

一晴方觉夏深

住宅精装修业务渐入佳境

报告关键点:

- 成长性良好
- 施工能力强, 易复制, 跨地域扩张能力强
- 住宅精装修业务成为公司发展最亮丽的增长点

报告摘要:

- **订单快速增长, 业绩三年翻两番:** 根据我们估计, 公司上半年订单接近40亿元, 其中公装约18亿元, 住宅精装修约14亿, 幕墙约7亿元。预计全年实现65亿元的订单目标问题不大, 公司有条件选择优质客户。装饰装修行业进入发展的春天, 行业的市场集中度逐渐上升, 行业龙头企业市场份额快速提升, 公司有望在三年内成长为规模超百亿的企业, 预计未来三年业绩的复合增长率高达71%。
- **质量立业, 品牌影响力日益扩大。** 公司推行精品战略, 以一流精品树立一流市场品牌。施工能力强, 业内口碑好, 回头客占比高。回头客的开发和维护成本较低, 高比例的回头客使得公司的销售费用率显著低于同业竞争对手。住宅精装修业务易复制, 从而形成标准化模式, 公司未来能够在规模快速扩张的同时保持毛利率的稳定上升。
- **国内高档住宅精装修市场的领跑者。** 精装修住宅是社会与经济发展到一定阶段后住宅发展的必然趋势。政府、开发商和消费者三个层面均支持未来精装修住宅比例快速提升。亚厦股份紧紧抓住了国内住宅精装修市场成长的时机, 业务规模迅速扩张, 已经成为国内高档住宅精装修市场的龙头, 标准化模式逐渐形成, 住宅精装修业务也成为公司未来发展最亮丽的增长点。
- **公共装饰市场细分行业多, 发展空间大。** 公司是业内高端公共装饰市场细分行业拓展最多的企业之一, 标志性工程遍布全国20多个省级区域, 全国营销网络已经初步建成。公司在机场、高铁客运站装修这些细分行业拓展顺利, 未来将持续受益于这些领域的快速增长。
- **高增长, 高估值。** 2010-2012年公司的EPS分别为1.30、2.1和3.14元, 综合考虑未来建筑装饰市场的发展以及公司在市场中的竞争优势, 特别是公司在住宅精装修领域的龙头地位, 我们给予买入-B的投资评级, 12个月目标价63元。

财务和估值数据摘要

(百万元)	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	1,618.5	2,487.3	4,853.2	7,487.0	10,654.1
Growth(%)	20.5%	53.7%	95.1%	54.3%	42.3%
净利润	85.5	132.3	274.9	443.3	662.2
Growth(%)	21.3%	54.7%	107.8%	61.3%	49.4%
毛利率(%)	15.1%	14.8%	14.7%	15.0%	15.4%
净利润率(%)	5.3%	5.3%	5.7%	5.9%	6.2%
每股收益(元)	0.41	0.63	1.30	2.10	3.14
每股净资产(元)	1.85	2.48	11.59	13.37	16.04
市盈率	103.2	66.7	32.1	19.9	13.3
市净率	22.6	16.9	3.6	3.1	2.6
净资产收益率(%)	21.9%	25.3%	11.2%	15.7%	19.6%
ROIC(%)	38.9%	57.7%	129.1%	35.9%	32.8%
EV/EBITDA	52.0	33.9	20.6	13.3	8.8
股息收益率	0.0%	0.0%	0.3%	0.5%	0.7%

评级:

买入-B

上次评级: 买入-B

目标价格:

63.00 元

期限: 12 个月 上次预测:

现价: 41.85 元

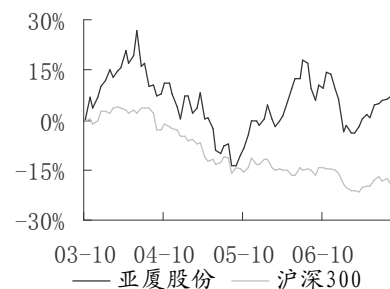
报告日期:

2010-07-17

市场数据

总市值(百万元)	8,830.35
流通市值(百万元)	2,218.05
总股本(百万股)	211.00
流通股本(百万股)	53.00
12 个月最高/最低	33.81/50.55 元
十大流通股(%)	14.89%
股东户数	23,617

12 个月股价表现



%	一个月	三个月	十二个月
相对收益	1.74	18.48	32.02
绝对收益	(2.88)	(3.57)	6.35

研究员

李孔逸

行业分析师

0755-82558026 liky@essence.com.cn
证书编号 S1450209090282

石磊

首席行业分析师

021-68765916 shilei@essence.com.cn
证书编号 S1450209090259

王天睿

助理行业分析师

021-68765363 wangtr@essence.com.cn

前期研究成果

亚厦股份: “绿色装修” 成长性较佳

2010-03-08

投资要点:

“连雨不知春去，一晴方觉夏深。”选这首诗中的一句作为标题一方面是正巧今天上海的梅雨季节刚过，天气放晴，应了景。另一方面是觉得大家普遍担心亚厦股份在房地产市场低迷的时候订单是否还能快速增长，或者虽然订单增长，但毛利率会下滑，而我们认为公司住宅精装修业务已经到了“放晴”的时候，未来几年将在快速扩张的同时，毛利率稳定上升。

成长性好:

根据我们估计，公司 2010 年上半年订单接近 40 亿元（2009 年全年 32 亿元）。

2010-2012 年公司的 EPS 分别为 1.30、2.1 和 3.14 元，三年复合增长率 71%，给予买入-B 的投资评级，12 个月目标价 63 元。

公司主要优势:

标准化。住宅精装修更易标准化，而标准化（项目数量、经验、团队）是一个优秀企业商业模式可复制、跨地域扩张的重要基础。同时住宅精装修还可以跟随开发商扩张的扩张，地产行业本身集中度的提升，带来了公司市场份额的提升。

突破资金瓶颈。对装饰装修的工程施工企业来说，轻资产重流动性是其主要特征，行业具有资金密集型特点，承接工程的业务规模与企业的资金实力密切相关。公司上市使企业快速突破了资金瓶颈，进入跨越式发展阶段。

施工能力强，技术创新实力强——住宅精装修对装饰细节和施工能力要求高。公司有一批长期合作，配合默契，善于做精装修的施工团队，保证了施工的质量和稳定。设计一般由开发商自己的设计部门或外部的设计院来完成，相对不那么重要。

业内口碑好，回头客占比高——精装修采用邀请招标方式，以往业绩和业内口碑非常重要。公司地处浙江，房地产开发商数量众多，已经上市的就有绿城、滨江、顺发恒业、雅戈尔和浙江广厦等，更便于公司与之建立良好的合作关系。

工厂化程度快速提高——精装修工程体量大，往往都是一栋一栋楼的签约，单体规模相对公共建筑装修更大，可以节约谈判成本和销售费用，同时要求大批量的复制，对标准化的木制品需求量大，工厂化对毛利率的提升也更为明显。

项目经理分类管理显成效——开发商招标时看重项目经理的以往业绩和施工团队，项目经理长期从事住宅精装修业务更易被开发商接受。

行业层面:

住宅精装修市场容量大，而且处于快速上升期。国内住宅精装修比例快速提升，装修标准提升，公司市场份额提升，三重叠加，公司显著受益。

住宅装修和商品住宅的竣工面积密切相关，从历史来看，竣工面积的波动幅度最小，2000 年以来还未出现过负增长的情况。

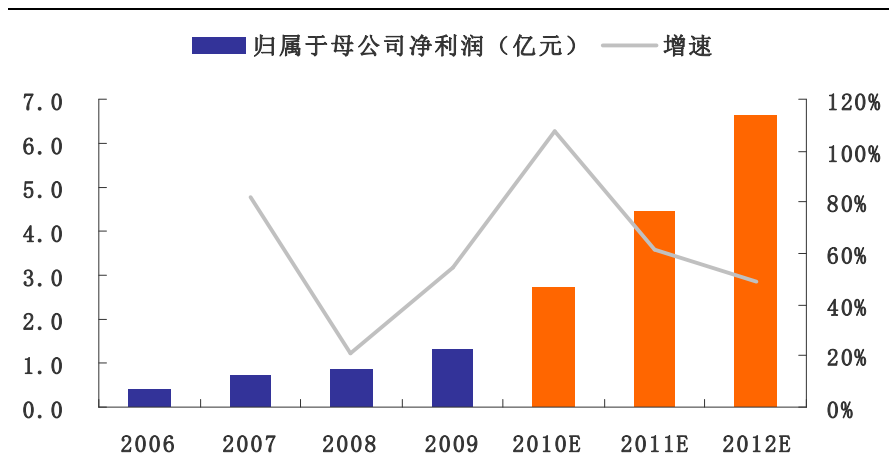
住宅精装修考验的是装饰公司的施工能力，对设计能力的要求不那么高，设计这一环节一般由地产公司中专门的设计部门或设计院完成。

行业发展的广阔前景和产业集中化的必然趋势，为装饰装修行业内的领先企业提供了近乎无限的遐想空间。

1. 成长性好

近年来,公司在业务上迅速突破,主营业务收入从2006年的8.72亿元上升到2009年24.87亿元,年复合增长率达41.8%。归属于母公司净利润从3871万元上升到1.32亿元,年复合增长率高达50.6%,业绩呈现爆发式增长态势。受益于未来住宅精装修业务的持续高速增长和公装部分新业务的拓展,预计2010-2012年公司业绩进一步提升,三年复合增长率达71%。

图1 公司业绩爆发式增长



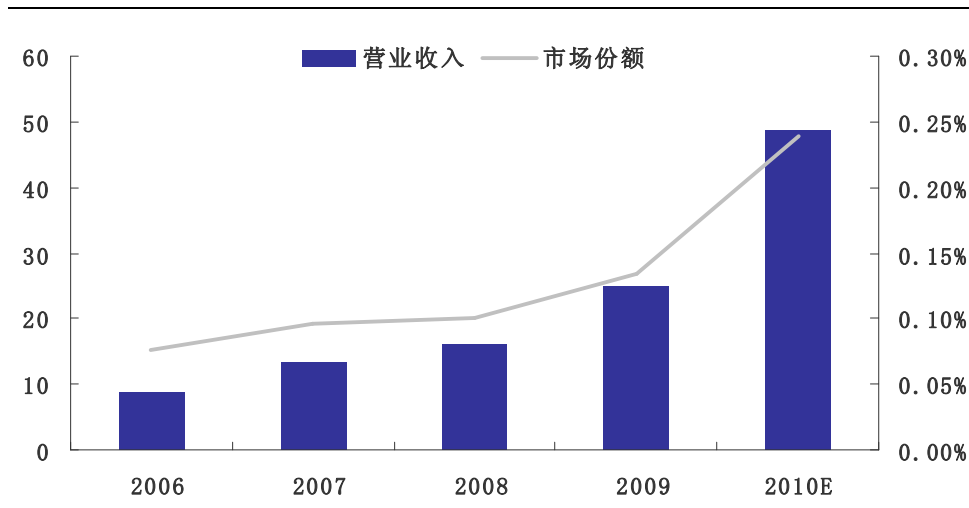
数据来源：公司调研，安信证券研究中心

根据我们估计,公司上半年订单接近40亿元,其中公装约18亿元,住宅精装修约14亿,幕墙约7亿元。预计全年实现65亿元的订单目标问题不大,公司有条件选择优质客户。全年下来公司订单分布情况大概是公装约45%,住宅精装修39%,幕墙16%。

