

公司研究 / 更新报告

2015年01月20日

轻工制造 / 家用轻工 II

投资评级: 买入 (调高评级)

当前价格(元): 8.25

合理价格区间(元):

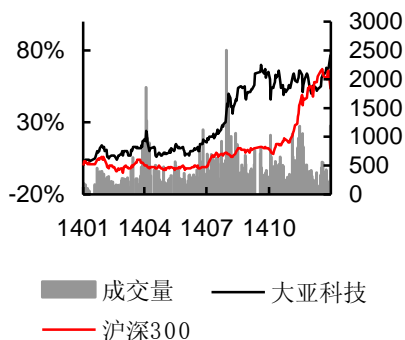
陈羽锋 执业证书编号: S0570513090004
研究员 025-51863359
chenyufeng@htsc.com

高梁宇 执业证书编号: S0570512080010
研究员 025-51863228
gaoliangyu@htsc.com

相关研究

- 1《大亚科技(000910):加大品牌和渠道建设力度,盈利能力提升》2014.08
- 2《精装修渐成趋势,大亚获益市场份额提升》2010.11
- 3《大亚科技(000910):估值有亮点》2009.09

股价走势图



化茧成蝶, 腾飞在即, 上调为买入评级

大亚科技(000910)

投资要点:

事件: 公司公告拟剥离丹阳铝业、丹阳印务、上海印务、丹阳滤嘴材料、丹阳新型包材、大亚车轮制造、大亚化纤、大亚信息等八家非家居类资产相关股权, 同时拟收购大亚(江苏)地板、大亚人造板等六家子公司剩余 25% 股权。

资产重新梳理, 多元化经营造成估值折价现象有望成为历史。 大亚科技原来的主营业务涉及森工业、包装业和汽配业, 属于典型的多元化经营。由于多元化业务使得公司估值折价, 目前公司拟剥离非家具类资产, 专注家居业务, 未来估值折价困扰将成为历史。

强大的品牌和渠道优势将会被市场重新认识。 “圣象地板”和“大亚板材”分别是地板和人造板行业最有影响力的品牌, 2013 年第十届“中国 500 最具价值品牌”排行榜显示“圣象”品牌价值已达 125.92 亿元, “大亚”人造板品牌价值已达 36.72 亿元。公司还拥有布遍全国的渠道资源, 线下有 2600 多家门店, 其中 70 多家直营店, 同时 2010 年起公司进驻淘宝商城, 开辟电商销售渠道, 亦是淘宝商城地板类销售第一名。我们认为, 公司专注于地板和人造板为核心的家居业务后, 品牌价值和渠道优势将带来业绩快速增长。

业绩弹性和股价弹性非常大。 公司整体盈利水平处于非常低的水平, 公司专注经营家居业务后, 盈利弹性空间足够大, 一方面公司剥离的许多资产盈利情况甚差, 有利于提高公司盈利水平; 另一方面前期公司为经营渠道建设, 费用投入甚大, 随着公司逐步完善销售渠道和品牌影响力建设, 公司开始加强管理, 控制成本费用, 盈利能力有望大幅提升, 我们认为, 公司专注经营家居业务后, 业绩释放空间足够大, 同时未来股价提升有望迎来业绩和估值的戴维斯双击。

公司经过资产剥离和整合, 主营业务聚焦家居, 多元化经营估值折价现象将成为历史, 随着公司品牌和渠道优势得到市场进一步认识, 公司有望迎来业绩和估值的戴维斯双击, 预计公司 2014-2016 年有望实现 EPS 分别为 0.32、0.40、0.50 元, 上调公司为“买入”评级。

风险提示: 存在收购出售资产方案最后不能实施的风险; 房地产低迷会影响地板消费

公司基本资料

总股本(百万)	527.50
流通 A 股(百万)	527.50
52 周内股价区间(元)	4.67-6.03
总市值(百万)	3,180.83
总资产(百万)	8,258.98
每股净资产(元)	4.79

资料来源: 公司公告

经营预测指标与估值

	2013	2014E	2015E	2016E
营业收入(百万)	8189.8	8733.5	9412.6	10268.1
+/-%	-1.48	6.64	7.77	9.09
净利润(百万)	130.43	166.51	211.95	264.81
+/-%	5.27	27.66	27.29	24.94
EPS	0.25	0.32	0.40	0.50
PE	33.37	26.14	20.53	16.43

资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

正文目录

公司过往：国内人造板和地板行业龙头企业.....	4
森工、包装和汽配多元化发展.....	4
森工业营收占比超七成，国外市场不断扩张.....	5
变化：专注家居业务，多元化经营成历史.....	6
剥离非家居类资产，集中力量发展主业.....	6
包装业务：业绩比较稳定但成长空间有限.....	7
汽车轮毂业务：处于发展初期，对公司收入和利润贡献不大.....	8
未来看点：两大品牌价值凸显，业绩弹性空间大.....	8
大亚板材领衔高端人造板市场.....	8
圣象地板已完成全国渠道布局.....	10
剥离不良资产，加强成本管控，盈利弹性大.....	12
盈利预测与估值.....	14
风险提示.....	15

图表目录

图 1:	人造板、实木地板、复合地板生产销售	4
图 2:	铝合金汽车轮毂生产销售	4
图 3:	公司下属子(分)公司情况	5
图 4:	营业收入有较大提升	5
图 5:	净利润快速、持续增长	5
图 6:	公司 2013 年营收占比情况	6
图 7:	公司历年毛利润构成变化情况	6
图 8:	公司产品结构(销售收入占比)	6
图 9:	公司销售以国内中东部和国外市场为主	6
图 10:	公司下属子(分)公司情况	7
图 11:	烟草包装业务营收基本稳定, 增速呈下降趋势	7
图 12:	烟草包装业务毛利和营收占比较大, 逐年下降	7
图 13:	汽车轮毂业务营收增速较快	8
图 14:	汽车轮毂业务毛利率低	8
图 15:	国内人造板行业资产总计	9
图 16:	国内人造板行业累计销售收入	9
图 17:	人造板行业企业数量	9
图 18:	人造板行业企业亏损数量	9
图 19:	人造板业务销售收入比较稳定	10
图 20:	人造板业务毛利率行业内领先	10
图 21:	木地板制造行业企业数量	11
图 22:	商品房与住宅商品房销售面积	11
图 23:	国内地板产销量	11
图 24:	木地板业务销售收入增速快	12
图 25:	木地板业务毛利率居行业前列	12
图 26:	公司盈利能力在行业内处于较低位置	13
表格 1:	公司主要竞争对手对比	10
表格 2:	公司主要竞争对手	12
表格 3:	公司控股(参股)子公司情况	13
表格 4:	家具行业相关公司估值对比	14

公司过往：国内人造板和地板行业龙头企业

森工、包装和汽配多元化发展

大亚科技是国家级重点高新技术企业和国家火炬计划新材料产业基地骨干企业，目前已发展成为圣象地板、大亚人造板、烟草包装和大亚汽配协调发展，在多个领域具有核心竞争力的上市公司。目前，公司主营业务涉及森工业、包装业和汽配业。其中，森工业主要包括中高密度板、强化木地板及实木复合地板的生产和销售；包装业主要包括双零铝箔、铝箔复合纸及卡纸、烟用聚丙烯丝束及包装印刷产品的生产和销售；汽配业主要是铝合金汽车轮毂的生产和销售。

