

2009 年 12 月 29 日

市价(人民币) : 10.95元
目标(人民币) : 14.10-15.50元

长期竞争力评级 : 高于行业均值

市场数据(人民币)

已上市流通A股(百万股) 527.50
总市值(百万元) 5,776.13
年内股价最高最低(元) 12.23/3.95
沪深 300 指数 3478.43
深证成指 13463.98



大亚科技 (000910.SZ)

——一切就绪，龙头启航

卖出

减持

持有

买入

强买

公司基本情况(人民币)

项 目	2006	2007	2008	2009E	2010E	2011E
摊薄每股收益(元)	0.322	0.409	0.380	0.403	0.620	0.820
净利润增长率	187.47%	44.90%	-7.04%	6.07%	53.89%	32.22%
市场 EPS 预测均值(元)	N/A	N/A	N/A	0.402	0.580	0.718
市盈率(倍)	22.22	36.43	10.40	29.42	19.12	14.46
行业优化市盈率(倍)	34.80	46.53	24.53	45.10	N/A	N/A
市场优化市盈率(倍)	25.86	45.72	15.55	29.70	N/A	N/A
股息率	N/A	N/A	N/A	0.00%	0.00%	0.00%
PE/G(倍)	0.12	0.81	N/A	4.84	0.35	0.45
净资产收益率	12.61%	11.76%	9.85%	9.46%	12.71%	14.38%
每股净资产(元)	2.55	3.48	3.86	4.26	4.88	5.70
市净率(倍)	2.80	4.28	1.02	2.78	2.43	2.08
每股经营性现金流(元)	1.29	0.75	1.65	1.56	1.80	1.87
已上市流通A股(百万股)	176.00	178.19	243.19	243.19	243.19	243.19
总股本(百万股)	462.50	527.50	527.50	527.50	527.50	527.50

来源：公司年报、国金证券研究所 注：“市场 EPS 预测均值”取自“朝阳永续一致预期数据”

基本结论、价值评估与投资建议

- 公司是国内地板和纤维板的龙头企业，拥有近 3500 万平方米的地板产能和 200 万立方米的纤维板产能，均为国内最大。木业是公司的核心业务，未来的销售、利润贡献均超过 80%。
- 公司的圣象地板是国内第一品牌，其品牌知名度超过第二位近 20 个百分点，品牌的价值评估超过 70 亿元人民币，我们不能把公司仅仅理解为制造业，品牌消费是公司的一个亮点。
 - ◆ 从公司地板的销量与地板整体的销量来看，公司地板占行业的 10%，根据 2008 年国家统计局数据，圣象地板在国内高端产品中份额近一半。
 - ◆ 与同行主要品牌对比，其销售能力强于其他同行，同时公司对渠道的掌控能力也较强。
 - ◆ 从公司地板历史增速来看，远高于行业增速；从公司地板的毛利率来看，基本稳定在 30%左右，这都是受益于公司圣象品牌的强势
 - ◆ 目前来看，国内地板行业生产企业超过 6000 家，非常分散，我们认为地板行业未来将象我国的服装行业一样逐渐走向品牌消费的阶段，公司受益最大。
- 改善可期：

万友林

(8621)61038259
wanyl@gjzq.com.cn

联系人：朱莉

(8621)61038271
zhuli@gjzq.com.cn

中国上海黄浦区中山南路 969 号谷泰滨江大厦 15A 层 (200011)

- ◆ 地板：圣象股权的完全收购有利于大亚对圣象地板控制力的加强，有利于未来利润的体现。
- ◆ 纤维板行业未来两年供需将逐渐好转，同时增值税退税的延续有利于公司纤维板利润的回升。
- ◆ 大规模固定资产投资的结束有利于未来财务费用的减少。
- 我们预测公司 2009 - 2011 年 EPS 分别为 0.403、0.620、0.820 元，与同行业公司相比估值偏低。综合绝对估值和相对估值，我们认为公司的合理价值区间为 14.1 - 15.5 元。随着地产行业回暖以及纤维板行业供需关系的好转，我们认为公司存在机会，买入建议。

内容目录

大亚：品牌消费 + 改善的故事	4
公司简介	4
圣象地板——品牌消费品的故事	5
改善的故事	7
纤维板行业趋好	8
供给	8
需求	9
地板行业	11
盈利预测	13
股票估值和定价	15
绝对估值	15
相对估值	15
风险提示	16
附录：三张报表预测摘要	17

图表目录

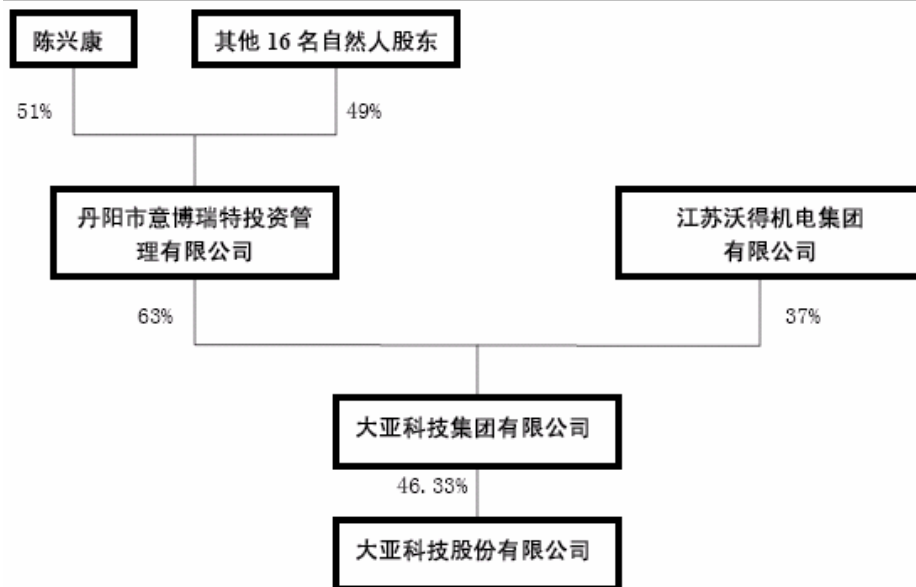
图表 1：公司股权结构	4
图表 2：公司业务结构	4
图表 3：木业产能分布	5
图表 4：公司业务销售占比变化	5
图表 18：2007 年地板品牌市场知名度比较	6
图表 19：圣象品牌价值	6
图表 20：国内主要地板品牌产能销售对比	6
图表 21：圣象地板与行业增速对比	6
图表 22：圣象地板近几年的毛利率	6
图表 23：地板销售和主营利润占比	7
图表 24：公司历年投资性现金流出额	7
图表 25：公司财务费用及预测	7
图表 5：国内纤维板产能增长情况	8
图表 6：纤维板存量产能	9
图表 7：2009 - 2010 年纤维板新增产能	9
图表 8：中（高）密度纤维板下游分布	10
图表 9：住宅竣工面积增长	10
图表 10：纤维板和住宅竣工面积的关系	11
图表 11：国内纤维板产量增长	11
图表 12：纤维板行业产能利用率变化	11
图表 13：木地板市场情况	12
图表 14：不同类地板比重变化	12
图表 16：地板和住宅竣工面积的关系	12
图表 17：地板、纤维板市场增长情况	13
图表 26：其他一些假设	13
图表 27：销售预测表	14
图表 28：DCF 估值	15
图表 29：同类公司估值对比	15
图表 30：三家公司的业务、市值对比	15
图表 31：分拆估值	16