1.1. 市场份额持续提升

公司在业务上取得突破性发展的同时市场份额加速上升。公司在装饰装修行业的市场份额从2006年的0.08%上升到了2009年的0.134%,预计2010年将进一步上升至0.24%,虽然上升速度非常快,但市场占有率还不到0.25%,未来仍有较大的提升空间。

图2 公司营业收入和市场份额



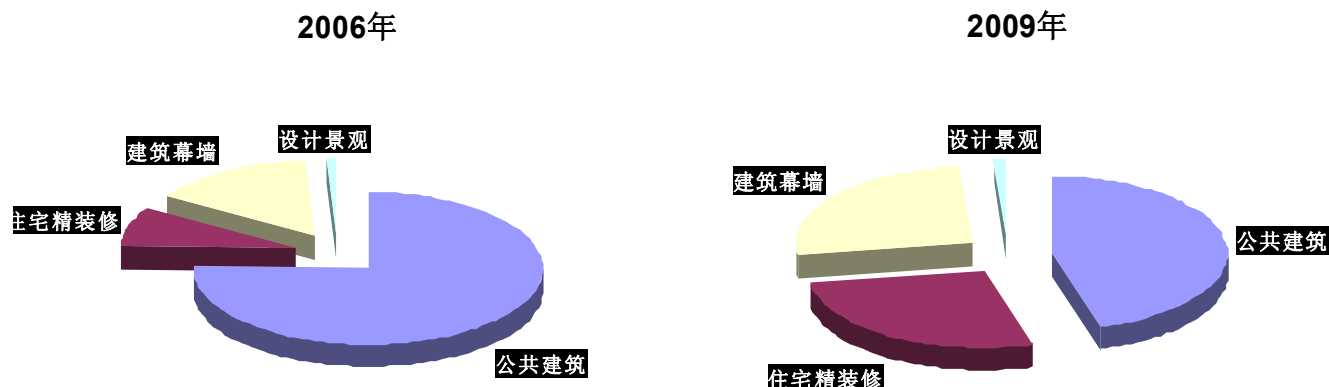
数据来源：安信证券研究中心

1.2. 住宅精装修业务成为公司最亮丽的增长点

公司的业务在快速发展的同时结构也渐趋均衡,抗市场风险能力更强。业务结构

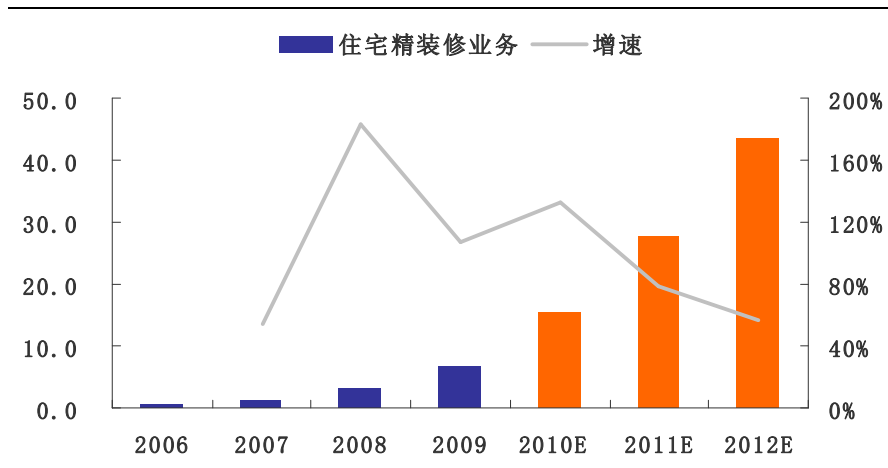
由 2006 年公共建筑装饰一家独大（占 75.4%）逐步发展到 2009 年公共建筑装饰（45.5%）、住宅精装修（25.9%）和建筑幕墙（25.6%）三足鼎立的态势。其中精装修业务三年复合增长率超过了 100%，成为公司最亮丽的增长点。预计未来 3-5 年，住宅精装修仍将是公司增长最快的业务。

图 3 公司主营业务及收入构成 2006 年与 2009 年对比



数据来源：安信证券研究中心，公司资料

图 4 公司住宅精装修收入和增速



数据来源：安信证券研究中心

2. 公司竞争优势突出

公司成长速度明显快于行业平均水平，市场份额持续提升；随着公司在住宅精装修领域的拓展，标准化逐渐成型，可复制性大大增强；自成立以来公司就秉承“质量第一，信誉至上”的宗旨，建立了良好的口碑和品牌。过硬的质量和响当当的品牌吸引了一批又一批的回头客，客户的开发和维护成本相对较低，销售费用率显著低于同业；公司求贤若渴，通过各种途径吸引人才的加盟，实施“事业留人、感情留人、待遇留人”的策略，在努力吸引人才的同时也注意留住现有人才；公司率先在同行业推广“生产工厂化、加工配套化、装配现场化”的技术革新，提升了项目的毛利率水平，积极实施“科技领先”的发展战略，逐步建立起企业的科技创新体系，在施工设计方面具备了行业领先水平。

2.1. 标准化，可复制

当一个企业做同类业务达到一定数量，就一定会拥有丰富的经验，它就可以较容易地形成标准化。标准化是一个优秀企业商业模式可复制、跨地域扩张的重要基础。

我们认为，金螳螂公司在 2006-2009 年间能够在规模快速扩张的同时保持毛利率

的稳定上升的一个重要原因是：金螳螂的酒店装修业务实现了一定程度的标准化。自 2006 年以后，酒店装饰服务的营收贡献在金螳螂公司中的占比超过 30%，伴随着国际高档连锁酒店在华的快速扩张，金螳螂在酒店装饰领域实现了一定程度的标准化，公司规模快速扩张的同时，毛利率保持了稳定上升。

而亚厦股份的住宅精装修业务的营收贡献 2009 年达到了 26%，预计 2010 年将达到 30%。数字背后的含义是，亚厦股份在某住宅精装修这一细分领域一定程度上实现了业务标准化。

今年上半年，公司订单中住宅精装修占比接近 40%，省外订单已经超过省内（2009 年省内收入占比 58%），预计下半年省外订单可能占比会更大，扩张能力逐渐显现，公司毛利率也将步入上升期。

2.2. 质量立业，施工能力强

公司是中国建筑装饰行业的龙头企业、中国建筑装饰协会副会长单位，现位居中国建筑装饰行业百强企业第二名。

公司一直非常重视品牌建设，自成立以来就秉承“质量第一，信誉至上”的宗旨，推行精品战略，以一流精品树立一流市场品牌。为了保证过硬的质量，公司对所承接的每一笔业务，从设计、用料、加工、出货到安装每道程序都严格把关，做到精料、精活、精样，即使有时赚不到钱，也没有动摇以质量立业的信念。近 3 年来，公司获国家级工程奖（鲁班奖、国家优质工程奖、全国建筑工程装饰奖和全国建筑装饰科技创新奖）数量总计达到 53 项，在全国建筑装饰企业中名列第二。

表 1：中国建筑装饰行业百强前五名企业获国家级工程奖统计表

企业名称	获国家级工程奖（2007-2009）
苏州金螳螂建筑装饰股份有限公司	75
浙江亚厦装饰股份有限公司	53
深圳深装总装饰工程工业有限公司	10
中国建筑装饰工程有限公司	31
深圳市洪涛装饰股份有限公司	35

数据来源：公司招股说明书，安信证券研究中心

公司虽然方案设计较弱，但在施工设计和技术创新领域非常强。施工设计和技术创新可以有效提高方案设计的表现能力，提升工程质量，缩短工期，从而增加回头客和订单。住宅精装修对装饰细节和施工能力要求高。对设计能力的要求不那么高，设计这一环节往往由地产公司中专门的设计部门或设计院完成。

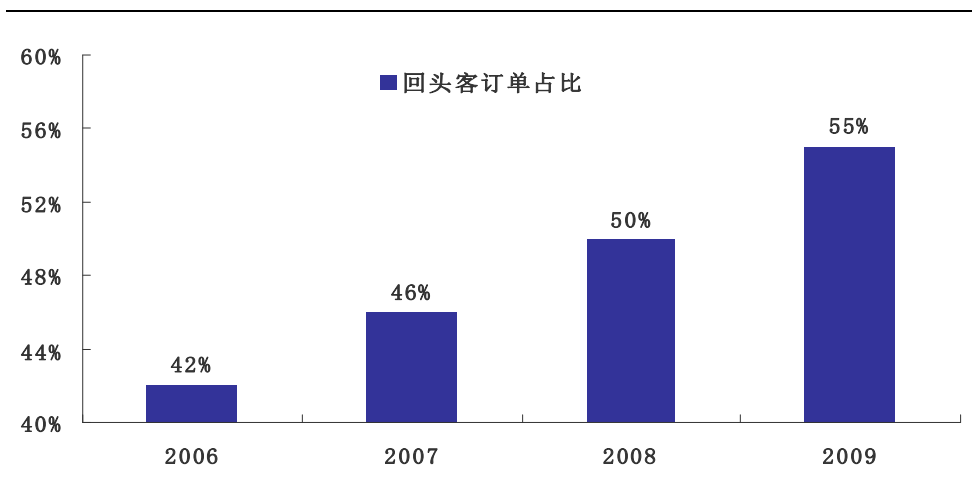
公司通过实施“科技领先”的发展战略，逐步建立起企业在施工领域的优势地位，公司先后参与了《环境标志产品技术要求——建筑装饰装修工程》、《住宅全装修个性化定制系统》等国家标准、规范的制定、修订和研发工作，促使科技创新成为公司的核心竞争力。2006 年-2008 年，在代表行业施工能力和技术创新实力的建筑装饰科技创新奖评选中共获得 31 项，连续三年名列行业第一。

为了配合公司装饰制品工厂化生产的需要，公司不断加强企业现有技术的整合，积极推广应用中国建筑装饰行业重点示范、推广的 10 项新技术，对施工过程中经常出现的质量问题进行质量攻关，解决了装饰装修施工过程中大多数装饰施工企业难以解决的关键质量技术问题，使公司始终处于行业技术创新的前沿，带动全行业技术水平的提升。

2.3. 回头客占比高，销售费用低

过硬的质量，响当当的品牌，吸引了一批批客户慕名而来，满意而归，同时又把亚厦推荐给了朋友、合作伙伴等，受此影响，公司品牌影响力逐步扩大，2006 年-2009 年，公司回头客比例持续上升，从 2006 年 42% 迅速上升至 2009 年 55%。回头客的开发和维护成本较低，高比例的回头客使得公司的销售费用率显著低于金螳螂，也低于洪涛股份。

图 5 公司回头客订单占比



数据来源：公司调研，安信证券研究中心

表 2：建筑装饰行业上市公司销售费用对比

	2007	2008	2009
洪涛股份	1.16%	0.89%	0.77%
金螳螂	2.43%	3.07%	2.82%
亚厦股份	0.60%	0.86%	0.72%