图 1：人造板、实木地板、复合地板生产销售



资料来源：公司网站，华泰证券研究所

图 2：铝合金汽车轮毂生产销售

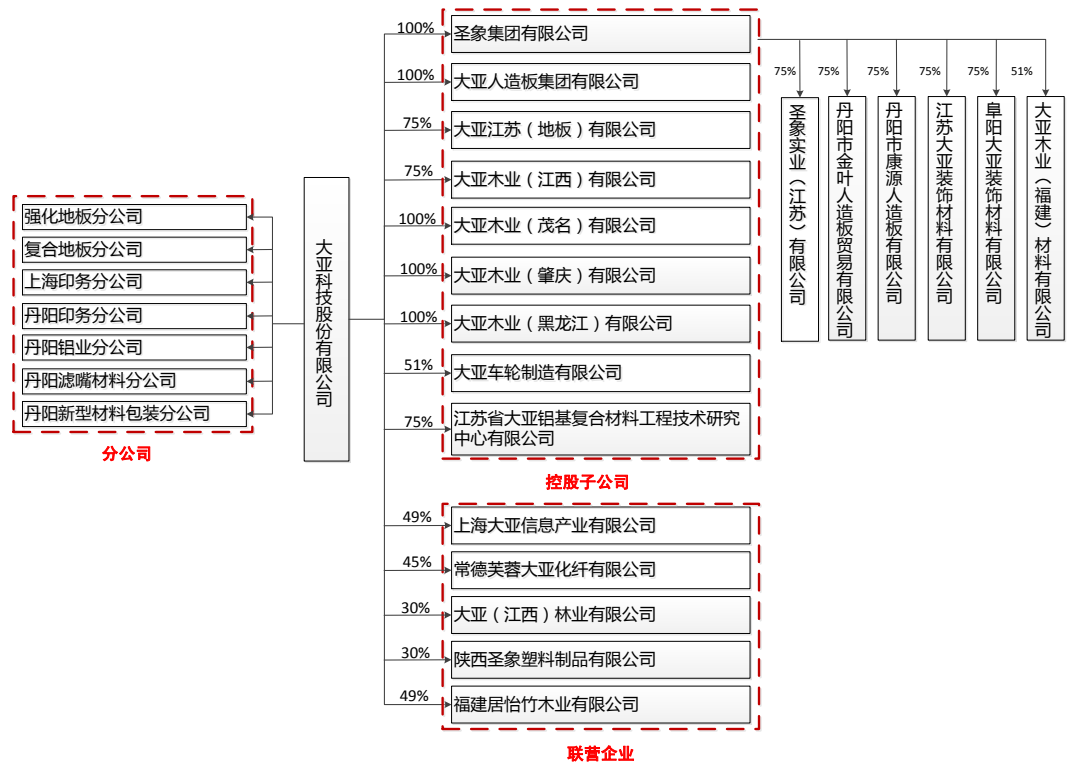


资料来源：公司网站，华泰证券研究所

根据公司最近公告，截至 2014 年 6 月 30 日，公司控股股东大亚科技集团有限公司持有公司股份 251367200.00 股，占公司总股本的 47.65%。公司实际控制人为陈兴康。

经过多年发展，公司目前以大亚人造板、圣象地板为主导产业，以烟草包装装饰材料为基础产业，以汽车轮毂为辅助产业。公司旗下拥有 9 家控股子公司，5 家联营企业和 5 家分公司。其中，地板和人造板业务主要分布在几大控股子公司，具体如下：人造板业务主要分布在大亚人造板集团有限公司、肇庆、黑龙江、茂名、江西 5 个子分公司，总设计产能为 163 万 m³，实际产能可达 240 万 m³；公司地板业务中强化复合地板业务位于控股子公司圣象集团有限公司，产能为 4000 万 m²；圣象康树三层实木复合地板产能为 800 万 m²，由大亚江苏地板有限公司生产；圣象安德森多层实木复合地板产能为 600 万 m²，位于圣象集团下广州厚邦木业制造有限公司。此外，烟草包装业务主要分布在几大分公司，汽车轮毂业务主要分布在大亚车轮制造有限公司。

图 3: 公司下属子(分)公司情况

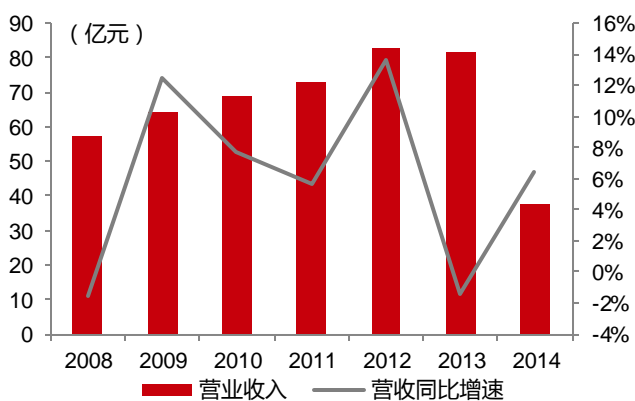


资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

森工业营收占比超七成, 国外市场不断扩张

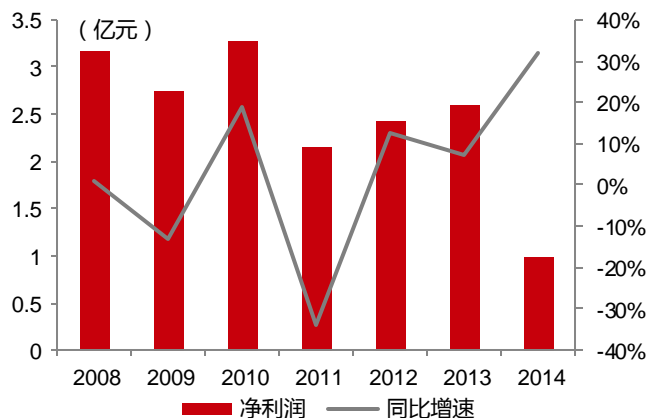
公司营业收入和净利润保持较快增长。公司自上市以来, 营业收入和净利润总体呈上升趋势, 2008年到2013年公司的复合利润增长率为-0.62%。2011年, 受产品毛利率下降, 营业税金和财务费用上升, 投资损失增加等影响, 公司利润总额出现大幅下降。2011年至2014年, 公司净利润明显提升

图 4: 营业收入有较大提升



资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

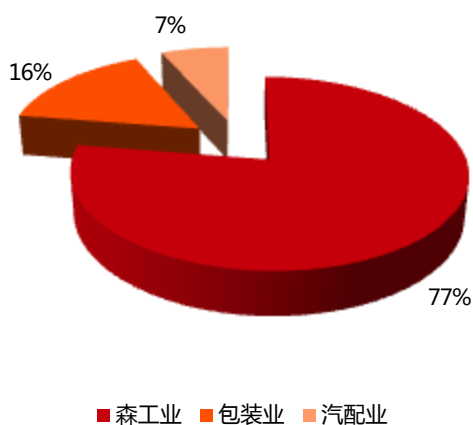
图 5: 净利润快速、持续增长



资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

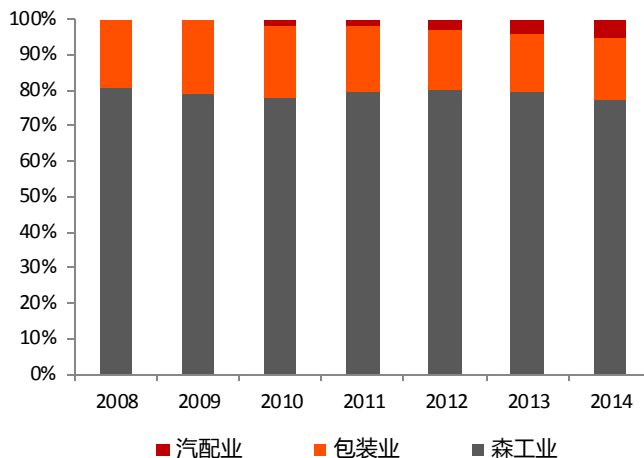
收入主要来自于森工业和包装业。公司94%左右的收入都来源于森工业和包装业, 2013年公司的主营收入中, 木地板占46%, 中高密度板约占27%。从公司历年的毛利润构成来看, 以木地板和中、高密度板为主的森工业的占比基本稳定在80%左右。