大亚：品牌消费 + 改善的故事

公司简介

- 经过实际控制人的变更，公司如今是民营企业，实际控制人陈兴康先生通过意博瑞特投资管理有限公司控股大亚科技集团，进而控股大亚科技（000910）。

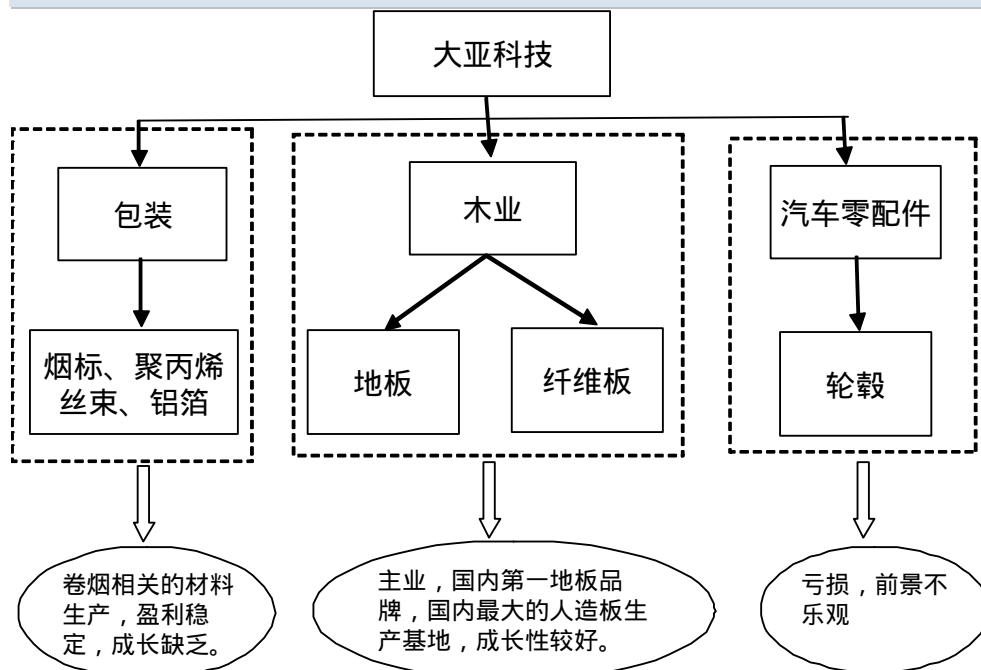
图表1：公司股权结构



来源：国金证券研究所

- 公司 1999 年上市以包装材料为主业，随着 2002 年控股圣象集团 60% 股权涉足木业，2006 年股改装入控股股东木业资产，2009 年再次收购圣象 40% 股权，木业成为公司的核心主业。

图表2：公司业务结构



来源：国金证券研究所

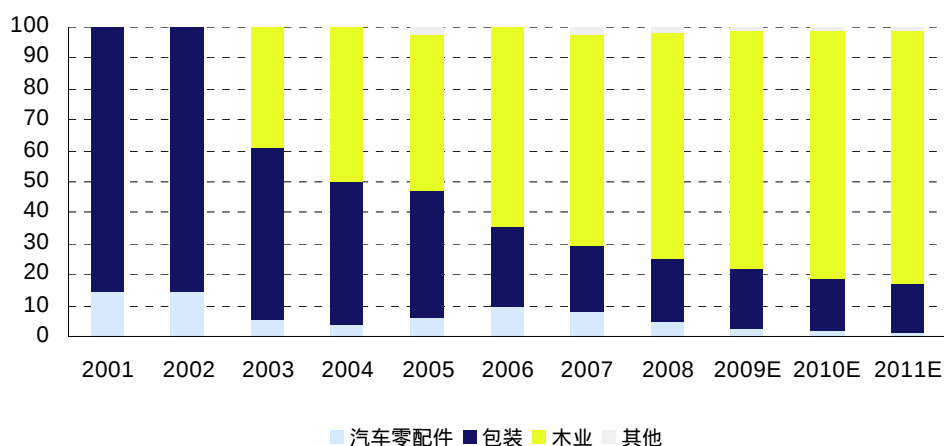
- ◆ 公司目前拥有 200 万立方米的人造板产能（其中 60 万立方米刨花板，其他为纤维板），近 4000 万平米的地板产能。
- ◆ 近几年公司木业销售占比不断增加，我们预计在未来的 3 年，木业销售超过公司总销售的 80%，公司是我国的木业龙头。

图表3：木业产能分布

下属子公司	股权	实际产能	备注
圣象集团有限公司	100%	近4000万平米	地板
大亚（江苏）地板有限公司	75%		
大亚木业（黑龙江）有限公司	51%	21	人造板
大亚木业（肇庆）有限公司	100%	30	
大亚木业（江西）有限公司	75%	30	
大亚木业（茂名）有限公司	75%	30	
大亚人造板集团有限公司	75%	8 + 8 + 60	
丹阳线		20	

来源：国金证券研究所

图表4：公司业务销售占比变化

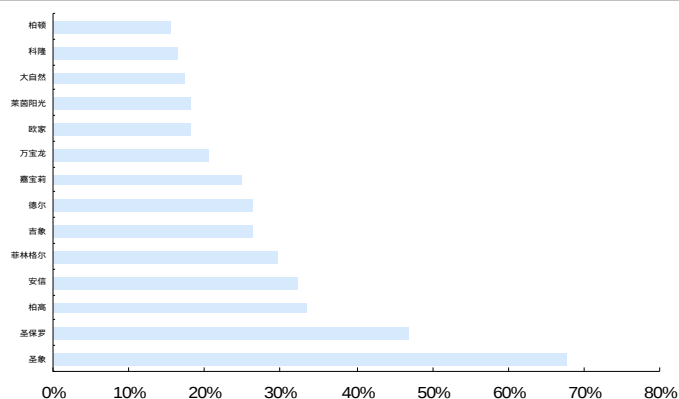


来源：国金证券研究所

圣象地板——品牌消费品的故事

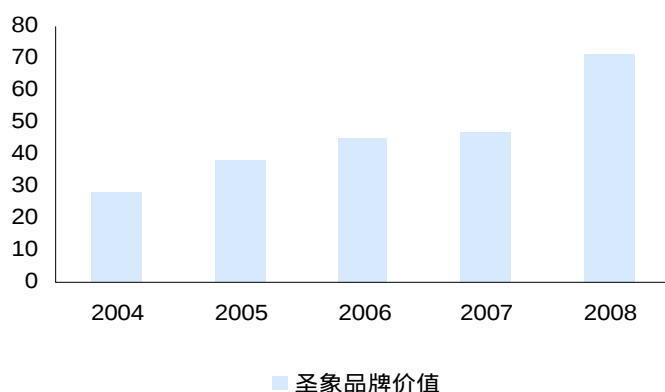
- 公司地板都通过圣象品牌销售。
- 公司地板市场占有率高，品牌知名度高，是国内地板的第一品牌。
 - ◆ 从公司地板的销量与地板整体的销量来看，公司地板占行业的 10%，根据 2008 年国家统计局数据，圣象地板在国内高端产品中份额近一半。
 - ◆ 从市场来看，圣象地板的品牌知名度遥遥领先，超过第二位近 20 个百分点；世界经理人杂志对圣象品牌的价值评估超过 70 亿元人民币。
 - ◆ 目前来看，国内地板行业生产企业超过 6000 家，非常分散，我们认为地板行业未来将象我国的服装行业一样逐渐走向品牌消费的阶段。