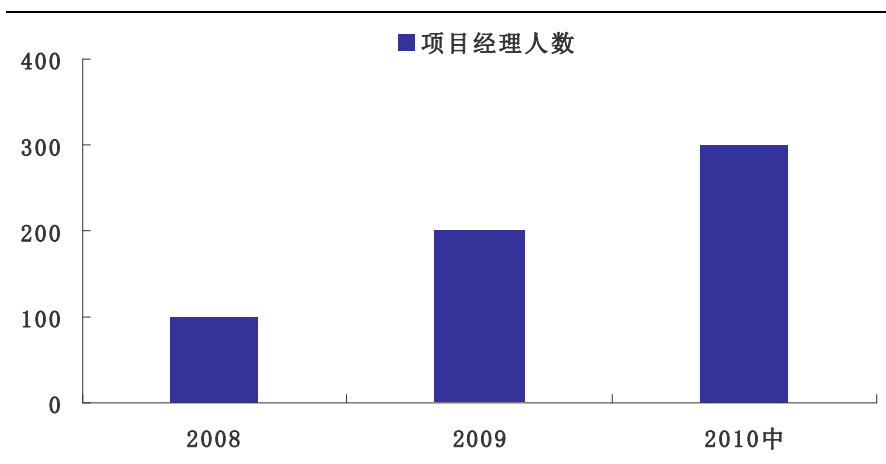
数据来源：wind，安信证券研究中心

2.4. 项目经理分类管理显成效

公司拥有一支和企业共同成长起来的项目经理队伍，自 2001 年以来，公司先后有 58 人次被评为“全国优秀建筑装饰项目经理”。随着公司业务的快速扩张，公司项目经理也进入快速上升期，2008 年末公司项目经理约 100 人，2009 年末已接近 200 人，截止 2010 年 6 月底，公司项目经理更是增至约 300 人，其中住宅精装修项目经理占三分之一。

公司很早就对项目经理进行分类管理，精装修做得好的会持续安排做精装修项目，在业内形成良好口碑。这些项目经理是保证公司在规模迅速扩大的同时仍然保证工程质量并进行技术创新的关键人物。

图 6 公司项目经理人数快速上升



数据来源：公司调研，安信证券研究中心

公司的熟练技术工人占比高。公司在浙江上虞生产基地有熟练技术工人近 1000 人，十年以上工龄的熟练技术工人占 80%以上，熟练机械操作工人超过 60%，而且上虞作为全国建筑之乡，熟练技术工人相对容易招募，募资到位后就可以助力公司木制

品和幕墙的工厂化运作。

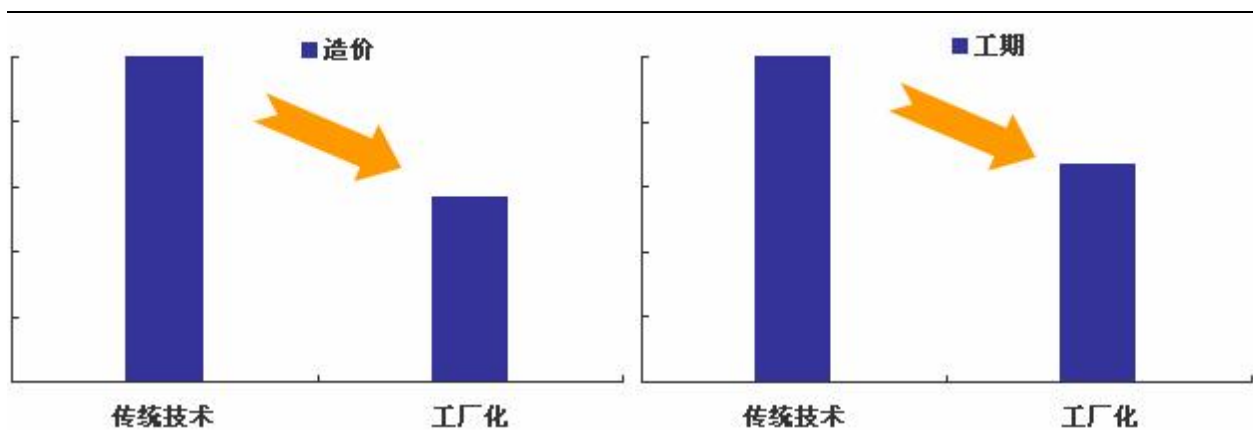
公司董事长丁欣欣对人才的渴求在上虞是出了名的。公司成立之初，丁欣欣先生通过找各种关系、上门邀请等形式引进了 3 名在当地有一定知名度的手艺人。1993 年又把公司的业务骨干送到中国美院学室内设计，并通过这种关系又从中国美院引进了 2 名设计专业人才，以这几名专业人才为依托，亚厦于 1993 年成立了专门的室内设计院。

此外，在大力引进人才的同时，亚厦也很注重留住现有人才和对现有人员的培训教育。公司积极实行“事业留人、感情留人、待遇留人”的方针，在为人才提供优厚薪酬和实现价值的平台的同时，也注重通过建立良好的私人感情来积极主动的留住人才。公司还与浙江建设职业技术学院签订了联合办学协议，共同组建成立“浙江建设职业技术学院亚厦学院”，通过定点培养，公司能够储备更多技术应用型人才，建设切合实际需求的人才梯队。

2.5. 木制品工厂投产后将有效提升公司毛利率和接单能力

建筑装饰行业的未来发展方向就是部品部件的工厂化和现场施工的装配化。在国外，部品部件工厂化生产已经广泛应用，而且大大提高了建筑装饰行业的工艺水平和效率。美国的工厂化水平达到了 95% 以上，英国也大量采用部品部件工厂化生产，根据英国皇家特许建造师协会 (CIOB) 统计，同类型项目比国内传统技术的造价节约近 43%，工期节约近 1/3。

图 7 装饰装修传统技术和部件工厂化后的造价与工期比较



数据来源：CIOB，安信证券研究中心

公司十多年前就引进德国、意大利等进口专业生产流水线，建立了具备专业设计、研发能力的木制品、幕墙、铝合金门窗等标准化生产加工基地，是国内建筑装饰行业最早推行工厂化生产的企业之一，并率先在同行业推广“生产工厂化、加工配套化、装配现场化”的技术革新，并被认定为“全国建筑装饰行业产业化实验基地”。

公司目前的木制品产能较小，虽然 95% 以上的都已经供给了公司，也仅能满足 10% 不到的公司工程需求，此次 IPO 募集资金优先投入木制品工厂化项目，正显示了公司对产品工厂化的重视和迫切需求，从而在行业内率先加快了工厂化进程。

本次募集资金拟投资项目建成后，按公司 2009 年需求量测算，建筑装饰业务的木制品自给能力将由 6.36% 上升至 80% 左右，木制品产能从 4000 万元左右上升到 5 亿元；而这些产品并不体现销售收入，主要体现在工程业务毛利率的提高，从而有效提升公司未来的毛利率水平。

目前，公司木制品厂投资项目进展顺利，预计进度会比招股书中提到的稍稍提前，明年上半年既可投产。公司这方面已经具有 16 年的从业经验，长期的工厂化生产经验为募集资金项目的顺利实施奠定了坚实的基础，投产日期预计将比前期计划有所提前，明年上半年就可以投产，这些经验未来还有望复制到异地，从而支持公司的全国扩张。

此外，工厂化生产、装配化施工对项目经理、施工员与工厂的配合、工厂解构工艺、材料加工工艺、现场装备技术等方面，都需要有较高的配合水平与技术能力，亚厦股份通过长期的探索与总结，目前已经较为普及的运用到公司所有的项目中。

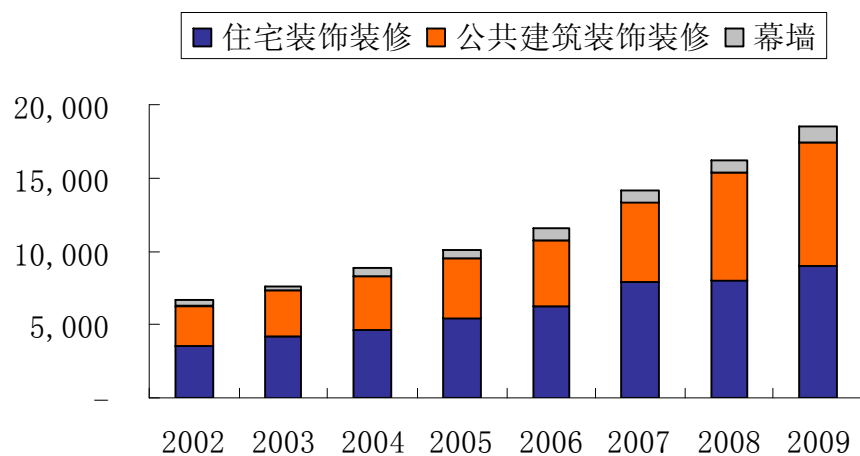
3. 建筑装饰行业的春天

3.1. 高速成长的建筑装饰业

建筑装饰行业的发展与经济发展水平相关性较强。我国综合实力不断增强，各项事业得到了全面的发展，特别是旅游业、金融业、商业、房地产开发等第三产业的发展直接拉动了建筑装饰行业的迅速发展。进入 21 世纪，我国城市化进程不断加快、城乡居民可支配收入的增加带来的消费结构逐步升级，相应地，住宅家装市场以及公共建筑的需求开始快速增长，我国建筑装饰行业的春天已经来临。

2001-2009 年，国内建筑装饰行业获得了飞速的增长，复合增长率达 16.4%。2009 年行业总产值达 18500 亿元，其中家庭住宅装饰装修约 9000 亿元；公共建筑装饰装修约 8400 亿元；幕墙 1100 亿元。

图 8 我国 2002-2009 年建筑装饰行业总产值



数据来源：CEIC，安信证券研究中心

3.2. 行业存量特征提供稳定并持续增长的市场空间

对于建筑装饰装修行业来说，由于装饰本身自然的更新换代与内装的折旧期较短，需求定期更新换代，存在明显的其存量市场特征。据行业协会统计，目前我国建筑装修周期普遍为 8-10 年，公共建筑中如高档酒店的装修周期可能相对更短。保守按照 10 年的周期计算，2000-2009 年 10 年间的建筑装饰装修行业总收入已超过 10 万亿元，目前存量市场部分每年已经提供约 1 万亿元的市场需求。而未来随着城市化比例的升高与居民消费水平的提升，此容量未来几年还将继续提升，因此，每年进行大量的建筑装饰改造将形成大量稳定的装饰需求。

4. 住宅精装修行业的领跑者

公司紧紧抓住了国内住宅精装修快速成长的时机，业务规模迅速扩大，住宅精装修已成为公司业务发展的最亮丽的增长点。

2006-2009 年，公司住宅精装修业务保持了 100%以上的复合增长率。占公司业务比重由 8.55%，上升到了占比 26.9%。2009 年该业务营业收入达到 6.7 亿元，承接的业务大多数为毛利率较高的高档住宅精装修项目，公司已经成为国内高档住宅精装修市场的领跑者和客户广泛认同的品牌。

住宅精装修市场容量大，而且处于快速上升期。国内住宅精装修比例快速提升，装修标准提升，公司市场份额提升，三重叠加，公司显著受益。

4.1. 何谓精装修

住宅精装修通常包括硬装和软装。按照市场上比较普遍的做法，硬装是厨房、卫生间的全部装修和客厅、卧室的六面体装修以及空调的安装。具体说来，厨房的装修主要是整体橱柜的安装，包括灶台、脱排油烟机、水槽等；地砖、瓷砖的铺设。卫生间包括淋浴房、面盆、座便器以及热水器的安装；地砖、瓷砖的铺设。也就是说，当业主拿到房子的时候，厨房和卫生间是直接可以使用的。客厅和卧室主要是墙面和顶棚的粉刷、地板的铺装，以及主要房间的空调安装。除此之外，还有内门和开关的安装和各种管线的预埋。这是现在我们常见的精装修的内容，至于建材、电器配置品牌的高低和设计的优劣则根据不同楼盘的档次而有所不同。

