

建筑装饰

亚厦股份(002375.SZ)/38.50 元
好行业、好企业，估值偏低

事 项

7 月 5 日，我们对亚厦股份进行了调研。

主要观点

- **行业景气度高。**装修行业一方面能够享受房建行业量的增速，另一方面，住宅、公建精装修比例的提高，二次装修，装修档次的提升均能使装修行业享受额外的增速。装修行业符合消费升级和发展的方向，景气度高。
- **房地产调控的影响比想象中的小。**公司 10 年上半年新增订单保持快速增长，由于装修工程在主体结构完工之后进行，因此房地产调控对公司的影响将会比较滞后。但是事实上，我们认为这种滞后的影响也不是太大，一方面，来自公司公建的业务仍然占到公司主营收入的半壁江山；另一方面，公司超过一半的新增订单来自老业主，我们注意到这些与公司有着战略合作关系的高端房地产开发大部分并未采取“捂盘惜售+观望”的策略，此外，公司现阶段对于订单仍然具有一定的选择能力，这将会给公司带来缓冲。
- **住宅精装修领域具有优势。**虽然 09 年来自住宅精装修业务的收入仅占主营收入的 27%，但是在过去 3 年，公司住宅精装修业务占比大幅提升，07 年这一数字仅为 9%。这实际上反映了住宅精装修市场的快速发展。住宅装修相对而言难度较公建更大，公司的业务能力得到了绿城等高端开发企业的认可，在住宅精装修领域具有领先优势，长期来看，这一市场的快速发展将会使公司受益。
- **毛利率下降的趋势将会有所改变。**近三年公司的毛利率水平呈现出小幅下降的趋势，在木制品厂和玻璃幕墙加工厂两个募投项目投产后，公司半成品的自给率将会有所提升，预计对毛利率的贡献将会有正的 0.5-1.5 个百分点，如不考虑其他因素影响，毛利率将会有所提升、至少下降的趋势能够减缓。
- **管理制度较为完善。**公司拥有比较完善的人才培养体系，建立有从学校开始的人才梯队，注册建造师人数达到 86 人，能够带团队的项目人员实际远超此数。项目的管理制度经过多年摸索趋于成熟、内部损耗相对较低，激励机制合理，总体而言，我们认为公司的管理制度较为完善。
- 我们预测公司 2010、2011、2012 年主营收入分别为 50 亿、75 亿、104 亿，同增 100%、50%、40%，EPS 分别为 1.31 元、2.23 元、3.11 元，当前股价对应 10、11、12 年动态 PE 分别为 29X、17X、12X，这一估值水平没有完全反应公司的成长能力，具有向上修复的动力，我们首次关注并给予强烈推荐的评级。

研究员：高利

联系人：张弛

Tel: 010-59370823

Email: zhangchi@hcqz.com

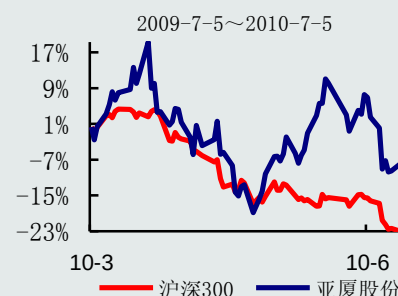
投资评级

投资评级:	强推
评级变动:	首次评级

公司基本数据

总股本(万股)	21100
流通 A 股/B 股(万股)	5300/0
资产负债率(%)	67.39
每股净资产(元)	3.31
市盈率(倍)	61.40
市净率(倍)	11.63
12 个月内最高/最低价	50.55/33.81

市场表现对比图(近 12 个月)



资料来源：港澳资讯

相关研究报告

附录：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2009	2010E	2011E	2012E
流动资产	1466	4124	5267	6843
现金	330	1949	2074	2411
应收账款	888	1667	2462	3447
其它应收款	128	249	387	533
预付账款	32	45	32	36
存货	85	213	310	413
其他	3	2	2	2
非流动资产	138	222	300	354
长期投资	0	0	0	0
固定资产	49	119	181	225
无形资产	29	37	48	53
其他	61	66	71	76
资产总计	1604	4347	5567	7198
流动负债	1064	1937	2713	3684
短期借款	45	20	40	40
应付账款	750	1622	2352	3301
其他	269	295	321	344
非流动负债	17	6	7	10
长期借款	0	0	0	0
其他	17	6	7	10
负债合计	1081	1943	2721	3694
少数股东权益	0	0	0	0
股本	158	211	211	211
资本公积金	80	1631	1631	1631
留存收益	285	562	1004	1661
归属母公司股东权益	523	2404	2846	3503
负债和股东权益	1604	4347	5567	7198