图表5：2007 年地板品牌市场知名度比较



来源：国金证券研究所 世界经理人周刊

图表6：圣象品牌价值



- 通过圣象与同行主要品牌对比，其销售能力强于其他同行（大自然销售点在 2008 年出现大幅增加，体系还需要逐渐完善）。在对销售渠道的掌控方面，公司有十几个销售控股子公司，这些都是核心经销商，公司对渠道的掌控能力也较强。

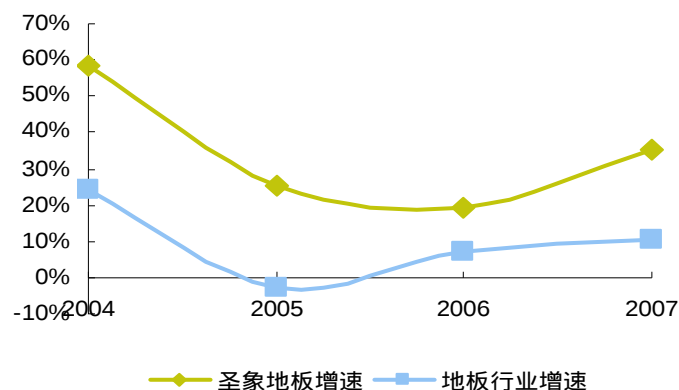
图表7：国内主要地板品牌产能销售对比

品牌	产能(万平米)	销售点(个)
圣象	3500	2800
升达	1127	1800
大自然	2000	3000
德尔	1800	1200
菲林格尔	2000	1200
吉象	2100	750
莱茵阳光	2000	1000

来源：国金证券研究所

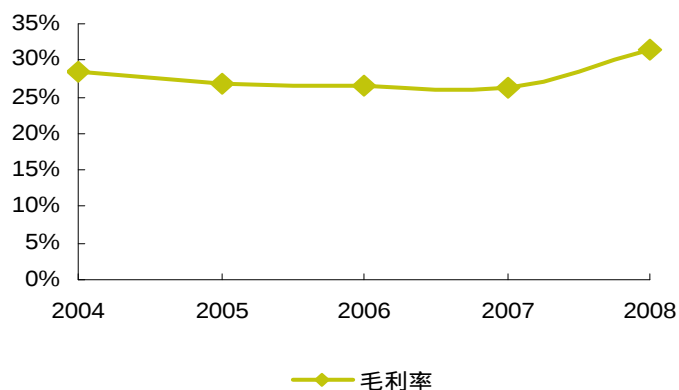
- 从公司地板历史增速来看，远高于行业增速；从公司地板的毛利率来看，基本稳定在 30%左右，这都是受益于公司圣象品牌的强势。

图表8：圣象地板与行业增速对比



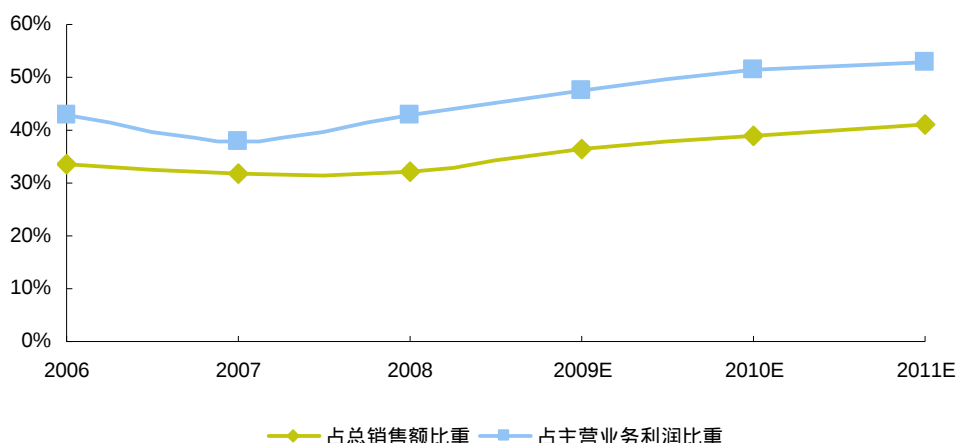
来源：国金证券研究所

图表9：圣象地板近几年的毛利率



- 公司上市以来，最初的包装材料以及汽车零配件产业基本没有发展，而地板从无到有，销售以及利润占比越来越大，随着完成圣象剩余 40% 股权的收购，地板成为公司主要的业务，这将是公司未来重点发展的方向。

图表10：地板销售和主营利润占比

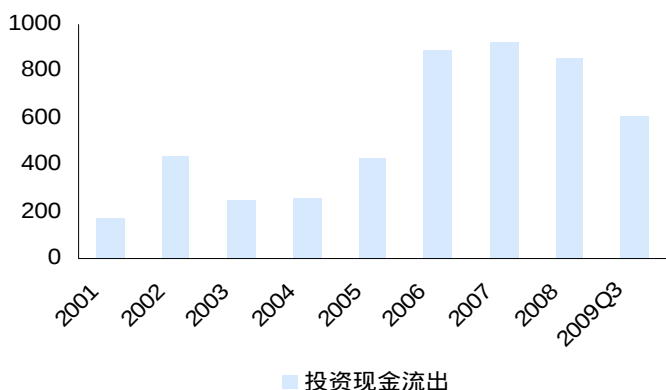


来源：国金证券研究所

改善的故事

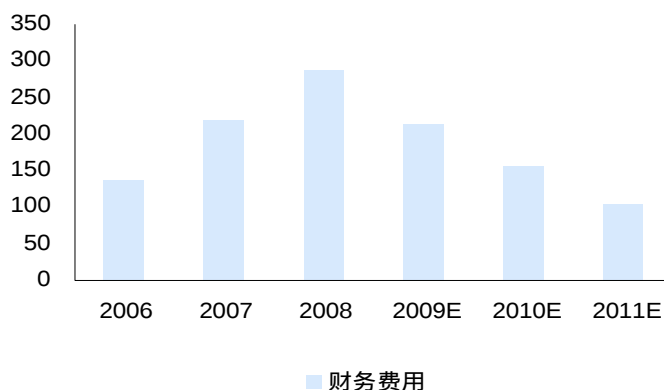
- 地板：圣象股权的完全收购有利于大亚对圣象地板控制力的加强，有利于未来利润的体现。
- 纤维板
 - ◆ 纤维板行业未来两年将逐渐好转，这将在后文详细阐述。
 - ◆ 纤维板退税的实现。根据财税[2009]148号文：自2009年1月1日起至2010年12月31日，对纳税人销售的以三剩物、次小薪材、农作物秸秆、蔗渣等4类农林剩余物为原料自产的综合利用产品(产品目录见附件)由税务机关实行增值税即征即退办法，具体退税比例2009年为100%，2010年为80%。
 - ◆ 我们粗略测算，在目前纤维板的价格下我们认为每立方米的退税额在60-70元左右。
- 财务费用有望下降：过去的三年是公司大规模固定资产投资的时期，公司的纤维板产能成为国内最大，大量的资本开支带来了较高的财务费用。如今公司的地板和纤维板投资均以完成，未来将是业绩释放阶段，在这个过程中公司的财务费用也将逐渐降低。