图 6: 公司 2013 年营收占比情况



资料来源: 公司公告、华泰证券研究所

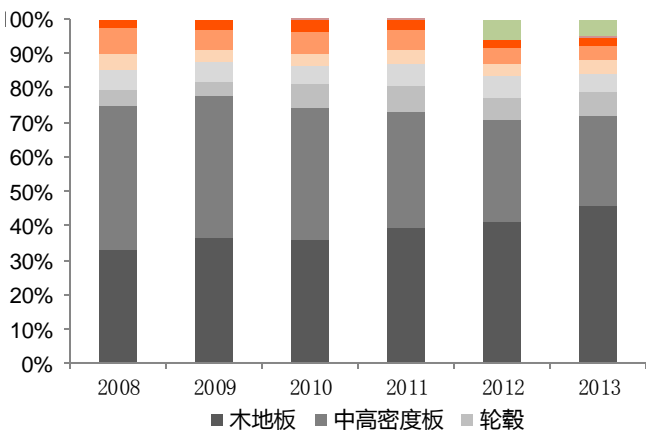
图 7: 公司历年毛利润构成变化情况



资料来源: 公司公告、华泰证券研究所

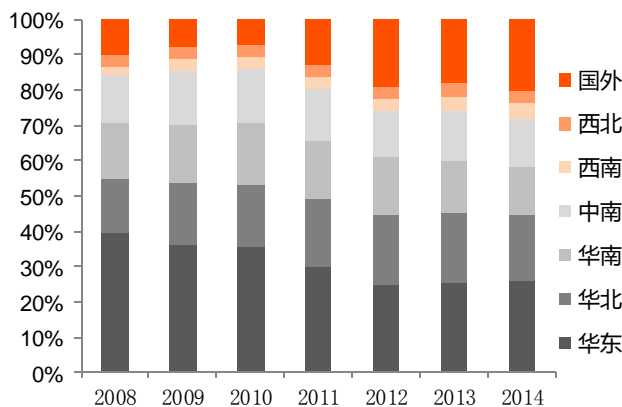
销售主要面向国内中东部地区, 国外市场快速扩张。公司的两大主要经营产品分别是木地板和中高密度板, 木地板的收入占比呈上升趋势, 中高密度板的收入占比呈下降趋势。公司的产品销售主要面向国内中东部地区, 在华东、华北、华南和中南地区均有较大的销售额。此外, 自 2008 年起, 公司的国外市场不断扩张, 2013 年, 国外市场收入占比达 18%。

图 8: 公司产品结构 (销售收入占比)



资料来源: 公司公告、华泰证券研究所

图 9: 公司销售以国内中东部和国外市场为主



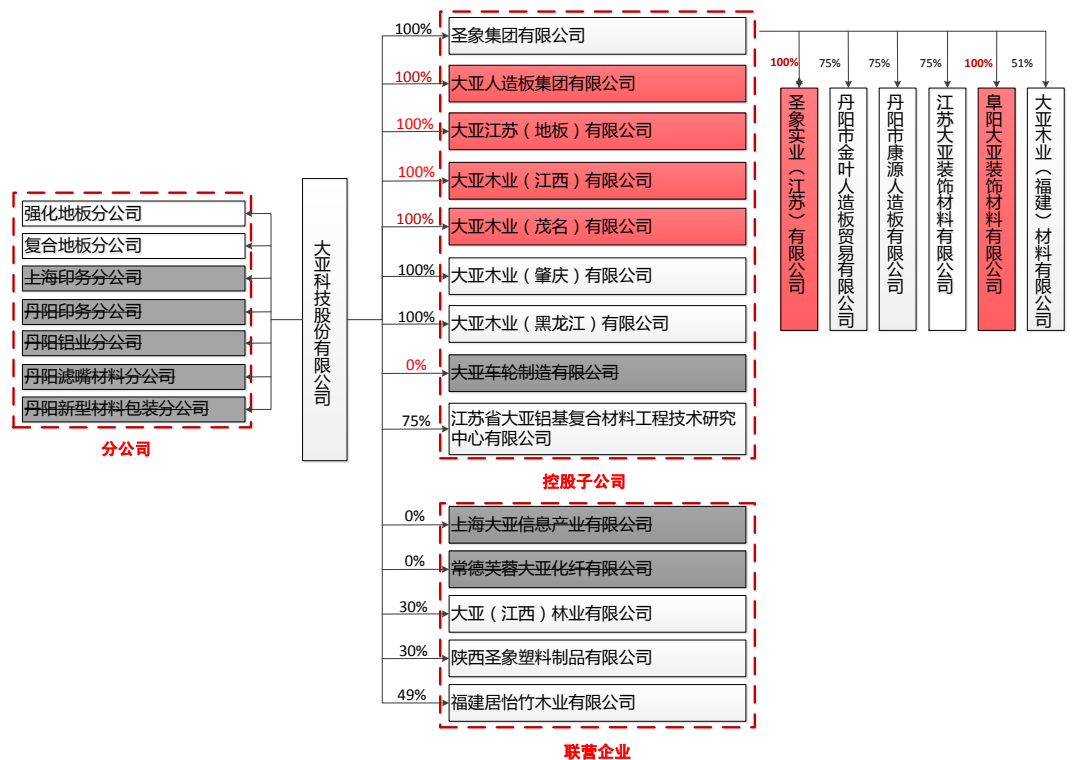
资料来源: 公司公告、华泰证券研究所

变化: 专注家居业务, 多元化经营成历史

剥离非家居类资产, 集中力量发展主业

2015 年 1 月 19 日晚, 公司发布公告拟向控股股东大亚集团出售公司下属丹阳铝业分公司、丹阳印务分公司、上海印务分公司、丹阳滤嘴材料分公司、丹阳新型包装材料分公司全部经营性资产和负债以及公司持有的大亚车轮制造有限公司 51% 股权、常德芙蓉大亚化纤有限公司 45% 股权、上海大亚信息产业有限公司 49% 股权, 同时拟收购晟瑞国际持有的人造板集团 25% 股权、斯玛特赛特持有的江西木业 25% 股权、茂名木业 25% 股权和圣象实业 25% 股权、盛蕊国际持有的阜阳大亚 25% 股权。我们认为, 此举体现了公司剥离非家居类资产, 专注发展主业的决心。

