

2009-08-25

林木产品

大亚科技 000910.SZ

首次

增持

当前价格	8.52 元
目标价格	10.2 元
目标期限	6 个月

分析师:

程杲

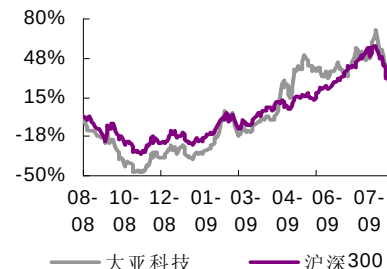
021-22169172

chenggao@ebscn.com

市场数据

总股本(百万股)	528
总市值(百万元)	4,494
流通比例(%)	46.10%
12 个月最高/最低(元)	10.82/3.17
近 3 月日均成交量(百万股)	9.48
主要股东	大亚科技集团 有限公司

股价表现(12 个月)



%	一个月	三个月	十二个月
相对收益	6.21	-19.89	5.42
绝对收益	-5.73	-2.05	39.71

相关报告:

兼具价值和成长性，评级增持

◇ 事件：公司公布半年报

◆当前股价存在 20%低估，建议增持

公司上半年实现营业收入 23.99 亿元，同比下降 6.01%；归属于上市公司股东的净利润 8100 万元，同比下降 12.13%，每股收益 0.154 元。我们预计 09/10 年公司保持稳定的增长，每股收益分别为 0.49/0.59 元，对应 09/10 年 PE 仅为 17 倍和 14 倍，存在 20%左右的低估，给予“增持”评级。

按照产品来拆分，营业收入同比下降 6.01%主要归因于轮毂（-52.94%）、铝箔（-28.37%）及包装印刷品（-6.98%）的销售额下降。相对应的是聚丙烯丝束（72.84%）和铝箔复合纸（16.58%）业务出现了大幅增长，主要产品木地板和中高密度纤维板的销售额则与去年基本持平。毛利率方面，受到激烈行业竞争冲击的纤维板盈利能力下降，毛利率为 19.85%，同比下降 24.13%；而收购圣象后木地板业务则大幅提升，受益于房地产行业回暖及公司营销力度的加强，毛利率上升至 33.15%，同比上升 19.52%。

◆收购圣象提振下游木地板业务，提升公司盈利能力

从产品结构来看，木地板和中高密度板是公司的主营业务和主要利润来源。公司拥有 163 万 M3 的纤维板产能，国内占有率 3%；木地板产能 3000 万平方米，市场占有率 7%，是国内木地板行业的龙头企业。公司二季度收购圣象集团 40%股权，使木地板、纤维板业务的收入比重升至 74.73%。此次收购将木地板的第一品牌圣象完全纳入公司囊中，有力带动公司业绩增长，预计仅此一项即可增厚 09 年每股收益 0.10 元左右，在利润表上体现为少数股东损益的减少。

◆公司未来增长亮点在于黑龙江项目、肇庆项目和两条地板生产线的产能释放

公司具备三个投资亮点。第一，黑龙江绥芬河 22 万 M3 的中纤产能将在年内投产，逐步释放业绩。第二，公司 07 年增发募投项目，即肇庆 21 万 M3 中纤板，500 万 M2 强化地板生产线以及 150 万 M2 实木复合地板生产线，目前已经投产，但试车阶段仍处于亏损之中，未能释放业绩，未来两年随着产能利用率的回升也将开始贡献业绩。第三，公司主要产品木地板和纤维板是房地产行业的上游产品，近期国内房地产销售的复苏将刺激对木地板的需求，而公司作为木地板行业龙头将受益于这一过程。