图表11：公司历年投资性现金流出额



来源：国金证券研究所

图表12：公司财务费用及预测



- 公司之前的包装和汽车零配件业务目前已非主要业务。包装主要是60万大箱的烟标类业务，由于客户主要是一些较为低档的烟标，未来缺乏成长性；汽车零配件公司之前战略上以开拓海外市场为主，金融危机使得外面的市场极度萎缩，而国内的市场尚未开拓，继续亏损难以避免。我们认为

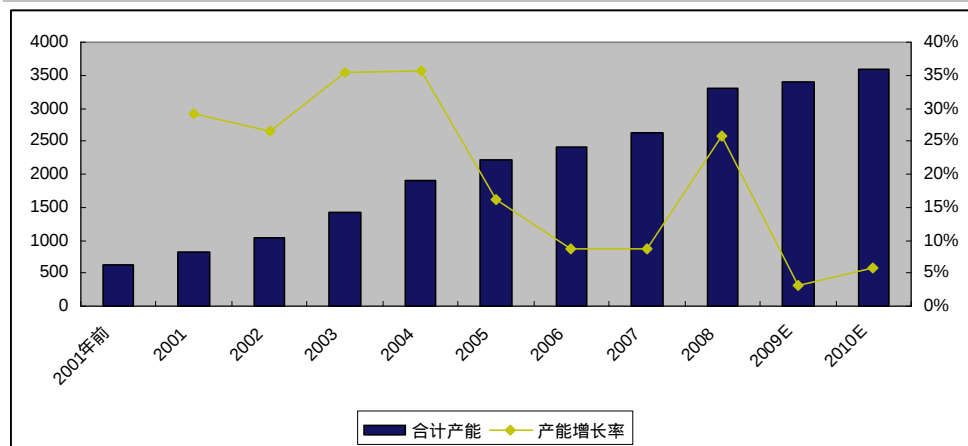
未来这两块业务都存在重新定位或者剥离的可能，因为这有利于上市公司的市值最大化。

纤维板行业趋好

供给

- 纤维板 08 年下半年以来价格盈利不断下降以至 09 年上半年亏损，除了需求受经济环境的影响外，产能的大规模释放导致供需严重失衡是重要的原因。
- 自 2001 年开始，我国纤维板生产能力持续高速增长，到 2008 年底，年均增长率超过 21%。受 2006 年第四季度纤维板价格大幅上涨的影响，2007 年度成为纤维板业发展的又一投资高峰年。新一轮投资导致 2008 年大批纤维板生产线建成投入运行。截至 2008 年底，全国纤维板总生产能力达到 3293 万立方米/年。受 2008 年纤维板市场出现阶段性供过于求局面的影响，纤维板生产线投资建设速度明显减缓，根据目前在建的项目，预计 2010 年纤维板生产能力达到 3600 万立方米左右，产能增长速度明显放缓

图表13：国内纤维板产能增长情况



来源：国金证券研究所

图表14：纤维板存量产能

		2001年前	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008
	合计产能	637.5	823.7	1042.2	1410.2	1913.8	2220.8	2412.8	2620.8	3293.8
	当年新增产能	637.5	186.2	218.5	368	503.6	307	192	208	673
	生产线合计	230	286	338	410	486	538	566	598	684
	当年新增生产线	230	56	52	72	76	52	28	32	86
东北	分地区产能									
	合计产能	59.7	83.2	101.2	114.2	141.2	146.2	159.2	170.2	229.2
	当年新增产能	59.7	23.5	18	13	27	5	13	11	59
	生产线合计	26	33	38	40	45	46	48	50	55
华北	当年新增生产线	26	7	5	2	5	1	2	2	5
	合计产能	77.6	92.6	102.1	148.1	193.6	216.6	216.6	229.6	303.6
	当年新增产能	77.6	15	9.5	46	45.5	23	0	13	74
	生产线合计	25	30	33	43	51	56	56	58	70
华东	当年新增生产线	25	5	3	10	8	5	0	2	12
	合计产能	228.5	322.5	431.5	625.5	904.1	1077.1	1132.6	1208.6	1376.6
	当年新增产能	228.5	94	109	194	278.6	173	55.5	76	168
	生产线合计	90	117	141	171	217	246	255	266	291
华中	当年新增生产线	90	27	24	30	46	29	9	11	25
	合计产能	85.2	115.2	140.2	155.2	183.2	223.2	233.2	260.2	319.2
	当年新增产能	85.2	30	25	15	28	40	10	27	59
	生产线合计	30	39	45	51	56	61	63	67	75
华南	当年新增生产线	30	9	6	6	5	5	2	4	8
	合计产能	95.3	113.3	162.8	241.8	348.3	382.3	474.3	532.3	662.3
	当年新增产能	95.3	18	49.5	79	106.5	34	92	58	130
	生产线合计	26	30	41	58	66	74	86	94	112
西南	当年新增生产线	26	4	11	17	8	8	12	8	18
	合计产能	74.5	78	84	97	108	140	148	168	332
	当年新增产能	74.5	3.5	6	13	11	32	8	20	164
	生产线合计	24	26	28	33	35	39	41	45	61
西北	当年新增生产线	24	2	2	5	2	4	2	4	16
	合计产能	16.7	18.9	20.4	28.4	35.4	35.4	48.9	51.9	70.9
	当年新增产能	16.7	2.2	1.5	8	7	0	13.5	3	19
	生产线合计	9	11	12	14	16	16	17	18	20
	当年新增生产线	9	2	1	2	2	0	1	1	2

来源：国金证券研究所

■ 2009 - 2010 年行业新增的产能 360 万立方米，

图表15：2009 - 2010 年纤维板新增产能

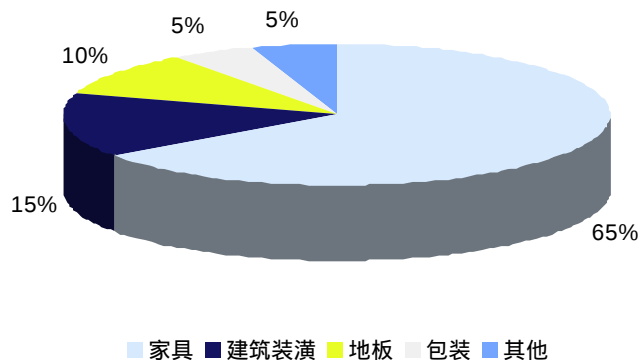
地区	品种	规模（万立方米）
华东	MDF	137
华南	MDF	91
黑龙江	MDF	21
吉林	MDF	15
四川	MDF	67
陕西	MDF	15
湖南	MDF	15
合计		361

来源：国金证券研究所

需求

- 纤维板下游行业主要是家具、建筑装潢、地板、包装等，其中家具占 65%、建筑装潢占 15%、地板占 10%，因此纤维板下游 90%左右是和房地产相关的，房地产未来的情况决定了纤维板的需求变化。

