

雅致股份 002314.SZ 0



爱建证券有限责任公司
AJ SECURITIES CO., LTD.

雅致股份新股投资价值分析

投资要点:

- 公司主要从事集成房屋的生产、租赁和销售业务,公司是全国最大的集成房屋生产商之一,销售业务和租赁业务均居行业龙头地位。同时,公司还涉足船舶舱室耐火材料业务,以及洁净业务,
- 集成房屋具有节能环保、自重量轻、组装简便快捷、适合标准化生产、可移动和重复使用、抗震性能好、适用临时设施等优点。
- 政策上,当前,虽然国家有关部门还未就临时建筑的管理规范颁布全国性的法律法规,但部分省市依据当地实际情况出台了一些地方性法规,其中部分地方法规明确提出了强制或鼓励使用轻钢结构集成房屋的政策
- 未来集成房屋行业未来需求将保持较快增速:1、在施工工地的应用将继续扩大;2、逐步进入特殊行业野外作业市场;3、高档集成房屋有望快速发展;4、永久性建筑市场潜力巨大
- 公司的竞争优势主要体现在规模优势、营运网络优势、公司质量和品牌优势、成本优势、管理优势等五方面。
- 公司此次拟向社会公开发行 3500 万股,募集资金将主要用于三大项目:1、成都赤晓科技有限公司 60 万 m² 集成房屋生产及配套租赁基地建设项目;2、武汉雅致集成房屋有限公司集成房屋建设项目;3、新建船舶舾装生产基地项目;4、信息化系统建设项目。募投项目将能有效完善公司产品 and 网点布局,提高公司整体经济效益。
- 预计公司 2008 年、2009 年、2010 年每股收益(按此次发行后总股本摊薄计算)约为 0.53 元、0.52 元、0.59 元。公司集成房屋业务属于建筑建材板块,按照目前建筑建材板块整体市盈率 29.45 倍,公司的合理价值区间约为 15.31—17.38 元。

财务摘要	2007A	2008A	2009E	2010E
主营收入(百万元)	1591.75	2345.89	1864.52	2185.40
收入同比	25.14%	47.38%	-20.52%	17.21%
净利润(百万元)	147.31	154.24	152.57	170.60
净利同比	32.52%	4.70%	-1.08%	11.82%
EPS(元)	0.507	0.531	0.526	0.588
EPS 同比	32.37%	4.73%	-0.94%	11.78%
PE(倍)	-	-	-	-

注:每股收益发行后总股本摊薄后计算

数据来源:公司公告

建筑施工

评级:	无评级
合理价格区间:	15.31-17.38
发行价格:	15.00
	2009.11.27

基础数据

总市值(百万元)	2100
发行后总股本/发行规模(百万股)	290/74
资产负债率(%)	72.04
净资产收益率(%)	8.60
每股净资产(元)	2.80

解文杰

行业研究员

电话

021-32229888*3506

邮箱

xiewenjie@ajzq.com

相关报告

一、公司概况

1.1、公司基本情况

公司主要从事集成房屋的生产、租赁和销售业务，公司的主要产品是雅致牌系列集成房屋，包括拆装式活动房屋和箱式组合房屋，公司是全国最大的集成房屋生产商之一，销售业务和租赁业务均居行业龙头地位。目前集成房屋年生产能力 480 万 m²。2008 年，公司集成房屋销量为 401 万 m²，用于租赁的集成房屋保有量为 314 万 m²，集成房屋实现收入 19.61 亿元。同时，公司还涉足船舶舱室耐火材料的研发、生产和销售业务，以及空气净化技术设备及系统工程的设计、安装和施工业务，并在行业中处于有利的竞争地位。

公司先后荣获“中国名优产品”、“全国行业质量示范企业”、“全国科技创新质量管理先进单位”等称号。2006 年，“雅致”品牌被评为“中国驰名商标”及“中国政府采购首选品牌”。2008 年，公司荣获“深圳市 2008 年度效益百强工业企业”称号。