而软装则是把电器、家具都配备好了，就是通常所说的“拎着皮箱就可以入住”，基本上就是酒店式公寓了。

目前我们市场上主流的精装修房是提供给业主的是一个干干净净的壳儿，房子拿到手后不用大刀阔斧地搞装修，而是买一些家具、电器及其他软装饰后就可以轻松入住了。

4.2. 住宅精装修是房地产行业发展的必然趋势

精装修住宅是社会与经济发展到一定层面时住宅发展的必然趋势。住房已从过去的满足初步居住需求提升到作为生活舒适性需求的重要产品以及个人资产的组成部分，住房装修也成为当今市场需求的一个重要方面。随着住宅产业化速度的加快以及人们消费理念的逐渐成熟，精装修房必将成为住房市场发展的主导方向。无论是从政府政策方面，还是从市场方面来看，未来住宅精装修的快速发展均是可以期待的。

4.2.1. 国外经验

在发达国家，精装修住宅的比例达到了 70% 左右，在美国、西欧、日本等地区早已实现了精装修和住宅产业化，基本达到了“拎包入住就能住”的地步。新加坡、香港和台湾等地销售的也基本上精装修住宅。而根据中国装饰装修协会的统计显示，09 年中国销售的商品房精装修房的比例还不到 10%，未来提升空间巨大。

4.2.2. 政府政策有利于行业的发展

2002 年 5 月，《住宅室内装饰装修管理办法》颁布实施，规范和推动了住宅装饰装修行业的发展，同年，建设部还出台了《商品住宅装修一次到位实施细则》（建住房〔2002〕190 号），开始鼓励全国范围内取消毛坯房，推行装修房。文件中规定：“装修一次到位是指房屋交钥匙前，所有功能空间的固定面全部铺装或粉刷完成，厨房和卫生间的基本设备全部安装完成，简称全装修住宅”，即通常所称的“精装房”。

2008 年，住房和城乡建设部再度发布《关于进一步加强住宅装饰装修管理的通知》（建质〔2008〕133 号），通知要求各地要制定出台相关扶持政策，逐步达到取消毛坯房、直接向消费者提供全装修成品房的目标。

各地方政府也相继出台措施开始加大扶持力度，推广住宅精装修。作为全国住宅产业化发展改革的首个试点城市—深圳早在 2008 年就提出要在 2010 年全面取消毛坯房。厦门市建设与管理局已经明确表示，从 2010 年 4 月 8 日起，厦门岛内商品住宅项目必须精装修后方能上市交易。

从绿色环保和节能减排的角度来看，相比传统的毛坯房装修时的大改大拆、浪费严重的现象，精装修房因集中建设、集中装修、交房即住等特点，符合低碳住宅的发展要求。根据权威机构的测算，每 100 平方米精装房比毛坯房可以减少 2 吨的建筑垃圾。与此同时，推行精装房，也有利于推进节能、节水产品的规模化应用，降低房屋使用成本。

在国家大力提倡绿色环保和节能减排的大环境中，住宅精装修也迎来了非常好的发展机遇。最近党中央领导又明确提出了大力发展“节能省地型”住宅，推行一次装修到位的要求。这些政策的出台，表明了新建住宅实施精装修工程是住宅建设的发展方向，是住宅产业现代化的必由之路。

4.2.3. 市场认知度与行业氛围趋于成熟

2007 年，国内包括万科、绿城、恒大在内的一些有影响力的地产开发商纷纷表示，将大力推广精装修住宅。在产业政策和市场需求的双重推动下，住宅精装修市场进入了一个蓬勃发展的新时期。万科、绿城、星河湾、恒大地产等开发商在精装修上的成功也吸引越来越多的开发商投入到精装修住宅的开发上来。而随着房地产的逐步发展成熟，也要求开发商从粗放的发展模式转移到更加集约化的发展模式上来，提供更为优质的产品和服务。

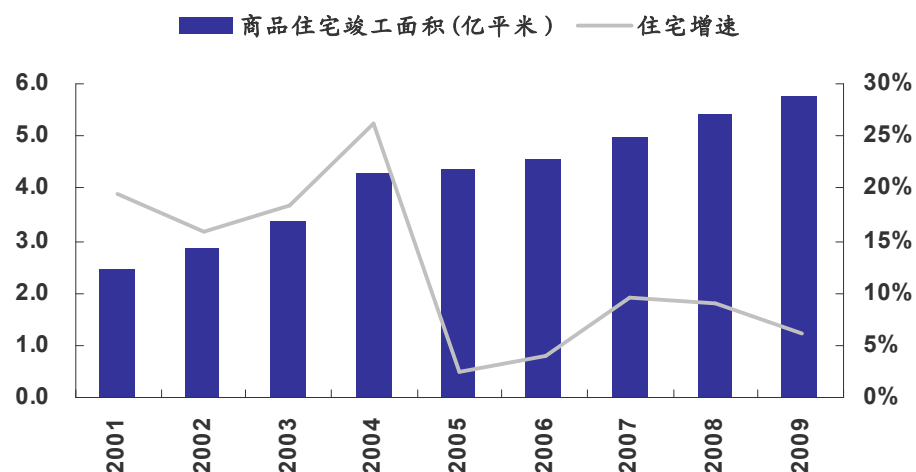
同时，随着消费水平的提升，人们更加注重提高生活质量，追求更加舒适、优美和个性化的消费方，整体消费理念的进步又使得越来越多的购房者愿意接受高品质的精装修房。其中，有两类消费人群已成为精装修的强力支持者，一是生活节奏紧张的年轻白领，他们希望得到舒适、方便、装修到位的小户型住宅，一是具有国外生活背景的终端客户，他们往往习惯于居住在装修舒适的成品房之中。而随着近年来房价的快速上升，消费者在购买商品房后往往没有太多剩余的资金来装修，这样，购买一套精装修的房子就成了一个更合适的选择。

而且为了避免所有房屋风格雷同造成业主对精装修持反感情绪，开发商广泛采用了“菜单式精装修”。所谓菜单式精装修指的是，在建设商品房时，由开发商提供几套可供业主自由选择的菜单式装修方案，每个方案的用料和风格不同、价格不等，业主根据自身经济实力和喜好选择合适的方案，最后由开发商根据菜单方案统一进行装修，这样业主的可选择性大大增强，部分满足了业主的个性化需求。

4.2.4. 住宅精装修市场波动幅度相对商品房市场较小

住宅精装修与商品住宅的竣工面积联系更密切，因为商品房只有竣工了才能进行室内装修。从历史来看，虽然我国房地产市场在 2008 年景气度出现了显著下降，商品房成交量同比大幅减少，但住宅竣工面积增速却相对平稳，同比增速为 9.3%，还高于 2006、2007 年的水平。最近国家出台了一系列针对高房价的调控措施，虽然会降低房地产市场的景气度，但预计房地产市场的波动幅度不会超过 2008 年，未来几年商品住宅的竣工面积仍将保持小幅增长态势。

图 9 我国 2001-2009 年住宅竣工面积及增速



数据来源：CEIC，安信证券研究中心

4.3. 住宅精装修市场容量提升空间大

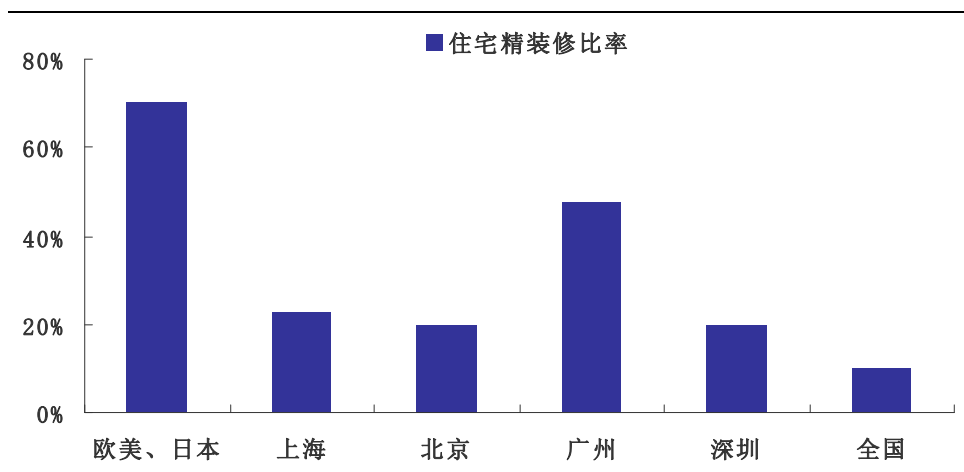
4.3.1. 住宅精装修比例有望快上升

根据中国房地产测评中心发布的《2009 年中国房地产开发企业 500 强测评研究报告》，2009 年前三季度上海、北京、广州、深圳四大一线城市全装修房屋的预售占比分别仅为 22.5%、20%、47.6% 和 19.7%，2009 年国内的精装修行业约 1000 亿的营业额，占整个住宅装修产业还不到 10% 的份额。

而国外发达国家的精装修占比基本上在 70%以上，国内住宅精装修的比例具有非常大的提升空间，而且可以快速提升。

以万科为例，公司在全中国商品房市场开发过程中，精装修比例 2006 年的时候仅为 12.26%，到 2007 年的时候已经升到 53.4%，2009 年度更是达到了 80%。

图 10 我国一线城市住宅精装修比例与国外发达国家比较



数据来源：CEIC，安信证券研究中心

4.3.2. 国内装修标准逐步抬升

自 2006 年开始，国内精装修逐渐成为潮流，随着房价的快速提升、装修成本的上升以及居民消费水平的提高，住宅单位装修标准也快速上涨。

还是以万科为例，万科目前为公司内部的精装修定了三类标准供各分公司参考。装修标准共分为 A、B、C 三类。A 类装修标准为 2000-2500 元/平米，B 类为 1500-2000 元/平米，C 类为 800-1500 元/平米。万科定的这个装修标准中只包括了硬装部分，不包括软装部分，占比最大的为 B 类模式。

4.4. 品牌、品质决定市场份额

住宅精装修发展早期，房地产商选择做精装修的初衷往往是促销造势，装修配置与标准档次都不高。而如今，精装修已是楼宇品质必不可少的构建部分，是房地产精细化制造过程中重要的一环。在很多人看来，精装修住宅代表了一个楼盘的品质和水平，也代表了开发商的品牌和能力，甚至代表了一个城市的建筑水平。

针对每一个项目个案，房地产商需要结合项目定位扎实研究，在装修设计、选材配比、施工各个方面累积经验，并与专业品牌的精装修供方一起展开可行性探讨，然后才能取舍。因为建筑装饰直接体现了一个项目的档次和品位，往往事关项目的成败和销售业绩，开发商在选择供应商时他们必然保持高度的慎重，对品牌、品质的重视程度也与日俱增。而在同一个市场中，能够被客户广泛认同的品牌只能是少数，市场份额将集中到工程品质优良，品牌知名度高的建筑装饰龙头手中。

与一般投资者感觉不同的是，住宅精装修市场尤其是高端的精装修门槛其实很高，因为住宅精装修的最终客户是商品房的拥有者和使用者，对装饰细节要求较高，同时住宅的装饰面积小，转角较多，对技术和施工要求更高，对品质的要求也相当高，开发商愿意支付相对较高的溢价来获得优质的精装修服务，高档住宅精装修的毛利率往往还高于公共建筑装饰装修业务。