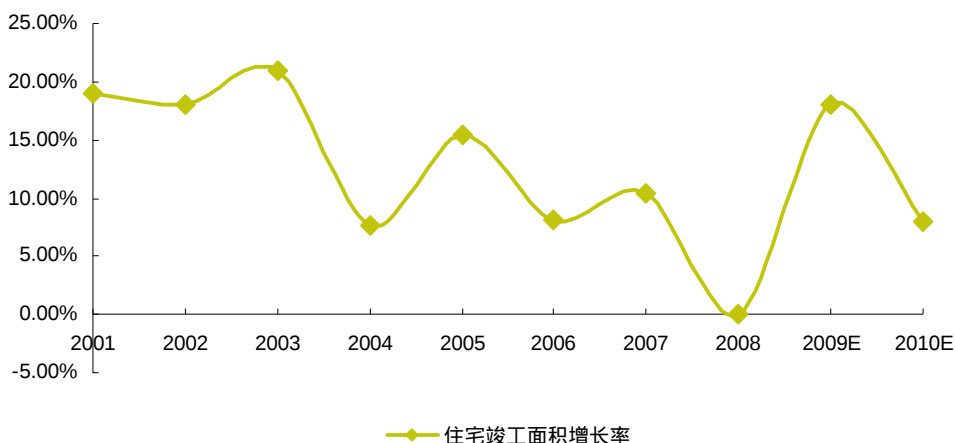
图表16：中（高）密度纤维板下游分布



来源：国金证券研究所

- 根据国金证券房地产研究员曹旭特的观点：2009 年住宅竣工面积保守估计同比增长 18%，2010 年住宅竣工面积同比增长 8%。

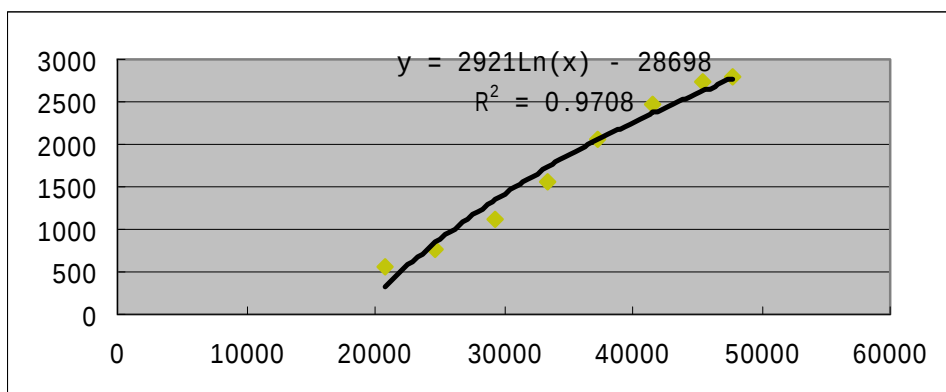
图表17：住宅竣工面积增长



来源：国金证券研究所

- 我们选用住宅竣工面积来测算纤维板需主要是因为：纤维板基本都是用于后续装修，一般滞后现房销售半年左右，但是房屋销售量包含了期房和现房销售，因此包含期房的销售量显然会夸大需求量；

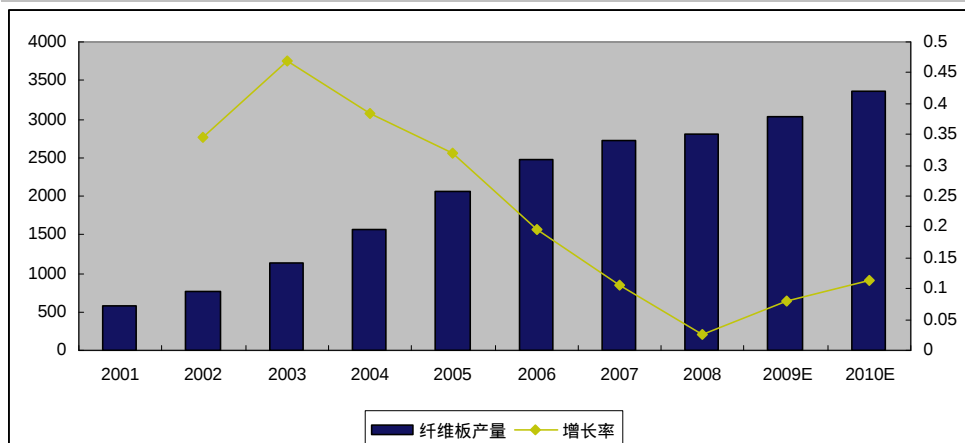
图表18：纤维板和住宅竣工面积的关系



来源：国金证券研究所

- 根据住宅竣工面积的预期增长估算纤维板的未来增长率，我们预计 2009、2010 年国内纤维板的需求量分别为 3024 万立方米、3370 万立方米，增长率分别为 7.97%、11.45%。（需求量数据以产量估算）