1.2、发行前后股权结构变化

本次发行前的公司总股本为 21635.9 万股，本次拟发行人民币普通股 7364.1 万股，本次发行的股份占发行后总股本的比例不低于 25%。发行人的控股股东是赤晓企业，持有发行人 14144 万股股份，占发行人发行前总股本的 65.37%。发行后仍持有公司 50%左右的股权。发行人的实际控制人是南山集团，其持有本公司控股股东赤晓企业 100%的股权。

表 1：发行前后股本变化情况

公司股东	发行前		发行后	
	股数（万股）	比例	股数（万股）	比例
赤晓企业有限公司	14144.00	65.37%	14144.00	48.77%
官木喜	4287.93	19.82%	4287.93	14.79%
深圳雅致钢结构工程有限公司	1146.12	5.30%	1146.12	3.95%
倪细卿	546.00	2.52%	546.00	1.89%
全国社会保障基金理事会	—	—	736.41	2.54%
社会公众股	—	—	7364.10	25.39%
合计	21635.9	100.00%	29000.0	100.00%

资料来源：公司招股说明书

二、行业概况

2.1、集成房屋行业是新兴产业，未来发展空间广阔

2.1.1、集成房屋的分类及特点

集成房屋按照结构型式不同分为拆装式、板式、箱式和轻钢龙骨等几个大类，目前市场上较为常见的产品为拆装式活动房屋和箱式组合房屋。

集成房屋有以下特点：1、环保节能，集成房屋是一种环保型绿色建筑，在施工中不产生建筑垃圾，经济环保；2、自重重量轻，单位自重约为 15-30kg/m²；3、组装简便快捷，一栋 200m²左右、两层的普通拆装

式集成房屋，6 个工人一天半就可以安装完毕并立即投入使用；4、标准化生产，采用工厂化生产，通过数模化标准部件设计和大规模定制；5、可移动和重复使用，拆卸修整后可异地重新组装使用；6、抗震性能好，钢结构属于柔性结构，自重轻，能有效降低地震响应及灾害影响程度；7、适用临时设施。

2.1.2、集成房屋行业国外发展较成熟、国内刚起步

集成房屋诞生于上个世纪 50 年代末。经过近 50 年的发展，欧美与日本市场发展规模以及行业集中度都已达到较高水平，租赁业务庞大，且高集中度、高舒适度的箱式组合房屋占主导地位。目前，欧美代表厂商有法国 ALGECO、德国 ALHO 等，日本代表厂商有大和株式会社、日本东海租赁株式会社等。

改革开放以来，我国经济高速发展，大规模的城市化建设持续进行，造成了对房屋建筑物的需求大幅度增加。在大量的永久性建筑物、构筑物及道路桥梁交通设施等的建设及使用过程中，都需要大量的临时性建筑与其配套；与此同时，随着设计、制造水平的提高，集成房屋的安全性、舒适性逐渐改善，集成房屋的使用理念逐渐得到社会的认可，使用率大为提高。因此，我国集成房屋长期保持了旺盛的市场需求，预计这个过程还将持续较长时间。

事实上在国内外集成房屋的应用领域上也有明显的不同，国内的应用领域主要集中在房地产、基础设施建设项目（包括地铁、铁路、公路等）建设工地的临时建筑，而国外发达国家的商业实践来看，目前主要集中在市政、商业、商务、旅游等领域，因此一方面说明我国集成房屋行业发展还处在初期阶段，另一方面也说明未来集成房屋应用领域的推广空间巨大。

2.1.3、未来发展受益行业政策鼓励

当前，虽然国家有关部门还未就临时建筑的管理规范颁布全国性的法律法规，但部分省市依据当地的实际情况出台了一些地方性法规，其中部分地方法规明确提出了强制或鼓励使用轻钢结构集成房屋的政策。