精装修业务往往是一栋一栋楼的签约，单体规模普遍大于公装，考验的是装饰企业工厂化生产和整合材料供应企业的能力，同时考验装饰企业人员团队的建设，有没有一支服务团队能够将精装修项目高质量地运作起来，装饰企业只有具备了灵活的管理和成本控制能力才能涉足精装修项目。

4.5. 公司有望成为住宅精装修行业的旗舰企业

公司通过建设一批精品工程与绿城集团、万科、中海、合生创展、恒大集团、滨江房产、SOHO 中国、复地集团、龙湖地产、凯德置地、华润新鸿基、世茂集团等一批国内外知名大型房地产商建立了长期良好的合作关系，为公司未来的发展打下了坚实的基础。

图 11 部分住宅精装修工程（左至右分别为绿城新绿园、北京荣尊堡公寓、滨江金色海岸精装项目）



数据来源：安信证券研究中心

4.5.1. 客户集中度高，有利于业务快速扩张

住宅精装修面对的客户是开发商，集中度更高，公司与之建立好关系后，谈判成本低，能够快速扩张，市场份额的提升相对更容易些。而公装则不同，面对的客户是多种多样、形形色色的客户，包括各地政府、部门、企业和私人投资者，谈判成本高，市场份额的提升速度远远不如住宅精装修。

此外，公司地处浙江，具有一定的地域优势，因为浙江房地产开发商数量众多，已经上市的就有绿城、滨江、顺发恒业、雅戈尔和浙江广厦等，更便于公司与开发商建立良好的合作关系。

4.5.2. 订单充足，业务大幅扩张

从我们调研了解的情况来看，目前公司住宅精装修订单非常充足，业务需求已大大超过其现有产能，在产能无法满足订单需求情况下，公司有选择地承接高资信度的优质客户，优先选择国有开发商、龙头企业和优质上市公司，目前主要接受高档住宅项目订单（单位装修金额超过 2000 元/平米）。2009 年末，公司住宅精装修的在手订单超过 5 亿元，公司 2010 全年住宅精装修订单将超过 20 亿元，营业收入则将以 120% 以上的速度增长，有望超过 15 亿元。

随着精装修市场容量的快速扩张和公司综合实力的提升，2011、2012 年公司的精装修业务仍将保持快速增长，预计到 2012 年公司的住宅精装修业务将实现 40 亿元以上的收入。而随着标准化的提升和 2011 年年中木制品工厂和节能门窗工厂的投产，住宅精装修业务将在保持快速扩张的同时毛利率也进入稳步提升阶段。

4.5.3. 2012 年住宅精装修业务将实现收入 40 亿元

公司与一批国内外知名的开发商已经建立了良好的合作关系，这些开发商均拥有丰富的项目储备，未来住宅精装修方面的投入将保持快速增长态势。我们选取了 9 家与亚厦股份已经建立良好合作关系的开发商或者地产行业龙头企业（如表 3 所示），假设这些开发商的项目储备在 5 年内全部开发完毕，并综合考虑 2012 年时这些开发商精装修房的比例，那么根据我们的计算，到 2012 年仅这 9 家公司提供的精装修业务就将达到 630.5 亿元。在不考虑拓展其他房地产开发商的情况下，公司 2012 年占这 7 家公司精装修业务的市场份额只需要达到 6.34%，就可以实现住宅精装修业务收入 40 亿元。

表 3 部分开发商 2012 年住宅精装修规模估算

	规划建筑 面积（万 平方米）	装修标准 （元/平 米）	装修成 本（亿 元）	2012 年精 装修比例	预计精装修规 模（亿元）
绿城中国	3,400	2,500	850	60%	102.0
万科	2,436	1,600	390	90%	70.2
中国海外	2,600	2,000	520	60%	62.4
恒大地产	5,100	1,600	816	90%	146.9
龙湖地产	2,172	2,000	434	60%	52.1
世茂房地产	1,720	1,600	275	50%	27.5
复地集团	900	1,600	144	50%	14.4
金地集团	1,548	1,600	248	80%	39.6
保利地产	4,507	1,600	721	80%	115.4
合计	24,383		3,429		630.5

数据来源：安信证券研究中心

4.5.4. 扩张同时严把内控关

在快速扩张的同时公司并未放松内部控制。住宅精装修业务大部分采用邀请招标方式，造价高、标准化程度高，具有“整体复制或菜单式复制”的特点，与公共建筑装饰相比其单位营业收入所需的销售费用和管理费用低。但精装修的验收标准也和公共建筑不同，相对更加复杂和繁琐，公司成立了专门的队伍从事住宅的精装修，质量把控非常严，自身的验收标准高于客户的标准，获得了广泛的好评。而且由于公司进入这个行业较早，更了解客户的需求，从而和这些企业建立了良好的关系，为公司以后业务的拓展打下了非常好的基础。

5. 公共装饰立足高端，积极拓展潜力市场

公司是业内高端公共装饰市场拓展行业领域最多、工程分布区域最广的企业之一。公司长期致力于高端公共装饰市场，建筑装饰工程、建筑幕墙工程大部分为国家、省、市重点工程，投资规模较大，往往是城市具有标志性意义的建筑物，如机场航站楼、会展中心、博物馆、购物中心、高端星级酒店等。目前公司标志性工程已经遍布全国 20 多个省级区域，全国营销网络初步建成。

5.1. 高端酒店装饰市场份额位居行业前列

截止 2008 年末，公司在酒店和车站由公司参与设计、施工的国际顶级酒店及五星级酒店达 73 家，其中的五星级酒店数量占 2008 年底全国五星级酒店的 12.96%，位居行业前列，合作伙伴包括万豪、洲际、凯悦、希尔顿、喜达屋、香格里拉、雅高等十数个国际酒店管理集团。2009 年公司又新签五星级酒店订单 11 个，显示了在高端酒店装饰领域的强大实力。

图 12 部分精品酒店装饰工程

（酒店：左至右分别为北京 JW 万豪、天津新城凯悦、宁波喜来登、杭州香格里拉）

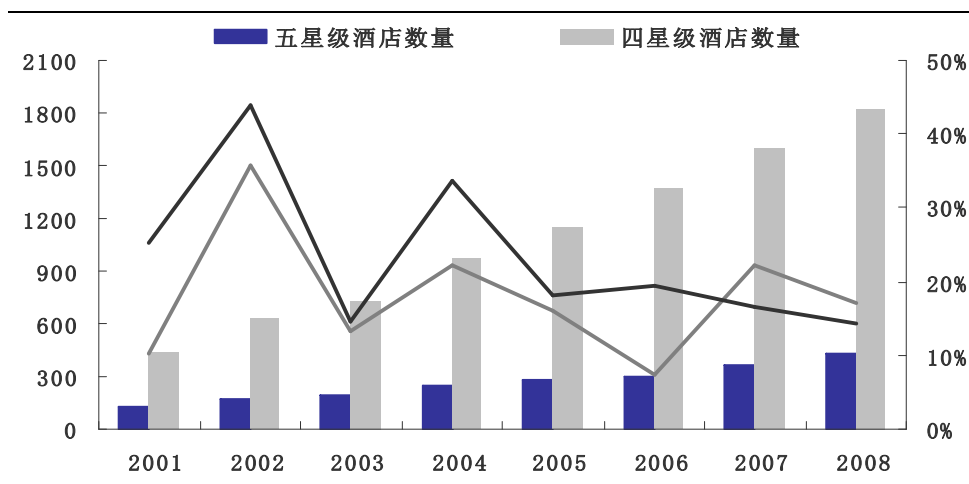


数据来源：安信证券研究中心，公司网站

星级酒店的需求量与经济发展水平正相关。从国内星级酒店的数量上来看，2001 年以来，四星级和五星级酒店保持快速增长，五星级酒店数量从 2001 年的 129 上升

至 2008 年的 432 家，复合增长率达 16.3%，四星级酒店数量从 2001 年的 441 上升至 2008 年的 1821 家，复合增长率高达 19.4%。在绝对数量快速增长的同时，4、5 星级酒店占星级酒店的比例也分别从 2001 年的 5.99% 和 1.75% 上升到 2008 年的 12.9% 和 3.1%，但这一比例与发达国家相比仍远远为低。

图 13 中国 2001-2008 年高星级酒店家数



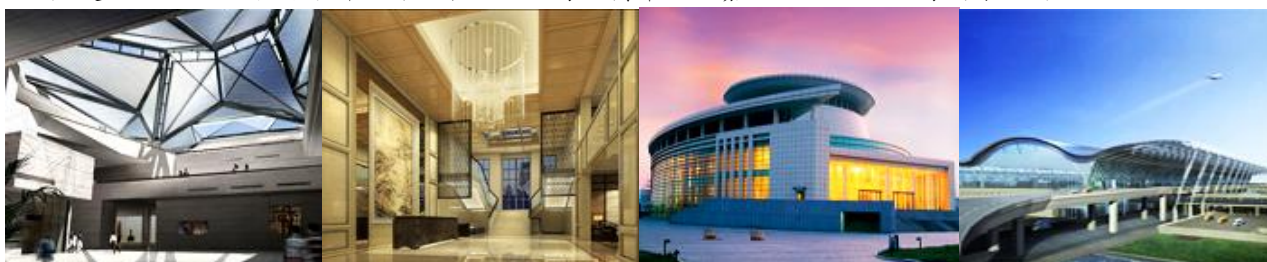
数据来源：CEIC，安信证券研究中心

5.2. 广泛涉足公共建筑细分领域

公共场馆方面，拓展行业领域最多，涉足机场航站楼、高铁客运站、会展中心、博物馆、大剧院和购物中心等细分市场，精品工程涵盖了北京韩美林艺术馆、浙江省美术馆、上海世博中心、上海浦东国际机场等多项国家获奖工程项目。

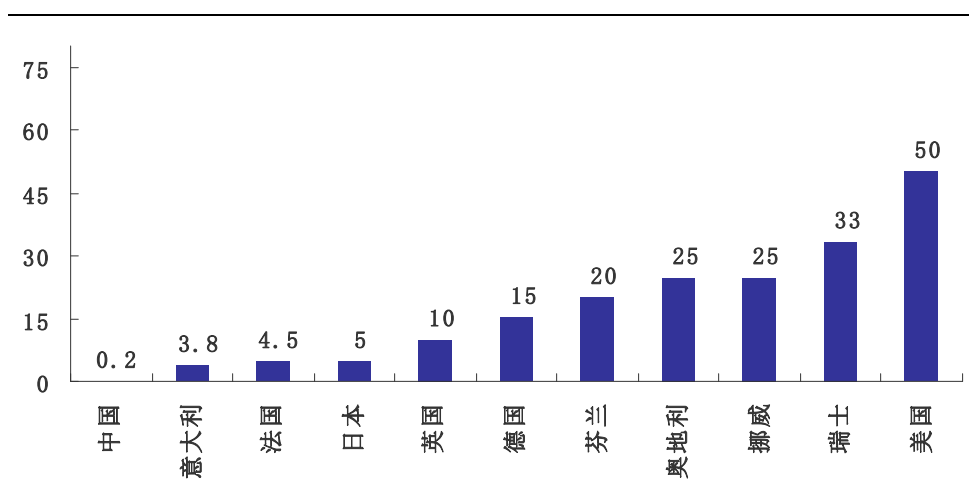
图 14 部分精品公共设施装饰工程

(公共建筑：左至右分别为浙江省美术馆、上海世博中心、嘉兴大剧院、上海浦东机场)



