

亚厦股份 (002375.SZ) 装修装饰行业

评级：买入 维持评级

公司点评

贺国文
 分析师 SAC 执业编号：S1130208120261
 (8621)61038234
 hegw@gjzq.com.cn

唐笑
 联系人
 (8621)61038229
 tangx@gjzq.com.cn

股权激励强化信心

事件

亚厦股份于2010 年9 月4 日发布《浙江亚厦装饰股份有限公司股票期权激励计划（草案）》，拟向丁海富等管理人员授予410万份股票期权，占本激励计划签署时公司股本总额21,100万股的1.94%；370万份股票期权将在股东大会通过本激励计划后的30日内一次性授予丁海富等25名管理人员，行权价为65元/股；另外预留股票期权40万份，占本激励计划授出的股票期权总数的9.76%。

评论

此次股权激励对公司业绩有很强的促进作用：1、此次股权激励覆盖范围广阔：此次股权激励方案覆盖了公司 25 名以上的高中层管理人员、核心业务人员以及核心技术人员，在一定程度上实现了中高层管理人员的激励；2、此次股权激励的行权条件严格：在公司众多行权条件中，对于业绩方面的要求尤其严格，如下表所示，公司要求 2009-2014 年每年净利润总额增长一个亿左右；3、此次股权激励的行权价较高：草案中的行权价为 65 元/股，如下表，对应于 2010、2011 年、乃至对应于 2012、2013 年的估值都在 25 倍以上，而高倍估值只能靠高速增长来化解，我们有理由相信，在股权激励顺利通过之后，公司管理层与股东利益趋于一致，公司经营业绩可能持续超出市场预期。

图表1：此次股权激励草案的年度净利润（归属于上市公司股东）最低要求情况

	2009A	2010E	2011E	2012E	2013E	2014E
相对于2009年净利润的最低增长率		75%	145%	220%	300%	380%
净利润最低标准（万元）	13230.17	23152.79	32413.90	42336.53	52920.66	63504.79
净利润环比增长		75.00%	40.00%	30.61%	25.00%	20.00%
行权的期权份数（万股）			92.5	92.5	92.5	92.5
股份总数（万股）	15800	21100	21192.5	21285	21377.5	21470
折合每股收益（元）	0.84	1.10	1.53	1.99	2.48	2.96
对应目前股价的市盈率（65元/股）		59.24	42.50	32.68	26.26	21.98

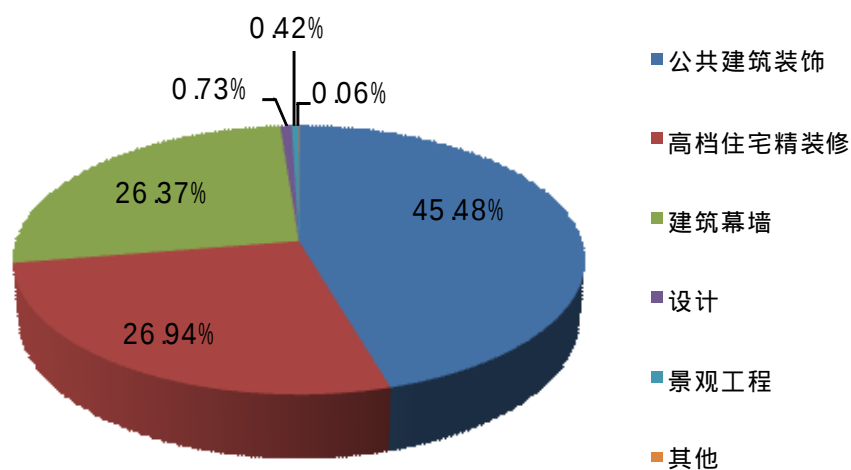
来源：上述亚厦股份股权激励草案 国金证券研究所

注：为便于分析，我们做了一定的简化处理，假设每年的盈利目标都能达到，每年可行权的期权都能行权；也未考虑预留股票期权这一因素。

公司上半年业绩大幅增长是“大行业小公司”逻辑的典型代表：我们一直强调“大行业小公司”的投资逻辑，即在建筑装饰行业容量足够大的情况下，优秀的龙头公司具有品牌、资金、管理上的优势，必将在行业中迅速做大做强；亚厦股份上半年实现收入增长 82.89%，实现归属于上市公司股东的净利润增长 103.97%，这个优异的表现说明了：经济周期变化、对房地产的调控并未带来公司收入和订单的大幅萎缩，反而在上市带来的资金和品牌效应下快速增长。

我们看好亚厦股份的长期发展：公司业务均衡，包括公装、家装、幕墙工程等等。尤其在住宅精装修方面，小业主们更挑剔，验收环节更严格；单个施工空间小，费工费时；工艺难，细节着重点多。公司多年来坚持发展住宅精装修业务，积累了丰富的经验，有稳定的合作客户，也是公司费用率低的原因之一。

图表2：公司2009 年收入构成



来源：公司招股书 国金证券研究所

投资建议

我们维持对公司 2010-2012 年的盈利预测，预计公司实现 EPS 分别为 1.19、1.78、2.64 元，且股权激励实施后，公司未来业绩超预期的概率在不断加大，我们继续维持对公司的“买入”评级。