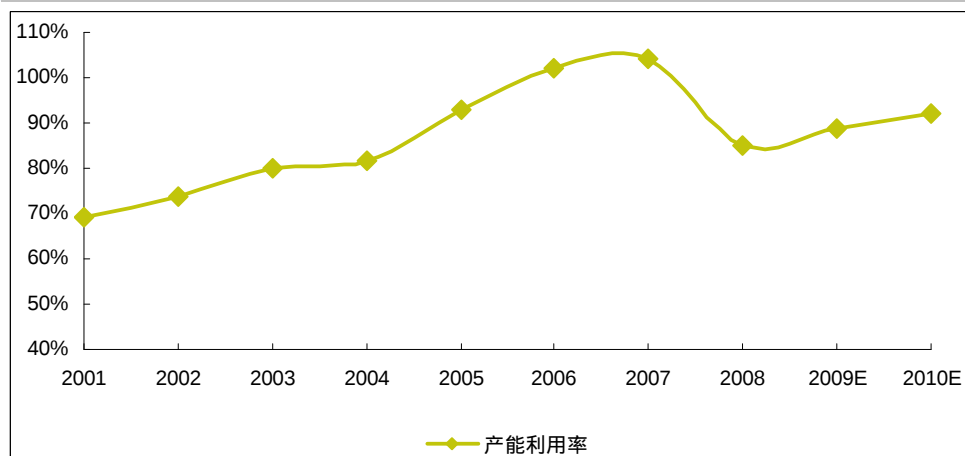
图表19：国内纤维板产量增长



来源：国金证券研究所

- 纤维板行业整体产能利用率在未来逐步提升，行业的盈利会提高。

图表20：纤维板行业产能利用率变化

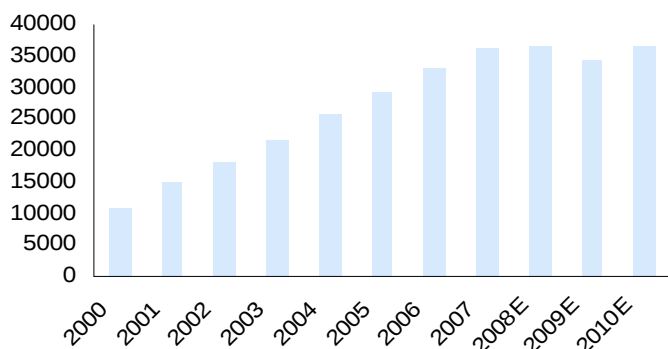


来源：国金证券研究所

地板行业

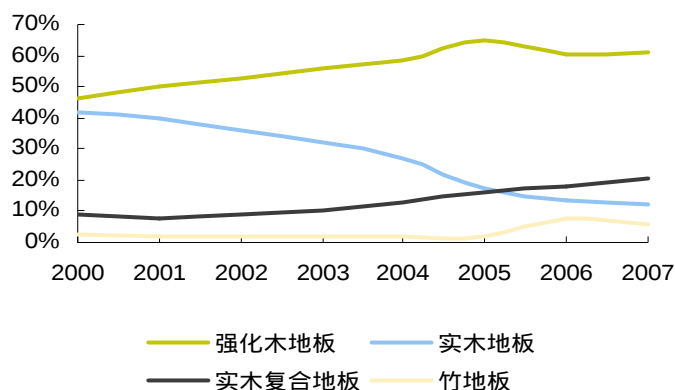
- 就生产能力而言，地板整体过剩。我国地板产能近 6 亿平米，2008 年地板产量 3.77 亿平米，目前行业内有 6000 多家企业，竞争激烈。
- 由于消费习惯以及政策的引导，地板行业结构发生变化，强化地板和实木复合地板比重不断上升。
 - ◆ 2000 - 2006 年，强化木地板占总销量的比重由 51% 提高到 61%；实木复合地板，其占比由 3% 提高到 17%；实木地板则由 2000 年的 42% 降至 2006 年的 18%。
 - ◆ 地板的终端消费品特性使得行业的竞争品牌和渠道是重点，同时对于原料也有一定的依赖。我们认为在林产业竞争加剧的过程中拥有原料支持、强势品牌的企业将获得较好的发展机会。

图表21：木地板市场情况



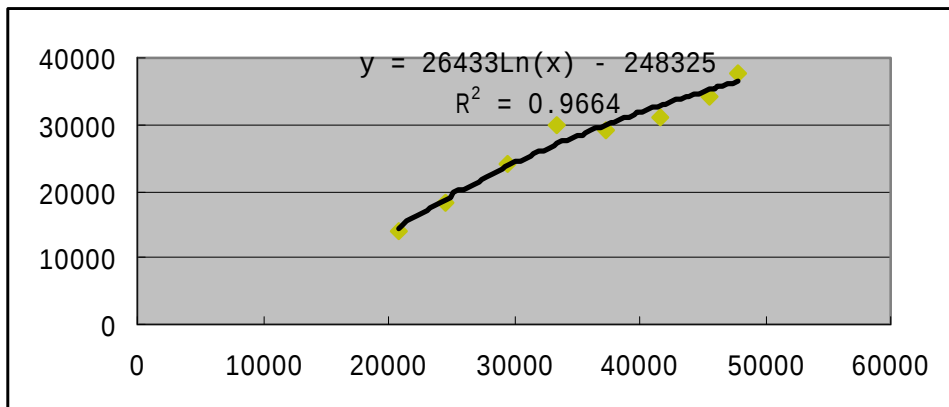
来源：国金证券研究所

图表22：不同类地板比重变化



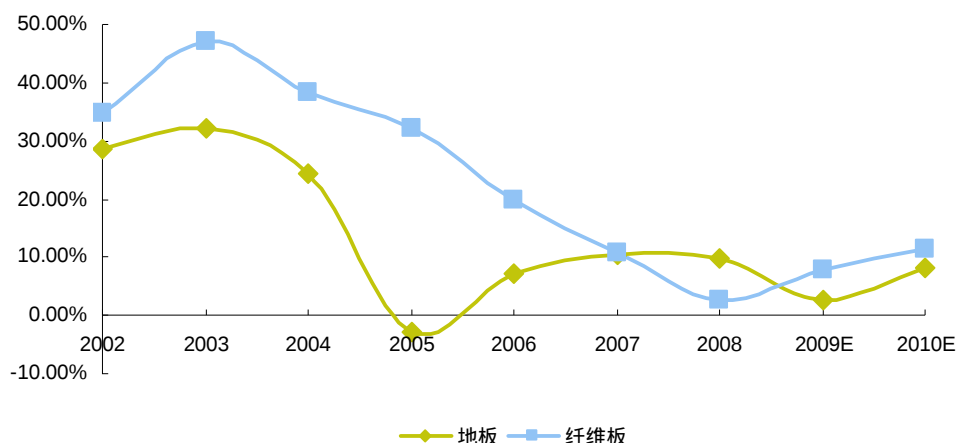
- 整体而言，随着房地产市场量的增加，纤维板和地板在未来都将逐渐好转。

图表23：地板和住宅竣工面积的关系



来源：国金证券研究所

图表24：地板、纤维板市场增长情况



来源：国金证券研究所

盈利预测

- 公司产品销售、毛利率假设详见销售预测表。
- 对于公司的四块资产：我们认为地板将维持增长、纤维板利润较之 2009 年增长较大、包装业务基本维持，轮毂继续亏损。
- 费用率、营业外收支、所得税率假设：
 - ◆ 2008 年以后营业费用率和管理费用率基本稳定，财务费用由于大规模投资的完成，逐渐降低；
 - ◆ 财税[2009]148 号文，退税在 2009 - 2010 年延续，2010 年退 80%，我们预计 2009 年和 2010 年公司的退税额合计在 2.6 亿左右，由于时间因素，2009 年的退税在当年不体现；
 - ◆ 所得税随着一些子公司优惠税率的到期逐渐上升；
 - ◆ 少数股东权益：随着 2009 年圣象集团 40%股权的收购，少数股东权益大幅下降。

图表25：其他一些假设

项 目	2008	1H09	2009E	2010E	2011E
营业费用/销售收入	7.83%	8.69%	8.80%	8.50%	8.50%
管理费用/销售收入	6.24%	7.90%	7.80%	7.50%	7.50%
投资收益(百万元)	6.49	5.72	11.00	11.00	11.00
营业外收支	121.30	29.21	45.00	130.00	130.00
所得税税率	7.04%	15.35%	15.00%	20.00%	20.00%
少数股东损益	116.44	21.08	45.00	65.00	75.00