数据来源：安信证券研究中心，公司网站

图 15 每十万人拥有公共图书馆数量的比较



数据来源：《发达国家图书馆概览》，安信证券研究中心

随着经济实力的不断提升,我国文化设施建设的落后逐渐凸显出来。2008 年我国公共图书馆和博物馆数量分别为 2799 和 1722 家,不仅远远落后于美国,也落后于近邻日本。从图 15 的对比,我们也可以看到我国公共图书馆人均拥有数量与欧美等发达国家的差距。

由于资料所限,我们仅列举了公共图书馆的情况,像音乐厅、大剧院和体育场这些文化体育设施我国目前的缺项其实很多,中央政府已经认识到这方面的问题,2009 年以来已经逐步加大了对文化设施建设的投资力度,各地方政府也开始积极响应。2008 年的金融危机后 4 万亿投资不仅加快了国内铁路、公路和机场的建设,也上马了一批文化基础设施项目。我们预计今后 3-5 年国内图书馆、博物馆、音乐厅和大剧院等公共建筑将维持旺盛的增长。

5.3. 成功抢占潜力市场制高点

公司在 2008 年就率先进入了铁路客运站市场,2009 年 6 月 2 日,在铁道部公布的《关于公布首批铁路客运站装修装饰、幕墙工程施工企业名录的通知》公司和亚厦幕墙均名列其中,可承担所有铁路客运站建设项目的装修装饰工程(一类 14 家)和幕墙工程(共 36 家)的施工公司。公司先后承接施工了张家界铁路客运站、清远铁路客运站、韶关铁路客运站、温州铁路客运站、洛阳铁路客运站等室内外装修工程。随着未来 3-5 年内铁路客运站装饰装修市场的快速增长,公司已经成功占据了铁路客运站装饰装修市场的制高点,成为这样细分领域的行业龙头,从而分享未来行业巨大的增长潜力。

在国际机场装修细分市场上公司也具备明显优势,代表工程主要有北京首都国际机场国家元首专机楼(中国最具影响力的“国门”、世界上面积最大的专机楼)、上海浦东国际机场及杭州萧山国际机场等。

5.3.1. 高铁客运站装饰装修爆发式增长

根据《中国铁路中长期发展规划》,到 2020 年,为满足快速增长的旅客运输需求,建立省会城市及大中城市间的快速客运通道,规划“四纵四横”铁路快速客运通道以及三个城际快速客运系统。

2008 年的金融危机使得我们的高铁建设进一步加速,2010-2014 年我国高速铁路建设提前进入全面收获时期,中国将正式迈入高铁时代,旨在建立省会城市及大中城市间的快速客运通道,以“四纵四横”为骨架的快速客运网也将基本形成。如此大规模的高铁的建设,将对中国建筑工程领域产生重大的影响,相应地也会给相关的上市公司带来投资机会。从影响的时间阶段上,我们可以清晰地从高铁建设周期的两个阶段来分别寻找受益的细分行业及上市公司。第一阶段是 2008-2012 年,主要受益的细分行业是高铁的施工企业,包括中国中铁、中国铁建和中铁二局等铁路建设承包商,第二阶段是 2010-2013 年,高铁客运站的装饰装修将进入高峰,主要受益的是承包客运站装修业务的装饰企业,涉及的上市公司包括亚厦股份、金螳螂和洪涛股份。

新建高铁车站装饰装修业务的市场空间巨大。因为高铁规划建设的同时,为适应高速铁路运作需求,高铁车站几乎均为新建,相伴而来的是大量的高铁车站的装饰装修业务。根据我们的统计,规划的客运专线总里程约 13908 千米,新建客运站超过 300 个,其中,2009 年及以后完工的就有约 270 个,其带来的装饰装修业务是惊人的。

以已经完工的温州车站为例,装饰装修共分成 4 个标段,平均每个标段约 5000 万,总额超过 2 亿元。在高铁客运站装修上,亚厦股份已经抢得先机,率先承接和施工了张家界铁路客运站、清远铁路客运站、韶关铁路客运站、温州铁路客运站、洛阳铁路客运站等多个室内外装修工程。

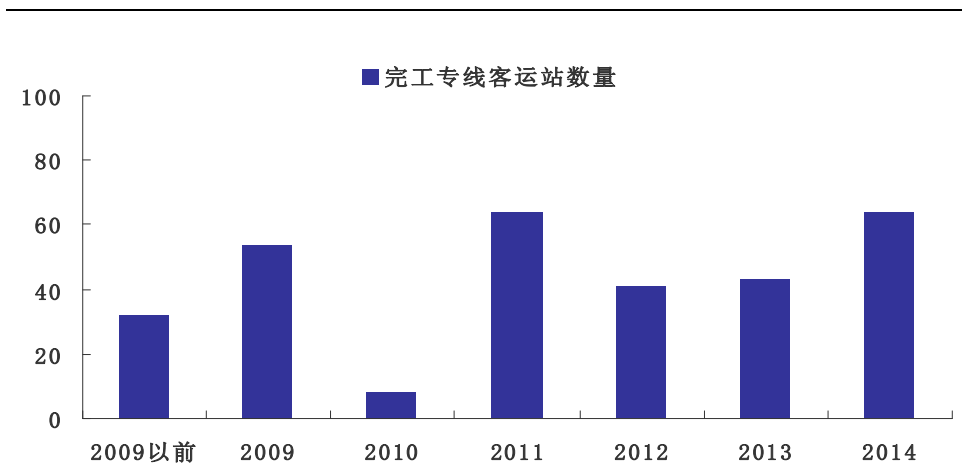
表 4: 客运专线线路规划细表

客运专线	里程(千米)	开工时间	完工时间	车站数量
京沪客运专线				
京沪客运专线	1318	2008	2011	23
合蚌客运专线	120	2009	2011	2
京广客运专线				

京石客运专线	281	2008	2011	6
石武客运专线	840	2008	2011	20
武广客运专线	995	2005	2009	16
京哈客运专线				
京津城际铁路	115	2005	2007	2
京沈客运专线	684	2010	2012	5
津秦客运专线	244	2008	2011	3
秦沈客运专线	405	1999	2003	5
哈大客运专线	906	2007	2012	10
盘营客运专线	89	2009	2012	4
杭甬深客运专线				
沪杭客运专线	160	2009	2010	2
杭甬客运专线	150	2009	2011	2
甬台温客运专线	268	2005	2009	3
温福客运专线	321	2004	2009	12
福厦客运专线	273	2005	2009	11
厦深客运专线	502	2008	2011	8
杭长昆客运专线				
杭长客运专线	933	2009	2013	19
长昆客运专线	1200	2010	2014	23
青太客运专线				
石太客运专线	190	2005	2008	5
胶济客运专线	173	2007	2008	10
石济客运专线	319	2010	2012	7
宁汉蓉客运专线				
合武客运专线	357	2006	2008	5
合宁客运专线	166	2005	2008	5
汉宜客运专线	292	2008	2012	8
宜万铁路	377	2004	2010	6
渝利铁路	244	2008	2012	2
绵乐客运专线	319	2008	2012	3
渝成客运专线	309	2010	2014	2
徐兰客运专线				
郑西客运专线	457	2005	2009	12
徐郑客运专线	362	2010	2013	4
西宝客运专线	138	2009	2013	5
宝兰客运专线	401	2010	2014	4
其他客运专线				
兰新客运专线	1,776	2009	2014	8
大西客运专线	859	2009	2014	10
成西客运专线	655	2010	2013	5
成贵客运专线	520	2010	2014	7
哈齐客运专线	300	2009	2012	2
哈牡客运专线	293	2010	2013	2
沈丹客运专线	207	2010	2013	2
合福客运专线	806	2009	2014	10
杭黄客运专线	264	2010	2013	6
合计	13908			306

数据来源：安信证券研究中心整理

图 16 2009-2014 年高铁客运站竣工数量



数据来源：安信证券研究中心

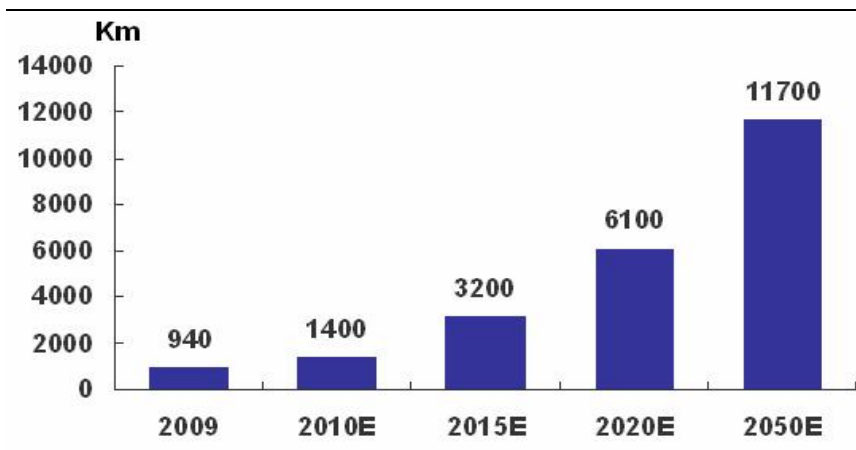
5.3.2. 机场、地铁枢纽装饰装修潜力大

在机场建设方面，根据民航总局规划，至 2020 年，布局规划民用机场总数达 244 个，其中新增机场 97 个。而且许多旧有机场已经不能适应我国当前经济的发展，需要进行更新改造，许多城市会新增专门的国际机场。

在地铁领域，截至 2008 年底，我国已有 10 个城市拥有共 29 条城市轨道交通运营线路，运营里程达到 776 公里，年客运总量达 22.1 亿次。而据不完全统计，北京、上海等 15 个城市共有约 50 条，1154 公里轨道交通线路在建。2009 年 8 月，国务院又批复了 22 个城市 79 条地铁建设规划，这意味着地铁枢纽站这个装修细分市场的容量将大幅增长。

根据国家发改委预计，到“十二五”规划末（2015 年底），中国内地轨道交通运营总里程将超过 3,200 公里。北京、上海等人口超过 1,000 万的特大城市将很快形成网络化运营体系，一些城区人口超过 300 万的大城市将初步形成轨道交通网络骨架，部分城市重点建设骨干线路。届时，轨道交通占公共交通运量比例将达到三至五成。

图 17 国内轨道交通规划里程（2009-2050E）



数据来源：国家发改委，安信证券研究中心

5.4. 公装订单快速增长

随着 4 万亿投资项目后续装修的拉动和经济复苏的持续，酒店、高铁客运站、机场、图书馆和大剧院等细分市场将为公司提供持续成长的动力，我们估计 2010 年上半年公共建筑装饰订单已经超过 17 亿元，2011、2012 年公司的公装业务仍将保持快速增长的态势。

6. 幕墙业务快速发展

建筑幕墙作为公共建筑和高楼大厦的外围护结构的主导产品，其需求随着经济增长和居民收入提升呈现稳步增长，是建筑装饰行业中一个发展速度很快的子行业。我国建筑幕墙行业从1983年开始起步，经历20多年的发展，到21世纪初已成为世界第一幕墙生产大国和使用大国。2008年，我国建筑幕墙产量达7000万平方米，总产值约700亿元。