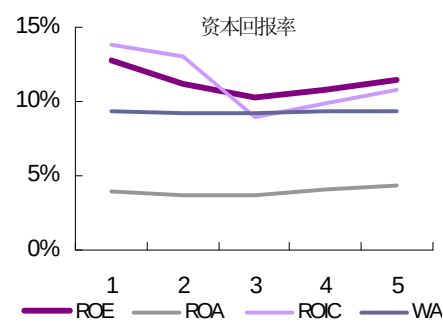
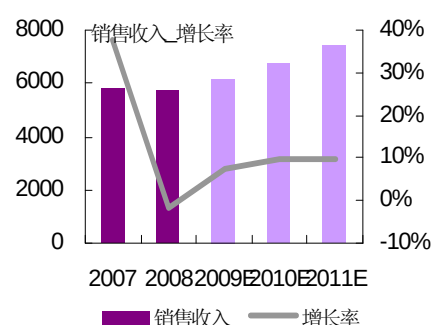
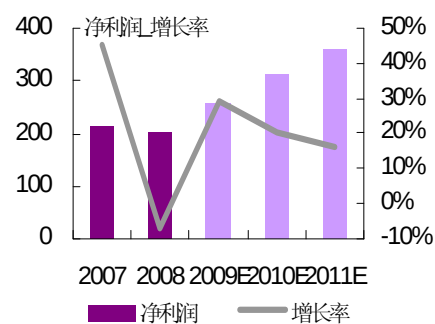
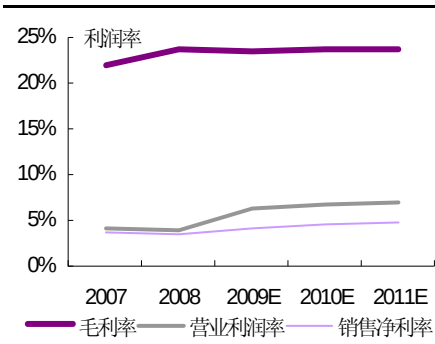
业绩预测和估值指标

指标	2007	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入（百万元）	5,806	5,713	6,130	6,739	7,409
营业收入增长率	37.60%	-1.60%	7.30%	9.94%	9.94%
净利润（百万元）	216	200	259	312	362
净利润增长率	45.00%	-7.04%	29.11%	20.57%	15.94%
EPS（元）	0.41	0.38	0.49	0.59	0.69
ROE	12.73%	11.15%	10.27%	10.84%	11.45%
P/E	21	22	17	14	12
P/B	2	2	1	1	1
EV/EBITDA	10	5	9	7	6

光大证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的情况下可能与本报告所分析的企业存在业务关系，并且继续寻求发展这些关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为投资决策的唯一因素。

敬请参阅最后一页之重要声明。

财务报表及预测



利润表 (百万元)	2007	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入	5,806	5,713	6,130	6,739	7,409
营业成本	4,533	4,364	4,693	5,149	5,661
EBITDA	564	1,156	681	757	830
折旧和摊销	137	148	162	178	193
销售费用	426	447	480	528	580
管理费用	334	356	382	420	462
财务费用	218	286	162	155	148
公允价值变动损益	0	0	0	0	0
投资收益	-1	6	6	6	6
营业利润	235	220	383	453	520
利润总额	216	200	383	453	520
少数股东损益	99	116	66	73	80
归属母公司净利润	215.62	200.44	258.79	312.02	361.75

资产负债表 (百万元)	2007	2008	2009E	2010E	2011E
总资产	7,897	8,649	8,961	9,449	10,071
流动资产	4,157	4,200	4,504	4,938	5,419
货币资金	1,501	1,490	1,599	1,758	1,932
交易型金融资产	0	0	0	0	0
应收账款	547	516	554	609	669
应收票据	311	205	220	241	265
其他应收款	97	94	94	94	94
存货	1,226	1,561	1,679	1,842	2,025
可供出售投资	0	0	0	0	0
持有到期金融资产	0	0	0	0	0
长期投资	187	183	186	188	191
固定资产	2,531	2,917	3,052	3,195	3,390
无形资产	765	916	870	824	778
总负债	5,428	5,806	5,793	5,896	6,208
无息负债	2,407	2,533	2,681	2,941	3,365
有息负债	3,021	3,273	3,112	2,955	2,843
股东权益	2,469	2,843	3,168	3,553	3,863
股本	528	528	528	528	528
公积金	707	757	815	881	957
未分配利润	609	799	1,009	1,264	1,427
少数股东权益	636	807	874	947	1,027