表 2：国内部分省市对轻钢结构集成房屋的政策

地区	法规规定	主要内容	备注
广州	强制性规定	建筑施工现场临时建筑需使用轻钢结构活动房	不含番禺、花都增城区
深圳	强制性规定	建筑施工现场临时建筑需使用轻钢结构活动房	
佛山	强制性规定	建筑施工现场临时建筑需使用轻钢结构活动房	只限佛山禅城区
珠海	强制性规定	建筑施工现场临时建筑需使用轻钢结构活动房	
东莞	建议使用	2005 年开始不准使用石棉瓦房，但砖房及水泥挂板房不干涉	
厦门	建议使用	建议使用集成房屋，但对使用水泥挂板，砖房等并不干涉	
长沙	建议使用	建筑施工现场临时建筑建议使用钢结构活动房	
北京	建议使用	建筑施工现场临时建筑建议使用钢结构活动房	
山东省	建议使用	规范集成房屋的设计、制作、安装和使用	
济南	强制性规定	农民工宿舍应使用环保型装配式彩钢板活动房，厕所、沐浴间等提倡使用环保型整体式钢板房	
杭州	建议使用	建筑施工现场临时建筑建议使用钢结构活动房	安监局要求不使用水泥挂板房
昆山	建议使用	建筑施工现场临时建筑建议使用钢结构活动房	同上

南京	建议使用	建筑施工现场临时建筑建议使用钢结构活动房	同上
苏州	建议使用	《苏州市建筑施工现场装配式活动房安全管理的规定》	
重庆	强制性规定	临建设施必须用活动房屋	只限高新区

资料来源：公司招股说明书

2.1.4、集成房屋行业未来需求将保持较快增速

1、在施工工地的应用将继续扩大

我国正处于建筑业快速增长时期，据国家统计局公布，2007 年全社会建筑业实现增加值 14014 亿元，同比增长 12.6%，对临建用房需求面积约 1.5 亿 m²，市场容量相当可观。同时，由于集成房屋本身具有的比较优势以及政府行政措施的影响，其应用将从部分承包商的主动选用到部分城市的建议使用，最终过渡到部分城市的强制性应用，这对于扩大产品应用市场具有较强的推动作用。

2、逐步进入特殊行业野外作业市场

除了传统的施工工地建筑市场，集成房屋在一些特殊行业（例如矿山、水利、石油、天然气）的野外作业中具有很大的市场空间。这一类工程大多在野外施工或办公，搬迁频繁，工人住房、办公用房以及工程管理技术人员住房问题一直没有得到很好解决。目前，很多地方仍在竹木、油毡搭建的简易工棚或者粘土砖砌筑的一次性房屋，不仅居住、使用条件差，而且工程结束后只有废弃，浪费严重。由于集成房屋环保、便于拆卸搬迁、性价比高等特点，因而将在这些特殊行业中逐渐取代原有的房屋。

3、高档集成房屋有望快速发展

在集成房屋的主要生产国如日本、美国和法国等国家的城市化进程已经结束，集成房屋的应用范围已由临建市场转移到商务、商业、旅游别墅等领域。这些集成房屋主要为箱型集成房，装修精美、设施齐全，如办公楼、商店、实验室、工业厂房、学校、幼儿园、疗养院、医院、旅游别墅、汽车旅馆、酒店、餐厅等。

相比之下，我国高档集成房屋还有很大的发展空间。包括学校、幼儿园、医院等市政用房；售楼部、展览厅、商店、报亭、餐馆、电话亭等商业建筑；度假型商务会所、旅游景点过夜住房、野外野营房、娱乐型别墅等旅游用房都存在大量的潜在需求。

4、永久性建筑市场潜力巨大

随着房屋制造的工业化，集成房屋已由临时性建筑向永久性建筑发展。据中国钢铁网报导，在美国，轻钢结构建筑占非住宅建筑投资的 50% 以上。这种工业化建筑商品化程度高，施工快，综合效益好，市场容量大，已引起市场的普遍关注。在我国，轻钢住宅的研究开发已经开始，并迅速成为轻钢结构活动房屋一个重要发展方向。

目前未有独立机构对集成房屋行业的市场情况作出权威统计分析，发行人根据国家和地方规划部门、统计部门的数据，结合未来四年 GDP、建筑业产值、基本建设投资以及集成房屋应用趋势等因素，对集成房屋市场进行分析预测。预计未来四年建筑业临建房屋需求面积总量年均增长率为 9%，到 2012 年建筑业临建房屋需求面积总量约 2 亿 m²，建筑业临建房屋市场容量约 800 亿元。

