

增持 维持

亚厦股份 (002375)

2010 年 9 月 8 日

股权激励方案提供业绩支撑、省外市场扩展 助推业务成长

建筑工程行业首席分析师：江孔亮
SAC 执业证书编号：S0850203100047
kljiang@htsec.com
021-23219422

建筑建材行业助理分析师：蒲世林
SAC 执业证书编号：S0850210080005
pusl@htsec.com
021-23219054

9 月 7 日收盘价 66.26 元，合理估值区间 66.5-76.0 元。

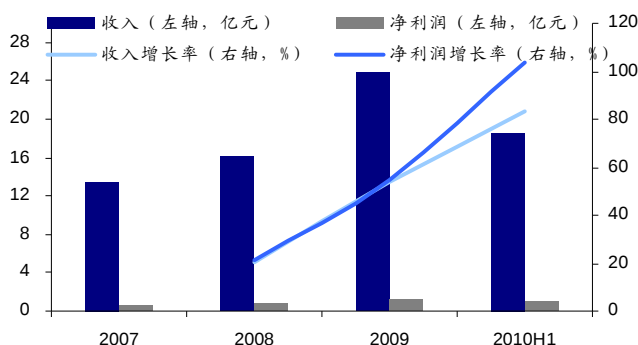
我们近日对亚厦股份进行了调研，与公司董事长、董秘等高管进行了深入的交流。通过此次调研，我们对公司未来的成长路径有了更为明确、清晰的认识。

1. 公司股权激励计划促进未来业绩增长

在过去三年中，公司收入和净利均保持了高速增长，今年上半年主营业务收入增长 82.89%，归属母公司净利润增长 103.97%，收入和利润增长均比过去几年有所加速。

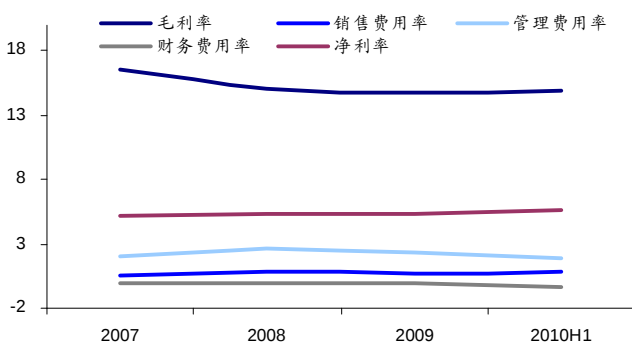
中报显示，公司毛利率和费用率在过去三年控制较好，处于相对平稳的状态，预计未来公司综合毛利率仍将保持在 15% 左右。由于收入规模快速增长以及公司着力控制费用率，费用率下降趋势明显，上半年期间费用率为 2.41%，费用率指标比 2009 年中期的 4.00% 同比下降 39.75%，也低于 2009 年全年的 2.99%。同时上半年公司净利率达到历史新高的 5.64%，预计未来公司净利率有望进一步小幅增加。

图 1 2007-1H2010 收入、归属母公司净利润情况



资料来源：公司公告，海通证券研究所

图 2 2007-1H2010 公司盈利能力指标 (%)



资料来源：公司公告，海通证券研究所

公司 9 月 3 号发布公告，宣布了股权激励计划草案，草案授予高管和核心技术人员 410 万份股票期权，占当前总股本的 1.94%，其中预留期权 40 万份，占本次激励计划的 9.76%。370 万份股票期权的行权价格为 65 元。若达到行权条件，可在未来 5 年内的 4 个行权期内行权。

表 1 亚厦股份股权激励草案行权条件

年度	2010	2011	2012	2013	2014
相对于 2009 年净利润增长 (%)	75	145	220	300	380
YoY (%)	75	40	31	25	20

资料来源：公司公告，海通证券研究所

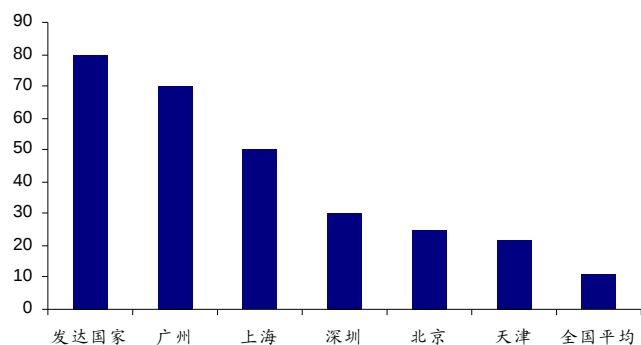
股权激励计划的推出为公司业绩增长提供了强心剂，基于我们对市场环境、公司竞争力和战略的判断，我们预计公司未来业绩增长较为可能会超过股权激励行权条件，在未来几年住宅精装修业务继续扩展的前提下，公司业绩有望再创新高。

2. 精装修业务能力突出，品牌优势明显

公司较早进入了建筑精装修领域，在未来住宅产业化和消费升级的背景下，精装修房将成为未来中高档住宅的发展趋势，与发达国家相比，我国的精装修房比例仍然较低，有广阔的发展前景。

