

动态报告/公司快评

建筑建材

亚厦股份 (002375)

推荐

建筑工程

调研简报

(维持评级)

2010年6月9日

地产调控影响可控,装饰产业链一体化优势逐步加强

分析师: 邱波 qiubo@guosen.com.cn

0755-82133390

SAC 执业证书编号: S0980209050334

联系人: 李遵庆 lizqing@guosen.com.cn

0755-82130833-1827

事项:

近期我们调研了亚厦股份,与公司管理层进行了深入交流。

评论:

■ 公司未来3年业务发展规划

延续公装、家装、幕墙“四三三”均衡业务格局,未来将保持家装龙头地位,并在公装领域加大力度。09-12年公司总营收、归属母公司股东净利润复合增速均超过55%。

■ 公司公装业务细分领域项目情况

目前公司公装业务主要集中于高级写字楼、机场车站、五星级酒店、大型政府机构、艺术场馆等领域。

其中,高级写字楼项目客户主要集中于各大商业机构和地产公司,如各大银行办公场所(浙商银行:6-7个项目,杭州银行:2个项目,宁波银行:2-3个项目,建设银行:2-3个项目,其他银行项目若干)、地产商业中心(万达商业中心:3个项目,其他商业中心项目若干)等。

机场车站项目为公司未来几年主攻方向。目前已承接机场类项目(首都机场元首候机楼、上海浦东国际机场、萧山机场2号航站楼等)口碑良好,为进一步扩大份额打下基础;铁路客站等铁道部项目具有数量多、体量大(温州一项目总额就达2.6亿元)、付款条件好、利润率较高(毛利率16%左右)等特点,为公司未来2年公装业务重点进军领域。

五星级酒店为公司优势领域。截止09年底,公司共参与设计、施工五星级酒店73家,总数列行业前列;10年以来,公司新签五星级酒店项目13个;目前公司部分星级酒店项目采用“全装修”(即从大堂、电梯间,到房间的全包式装修)的承接模式,接单体量大大增加。

政府机构项目为公司多年耕耘的领域,省内优势尤为突出。近年来,公司承接了人民大会堂浙江厅、浙江省人民大会堂、浙江省行政中心、天津司法中心、浙江省国家安全厅等优秀政府机构项目,此外,还两次承接西湖国宾馆整体装修工程。

艺术场馆类项目主要集中于博物馆项目。截止09年底,公司承接了三峡博物馆、浙江美术馆、雷峰塔等、宁波大剧院等40多项艺术场馆类项目;公司与中国美术学院的合作,通过美院设计师直接协作等方式,保障了项目的艺术水准。

■ 公司公装业务地区分布情况

浙江省内营收占比 40%左右，省外项目以京津地区政府项目为最多。

■ 近年来公装业务毛利率下滑的主要原因。

主要原因有二：一是浙江省内公装市场无地方保护，超低价中标较多；二是公司为扩大市场份额，适当降低项目目标利润率。

■ 公司涉足住宅精装修市场的背景

公司自 2004 年左右接触精装修，慢慢将其发展为主要业务领域之一。由于江浙沪地区经济发达，龙头地产商（如浙江绿城、世茂地产等）涉足住宅精装修时间较早，公司从业主方面感受到市场需求空间广大，所以将其逐步作为业务重点发展起来。

■ 家装、公装项目施工环节主要区别

公装项目体量较大，而家装项目由于工艺精细，把握标准较复杂，在复制难度上要大于公装项目。

■ 公司保障家装项目质量的措施

公司主要通过三方面措施保障家装项目质量：加强人才，尤其是项目管理团队人才的培养和储备；制定标准较高的项目管理制度，并严格贯彻执行；加强后备支持，不断提升工厂化配套能力。

■ 公司住宅精装修项目的平均周期

一般项目周期为 8 个月左右；有的大型楼盘精装修项目周期为 10~12 个月，主要由于部分开发商（绿城等）要求标准较高。

■ 公司住宅精装修业务竞争对手情况，公司竞争优势所在

公司在杭州地区家装市场份额列首位，第二名为飞耀装饰，外地竞争对手以小公司居多。

与同行业公司相比，公司优势主要在两方面：一是回头客比率为行业最高，与知名地产商有多年合作关系，订单来源分散且充足；二是项目检验标准苛刻，项目质量位列家装市场第一。

■ 公司住宅精装修业务地区分布情况

江浙地区占比超过 50%，外地市场以北京、上海、天津、南京、武汉、成都、重庆、三亚等地为发展重点，业主均为全国及区域龙头地产商。

■ 住宅精装修项目市场均价情况

平均在 4000~5000 元/单以上，目前市场均价为 2000 元/平米左右，部分高端项目（如温州第一高楼）可达 5000 元/平米左右。

■ 房地产行业宏观调控对公司家装业务的影响

预计今年影响较小，但明年起影响会逐步体现。从市场实际情况来看，由于公司具备较强的品牌优势，且市场占有率尚小，影响程度应该在 10%以内。

从公司市场调研情况来看，目前商品房精装修比率在不断提高，去年很多楼盘项目本来定位为毛坯房，后来改为精装修住宅。同时，随公司在该领域优势不断加强，客户满意度逐步提升，未来市场份额有望进一步提升。

