 0.76 元、0.88 元、1.01 元，维持“买入-A”评级，6 个月目标价 25 元。

■**风险提示：**地产景气度下行，管理改善不及预期，收购的木业子公司销售不及预期。

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。

财务报表预测和估值数据汇总

利润表

(百万元)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入	8,439.7	7,676.7	5,987.8	6,347.1	6,727.9
减:营业成本	6,223.8	5,451.8	4,131.6	4,379.5	4,642.3
营业税费	89.9	91.8	59.9	69.0	73.6
销售费用	991.2	973.4	736.5	745.8	773.7
管理费用	642.4	654.5	467.1	469.7	484.4
财务费用	207.6	140.9	104.3	97.9	78.2
资产减值损失	46.5	79.5	26.5	30.8	25.6
加:公允价值变动收益	-	-	-	-	-
投资和汇兑收益	-35.1	32.4	-	-	-
营业利润	203.2	317.2	462.1	554.4	650.1
加:营业外净收支	137.4	168.7	155.0	154.8	159.5
利润总额	340.6	485.8	617.1	709.2	809.6
减:所得税	66.7	95.3	120.3	138.3	157.9
净利润	163.6	317.9	404.9	468.1	537.7

资产负债表

	2014	2015	2016E	2017E	2018E
货币资金	1,220.8	1,630.5	1,511.6	3,077.4	3,061.0
交易性金融资产	-	-	-	-	-
应收帐款	935.7	577.1	706.1	620.2	771.0
应收票据	328.3	189.9	304.4	201.5	313.8
预付帐款	187.6	99.8	171.1	95.7	181.6
存货	2,390.3	1,817.8	1,310.2	2,024.6	1,519.6
其他流动资产	64.4	15.5	26.7	35.5	25.9
可供出售金融资产	1.8	1.8	1.2	1.6	1.5
持有至到期投资	-	-	-	-	-
长期股权投资	68.7	27.1	27.1	27.1	27.1
投资性房地产	-	-	-	-	-
固定资产	1,933.1	1,379.2	1,151.3	912.5	662.7
在建工程	2.2	22.7	22.9	23.0	23.1
无形资产	822.4	515.6	509.6	503.3	496.7
其他非流动资产	233.7	198.5	180.9	206.1	195.1
资产总额	8,188.9	6,475.4	5,923.0	7,728.5	7,279.1
短期债务	2,025.6	750.2	1,000.0	1,000.0	1,000.0
应付帐款	1,233.4	1,011.5	552.0	1,145.7	677.0
应付票据	306.7	433.0	78.4	441.6	143.6
其他流动负债	1,517.5	1,816.8	1,089.6	1,648.4	1,345.7
长期借款	-	40.0	64.1	-	-
其他非流动负债	24.5	1.0	267.0	97.5	121.8
负债总额	5,107.7	4,052.5	3,051.1	4,333.2	3,288.1
少数股东权益	469.5	127.6	219.5	322.3	436.4
股本	527.5	527.5	530.8	530.8	530.8
留存收益	2,086.3	1,768.9	2,121.6	2,542.2	3,023.8
股东权益	3,081.2	2,422.9	2,871.9	3,395.3	3,991.0