图 10: 公司下属于(分)公司情况

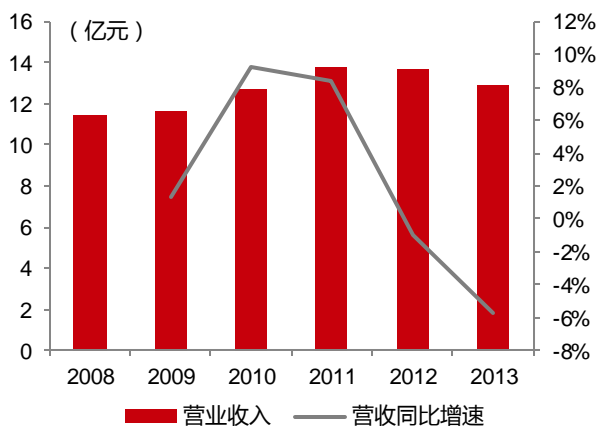


资料来源: 公司年报, 华泰证券研究所

包装业务: 业绩比较稳定但成长空间有限

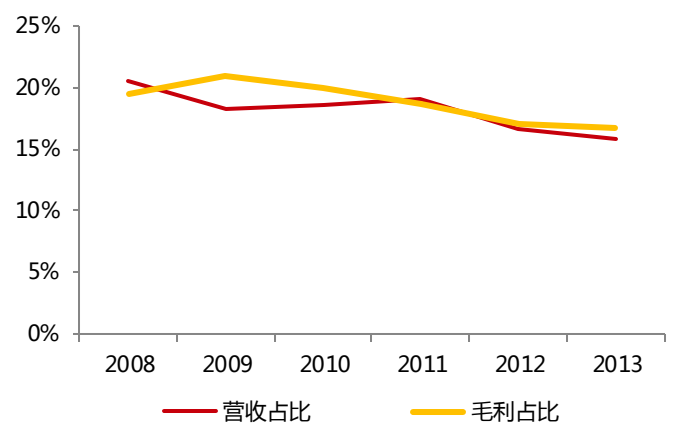
包装业务(主要涉及烟草包装业务)是公司的传统业务和基础业务,近年来基本保持比较稳定的发展状态,近5年销售收入的复合增长率为2.33%,2013年年底,包装业务的销售收入为12.87亿元,占公司全年销售收入的15.84%。自2011年起,营收增速、营收占比和毛利占比均呈现明显的下降趋势。由于包装业务占营收比重较大,毛利率较高,且经过十几年的发展,公司包装行业已形成了完整的产业链,生产规模和产品质量呈稳定态势,预计包装业务的剥离短期内会对公司业绩造成一定影响,不过从烟草行业发展前景和集中发展主业的角度来说,长期将利好上市公司的发展。

图 11: 烟草包装业务营收基本稳定, 增速呈下降趋势



资料来源: wind 数据库, 华泰证券研究所

图 12: 烟草包装业务毛利和营收占比较大, 逐年下降

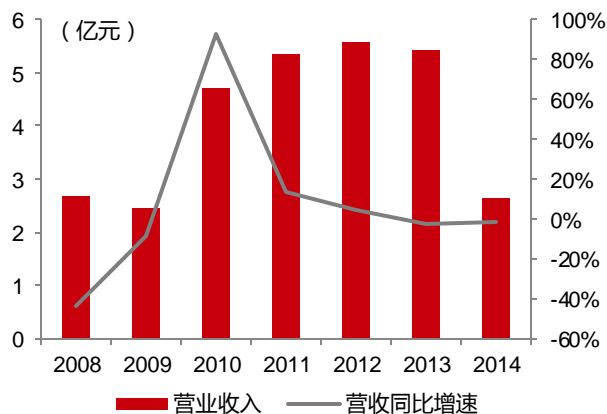


资料来源: wind 数据库, 华泰证券研究所

汽车轮毂业务：处于发展初期，对公司收入和利润贡献不大

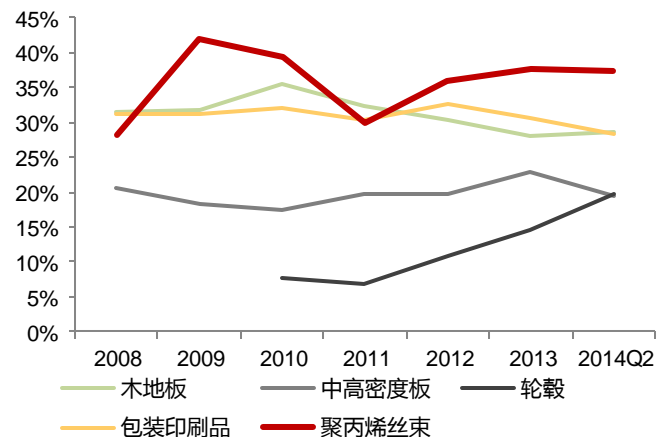
公司的汽车轮毂业务目前还处于发展初期，具有以下三个特点：1) 营业收入增速放缓。自2011年起，该业务销售收入增速明显下滑，2012年和2013年增速分别为4.13%和-2.89%；2) 营收和毛利占比不高。该业务营收占比和毛利占比呈现逐年提升的趋势，不过比重都不超过10%，2013年年底，营收占比达7.09%，毛利占比仅有5.56%；3) 毛利率偏低。在公司所有业务中，车轮轮毂的毛利率排在最末位，盈利能力不强。预计车轮轮毂业务的剥离对公司业绩影响不大。

图 13: 汽车轮毂业务营收增速较快



资料来源：wind 数据库、华泰证券研究所

图 14: 汽车轮毂业务毛利率低



资料来源：wind 数据库、华泰证券研究所

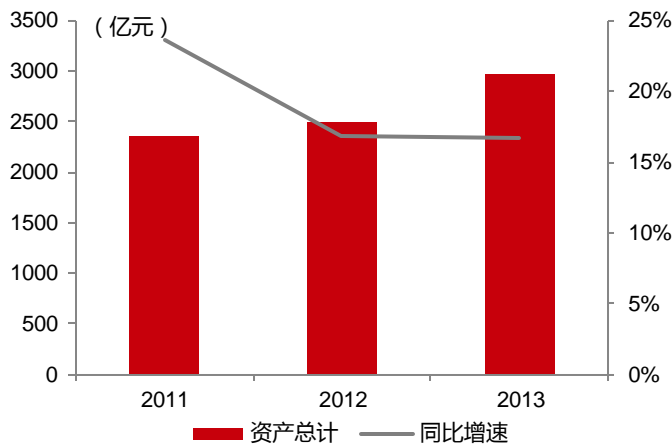
未来看点：两大品牌价值凸显，业绩弹性空间大

“圣象地板”和“大亚板材”是公司最核心、最具价值的无形资产。“圣象地板”连续8年蝉联建材行业榜首，品牌价值高达125.92亿元，“大亚板材”秉承“绿色、健康、环保”理念，被国内众多知名品牌所采用，多次入选“中国500最具价值品牌”，品牌价值达36.72亿元。随着非家具类资产剥离，两大家具品牌价值有望进一步凸显。

大亚板材领衔高端人造板市场

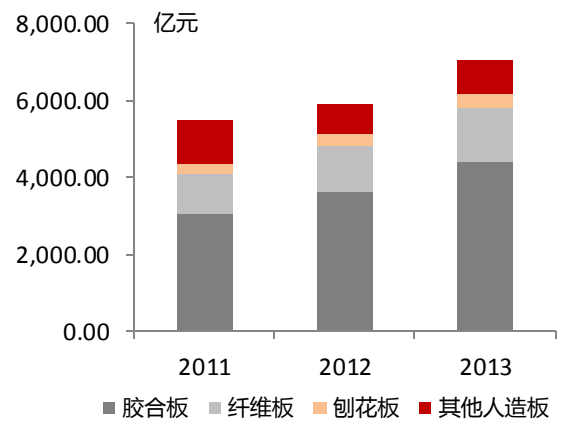
国内人造板市场发展迅速，高端人造板成未来发展看点。自2004年开始，我国人造板行业进入了一个飞速发展阶段。2011年至2013年间，每年新增企业数量在200家左右，行业资产规模逐年扩大，复合增长率在12%以上。目前，国内人造板市场的主要产品是胶合板和中高密度板，二者的销售收入占比高达82.35%，且均呈现上升趋势。由于大量小企业生产的人造板存在甲醛超标等质量问题和空气污染、废弃物污染以及水污染等环保问题，人们正在寻求新的可替代产品。随着居民消费能力的增强和消费观念的转变以及环保意识的增强，更多地消费者开始趋向于选择实木家具。因此，人造板的未来发展看点主要在高端人造板市场。