现金流量表 (百万元)	2007	2008	2009E	2010E	2011E
经营活动现金流	397	871	579	669	864
净利润	216	200	259	312	362
折旧摊销	137	148	162	178	193
净营运资金增加	110	-379	347	371	590
其他	-65	901	-189	-192	-281
投资活动产生现金流	-921	-832	-147	-197	-297
净资本支出	39	673	183	243	353
长期投资变化	187	183	0	0	0
其他资产变化	-1,147	-1,688	-330	-440	-650
融资活动现金流	-	-	-	-	-
股本变化	65	0	0	0	0
债务净变化	329	252	-161	-157	-111
其它长期负债变化	2,075	126	148	260	424
净现金流	421	-277	109	159	175

资料来源：光大证券、上市公司

关键指标	2007	2008	2009E	2010E	2011E
成长性 (%YoY)					
收入增长率	37.60%	-1.60%	7.30%	9.94%	9.94%
净利润增长率	45.00%	-7.04%	29.11%	20.57%	15.94%
EBITDA 增长率	40.50%	104.91%	-41.06%	11.10%	9.74%
EBIT 增长率	40.67%	11.32%	-13.20%	11.72%	9.83%
EPS 增长率	27.13%	-7.04%	29.11%	20.57%	15.94%
估值指标					
PE	21	22	17	14	12
PB	2	2	1	1	1
EV/EBITDA	10	5	9	7	6
EV/EBIT	10	10	11	9	8
EV/NAPLAT	11	10	13	11	9
EV/Sales	1	1	1	1	1
EV/IC	2	1	1	1	1
盈利能力 (%)					
毛利率	26.56%	23.60%	23.44%	23.59%	23.59%
EBITDA 率	9.71%	20.23%	11.11%	11.23%	11.21%
EBIT 率	9.71%	10.98%	8.88%	9.03%	9.02%
税前净利润率	5.95%	5.97%	6.24%	6.72%	7.02%
税后净利润率	3.71%	3.51%	4.22%	4.63%	4.88%
ROA	3.98%	3.66%	3.63%	4.08%	4.39%
ROE	12.73%	11.15%	10.27%	10.84%	11.45%
ROIC	15.18%	13.97%	10.55%	11.61%	12.69%
偿债能力					
净负债 / 权益	0.52	0.59	0.44	0.31	0.21
资产负债率	68.73%	67.13%	64.65%	62.40%	61.65%
流动比率	0.89	0.83	0.89	0.97	1.01
速动比率	0.63	0.52	0.56	0.61	0.63
每股指标					
EPS	0.41	0.38	0.49	0.59	0.69
每股红利	0.00	0.00	0.00	0.00	0.25
每股经营现金流	-	1.65	1.10	1.27	1.64
每股净资产	4.68	5.39	6.01	6.74	7.32
每股销售收入	11.01	10.83	11.62	12.78	14.04
每股 EBITDA	1.07	2.19	1.29	1.43	1.57