■ 公司幕墙业务发展规划

相对公装、家装两块业务，公司幕墙业务品牌较小，拓展该业务主要目的是保证装饰产业链完整性。

■ 幕墙市场概况

相对公装、家装等内装修市场，幕墙市场材料成本透明，付款难度相对较大，竞争相对激烈。

幕墙材料主要分为玻璃、铝型材、石材、铝板、胶等，其中石材加工业务毛利率最高（大石材加工毛利率一般 30% 以上，小石材一般 20% 以上）。

■ 公司设计业务发展概况

目前，公司设计业务分为酒店、别墅、写字楼、医院、博物馆、楼宇智能化等 6 个部门，均配备专业团队（目前有方案设计师 80 多人）。

考虑到机电安装市场空间广大（大型写字楼一个机电配套项目总额可达 7000-8000 万），公司准备将机电安装部独立出来，对其升级资质，并加强设计力量。

■ 公司广告业务发展概况

公司设置广告业务子公司，主要为地产商开发楼盘做一体化服务，主营楼盘理念、形象设计，甚至楼书设计等。目前广告业务配置 10 名左右员工，项目金额一般为 100-200 万元，项目毛利率较高，计划 2012 年左右达到 1000 万元营收规模。

■ 公司园林景观业务发展概况

目前公司该业务主要集中于地产园林项目，旗下园林公司资质仅为三级。公司考虑在两年内通过并购等方式提升业务资质，并加快市场拓展。

■ 公司业务地域拓展规划，毛利率地区差别

在经济发展较活跃地区（如北京、天津、青岛、武汉、成渝等），公司计划走区域复制道路。目前公司在北京已经成立京津地区分公司，管理模式复制公司本部，在三亚、武汉、成渝等地（订单量需超过 5 亿元）也正以类似模式进行拓展。

在本地市场，公司将继续扩大市场占有率。目前公司杭州市场占有率约为 10%，仅靠杭州市场就可以做到 100 亿元营收。

公司项目毛利率地区差别不明显。

■ 公司未来毛利率提升手段及目标

公司计划通过提升议价能力、集中采购大宗材料、加快募投项目建设、加强管理及绩效考核、加强审计决算能力等措施，在 2 年内提升综合毛利率水平至 16% 以上，提升净利率水平至 6% 以上。

■ 公司控制营销费用的措施

主要由于品牌优势明显，回头客多，公司营销成本低于行业平均水平。公司本身有十几个营销部门，但今年有 20% 以上的项目未经营销，由业主直接找公司总经理、副总经理签定。

■ 公司应收账款回收情况

公司资金能力、履约能力强，所以项目赔付率、后期维护费用率较低，至今没有发生过坏账。

公司通过对各部门进行业务考核保障项目正常回款：（1）在建项目应收进度款由现场工程人员负责；（2）完工项目未收回款项，也由现场工程人员负责；（3）审计完未回款由审计决算部门负责；（4）拖欠款由现场工程人员、法务部、财务部共同负责。

■ 公司人才培养概况

公司实行总工程师负责的设计研发体系，目前共有建筑装饰装修和建筑幕墙设计人员 154 人、施工技术研发人员 31 人，其中高级高级工程师 11 人、工程师 59 人。

公司目前有 100 多名注册建造师，项目经理平均做单量达 2000 万元，年增速达 50%。亚厦学院一年 3 个班，一个班 60 人，3 年学制，培养的都是未来的项目经理。

■ 募投工厂化项目情况及超募资金投向

公司从 92 年开始进行工厂化尝试，IPO 前主要集中于木制品加工、幕墙铝合金构件、家具制作等领域，其中木制品占 40%以上，家具占 10%左右；IPO 募投项目主要集中于木制品加工、节能门窗和幕墙制作等领域，其中木制品占 70%左右，节能门窗和幕墙占 30%左右；IPO 前公司原料配套率仅为 10%左右，随募投项目逐步达产，自做部件将稳定提升公司毛利率。

公司超募资金计划用于园林公司收购（需几千万元）、复制工厂（2000~3000 万一个）、补充项目流动资金等。

■ 盈利预测及投资评级

结合目前公司各业务发展规划，以及超募资金使用规划，我们预计公司 10~12 年 EPS 分别为 1.08 元/股、1.65 元/股、2.18 元/股，对应 P/E 分别为 41X、27X、20X，维持“推荐”的投资评级。

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	推荐	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	谨慎推荐	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	回避	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	推荐	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	谨慎推荐	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 5%-10 % 之间
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 5\%$ 之间
	回避	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 5%以上

分析师承诺:

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

免责条款:

本报告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。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归国信证券所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。