图 15: 国内人造板行业资产总计



资料来源: wind 数据库、华泰证券研究所

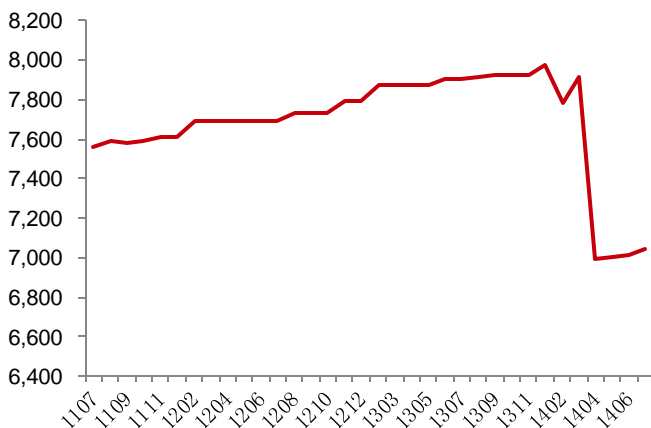
图 16: 国内人造板行业累计销售收入



资料来源: wind 数据库、华泰证券研究所

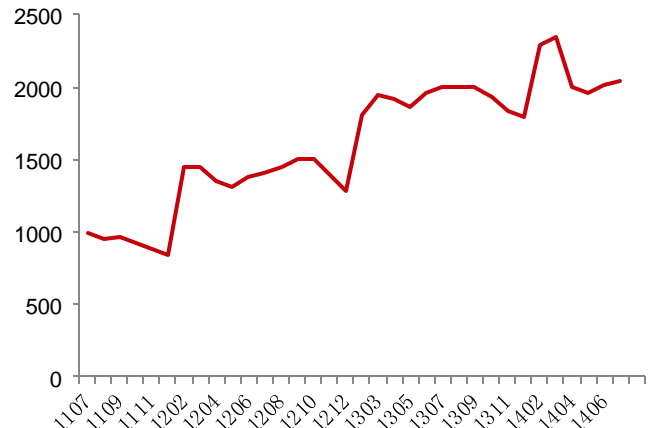
国内人造板行业趋于饱和，行业大洗牌揭开帷幕。经过近十年的发展，人造板行业发展速度很快，从事人造板生产的企业数量大幅增加。由于我国人造板生产行业门槛较低，产品同质化严重，行业结构性产能过剩现象凸显，加上原材料价格和人工成本不断上涨等影响，中低档人造板产品竞争日趋激烈，市场趋于饱和。自2011年起，人造板行业亏损企业数量逐年递增。2014年，行业开始洗牌，截止到2014年7月，行业公司总数已经降至7000家左右。

图 17: 人造板行业企业数量



资料来源: 公司公告、wind 数据库、华泰证券研究所

图 18: 人造板行业企业亏损数量



资料来源: 公司公告、wind 数据库、华泰证券研究所

行业竞争激烈，规模和环保理念凸显竞争优势。目前，公司在纤维板（中高密度板）行业的主要竞争对手为吉林森林工业股份有限公司、四川国栋建设股份有限公司和广西丰林木业集团股份有限公司等。大亚科技的年营业收入远远超过其他竞争企业，公司规模傲居行业龙头；公司具有163万立方米的中高密度板和刨花板的生产能力，稳居国内第一；公司市场占有率高，网点遍布华东、华南、西南和东北。此外，大亚人造板顶尖技术更将产品品质提升到世界领先的高度——大亚的E0级产品已通过最严格的F★★★★级环保检测。大亚人造板在国内率先推广家居环保概念，为消费者提供健康、环保的各类人造板产品，品牌影响力巨大。

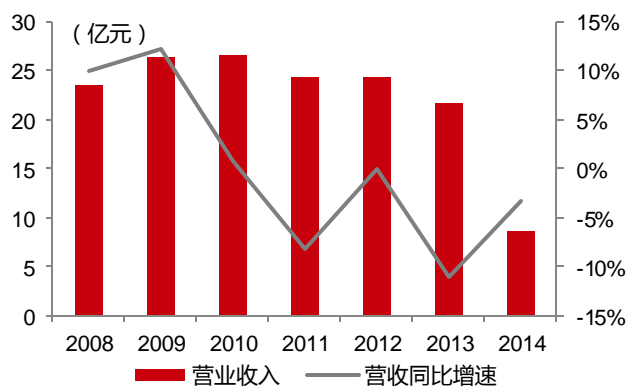
表格1：公司主要竞争对手对比

公司名称	公司规模	主要产品	市场、客户
大亚科技	2013年营业收入超过80亿元	中高密度板、木地板、烟草包装、车轮轮毂等	华东、华南、西南和东北，出口
吉林森工	2013年销售收入达到13.40亿元	人造板、地板、刨花板、矿泉水、森林特产等	华东、华南、东北
国栋建设	2013年营业收入达7.4亿元	人造板、地板、玻璃、浸渍纸和服务业（房产、宾馆）	中南
丰林集团	2013年营业收入达到9亿元	纤维板、刨花板、胶合板、尿素等	中南、华东、欧美和东南亚

资料来源：wind数据库，相关公司网站，华泰证券研究所

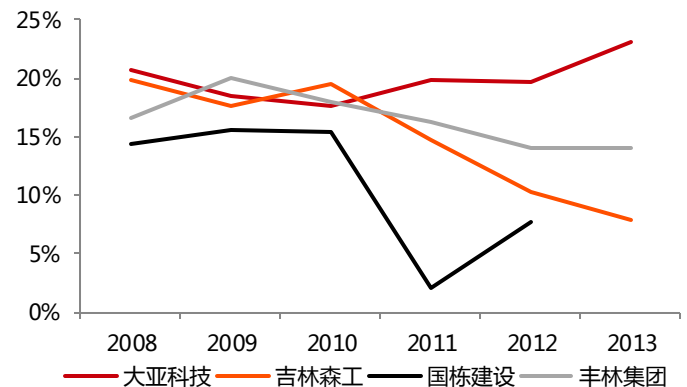
人造板业务往高端化发展，市场占有率大增速放缓。公司正以建立人造板集团实验中心为契机，全力提高产品的环保性能，并加快新产品研发步伐。以核心市场为重点，深挖市场，巩固品牌，扩大市场占有率。以品牌建设为核心，努力提高大亚人造板等系列品牌的知名度。企业的人造板业务毛利率居行业领先地位，行业龙头地位明显。人造板业务毛利率整体呈现上升趋势，而其他三家竞争企业的毛利率都呈现下降趋势。这一方面说明企业内部管理成效初现，成本有效降低，另一方面也说明企业的高端人造板业务竞争实力强大，在激烈的市场竞争中势头强劲。自2010年起，人造板业务销售收入基本保持稳定，总体微现下降趋势。目前来说，人造板业务还是大亚科技的强势业务。