2.2、船舶配套行业明显受益船舶工业发展

发行人子公司华南建材目前主要从事船舶舱室耐火材料的生产和销售，未来战略规划向整体船舶舱室

发展。根据《我国船舶配套业发展现状分析》(《船艇》2006 年 7 月),我国船舶配套设备制造业在“十五”期间出现快速发展,企业数量、工业总产值、产品销售收入、利润总额年均增长率分别达到 24%、32%、34% 和 81%。2008 年 1-11 月,我国规模以上船舶配套设备制造企业超过 300 家,主要分布在江苏、上海、辽宁、湖北、山东等造船企业集中的沿海、沿江地区,全行业实现产值 328 亿元,同比增长 78.6%。

中国船舶工业的快速发展,必将带来对船舶舾装中船舶耐火舱室相关产品需求的有所增加。发行人综合《中国船舶工业年鉴 2007》、《2006-2008 年全国船舶工业经济运行分析报告》及其他相关市场统计资料,估测目前中国船舶耐火舱室的市场容量约为 100 亿元,全球市场容量超过 530 亿元。其中,船舶舱室耐火材料占整体舱室造价 12-15%,国内市场容量约为 12-15 亿元。

2.3、洁净行业作为新兴产业,前景光明

公司洁净业务主要由旗下全资子公司金开利从事,洁净技术是一个新的科学技术领域,是一门跨学科、跨专业、跨部门的综合性的新兴分支学科。

目前,洁净行业在我国医药、医疗、食品和电子等行业得到了广泛的应用。近年来,我国电子行业发展较快,电子行业总产值的增长速度高于 GDP 的增长速度。此外,随着社会的发展,社会对人身安全的关注度持续提高。在医药安全、生物工程等方面对洁净要求越发严格。目前,全国有医院 15500 个,尚有四分之三医院需要进行技术改造和兴建洁净手术部,仅此行业就为洁净室行业提供了广阔的发展空间。中国洁净技术的市场空间巨大,每年不少于 160 亿元,仅次于美国和欧盟,位列世界第三大市场。其中电子信息产业的市场需求约每年 50 亿元;食品、医药、生物工程产业的市场需求约每年 50 亿元;医疗卫生产业的市场需求约每年 50 亿元;其他行业的市场需求约 10 亿元。

三、公司的竞争优势

3.1、规模优势

目前公司在全国生产基地的集成房屋设计年生产能力达到 480 万 m²,租赁资产总保有量达到 331 万 m²,是国内集成房屋规模最大、供应能力最强的厂家。一般情况下,公司能够保证全国大部分地区的大型订单的及时供货。因此,公司在集成房屋需求超过 1 万 m²的特大型建设项目上具有明显的竞争优势。

3.2、营运网络优势

公司生产基地分布在我国华南、华东、华中、西南、东北等主要区域,并且在全国主要城市周边初步完成了三级营运网络的战略布局,产品的销售及服务网络覆盖全国近百个重点城市。目前,在部分重点市场区域,客户可办理集成房屋的购买、租赁等各项业务,本公司同时提供集成房屋的维修、维护、拆放等服务。完善的营运网络与服务进一步强化了本公司的综合竞争优势,逐步形成良性循环。

3.3、公司质量和品牌优势

公司拥有“中国名优产品”和“工程建设推荐产品”称号,并与中国标准化协会合作,主编了我国第一部集成房屋全国性的标准 CAS154-2007《拆装式活动房屋》标准。公司“雅致”品牌被评为“中国驰名商标”及“中国政府采购首选品牌”。

3.4、管理优势

公司是国内最大的集成房屋生产企业,具有多年集成房屋的研发、生产、销售经验以及丰富的管理经验,并通过相关信息、技术与管理的相互结合,有效地提高了公司的管理水平,同时增强了市场竞争能力。在经营模式方面,公司在坚持传统销售业务的同时大力开拓集成房屋的租赁市场,租赁业务为公司带来了

良好的现金流和利润，提高了市场占有率，扩大了企业知名度。租赁业务的高效运营依靠公司强大的管理优势，降低了扩张成本，为公司进一步发展提供可靠的保证。

3.5、成本优势

公司业务规模的扩大使得在大宗原材料采购价格方面具有一定的相对优势，同时由于公司营运网点分布合理得当，产品销售、运输半径处于合理范围，使得公司能够采用灵活多变的策略，整体成本处于行业领先水平。