资料来源：光大证券、上市公司

分析师介绍

程杲，复旦大学经济学硕士，2007 年 11 月加入光大证券研究所，从事造纸行业研究。

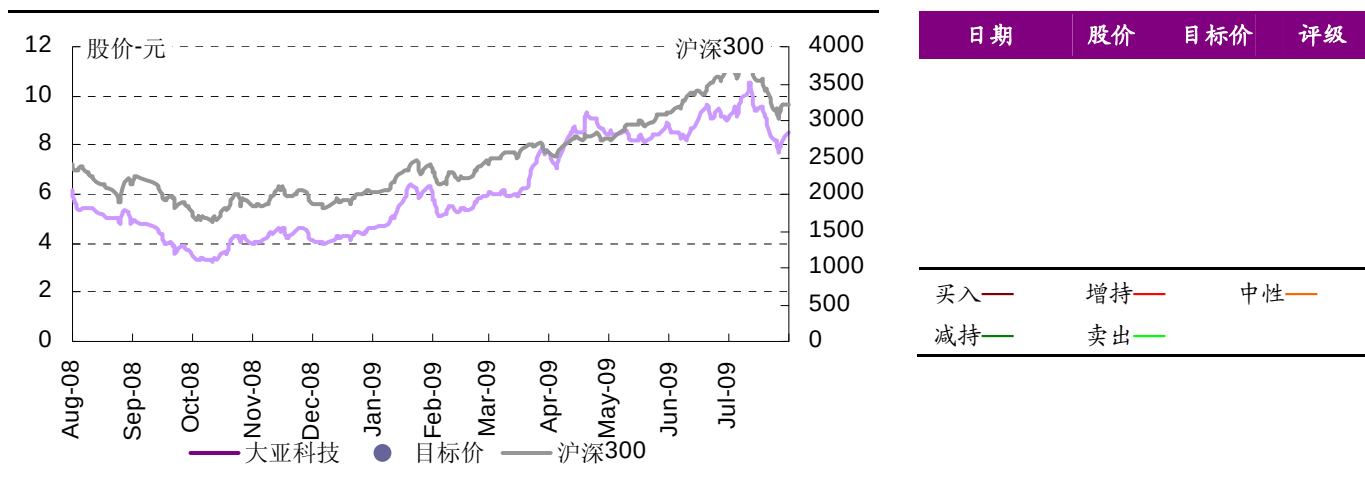
分析师声明

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实地反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

投资建议历史表现图

大亚科技（000910）

分析师：程杲



资料来源：光大证券研究所

行业及公司评级体系

买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；

增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；

中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；

卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上。

市场基准指数为沪深 300 指数。

特别声明

在法律允许的情况下，光大证券及其附属机构可能持有报告中提到公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。因此，投资者不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。

光大证券股份有限公司

上海市新闻路 1508 号静安国际广场 邮编：200040
总机：021-22169999

光大证券研究所

上海市新闻路 1508 号静安国际广场 3 楼 邮编：200040
总机：021-22169999 传真：021-22169114

销售小组	姓名	办公电话	手机	电子邮件
北京				
	李大志	010-68561122-1717	13810794466	lidz@ebsecn.com
	郝辉	010-68561722	13511017986	haohui@ebsecn.com
	孙威	010-68561122-1779	13701026120	sunwei@ebsecn.com
	吴江	010-68561122-1732	13718402651	wujiang@ebsecn.com
上海				
	戴茂戎	021-22169999-9086	13585757755	daimr@ebsecn.com
	王莉本	021-22169999-9083	13641659577	wanglb@ebsecn.com
	杨日昕	021-22169999-9082	13817003122	yangrx@ebsecn.com
深圳				
	王汗青	0755-83024403	13501136670	wanghq@ebsecn.com
	黎晓宇	0755-83024434	13823771340	lixyl@ebsecn.com
	黄鹂华	0755-83024396	13802266623	huanglh@ebsecn.com
QFII				
	濮维娜	021-62152373	13301619955	puwn@ebsecn.com
	陶奕	021-62152393	13788947019	taoyi@ebsecn.com
	满国强	021-62152393	15821755866	mangq@ebsecn.com

免责声明

本研究报告仅供光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。

本报告由光大证券股份有限公司研究所编写，以合法地获得尽可能可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证所载信息之精确性和完整性。光大证券研究所将随时补充、修订或更新有关信息，但未必发布。本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，供投资者参考。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。报告中的信息或所表达的意见不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议作出任何担保。

在任何情况下，本报告中的信息或所表达的建议并不构成对任何投资人的投资建议，光大证券股份有限公司及其附属机构（包括研究所）不对投资者买卖有关公司股份而产生的盈亏承担责任。

本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理部和投资业务部可能会作出与本报告的推荐不一致的投资决策。投资者应明白并理解投资证券及投资产品的目的和当中的风险。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

本报告的版权仅归本公司所有，任何机构和个人未经书面许可不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表、篡改或者引用。