图 19：人造板业务销售收入比较稳定



资料来源：wind数据库，华泰证券研究所

图 20：人造板业务毛利率行业内领先

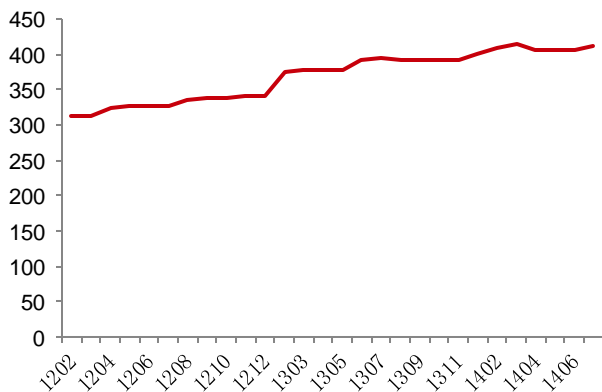


资料来源：wind数据库，华泰证券研究所

圣象地板已完成全国渠道布局

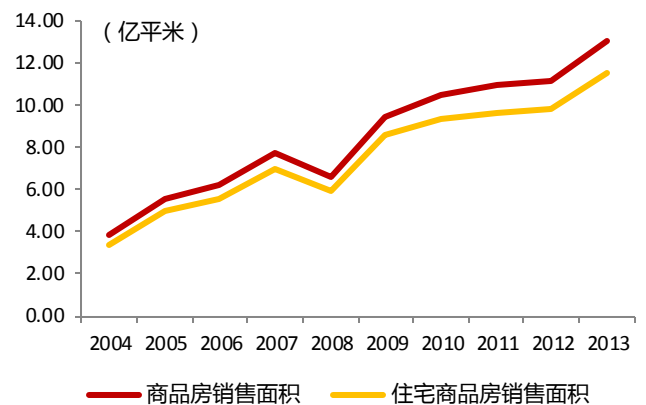
行业上升期市场前景广阔，销售渠道下沉分食三四线城市市场。我国木地板制造行业处于发展上升期，市场前景十分广阔，企业数量逐年上升。截止2014年7月，规模以上木地板制造企业共411家，远远低于国内人造板企业数量。2013年我国木地板产能达到5.69亿平方米，同比增长10%。2004年至今，在楼市调控背景下商业房销售面积和住宅商品房销售面积依然呈现逐年增长趋势，此外还有大量的农村自建房不在统计范围内。因此，木地板市场潜在需求十分庞大。随着一、二线城市木地板市场逐渐进入成熟阶段，三、四线城市木地板市场因城镇化和消费者消费能力提升，销售增长相对较快，强势品牌销售渠道逐步下沉，三四线城市将成为地板品牌商争夺的新战场。

图 21: 木地板制造行业企业数量



资料来源: wind 数据库, 华泰证券研究所

图 22: 商品房与住宅商品房销售面积

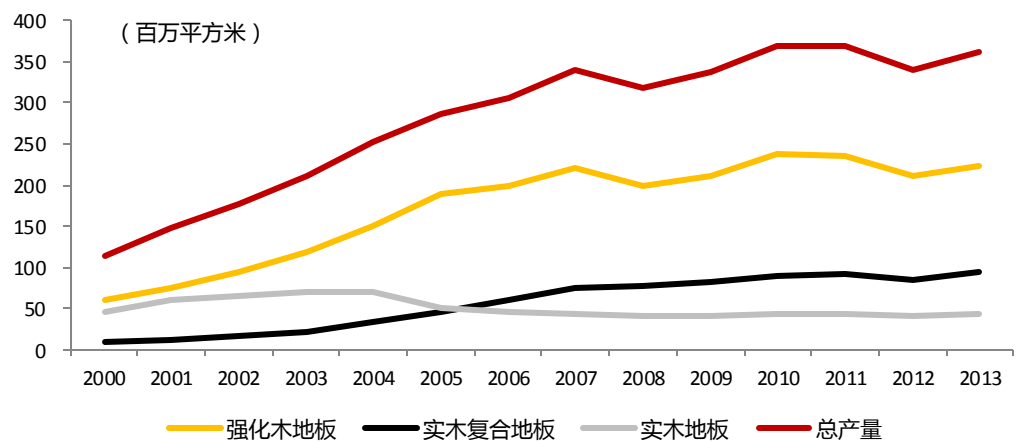


资料来源: 国家统计局, 华泰证券研究所

木地板市场高速发展, 强化木地板处于强势地位。自 2012 年起, 国内木地板制造行业销售收入和累计产成品都呈现大幅上升趋势, 发展势头良好。截止 2013 年年底, 行业销售收入达 729.27 亿元, 同比增长 11%; 累计产成品为 34.82 亿元, 同比增长 7%。

目前, 国内木地板市场的主要产品是强化木地板、实木复合地板和实木地板三类。2013 年年底, 木地板行业的总产销量高达 3.6 亿平方米。其中, 强化木地板的产销量一直处于强势地位, 年产销量呈上升趋势, 实木复合地板的产销量也逐年上升, 实木地板则比较稳定, 稍有回落。随着人们环保意识的增强和消费水平的提高, 可以预见会有越来越多的消费者们趋向于选择实木家具。

图 23: 国内地板产销量



资料来源: wind 数据库, 华泰证券研究所

行业品牌分化优胜劣汰, “圣象”品牌稳居龙头。近年来, 木地板行业出现品牌分化趋势, 消费者对木地板的需求不再满足于功能需求, 对木地板产品品质、健康环保和装饰美观等个性化需求越来越高, 高端品牌竞争更加激烈, 综合实力较弱的企业则逐渐被淘汰。目前, 公司在木地板行业的主要竞争对手有德尔国际家居股份有限公司、大自然家居(中国)有限公司以及四川升达林业产业股份有限公司等。

与同行业的竞争对手相比, 大亚科技企业规模大, 年营业收入遥遥领先, 木地板产能稳居业内第一。公司市场占有率高, 网点遍布华东、华南、西南和东北, 国外市场正在逐步打开。公司旗下子公司圣象集团是国内强化地板的鼻祖, 在国内首次打造完整的木业产业链, 首次推出 E0 环保标准, 首次全面采用 F4 星国际环保至高标准。木地板品牌“圣象”是行业顶

级品牌，品牌价值高达 125.92 亿元。公司木地板业务中有“圣象”强化地板、“圣象康逸”三层实木地板和“圣象安德森”多层实木地板，产品线比较健全。

表格 2: 公司主要竞争对手

公司名称	公司规模	主要产品	市场、客户
大亚科技	2013 年营业收入超过 80 亿元, 木地板产能 4116 万平方米	中高密度板、木地板、烟草包装、车轮轮毂	华东、华南、西南和东北, 国外
德尔家居	2013 年销售收入达到 5.5 亿元, 木地板产能 1444 万平方米	强化木地板、实木复合地板、实木地板和竹地板	华东、中南、东北
大自然家居	2013 年营业收入达 14.89 亿元, 木地板产能 2500 万平方米 (估计)	地板、橱柜、衣柜和木门	中国、美国、秘鲁
升达林业	2013 年营业收入达到 7 亿元	木地板、人造板、柜体和木门等	中国、国外 80 多个国家和地区

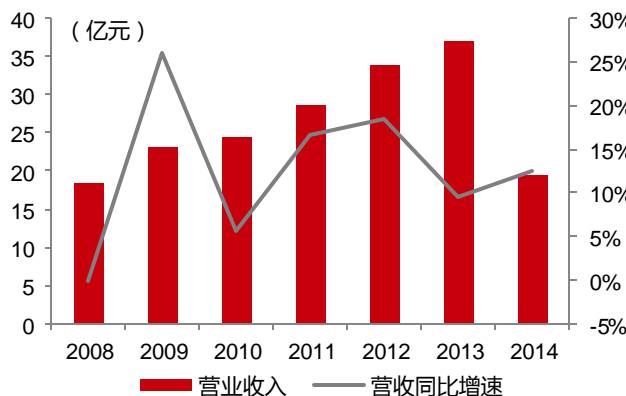
资料来源: wind 数据库, 相关公司网站, 华泰证券研究所

品牌和渠道优势显著, 上升空间大增速快。企业的木地板业务毛利率居行业前列。企业木地板业务自 2010 年起下降趋势明显, 而其他三家竞争企业的毛利率同样都呈现下降趋势。这是由于木地板行业竞争越来越激烈, 品牌争夺战开始上映, 企业纷纷降低价格以占领市场。此外, 木地板行业同质化竞争趋势明显, 消费者的个性化和定制化需求难以得到满足, 导致目前的木地板市场出现产能结构性过剩与消费者潜在需求巨大并存的现象。