四、公司财务概况分析

4.1、公司主业盈利能力较强，偿债能力较高

报告期内，尽管公司母公司资产负债率在报告期一直保持较高水平，但公司主营业务盈利能力较强，息税折旧摊销前利润增长迅速，销售回款情况较好，经营性现金流量状况良好，短期偿债能力较强，利息保障倍数较高，支付银行借款利息能力较强。

公司流动比率、速动比率较一般加工制造业企业稍差，主要是以由于公司产品销售与租赁并存的经营模式所致。公司租赁资产的迅速增加使得越来越多的流动资产转变成租赁资产并以固定资产形式存在，使得流动比率、速动比率等偿债能力较一般加工制造业企业稍差。

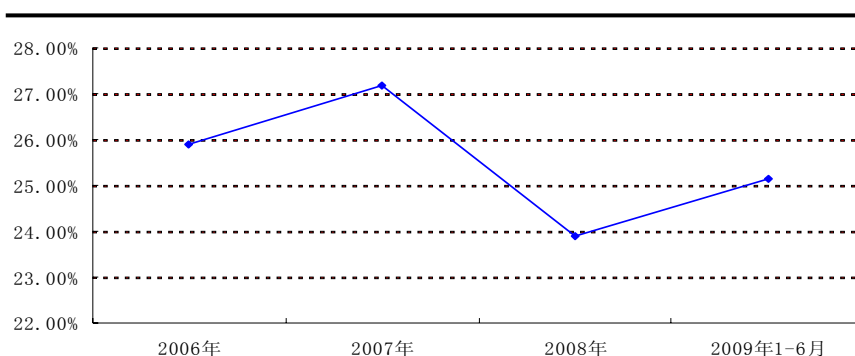
表 3：公司近几年主要财务指标一览

财务指标	2009 年 1-6 月 /2009.6.30	2008 年 度 /2008.12.31	2007 年 度 /2008.12.31	2006 年 度 /2008.12.31
流动比率	0.95	0.89	0.91	1.07
速动比率	0.74	0.62	0.72	0.84
资产负债率（母公司）	72.04%	69.93%	66.37%	68.07%
息税折旧摊销前利润（万元）	16147.87	37140.38	29206.36	22521.12
利息保障倍数	7.16	6.58	10.87	14.28
每股经营活动现金流量净额（元）	0.52	0.55	1.69	1.21

资料来源：公司招股说明书

4.2、收入保持持续稳定增长，综合毛利率相对稳定

图：公司近几年毛利率变化



资料来源：爱建证券研究总部整理

公司近三年来，营业收入增长迅速，年均符合增长率达到 35.81%，如果剔除因华南建材重组未进入公司的钢构机其他业务，最近三年，公司营业收入年均复合增长率为 49.23%。报告期内公司综合毛利率分别为 25.89%、27.19%、23.90%、25.13%，相对保持稳定，应该来说，公司盈利保持持续稳定增长的主要原因大致有以下几点：1、持续旺盛的市场需求；2、业已形成的规模优势；3、网络覆盖优势；4、销售、租赁并举的发展模式；5、集团化采购优势。

五、募集资金投向项目

公司此次募集资金运用将围绕公司主要业务进行，项目实施将增加现有产品的产能及产量，同时提高公司整体管理效率，增强公司盈利能力。本次募集资金投资项目的实施将进一步巩固公司在集成房屋和船舶舱室配套业务领域内的国内领先地位。本次募集资金投资项目及核准情况如下：

表 5：公司发行募集资金投入项目及投入时间进度表

序号	项目名称	募投资金投入时间进度				拟投入募集资金金额
		第一年投资额	第二年投资额	第三年投资额	第四年投资额	
1	成都赤晓科技有限公司 60 万 m ² 集成房屋生产及配套租赁基地建设项目	5000.00	9776.45	9912.45	9331.10	34020.00
2	武汉雅致集成房屋有限公司集成房屋建设项目	7600.00	9500.73	6875.16	4424.11	28400.00
3	新建船舶舾装生产基地项目	12592.00	2015.00	393.00	0.00	15000.00
4	信息化系统建设项目	2560.00	0.00	0.00	0.00	2560.00
合计		27752.00	21292.18	17180.61	13755.21	79980.00