财务指标

(百万元)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
成长性					
营业收入增长率	3.1%	-9.0%	-22.0%	6.0%	6.0%
营业利润增长率	35.1%	56.1%	45.7%	20.0%	17.3%
净利润增长率	25.4%	94.4%	27.4%	15.6%	14.9%
EBITDA 增长率	-2.4%	-0.3%	21.3%	10.6%	8.6%
EBIT 增长率	2.1%	11.5%	23.6%	15.2%	11.7%
NOPLAT 增长率	-2.5%	11.5%	23.8%	15.2%	11.7%
投资资本增长率	-9.4%	-67.3%	93.3%	-42.8%	31.3%
净资产增长率	-2.0%	-21.4%	18.5%	18.2%	17.5%
利润率					
毛利率	26.3%	29.0%	31.0%	31.0%	31.0%
营业利润率	2.4%	4.1%	7.7%	8.7%	9.7%
净利润率	1.9%	4.1%	6.8%	7.4%	8.0%
EBITDA/营业收入	9.0%	9.9%	15.4%	16.0%	16.4%
EBIT/营业收入	4.9%	6.0%	9.5%	10.3%	10.8%
运营效率					
固定资产周转天数	87	78	76	59	42
流动营业资本周转天数	70	25	15	32	25
流动资产周转天数	226	222	251	286	319
应收帐款周转天数	39	35	39	38	37
存货周转天数	100	99	94	95	95
总资产周转天数	361	344	373	387	402
投资资本周转天数	202	140	130	127	101
投资回报率					
ROE	6.3%	13.8%	15.3%	15.2%	15.1%
ROA	3.3%	6.0%	8.4%	7.4%	9.0%
ROIC	6.6%	8.2%	31.0%	18.5%	36.0%
费用率					
销售费用率	11.7%	12.7%	12.3%	11.8%	11.5%
管理费用率	7.6%	8.5%	7.8%	7.4%	7.2%
财务费用率	2.5%	1.8%	1.7%	1.5%	1.2%
三费/营业收入	21.8%	23.0%	21.8%	20.7%	19.9%
偿债能力					
资产负债率	62.4%	62.6%	51.5%	56.1%	45.2%
负债权益比	165.8%	167.3%	106.2%	127.6%	82.4%
流动比率	1.01	1.08	1.48	1.43	1.85
速动比率	0.54	0.63	1.00	0.95	1.37
利息保障倍数	1.98	3.25	5.43	6.67	9.32
分红指标					
DPS(元)	0.03	0.05	0.10	0.09	0.11
分红比率	9.7%	8.3%	12.7%	10.2%	10.4%
股息收益率	0.2%	0.3%	0.5%	0.5%	0.6%

现金流量表

	2014	2015	2016E	2017E	2018E
净利润	274.0	390.5	404.9	468.1	537.7
加:折旧和摊销	349.5	300.3	353.7	365.0	376.3
资产减值准备	46.5	79.5	-	-	-
公允价值变动损失	-	-	-	-	-
财务费用	215.8	164.7	104.3	97.9	78.2
投资损失	35.1	-32.4	-	-	-
少数股东损益	110.4	72.6	91.9	102.8	114.1
营运资金的变动	-11.3	1,841.6	-1,688.3	974.6	-739.4
经营活动产生现金流量	1,063.9	1,487.6	-733.6	2,008.3	366.7
投资活动产生现金流量	-225.6	-180.0	-119.4	-120.4	-119.9
融资活动产生现金流量	-1,247.9	-1,091.8	734.1	-322.1	-263.2

业绩和估值指标

	2014	2015	2016E	2017E	2018E
EPS(元)	0.31	0.60	0.76	0.88	1.01
BVPS(元)	4.92	4.32	5.00	5.79	6.70
PE(X)	59.0	30.3	23.8	20.6	17.9
PB(X)	3.7	4.2	3.6	3.1	2.7
P/FCF	-311.6	7.2	-53.2	6.3	-113.0
P/S	1.1	1.3	1.6	1.5	1.4
EV/EBITDA	7.4	10.4	10.7	8.1	7.4
CAGR(%)	27.7%	18.6%	24.0%	27.7%	18.6%
PEG	2.1	1.6	1.0	0.7	1.0
ROIC/WACC	0.6	0.8	3.0	1.8	3.5
REP	2.0	6.8	1.2	2.8	1.1

资料来源：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

周文波声明，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	朱贤	021-35082852	zhuxian@essence.com.cn
	许敏	021-35082953	xumin@essence.com.cn
	孟硕丰	021-35082788	mengsf@essence.com.cn
	李栋	021-35082821	lidong1@essence.com.cn
	侯海霞	021-35082870	houhx@essence.com.cn
	潘艳	021-35082957	panyan@essence.com.cn
北京联系人	原晨	010-83321361	yuanchen@essence.com.cn
	温鹏	010-83321350	wenpeng@essence.com.cn
	田星汉	010-83321362	tianxh@essence.com.cn
	王秋实	010-83321351	wangqs@essence.com.cn
	张莹	010-83321366	zhangying1@essence.com.cn
	李倩	010-83321355	liqian1@essence.com.cn
	周蓉	010-83321367	zhourong@essence.com.cn
深圳联系人	胡珍	0755-82558073	huzhen@essence.com.cn
	范洪群	0755-82558044	fanhq@essence.com.cn
	孟昊琳	0755-82558045	menghl@essence.com.cn
	邓欣	0755-82821690	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： 上海市虹口区东大名路638号国投大厦3层

邮　编： 200080

北京市

地　址： 北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮　编： 100034

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。