企业的木地板业务销售收入逐年上升, 增长速度较快。截止 2013 年年底, 木地板业务销售收入达 36.93 亿元, 同比增长 9.44%。这源于公司的品牌推广和渠道建设力度, 公司圣象地板营销网络遍布全球, 在中国拥有 2600 多家统一授权、统一形象的地板专卖店。

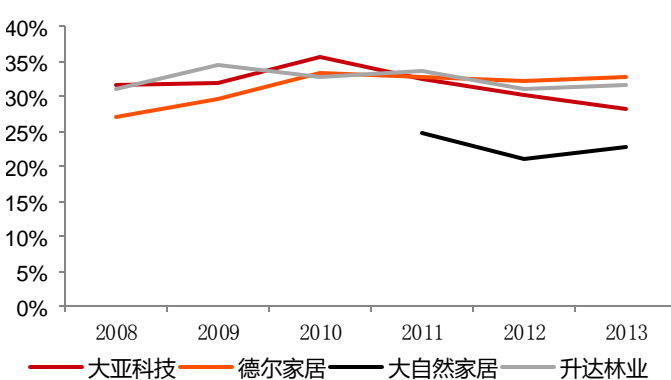
2014 年上半年, 公司继续加大对品牌和销售渠道的建设力度, 调整营销策略, 增加产品销量, 特别是“圣象”品牌地板受益于如总裁签售、网络销售等多样化的促销方案, 获得了大量订单, 报告期内营业收入增长主要来源于木地板业务。总的来说, 木地板业务是大亚科技的优势业务, 在可预见的未来不会出现大的变故。

图 24: 木地板业务销售收入增速快



资料来源: wind 数据库, 华泰证券研究所

图 25: 木地板业务毛利率居行业前列

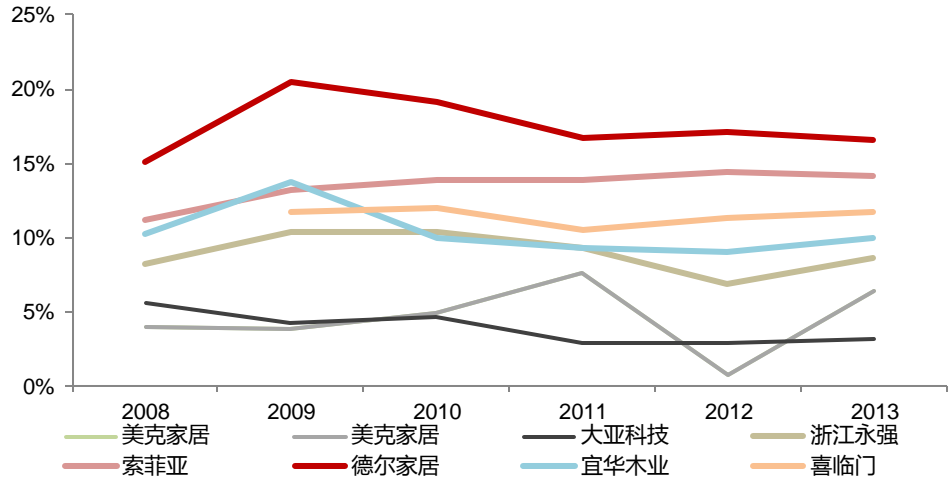


资料来源: wind 数据库, 华泰证券研究所

剥离不良资产, 加强成本管控, 盈利弹性大

业绩弹性和股价弹性非常大。公司整体盈利水平处于非常低的水平，公司专注经营家居业务后，盈利弹性空间足够大，一方面公司剥离的许多资产盈利情况甚差，有利于提高公司盈利水平；另一方面前期公司为经营渠道建设，费用投入甚大，随着公司逐步完善销售渠道和品牌形象建设，公司开始加强管理，控制成本费用，盈利能力有望大幅提升，我们认为，公司专注经营家居业务后，业绩释放空间足够大，同时未来股价提升有望迎来业绩和估值的戴维斯双击。

图 26: 公司盈利能力在行业内处于较低位置



资料来源: wind 数据库, 华泰证券研究所

信息产业和黑龙江木业拖累主业。2013 年，公司旗下 14 家子公司有三家企业亏损，分别是上海大亚信息产业有限公司、大亚木业(黑龙江)有限公司和江苏省大亚铝基复合材料工程技术研究中心有限公司，其中大亚信息和黑龙江木业分别亏损 7000 多万和 8000 多万，严重拖累公司主业。

表格 3: 公司控股(参股)子公司情况

序号	被参控公司	直接持股比例	所处行业	投资额/万元	营业收入/万元	净利润/万元	净利率
1	圣象集团有限公司	100.00	地板行业	67,455.05	404,167.55	6,524.28	1.61%
2	大亚木业(肇庆)有限公司	100.00	人造板行业	37,000.00	41,796.04	3,763.89	9.01%
3	上海大亚信息产业有限公司	49.00	电子行业		84,178.12	-7,422.68	-8.82%
4	大亚人造板集团有限公司	75.00	人造板行业	24,287.12	168,454.43	18,255.09	10.84%
5	大亚木业(黑龙江)有限公司	100.00	人造板行业	20,579.05	26,114.87	-8,524.51	-32.64%
6	大亚木业(茂名)有限公司	75.00	人造板行业	12,318.96	49,411.22	6,215.08	12.58%
7	大亚木业(江西)有限公司	75.00	人造板行业	11,335.82	52,965.43	5,992.79	11.31%
8	大亚(江苏)地板有限公司	75.00	地板行业	9,958.72	39,104.44	2,153.16	5.51%
9	大亚车轮制造有限公司	51.00	汽车轮毂行业	3,672.00	54,881.32	3,691.17	6.73%
10	福建居怡竹木业有限公司	49.00	制造业		19,007.49	460.87	2.42%
11	常德芙蓉大亚化纤有限公司	45.00	制造业		32,775.57	2,117.34	6.46%
12	江苏省大亚铝基复合材料工程技术研究中心	75.00	研发行业	1,150.00		-139.35	
13	大亚(江西)林业有限公司	30.00	营林业			1.05	
14	陕西圣象塑料制品有限公司	30.00	商业		994.08	13.64	1.37%

资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

加强内部管理，控制成本费用。前期公司为经营渠道建设，费用投入甚大，随着公司逐步完善销售渠道和品牌形象建设，公司开始加强管理，控制成本费用，盈利能力有望大幅提升。

2014年1-9月，公司加强成本控制，销售毛利率同比提升了1.18个百分点；同时，由于推广品牌、加强内部管理等原因，销售费用率同比提高了0.36个百分点，管理费用率同比提升了0.22个百分点，财务费用率同比下降了0.67个百分点，总体而言，公司期间费用率略有下降，但仍有很大的改善空间，我们认为随着公司进一步加强管理，未来公司盈利能力将有所提升。

盈利预测与估值

公司的主要收入来自于主营业务，主营业务收入70%以上来自于公司的两大核心业务，即木地板和人造板业务。虽然公司有打算剥离包装业务和车轮毂业务，但由于尚未过会，没有完全确定最后的方案，我们暂不根据公告来调整盈利预测，等最后方案落地再做更新。预计公司2014-2016年营业收入预计将达到87.34、94.13、102.68亿元，净利润将分别达到1.67、2.12、2.65亿元。

我们再次重申我们对公司此次公告的看法：

(1) 资产重新梳理，多元化经营造成估值折价现象有望成为历史。大亚科技原来的主营业务涉及森工业、包装业和汽配业，属于典型的多元化经营。由于多元化业务使得公司估值折价，目前公司拟剥离非家具类资产，专注家居业务，未来估值折价困扰将成为历史。