资料来源：公司招股说明书

此次募投项目将对公司产生以下方面影响：

1、成都赤晓项目建设一年后投产，年设计产量为 60 万 m²，投产当年达到设计生产能力的 70%，第二年达到设计生产能力的 80%，第三年全部达到设计生产能力。项目完全达产后，可实现年营业收入 37155.44 万元，按 25%所得税计算，项目年税后利润 3144.66 万元。

2、武汉项目建设一年后投产，年设计产量为 80 万 m²，投产当年达到设计生产能力的 70%，第二年达到设计生产能力的 80%，第三年全部达到设计生产能力。项目完全达产后，可实现年营业收入 37301.56 万元，按 25%所得税计算，项目年税后利润 3066.80 万元。

3、新建船舶舾装生产基地项目建成一年后投产并达到设计生产能力的 80%，第二年达产。项目完全达产后，可实现年销售收入 10690 万元，按 25%所得税率计算，项目年税后利润 1413.51 万元。

4、而信息化项目的实施虽然并不给公司带来直接与项目有关的经济效益，但是具有明显的间接经济效益。由于先进的信息化系统的运用，将大大提高公司的运营效率，加快资金周转，间接节省了财务费用。

图 2：公司已有和募集生产网点一览



注：🚩为全功能生产基地、🌿为租赁周转基地或即将建设的全功能生产基地。

资料来源：公司招股说明书

六、盈利预测及估值

6.1、盈利预测

表 6：西部建设盈利预测

利润表	2006A	2007A	2008A	2009E	2010E
营业收入	1271.96	1591.75	2345.89	1864.52	2185.40
减：营业成本	942.64	1159.01	1785.27	1344.50	1598.62
营业税金及附加	19.54	30.19	35.37	28.12	32.95
营业费用	62.27	89.21	105.70	93.23	109.27
管理费用	78.36	92.12	127.69	101.49	118.96
财务费用	9.99	16.72	38.35	22.96	23.15
资产减值损失	26.92	29.36	53.27	30.00	30.00
加：投资收益	9.84	3.50	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	142.09	178.63	200.24	244.22	272.45
加：其他非经营损益	9.37	5.61	11.57	0.00	0.00
利润总额	151.46	184.24	211.81	244.22	272.45
减：所得税	13.90	9.30	30.62	61.06	68.11
净利润	137.56	174.95	181.19	183.16	204.34
减：少数股东损益	26.40	27.64	26.95	30.59	33.74
归属母公司股东净利润	111.16	147.31	154.24	152.57	170.60

资料来源：爱建证券研究总部

6.2、估值

根据上面盈利预测给出的业绩预测，公司 2008 年、2009 年、2010 年每股收益（按此次发行后总股本摊薄计算）约为 0.53 元、0.52 元、0.59 元。公司集成房屋业务属于建筑建材板块，按照目前建筑建材板块整体市盈率 29.45 倍，公司的合理价值区间约为 15.31—17.38 元。

投资评级说明

报告发布日后的6个月内, 公司/行业的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准;

● 公司评级

强烈推荐: 预期未来6个月内, 个股相对大盘涨幅15%以上;

推荐: 预期未来6个月内, 个股相对大盘涨幅5%~15%;

中性: 预期未来6个月内, 个股相对大盘变动在±5%以内;

卖出: 预期未来6个月内, 个股相对大盘跌幅5%以上。

● 行业评级

强于大市: 预期未来6个月内, 行业指数相对大盘涨幅5%以上;

中性: 预期未来6个月内, 行业指数相对大盘涨幅-5%~+5%之间波动;

弱于大市: 预期未来6个月内, 行业指数相对大盘跌幅5%以上。

重要声明

本报告的信息均来源于公开资料, 我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正, 但文中的观点、结论和建议仅供参考, 报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价, 投资者据此做出的任何投资决策与我公司和研究员无关。我公司及研究员与所评价或推荐的证券不存在利害关系。

我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并进行交易, 也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行服务或其他服务。

本报告版权仅为我公司所有, 未经书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式发表、复制。如引用、刊发, 需注明出处为爱建证券研究发展总部, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。