现金流量表

单位：百万元	2009	2010E	2011E	2012E
经营活动现金流	174	110	193	380
净利润	132	277	470	657
折旧摊销	11	12	22	31
财务费用	2	-18	-33	-36
投资损失	0	-0	-0	-0
营运资金变动	6	-144	-263	-269
其它	23	-16	-3	-2
投资活动现金流	-19	-88	-93	-79
资本支出	17	80	80	70
长期投资	-2	-1	-1	-1
其他	-4	-9	-14	-10
筹资活动现金流	-5	1597	25	36
短期借款	0	-25	20	0
长期借款	0	0	0	0
普通股增加	0	53	0	0
资本公积增加	0	1551	0	0
其他	-5	18	5	36
现金净增加额	150	1619	125	337

资料来源：公司报表、华创证券

利润表

单位：百万元	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	2487	4975	7462	10447
营业成本	2118	4268	6358	8920
营业税金及附加	86	172	256	359
营业费用	18	36	52	75
管理费用	56	114	164	209
财务费用	2	-18	-33	-36
资产减值损失	29	33	37	42
公允价值变动收益	-0	0	-0	-0
投资净收益	-0	0	0	0
营业利润	178	369	628	878
营业外收入	0	0	0	0
营业外支出	1	0	1	1
利润总额	177	369	628	877
所得税	45	92	158	220
净利润	132	277	470	657
少数股东损益	0	0	0	0
归属母公司净利润	132	277	470	657
EBITDA	191	364	618	873
EPS（元）	0.84	1.31	2.23	3.11

主要财务比率

	2009	2010E	2011E	2012E
成长能力				
营业收入	53.7%	100.0%	50.0%	40.0%
营业利润	57.5%	107.5%	70.1%	39.7%
归属母公司净利润	54.7%	109.2%	69.7%	39.9%
获利能力				
毛利率	14.8%	14.2%	14.8%	14.6%
净利率	5.3%	5.6%	6.3%	6.3%
ROE	25.3%	11.5%	16.5%	18.8%
ROIC	61.0%	59.3%	57.0%	57.3%
偿债能力				
资产负债率	67.4%	44.7%	48.9%	51.3%
净负债比率	4.16%	1.03%	1.47%	1.08%
流动比率	1.38	2.13	1.94	1.86
速动比率	1.30	2.02	1.83	1.75
营运能力				
总资产周转率	1.84	1.67	1.51	1.64
应收账款周转率	3	4	4	4
应付账款周转率	3.46	3.60	3.20	3.16
每股指标(元)				
每股收益	0.63	1.31	2.23	3.11
每股经营现金	0.82	0.52	0.91	1.80
每股净资产	2.48	11.39	13.49	16.60
估值比率				
P/E	45.18	28.84	17.00	12.14
P/B	11.43	3.32	2.80	2.28
EV/EBITDA	40	21	12	9

华创行业公司投资评级体系(基准指数沪深 300)

公司投资评级说明：

- 强推：预期未来 6 个月内超越基准指数20%以上；
- 推荐：预期未来 6 个月内超越基准指数10%—20%；
- 中性：预期未来 6 个月内相对基准指数变动幅度在 -10%—10%之间；
- 回避：预期未来 6 个月内相对基准指数跌幅在10%—20%之间。

行业投资评级说明：

- 推荐：预期未来3-6个月内该行业指数涨幅超过基准指数5%以上；
- 中性：预期未来3-6个月内该行业指数变动幅度相对基准指数-5%—5%；
- 回避：预期未来3-6个月内该行业指数跌幅超过基准指数5%以上。

免责声明

本报告仅供华创证券有限责任公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

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。本报告所载信息均为个人观点，并不构成所涉及证券的个人投资建议，也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。本文中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。

本报告版权仅为本公司所有，本公司对本报告保留一切权利，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用本报告的任何部分。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“华创证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华创证券研究所

地址：北京市海淀区复兴路 21 号海育大厦 7 层

邮编：100036

传真：010-59370801