预计未来几年，我国建筑幕墙年均需求量约为3,000万平方米，同时，国家建筑节能目标也将产生现有幕墙改造工程市场约3,000万平方米的改造量，市场容量巨大。由于国家能源政策的调整，大幅度提高了对门窗幕墙节能的要求，运用及改造建筑，将成为幕墙行业发展的新增长点，传统幕墙品种逐渐成熟稳定，双层结构幕墙、光电幕墙、遮阳板幕墙、生态幕墙、智能幕墙等节能环保型幕墙将快速发展。

6.1. 亚厦幕墙公司具备国内顶级资质

目前，国内从事幕墙工程及幕墙产品的企业约有300家，大多数企业规模较小，其中同时具备一级建筑幕墙工程施工资质和甲级建筑幕墙工程设计资质的企业有95家，这批骨干幕墙企业完成的产值约占全行业总产值的70%左右。

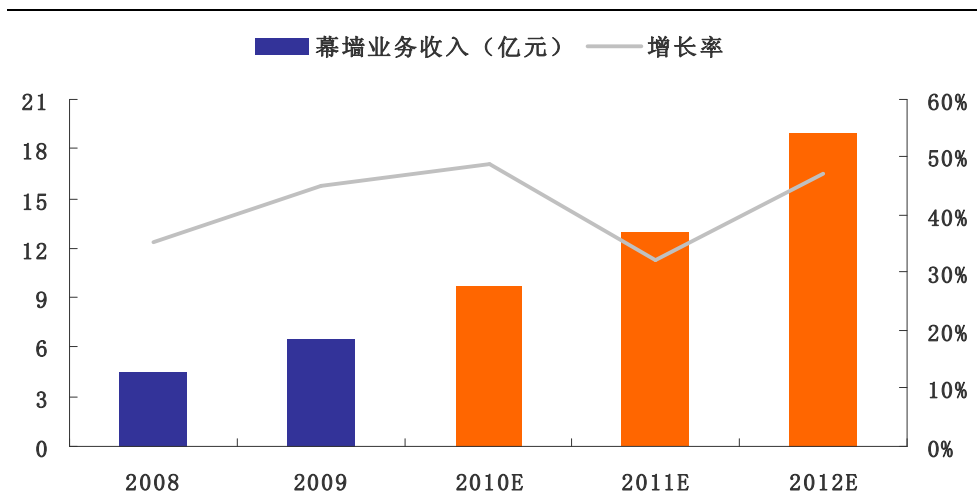
公司在幕墙业务方面具备《建筑幕墙工程专业承包壹级》和《建筑幕墙工程专项设计甲级》的国内顶级资质，全资子公司亚厦幕墙位列2008年度幕墙50强企业第12位，是中国建筑装饰协会幕墙工程委员会副主任委员单位、浙江省建筑装饰行业协会幕墙委员会副会长单位、浙江省建设金属制品协会副理事长单位，多次参与行业规划和相关标准的制订工作。

6.2. 产能扩张，幕墙业务发展加速

公司建筑幕墙业务近两年保持着较快的增长，2008、2009年的营业收入分别为4.52、6.52亿元，分别同比增长35.2%和45.2%，建筑幕墙的营业收入比重保持稳定，2007-2009年度建筑幕墙业务收入在营业收入中所占的比重分别为24.87%、27.92%、26.37%。

公司幕墙业务的成长虽然较快，但受限于公司幕墙的生产能力，需要外购但毛利率一般。随着公司新建幕墙工厂于2011年二季度或三季度开始投产并逐步释放产能，幕墙业务收入随之加速增长的同时，毛利率水平也将稳步提升。我们预计公司2010-2012年的幕墙业务收入分别为9.64、12.5和18.3亿元，毛利率分别为14.4%、14.6%和14.9%。

图18 公司2008-2012年幕墙业务收入及增速



数据来源：安信证券研究中心

7. 估值有吸引力，买入评级

基于以上关于公司分项业务的详细分析，我们认为，公司主营业务未来三年具备非常好的成长性，尤其是住宅精装修业务和公共建筑市场中的高铁客运站工程将成为最亮丽的增长点，而酒店等公共建筑装饰和幕墙业务仍将保持快速增长态势，公司未来3年业绩的大幅增长值得期待。

表 5 公司细分行业订单和收入

单位：百万元

	2008	2009	2010E	2011E	2012E
公装订单	1,155	1,440	3,240	4,050	5,063
增长率	3.1%	24.7%	125.0%	25.0%	25.0%
收入	816.3	1,131.3	2,275.5	3,384.0	4,374.0
增长率	-7.5%	38.6%	101.1%	48.7%	29.3%
成本	701.5	972.7	1,954.7	2,896.7	3,735.4
毛利率	14.1%	14.0%	14.1%	14.4%	14.6%
住宅精装修订单	420	960	2,352	3,763	5,570
增长率	162.5%	128.6%	145.0%	60.0%	48.0%
收入	324.2	670.2	1,558.8	2,777.3	4,344.6
增长率	182.8%	106.8%	132.6%	78.2%	56.4%
成本	269.8	568.2	1,318.7	2,338.5	3,640.8
毛利率	16.8%	15.2%	15.4%	15.8%	16.2%
幕墙订单	525	800	1,080	1,566	2,349
增长率	64.1%	52.4%	35.0%	45.0%	50.0%
收入	451.9	655.9	964.5	1,246.4	1,830.6
增长率	35.2%	45.2%	47.1%	29.2%	46.9%
成本	387.6	562.0	826.1	1,064.4	1,557.8
毛利率	14.2%	14.3%	14.4%	14.6%	14.9%

数据来源：安信证券研究中心

同时，高达 12 个亿的超募资金不仅为公司节约了财务成本，也直接提升了公司的盈利能力。因为单单这一项利息收入就将为公司每年增加利润约 2000 万元。未来，这些超募资金将主要用于市场营销网络的进一步扩张，尤其是京津地区、成渝地区和海南省，公司有望把浙江省的模式复制到这些区域，形成大区管理制度。公司也会考虑增加投资，扩张园林公司的规模，从而进一步完善公司的产业链。

7.1. 绝对估值

我们还利用 EVA 对亚厦股份进行了绝对估值的计算，结果显示当公司 K_e 取 10%，永续增长率取 2% 时，我们得到公司的每股权益价值为 63.17 元。

表 7 亚厦股份 EVA 估值结果及主要假设

EVA 估值			主要假设	
显性预测	1,345.1	11.3%	无风险利率	3.00%
半显性预测	3,807.3	32.0%	风险溢价	7.00%
永续价值	6,730.6	56.6%	β 系数	1.00
经济利润附加值	11,883.1	100.0%	R_m	10.00%
加：投入资本和非营业资产	1,545.1		K_e	10.00%
企业价值	13,428.2		K_d	6.00%
权益价值	13,328.2		D/DE	1.12%
总股本	211.0		E/DE	98.88%
每股权益价值	63.17		WACC	9.93%
股价	41.85		永续增长率	2.00%

数据来源：安信证券研究中心

根据预测的 K_e 值与长期增长率对公司价值进行敏感性分析, 当公司 WACC 波动范围取 9%-11%、 g 取 1%-3% 的区间时, 公司每股合理价值波动范围为 52.2-79.59 元。

表 8 亚厦股份 EVA 估值的敏感性分析

WACC	永续增长率				
	0.00%	1.00%	2.00%	3.00%	4.00%
12.00%	45.20	46.90	48.94	51.43	54.55
11.00%	49.96	52.20	54.94	58.36	62.76
10.00%	55.79	58.80	62.56	67.39	73.84
9.00%	63.04	67.18	72.50	79.59	89.53
8.00%	72.28	78.14	85.95	96.89	113.29

数据来源: 安信证券研究中心

7.2. 相对估值

我们认为公司公共装饰与精装修住宅将积极得益于行业的快速发展和行业集中度的提升, 而此次 IPO 募集资金则为公司的发展进一步提速, 预计 2010-2012 年公司 EPS 分别为 1.30、2.1、3.14 元, 未来三年复合增长率高达 71.1%。综合考虑未来建筑装饰市场的发展以及公司在市场中的竞争优势, 特别是公司在住宅精装修领域的龙头地位, 我们认为公司可以享有较高的估值溢价, 给予买入-B 的投资评级, 12 个月目标价 63 元, 对应 2011 年 30 倍 PE。

表 6 可比公司估值比较

	EPS				复合 增长率	PE			7.16	
	2009	2010E	2011E	2012E		2010	2011	2012	股价	目标价
洪涛股份	0.46	0.74	1.02	1.39	44.6%	36.5	26.4	19.3	26.94	31
金螳螂	0.63	1.03	1.42	1.89	44.2%	29.6	21.5	16.1	30.51	35
亚厦股份	0.63	1.30	2.10	3.14	71.1%	32.1	19.9	13.3	41.85	63

数据来源: 安信证券研究中心

8. 主要风险与应对措施

8.1. 应收账款回收的风险

随着公司业务规模的扩大, 应收账款余额可能仍将保持在较高水平, 如果未来国家宏观经济出现剧烈波动或者房地产出现行业危机, 大额应收账款可能无法回收发生坏账, 将对公司业绩和生产经营产生较大的负面影响。

公司在管控应收账款回收风险方面, 从内部管理来看, 公司建立了由财务部、工程管理部、法律事务部联合协作对应收账款监控和催收的有效机制。一方面, 工程管理部对于各个项目实施项目经理负责制, 督促项目经理采取积极措施加快项目决算审计进度, 尽可能缩短应收账款回收周期; 另一方面, 财务部对于财务数据进行日常监控并及时将异常情况通知法律事务部和工程管理部, 由其联合进行相关欠款的催收。此外, 公司还建立了严格的客户信用评估跟踪制度, 强化应收账款的风险管理与回收管理。

从源头就开始抓, 在项目的业务营销阶段就开始强化内部控制, 在应收账款产生的各个环节均积极采取有效的措施来避免可能的损失。

- 初期: 在公司开展业务营销, 寻找项目合作的时候, 便尽量选择资信程度较好的客户与项目 (住宅精装修业务主要选择行业龙头、上市公司和国有企业), 不因为追求规模的快速扩张而降低标准;
- 签合同: 公司在签订合同时, 对支付条款方面进行了严格的管控, 杜绝垫资操作;
- 建设期: 积极跟进进度款, 一旦甲方的进度款未及时到位, 公司将向甲方催缴, 催缴无效后将立即停止施工作业, 不垫资, 最大限度的规避损失;
- 决算期: 项目完工后积极跟进, 加强预决算审计和工程决算进度, 确保项目

请输入摘要信息

完成后 95% 的帐款的及时收回;

- 质保期: 工程期严把质量关, 质保期工作相对简单, 主要是做好服务工作, 到期积极跟进收回质保金。

表 9 工程款的结算

阶段	时间	完工进度	结算额
第一阶段	合同签订至工程开工 (不超过一个月)	0	按合同总额 10%-30% 收取预付款
第二阶段	工程开工至工程竣工阶段 (3-12 个月)	0-100%	按完工进度的 70% 收取工程进度款
第三阶段	工程竣工至决算审计日 (6-18 个月)	100%	累计收款达到合同总额的 80%
第四阶段	决算审计日至工程决算日 (3 个月以内)	100%	累计收款达到决算审计价总额的 95 %
第五阶段	工程决算日至工程质保期满 (2-5 年)	100%	累计收款达到决算审计价总额的 100 %