来源：国金证券研究所

图表26：销售预测表

项 目	2008	1H09	2009E	2010E	2011E
地板					
销售收入（百万元）	1,835.65	871.61	2,116.50	2,448.50	2,822.00
增长率（YOY）	-0.02%	2.02%	15.30%	15.69%	15.25%
毛利率	31.55%	33.15%	33.00%	32.50%	32.50%
销售成本（百万元）	1,256.50	582.67	1,418.06	1,652.74	1,904.85
增长率（YOY）	-7.30%	-5.63%	12.86%	16.55%	15.25%
毛利（百万元）	579.15	288.94	698.45	795.76	917.15
增长率（YOY）	20.48%	21.96%	20.60%	13.93%	15.25%
占总销售额比重	32.13%	36.33%	36.29%	39.06%	41.16%
占主营业务利润比重	42.95%	47.52%	47.54%	51.43%	52.85%
纤维板					
销售收入（百万元）	2,348.31	893.24	2,376.00	2,565.00	2,800.00
增长率（YOY）	10.03%	-3.81%	1.18%	7.95%	9.16%
毛利率	20.68%	19.84%	19.00%	18.00%	19.00%
销售成本（百万元）	1,862.68	716.02	1,924.56	2,103.30	2,268.00
增长率（YOY）	13.88%	4.41%	3.32%	9.29%	7.83%
毛利（百万元）	485.63	177.22	451.44	461.70	532.00
增长率（YOY）	-2.59%	-27.02%	-7.04%	2.27%	15.23%
占总销售额比重	41.11%	37.23%	40.74%	40.92%	40.83%
占主营业务利润比重	36.02%	29.15%	30.73%	29.84%	30.65%
铝箔					
销售收入（百万元）	446.91	158.31	320.00	320.00	300.00
毛利率	15.56%	18.85%	18.85%	18.00%	18.00%
销售成本（百万元）	377.37	128.47	259.68	262.40	246.00
毛利（百万元）	69.54	29.84	60.32	57.60	54.00
占总销售额比重	7.82%	6.60%	5.49%	5.10%	4.38%
占主营业务利润比重	5.16%	4.91%	4.11%	3.72%	3.11%
铝箔复合纸及卡纸					
销售收入（百万元）	327.30	160.67	350.00	350.00	350.00
毛利率	22.46%	22.55%	23.00%	22.00%	22.00%
销售成本（百万元）	253.79	124.44	269.50	273.00	273.00
毛利（百万元）	73.51	36.23	80.50	77.00	77.00
占总销售额比重	5.73%	6.70%	6.00%	5.58%	5.10%
占主营业务利润比重	5.45%	5.96%	5.48%	4.98%	4.44%
包装印刷品					
销售收入（百万元）	243.25	104.13	235.00	240.00	240.00
毛利率	31.22%	26.71%	27.00%	27.00%	27.00%
销售成本（百万元）	167.31	76.32	171.55	175.20	175.20
毛利（百万元）	75.94	27.81	63.45	64.80	64.80
占总销售额比重	4.26%	4.34%	4.03%	3.83%	3.50%
占主营业务利润比重	5.63%	4.57%	4.32%	4.19%	3.73%
聚丙烯丝束					
销售收入（百万元）	130.41	87.06	210.00	170.00	170.00
毛利率	28.24%	43.99%	44.00%	40.00%	40.00%
销售成本（百万元）	93.58	48.76	117.60	102.00	102.00
毛利（百万元）	36.83	38.30	92.40	68.00	68.00
占总销售额比重	2.28%	3.63%	3.60%	2.71%	2.48%
占主营业务利润比重	2.73%	6.30%	6.29%	4.39%	3.92%
轮毂					
销售收入（百万元）	268.17	86.47	150.00	100.00	100.00
毛利率	-0.05%	-4.00%	-2.00%	0.00%	0.00%
销售成本（百万元）	268.30	89.93	153.00	100.00	100.00
毛利（百万元）	-0.13	-3.46	-3.00	0.00	0.00
占总销售额比重	4.69%	3.60%	2.57%	1.60%	1.46%
占主营业务利润比重	-0.01%	-0.57%	-0.20%	0.00%	0.00%
其他					
销售收入（百万元）	112.72	37.50	75.00	75.00	75.00
毛利率	24.74%	35.11%	34.00%	30.00%	30.00%
销售成本（百万元）	84.83	24.34	49.50	52.50	52.50
毛利（百万元）	27.89	13.17	25.50	22.50	22.50
占总销售额比重	1.97%	1.56%	1.29%	1.20%	1.09%
占主营业务利润比重	2.07%	2.17%	1.74%	1.45%	1.30%
销售总收入（百万元）	5712.72	2398.99	5832.50	6268.50	6857.00
销售总成本（百万元）	4364.37	1790.94	4363.45	4721.14	5121.55
毛利（百万元）	1348.35	608.05	1469.06	1547.36	1735.45
平均毛利率	23.60%	25.35%	25.19%	24.68%	25.31%

来源：国金证券研究所

股票估值和定价

绝对估值

■ 主要假设

- ◆ 根据国金证券宏观研究部的研究成果，无风险利率为 3.53%，风险溢价为 6.46%。
- ◆ 行业的 Beta 值为 1.10。
- ◆ WACC = 8.81%。
- ◆ TV = 4%。

■ DCF 估值结果显示，公司的合理价值为 15.10 元。

图表27：DCF 估值

每股价值	15.10												
企业值	12,046.72												
股票价值	7,966.59												
会计年度截止日：12/31	2009	2010E	2011E	2012E	2013E	2014E	2015E	2016E	2017E	2018E	TV	合计	
FCF	736.00	840.50	850.91	820.68	795.67	762.72	746.21	737.91	738.33	732.83	15,830.82	23,592.57	
PV(FCF)	676.38	709.85	660.43	585.37	521.56	459.46	413.10	375.42	345.20	314.88	6,802.11	11,863.75	

来源：国金证券研究所

相对估值

- 我们对比大亚科技、升达林业和威华股份，这三家公司都是从事森工产业。从业务来看，我们认为大亚更具有优势，因为它在地板环节优势明显，这是相对稳定的终端消费品，而纤维板周期性较强。
- ◆ 2010 年升达和威华的市盈率在 28 倍左右。
- ◆ 我们给予公司 2010 年 25 倍 PE，合理估值为 15.5 元。

图表28：同类公司估值对比

	大亚科技		升达林业		威华股份	
	2009E	2010E	2009E	2010E	2009E	2010E
EPS(元)	0.40	0.62	0.08	0.34	0.03	0.42
股价(元)	10.95		9.70		11.63	
股本(百万股)	527.50		215.00		306.69	
PE	27.38	17.66	121.25	28.53	387.67	27.69

来源：国金证券研究所 威华盈利预测来自聚源

图表29：三家公司的业务、市值对比

	人造板(万立方米)	地板(万平米)	林(万亩)	市值(亿元)	备注
大亚科技	200	3000	10	57.76	人造板是一个中间产品，周期性较强，品质相差不大；地板是一个终端消费品，大亚的地板是国内的第一品牌；林业数据都是根据公开数据获得
升达林业	38	900	27	20.86	
威华股份	150	0	42	35.67	

来源：国金证券研究所

- 目前品牌消费品 2010 年 PE 在 30 倍左右，我们拆分 2010 年公司业绩贡献，估算公司合理价值 14.1 元。

图表30：分拆估值

	地板	其他	合计
归属母公司的净利润(百万元)	168	159	327
对应EPS(元)	0.32	0.3	0.62
对应PE	30	15	
对应合理价格(元)	9.6	4.5	14.1

来源：国金证券研究所

- 结合绝对估值和相对估值结果，我们认为公司的合理价值区间为 14.1 - 15.5 元，给予买入建议。

风险提示

- 税收优惠的风险：虽然纤维板增值税即征即退已经延续，但是在税款退还的时间、一次退还的金额等方面都存在着不确定性，这可能会影响我们的业绩预测。
- 治理结构的风险：大股东出于自身利益的角度，存在平滑、调节利润的可能性。
- 原材料价格变动的风险，可能给公司经营业绩带来影响。