(2) 强大的品牌和渠道优势将会被市场重新认识。“圣象地板”和“大亚板材”分别是地板和人造板行业最有影响力的品牌，2013年第十届“中国500最具价值品牌”排行榜显示“圣象”品牌价值已达125.92亿元，“大亚”人造板品牌价值已达36.72亿元。公司还拥有布遍全国的渠道资源，线下有2600多家门店，其中70多家直营店，同时2010年起公司进驻淘宝商城，开辟电商销售渠道，亦是淘宝商城地板类销售第一名。我们认为，公司专注于地板和人造板为核心的家居业务后，品牌价值和渠道优势将带来业绩快速增长。

(3) 业绩弹性和股价弹性非常大。公司整体盈利水平处于非常低的水平，公司专注经营家居业务后，盈利弹性空间足够大，一方面公司剥离的许多资产盈利情况甚差，有利于提高公司盈利水平；另一方面前期公司为经营渠道建设，费用投入甚大，随着公司逐步完善销售渠道和品牌影响力建设，公司开始加强管理，控制成本费用，盈利能力有望大幅提升，我们认为，公司专注经营家居业务后，业绩释放空间足够大，同时未来股价提升有望迎来业绩和估值的戴维斯双击。

公司经过资产剥离和整合，主营业务聚焦家居主业，多元化经营估值折价现象将成为历史，随着公司品牌和渠道优势得到市场进一步认识，公司有望迎来业绩和估值的戴维斯双击，由于相关资产整合方案尚未正式落地，我们暂不调整盈利预测，预计公司2014-2016年有望实现EPS分别为0.31、0.40、0.50元，上调公司为“买入”评级。

表格4：家具行业相关公司估值对比

证券简称	股价 (20150120)	市值	EPS			PE		
			2013	2014E	2015E	2013	2014E	2015E
索菲亚	25.67	113.20	0.56	0.74	0.99	45.84	34.69	25.93
喜临门	14.58	45.93	0.38	0.43	0.59	38.37	33.91	24.71
宜华木业	6.34	94.01	0.36	0.37	0.47	17.61	17.14	13.49
德尔家居	11.54	37.47	0.57	0.41	0.49	20.25	28.15	23.55
浙江永强	14.68	70.20	0.55	0.6	0.7	26.69	24.47	20.97
美克家居	9.98	64.52	0.27	0.36	0.49	36.96	27.72	20.37
大亚科技	8.25	43.52	0.25	0.32	0.4	33.00	25.78	20.63
平均						31.25	27.41	21.38

资料来源：WIND一致预期，华泰证券研究所

风险提示

- (1) 存在公司收购出售资产方案最后不能实施的风险;
- (2) 房地产市场低迷会影响人造板和木地板的消费市场;
- (3) 原材料短缺及价格波动存在风险。

盈利预测

单位：百万元				
会计年度	2013	2014E	2015E	2016E
流动资产	5447	5839	6629	7661
现金	1615	1454	2155	2751
应收账款	797	944	977	1058
其他应收账款	86	113	120	124
预付账款	214	297	288	307
存货	2311	2570	2628	2897
其他流动资产	424	461	461	524
非流动资产	3311	3110	2844	2559
长期投资	129	154	146	143
固定投资	2156	1929	1639	1341
无形资产	919	913	912	931
其他非流动资产	108	113	146	144
资产总计	8758	8948	9473	10220
流动负债	4837	4852	5075	5429
短期借款	2689	2534	2542	2588
应付账款	911	961	1025	1118
其他流动负债	1237	1356	1508	1723
非流动负债	775	663	553	432
长期借款	0	-105	-215	-337
其他非流动负债	775	768	768	769
负债合计	5612	5515	5628	5861
少数股东权益	640	786	986	1235
股本	528	528	528	528
资本公积	362	362	362	362
留存公积	1628	1768	1980	2245
归属母公司股	2505	2648	2858	3124
负债和股东权益	8758	8948	9473	10220

单位：百万元				
会计年度	2013	2014E	2015E	2016E
经营活动现金	1206	709	1101	939
净利润	261	312	412	513
折旧摊销	377	374	385	392
财务费用	252	166	146	126
投资损失	36	27	30	31
营运资金变动	275	-172	104	-134
其他经营现金	7	1	24	10
投资活动现金	-46	-213	-144	-139
资本支出	159	120	80	50
长期投资	17	25	-8	-3
其他投资现金	130	-68	-72	-92
筹资活动现金	-713	-657	-256	-204
短期借款	287	-154	7	47
长期借款	-150	-105	-111	-122
普通股增加	0	0	0	0
资本公积增加	27	0	0	0
其他筹资现金	-877	-398	-153	-129
现金净增加额	442	-161	701	596

单位：百万元				
会计年度	2013	2014E	2015E	2016E
营业收入	8190	8734	9413	10268
营业成本	6143	6572	7010	7610
营业税金及附加	70	83	87	94
营业费用	917	996	1082	1181
管理费用	608	646	706	750
财务费用	252	166	146	126
资产减值损失	13	26	21	20
公允价值变动收	0	0	0	0
投资净收益	-36	-27	-30	-31
营业利润	150	217	331	458
营业外收入	175	188	190	184
营业外支出	16	15	16	16
利润总额	309	390	505	626
所得税	49	78	92	113
净利润	261	312	412	513
少数股东损益	130	146	200	249
归属母公司净利	130	167	212	265
EBITDA	779	757	862	975
EPS	0.25	0.32	0.40	0.50

单位：百万元				
会计年度	2013	2014E	2015E	2016E
成长能力				
营业收入	-1.5%	6.6%	7.8%	9.1%
营业利润	35.1%	44.2%	52.5%	38.4%
归属母公司净利	5.3%	27.7%	27.3%	24.9%
获利能力				
毛利率(%)	25.0%	24.8%	25.5%	25.9%
净利率(%)	1.6%	1.9%	2.3%	2.6%
ROE(%)	5.2%	6.3%	7.4%	8.5%
ROIC(%)	6.7%	6.1%	8.4%	10.6%
偿债能力				
资产负债率(%)	64.1%	61.6%	59.4%	57.3%
净负债比率(%)	47.90%	44.51%	41.64%	38.65%
流动比率	1.13	1.20	1.31	1.41
速动比率	0.64	0.67	0.79	0.87
营运能力				
总资产周转率	0.93	0.99	1.02	1.04
应收账款周转率	9	9	9	9
应付账款周转率	6.75	7.02	7.06	7.10
每股指标(元)				
每股收益(最新摊)	0.25	0.32	0.40	0.50
每股经营现金流	2.29	1.34	2.09	1.78
每股净资产(最新)	4.75	5.02	5.42	5.92
估值比率				
PE	33.37	26.14	20.53	16.43
PB	1.74	1.64	1.52	1.39
EV EBITDA	9	9	8	7

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。

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的存在法律禁止的利益关系。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门、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，需在允许的范围内使用，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：Z23032000。

© 版权所有 2015 年 华泰证券股份有限公司

评级说明

行业评级体系

- 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；

- 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

- 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；

- 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

南京市白下区中山东路 90 号华泰证券大厦/邮政编码：210000

电话：8625 84457777/传真：8625 84579778

电子邮件：ht-rd@mail.htsc.com.cn

深圳

深圳市福田区深南大道 4011 号香港中旅大厦 25 层/邮政编码：518048

电话：86755 82493932/传真：86755 82492062

电子邮件：ht-rd@mail.htsc.com.cn

北京

北京市西城区月坛北街 2 号月坛大厦 5 楼/邮政编码：100034

电话：8610 68085588/传真：8610 68085588

电子邮件：ht-rd@mail.htsc.com.cn

上海

上海市浦东银城中路 68 号时代金融中心 45 层/ 邮政编码：200120

电话：8621 50106028/传真：8621 68498501

电子邮件：ht-rd@mail.htsc.com.cn