数据来源: 安信证券研究中心

8.2. 管理和人才风险

如果公司管理水平和人才储备不能适应公司规模迅速扩张的需要, 组织模式和管理制度未能随着公司规模的扩大而及时调整和完善, 将难以保证公司安全和高效地运营。

公司在全国超过 20 个省级地区均有业务开展并实现收入, 其中以浙江、北京、上海、天津、江苏、山东和福建等经济发达地区为主。特别是公司来自于浙江省外业务的比重逐年提高。公司现已在全国设立了 27 个业务分支机构 (含亚厦幕墙), 初步形成了一定规模的营销网络。

公司从 2007 年就已经开始实施或准备实施一些策略, 来提升公司的管理能力和人才储备, 以适应未来的发展需要。

- 公司计划实行大区管理制度, 并首先在京津大区实施: 公司将从总部直接派出一套班子, 整合环渤海原有分公司, 考核指标和总公司一样, 组织和架构基本相同 (包括工程、设计、财务人员, 配套加工基地等);
- 组建成立了“浙江建设职业技术学院亚厦学院”, 定点培养, 储备更多技术应用型人才, 建设切合实际需求的人才梯队;
- 利用超募资金在合适时机进行收购或兼并, 扩大项目经理人和设计师规模;
- “事业留人、感情留人、待遇留人”, 在努力培养和吸引人才的同时也注意留住现有人才。一级标题

财务报表预测和估值数据汇总

单位 百万元 模型更新时间 2010-7-17

利润表	2008	2009	2010E	2011E	2012E	财务指标	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	1,618.5	2,487.3	4,853.2	7,487.0	10,654.1	成长性					
减: 营业成本	1,373.6	2,118.4	4,142.0	6,361.7	9,016.1	营业收入增长率	20.5%	53.7%	95.1%	54.3%	42.3%
营业税费	54.7	85.6	167.0	257.6	366.5	营业利润增长率	5.6%	57.5%	105.8%	61.3%	49.4%
销售费用	13.9	17.8	38.8	61.4	87.4	净利润增长率	21.3%	54.7%	107.8%	61.3%	49.4%
管理费用	42.1	56.5	110.7	170.7	242.9	EBITDA 增长率	-3.4%	49.5%	99.2%	62.4%	49.8%
财务费用	5.9	1.8	-9.0	-7.1	-4.7	EBIT 增长率	-4.1%	51.2%	98.7%	63.3%	50.4%
资产减值损失	15.1	29.1	37.3	51.8	62.9	NOPLAT 增长率	4.5%	46.7%	99.9%	63.3%	50.4%
加: 公允价值变动收益	-0.6	-0.0	-	-	-	投资资本增长率	-1.1%	-10.7%	486.9%	64.5%	22.4%
投资和汇兑收益	0.6	-0.1	-	-	-	净资产增长率	28.0%	33.9%	367.5%	15.4%	19.9%
营业利润	113.1	178.1	366.5	591.0	882.9	利润率					
加: 营业外净收支	-0.3	-0.7	-	-	-	毛利率	15.1%	14.8%	14.7%	15.0%	15.4%
利润总额	112.7	177.3	366.5	591.0	882.9	营业利润率	7.0%	7.2%	7.6%	7.9%	8.3%
减: 所得税	27.2	45.0	91.6	147.8	220.7	净利润率	5.3%	5.3%	5.7%	5.9%	6.2%
净利润	85.5	132.3	274.9	443.3	662.2	EBITDA/营业收入	7.7%	7.5%	7.6%	8.0%	8.4%
资产负债表	2008	2009	2010E	2011E	2012E	EBIT/营业收入	7.3%	7.2%	7.4%	7.8%	8.2%
货币资金	180.2	329.7	1,543.3	1,374.3	1,634.6	运营效率					
交易性金融资产	0.7	3.0	3.0	3.0	3.0	固定资产周转天数	10	7	4	4	3
应收帐款	707.7	1,016.0	2,237.1	3,747.6	5,277.2	流动营业资本周转天数	35	18	44	70	69
应收票据	-	0.1	-	-	-	流动资产周转天数	221	177	210	241	231
预付帐款	18.1	32.5	28.3	22.0	13.0	应收帐款周转天数	141	109	108	131	141
存货	77.6	84.7	261.0	435.7	518.7	存货周转天数	16	12	13	17	16
其他流动资产	0.0	0.0	118.3	250.0	408.3	总资产周转天数	243	196	222	251	239
可供出售金融资产	-	-	-	-	-	投资资本周转天数	52	32	53	78	75
持有至到期投资	-	-	-	-	-	投资回报率					
长期股权投资	0.1	0.1	1.0	1.0	1.0	ROE	21.9%	25.3%	11.2%	15.7%	19.6%
投资性房地产	18.0	17.0	17.8	18.7	19.7	ROA	7.7%	8.2%	6.3%	7.3%	8.2%
固定资产	51.6	48.5	68.3	91.9	114.1	ROIC	38.9%	57.7%	129.1%	35.9%	32.8%
在建工程	-	7.1	21.7	33.4	42.7	费用率					
无形资产	29.5	28.8	31.5	29.4	27.5	销售费用率	0.9%	0.7%	0.8%	0.8%	0.8%
其他非流动资产	23.0	36.6	42.0	42.0	42.0	管理费用率	2.6%	2.3%	2.3%	2.3%	2.3%
资产总额	1,106.4	1,604.2	4,373.4	6,049.1	8,101.8	财务费用率	0.4%	0.1%	-0.2%	-0.1%	0.0%
短期债务	45.0	45.0	100.0	210.1	200.0	三费/营业收入	3.8%	3.1%	2.9%	3.0%	3.1%
应付帐款	509.2	817.0	1,469.6	2,265.8	3,211.2	偿债能力					
应付票据	14.1	19.1	34.0	52.3	74.1	资产负债率	64.7%	67.4%	44.1%	53.3%	58.2%
其他流动负债	147.3	183.2	418.6	812.9	1,365.6	负债权益比	183.1%	206.7%	78.9%	114.4%	139.4%
长期借款	-	-	-	-	-	流动比率	1.38	1.38	2.19	1.82	1.67
其他非流动负债	0.0	16.8	18.4	18.4	18.4	速动比率	1.27	1.30	2.06	1.68	1.56
负债总额	715.6	1,081.1	1,928.1	3,227.0	4,716.9	利息保障倍数	20.23	98.46	-39.51	-81.88	-188.17
少数股东权益	-	-	-	-	-	分红指标					
股本	158.0	158.0	211.0	211.0	211.0	DPS(元)	-	-	0.13	0.21	0.31
留存收益	232.7	365.0	2,234.3	2,611.0	3,173.9	分红比率	0.0%	0.0%	10.0%	10.0%	10.0%
股东权益	390.7	523.0	2,445.3	2,822.0	3,384.9	股息收益率	0.0%	0.0%	0.3%	0.5%	0.7%
现金流量表	2008	2009	2010E	2011E	2012E	业绩和估值指标	2008	2009	2010E	2011E	2012E
净利润	85.5	132.3	274.9	443.3	662.2	EPS(元)	0.41	0.63	1.30	2.10	3.14
加: 折旧和摊销	6.8	10.7	12.2	16.6	21.3	BVPS(元)	1.85	2.48	11.59	13.37	16.04
资产减值准备	15.1	29.1	37.3	51.8	62.9	PE(X)	103.2	66.7	32.1	19.9	13.3
公允价值变动损失	0.6	0.0	-	-	-	PB(X)	22.6	16.9	3.6	3.1	2.6
财务费用	22.0	7.1	2.8	-9.0	-7.1	P/FCF	356.0	56.2	-13.0	-37.8	43.7
投资收益	-0.6	0.1	-	-	-	P/S	5.5	3.6	1.8	1.2	0.8
少数股东损益	-	-	-	-	-	EV/EBITDA	52.0	33.9	20.6	13.3	8.8
营运资金的变动	-7.7	15.3	-643.9	-653.3	-305.8	CAGR(%)	73.1%	71.1%	48.2%	-100.0%	-100.0%
经营活动产生现金流量	106.9	173.9	-328.5	-148.8	436.0	PEG	1.4	0.9	0.7	-0.2	-0.1
投资活动产生现金流量	-8.8	-18.6	-56.0	-50.0	-50.0	ROIC/WACC	3.9	5.8	13.0	3.6	3.3
融资活动产生现金流量	-84.4	-5.0	1,725.1	72.9	-71.6	REP	7.1	5.2	0.5	1.1	1.0

资料来源: 安信证券研究中心 Wind.NET 资讯

作者简介

李孔逸，武汉大学电子信息工程学士，武汉大学金融学硕士。2007 年 7 月加盟安信证券研究中心，从事房地产行业研究。2010 年 1 月起从事建筑工程与建筑材料行业研究。

石磊，同济大学无机非金属材料学士，复旦大学财务金融系硕士。2004 年 7 月起就职于中信建投证券研究所，从事建筑与建材行业研究，2007 年 7 月加盟安信证券研究所。2006、2007 年入围“新财富建筑材料行业最佳分析师”，2009 年荣获“新财富建筑材料行业最佳分析师”第五名。

王天睿，复旦大学工商管理硕士。2008 年 6 月加盟安信证券研究所，从事建筑工程与建筑材料行业研究，2009 年所在团队荣获“新财富建筑材料行业最佳分析师”第五名。

免责声明

本研究报告由安信证券股份有限公司研究中心撰写，研究报告中所提供的信息仅供参考。报告根据国际和行业通行的准则，以合法渠道获得这些信息，尽可能保证可靠、准确和完整，但并不保证报告所述信息的准确性和完整性。本报告不能作为投资研究决策的依据，不能作为道义、责任的和法律依据或者凭证，无论是否已经明示或者暗示。安信证券股份有限公司研究中心将随时补充、更正和修订有关信息，但不保证及时发布。对于本报告所提供信息所导致的任何直接的或者间接的投资盈亏后果不承担任何责任。本公司及其关联机构可能会持有报告中涉及公司发行的证券并进行交易，并提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告版权仅为安信证券股份有限公司研究中心所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用发布，需注明出处为安信证券研究中心，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司研究中心对于本免责声明条款具有修改权和最终解释权。

公司评级体系

收益评级：

- 买入 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；
- 增持 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；
- 中性 — 未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；
- 卖出 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

- A — 正常风险，未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；
- B — 较高风险，未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

销售联系人

梁涛	上海联系人	潘艳	上海联系人
021-68766067	liangtao@essence.com.cn	021-68766516	panyan@essence.com.cn
黄方祥	上海联系人	朱贤	上海联系人
021-68765913	huangfc@essence.com.cn	021-68765293	zhuxian@essence.com.cn
凌洁	上海联系人	张勤	上海联系人
021-68765237	lingjie@essence.com.cn	021-68763879	zhangqin@essence.com.cn
潘冬亮	北京联系人	李昕	北京联系人
010-59113590	pandl@essence.com.cn	010-59113565	lixin@essence.com.cn
马正南	北京联系人	周蓉	北京联系人
010-59113593	mazn@essence.com.cn	010-59113563	zhourong@essence.com.cn
李国瑞	深圳联系人	曹加	深圳联系人
0755-82558084	ligr@essence.com.cn	0755-82558045	caojia@essence.com.cn
胡珍	深圳联系人	律烨	深圳联系人
0755-82558073	huzhen@essence.com.cn	0755-82558076	lvye@essence.com.cn

安信证券研究中心

深圳

深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层
 邮编：518026

上海

上海市浦东新区世纪大道 1589 号长泰国际金融大厦 16 层
 邮编：200122

北京

北京市西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 19 层
 邮编：100034