附录：三张报表预测摘要

损益表（人民币百万元）

	2006	2007	2008	2009E	2010E	2011E
主营业务收入	4,055	5,806	5,713	5,833	6,269	6,857
增长率		43.2%	-1.6%	2.1%	7.5%	9.4%
主营业务成本	-3,211	-4,533	-4,364	-4,363	-4,721	-5,122
% 销售收入	79.2%	78.1%	76.4%	74.8%	75.3%	74.7%
毛利	844	1,272	1,348	1,469	1,547	1,735
% 销售收入	20.8%	21.9%	23.6%	25.2%	24.7%	25.3%
营业税金及附加	-16	-34	-34	-35	-38	-41
% 销售收入	0.4%	0.6%	0.6%	0.6%	0.6%	0.6%
营业费用	-283	-426	-447	-513	-533	-583
% 销售收入	7.0%	7.3%	7.8%	8.8%	8.5%	8.5%
管理费用	-213	-334	-356	-455	-470	-514
% 销售收入	5.3%	5.8%	6.2%	7.8%	7.5%	7.5%
息税前利润（EBIT）	332	479	511	466	507	597
% 销售收入	8.2%	8.3%	8.9%	8.0%	8.1%	8.7%
财务费用	-136	-218	-286	-213	-157	-103
% 销售收入	3.4%	3.8%	5.0%	3.7%	2.5%	1.5%
资产减值损失	0	-25	-11	-6	0	-1
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	0	-1	6	11	11	11
% 税前利润	0.2%	n.a	1.9%	3.6%	2.2%	1.7%
营业利润	196	235	220	258	360	505
营业利润率	4.8%	4.0%	3.8%	4.4%	5.7%	7.4%
营业外收支	70	110	121	45	130	130
税前利润	265	346	341	303	490	635
利润率	6.5%	6.0%	6.0%	5.2%	7.8%	9.3%
所得税	-48	-31	-24	-45	-98	-127
所得税率	18.3%	9.1%	7.0%	15.0%	20.0%	20.0%
净利润	217	314	317	258	392	508
少数股东损益	68	99	116	45	65	75
归属于母公司的净利	149	216	200	213	327	433
净利率	3.7%	3.7%	3.5%	3.6%	5.2%	6.3%

现金流量表（人民币百万元）

	2006	2007	2008	2009E	2010E	2011E
净利润	149	314	317	258	392	508
少数股东损益	68	0	0	0	0	0
非现金支出	219	389	402	560	534	516
非经营收益	110	219	304	198	54	4
营运资金变动	52	-526	-152	-191	-29	-43
经营活动现金净流	598	397	871	824	952	984
资本开支	-409	-910	-848	-8	61	30
投资	-479	-11	16	-1	0	0
其他	74	0	0	11	11	11
投资活动现金净流	-815	-921	-832	2	72	41
股权募资	1	472	81	0	0	0
债权募资	490	997	269	-231	-728	-681
其他	-103	-533	-673	-285	-195	-145
筹资活动现金净流	388	936	-323	-516	-924	-825
现金净流量	172	412	-285	310	100	200

来源：公司年报、国金证券研究所

资产负债表（人民币百万元）

	2006	2007	2008	2009E	2010E	2011E
货币资金	843	1,501	1,490	1,800	1,900	2,100
应收款项	544	955	815	923	992	1,086
存货	931	1,226	1,561	1,435	1,552	1,684
其他流动资产	176	475	334	438	474	514
流动资产	2,494	4,157	4,200	4,596	4,919	5,384
% 总资产	41.7%	52.6%	48.6%	53.8%	58.6%	63.8%
长期投资	186	187	183	184	183	183
固定资产	2,742	2,771	3,343	2,986	2,645	2,333
% 总资产	45.9%	35.1%	38.6%	35.0%	31.5%	27.6%
无形资产	516	770	916	769	646	543
非流动资产	3,480	3,741	4,449	3,941	3,476	3,061
% 总资产	58.3%	47.4%	51.4%	46.2%	41.4%	36.2%
资产总计	5,973	7,897	8,649	8,538	8,395	8,444
短期借款	1,647	2,246	2,542	2,562	1,833	1,153
应付款项	1,434	1,818	2,413	2,327	2,515	2,731
其他流动负债	40	589	120	68	74	80
流动负债	3,121	4,653	5,075	4,957	4,422	3,964
长期贷款	1,046	775	730	480	480	480
其他长期负债	13	0	0	0	0	0
负债	4,180	5,428	5,806	5,437	4,903	4,444
普通股股东权益	1,180	1,834	2,035	2,248	2,575	3,008
少数股东权益	613	636	807	852	917	992
负债股东权益合计	5,973	7,897	8,649	8,538	8,395	8,444

比率分析

	2006	2007	2008	2009E	2010E	2011E
每股指标						
每股收益	0.322	0.409	0.380	0.403	0.620	0.820
每股净资产	2.552	3.476	3.859	4.262	4.882	5.702
每股经营现金净流	1.293	0.753	1.650	1.562	1.804	1.866
每股股利	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000
回报率						
净资产收益率	12.61%	11.76%	9.85%	9.46%	12.71%	14.38%
总资产收益率	2.49%	2.73%	2.32%	2.49%	3.90%	5.12%
投入资本收益率	6.53%	7.94%	7.77%	6.45%	6.98%	8.48%
增长率						
主营业务收入增长率	69.50%	43.18%	-1.60%	2.10%	7.48%	9.39%
EBIT增长率	100.04%	33.72%	6.61%	-8.80%	8.79%	17.84%
净利润增长率	187.47%	44.90%	-7.04%	6.07%	53.89%	32.22%
总资产增长率	71.55%	32.21%	9.52%	-1.28%	-1.67%	0.58%
资产管理能力						
应收账款周转天数	32.0	29.4	33.9	35.0	35.0	35.0
存货周转天数	86.2	86.9	116.6	120.0	120.0	120.0
应付账款周转天数	31.9	33.8	39.6	40.0	40.0	40.0
固定资产周转天数	198.5	159.2	186.4	185.2	151.3	121.7
偿债能力						
净负债/股东权益	103.14%	61.57%	62.72%	40.06%	11.85%	-11.68%
EBIT利息保障倍数	2.6	2.2	1.8	2.2	3.2	5.8
资产负债率	69.98%	68.73%	67.13%	63.69%	58.40%	52.63%

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
强买	0	3	3	5	16
买入	0	0	1	4	11
持有	0	1	3	3	7
减持	0	0	0	1	2
卖出	0	1	1	1	1
评分	0	2.20	2.31	2.26	2.08

来源：朝阳永续

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“强买”得1分，为“买入”得2分，为“持有”得3分，为“减持”得4分，为“卖出”得5分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =强买； 1.01~2.0=买入； 2.01~3.0=持有
3.01~4.0=减持； 4.01~5.0=卖出

投资评级的说明：

强买：预期未来6 - 12个月内上涨幅度在20%以上；
买入：预期未来6 - 12个月内上涨幅度在10% - 20%；
持有：预期未来6 - 12个月内变动幅度在-10% - 10%；
减持：预期未来6 - 12个月内下跌幅度在10% - 20%；
卖出：预期未来6 - 12个月内下跌幅度在20%以上。

首页五类投资建议图标中反色表示为本次建议，箭头方向表示从上次建议类型调整为本次的建议类型。

长期竞争力评级的说明：

长期竞争力评级着重于企业基本面，评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

优化市盈率计算的说明：

行业优化市盈率中，在扣除行业内所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

市场优化市盈率中，在扣除沪深市场所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

特别声明：

本报告版权归“国金证券研究所”所有，未经事先书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“国金证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。本报告基于我公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但我公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时的判断，可能会随时调整。报告中的信息或所表达意见不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，我公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。在法律允许的情况下，我公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。