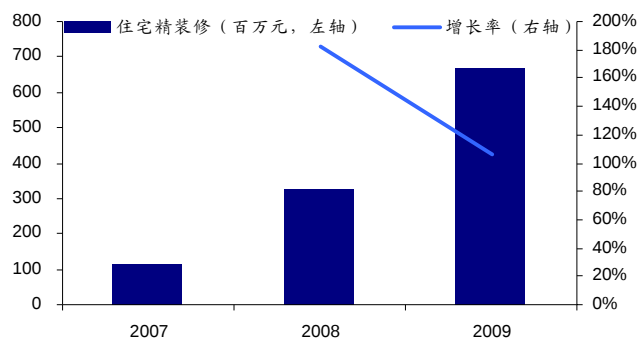
而公司通过近些年在该领域的细耕，已经在施工流程控制等方面有了一条成熟的规范，能够有效的控制装修质量，并且在在该领域树立了良好的品牌，逐步成为行业的一个标杆。近年来公司在该领域增长十分迅速，虽然有房地产调控的影响，但基于传导时滞以及市场空间的考虑，预计今年全年公司精装修业务仍将保持较快增长。

图 3 各地住宅精装修率 (%)



资料来源：招股说明书，海通证券研究所

图 4 2007-2009 年公司住宅精装修业务收入及增速

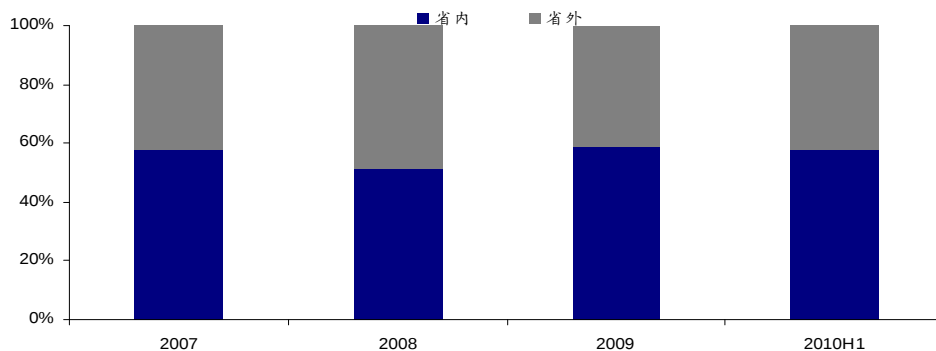


资料来源：公司公告，海通证券研究所

3. 业务管理模式输出有望成为公司未来增长看点

公司在浙江省内有较强的竞争力，业务操作流程完善，人员配备合理，业务素质较高，各项业务收入随市场规模稳定增长，在过去三年及今年上半年，省内收入占比均超过一半，业务比重稳定。

图 5 公司近年省内外收入占比



资料来源：公司公告，海通证券研究所

目前公司已经在华北、西南等区域设立了相应的业务拓展机构，未来我们认为公司会充分利用这个平台，通过业务管理模式的有效输出，重点开发新区域市场、增加新的业务区域增长点。

由于公司在大本营浙江省内已经有了很好的管理体系、操作流程和素质较高的人员团队，我们认为公司可以在有效复制省内管理体系的基础上，通过团队派遣组建等方式，借助公司在装饰领域的良好品牌来逐步实现未来的省外重点区域扩张，保证未来增长。

4.盈利预测

基于我们对公司股权激励计划的解读、对公司核心竞争力和相关业务市场环境的判断，我们调高了 2010 - 2012 年的每股收益，分别为 1.29 元、1.90 元和 2.59 元；由于公司未来两年的净利润将符合增长率将超过 60%，因此给予公司 2011 年 35-40 倍动态市盈率，公司的合理价值为 66.5-76.0 元，目前的股价给予“增持”投资评级。

5.主要不确定因素

房地产持续调控导致订单下滑风险、应收账款回收风险等。

财务报表分析和预测

利润表 (百万元)	2009	2010	2011	2012
营业收入	2487.34	4630.26	6281.25	8546.33
营业成本	2118.39	3938.62	5339.81	7272.36
营业税金及附加	85.59	156.50	212.31	288.87
营业税率	3.44	3.38	3.38	3.38
销售费用	17.81	39.36	52.76	70.08
销售费用率	0.72	0.85	0.84	0.82
管理费用	56.47	90.29	113.06	141.01
管理费用率	2.27	1.95	1.80	1.65
财务费用	1.83	-20.28	-31.69	-36.46
财务费用率	0.07	-0.44	-0.50	-0.43
期间费用率	3.06	2.36	2.14	2.04
资产减值损失	29.09	60.76	58.61	80.41
投资收益	-0.11	0.00	0.00	0.00
营业利润	178.05	365.00	536.39	730.06
营业外收入	0.04	0.23	0.31	0.43
营业外支出	0.77	0.93	1.26	1.71
利润总额	177.33	364.31	535.45	728.78
所得税	45.03	91.08	133.86	182.20
所得税率	25.39	25.00	25.00	25.00
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00
归属于母公司股东的净利润	132.30	273.23	401.58	546.59
EPS (元)	0.63	1.29	1.90	2.59
盈利能力指标	2009	2010	2011	2012
毛利率	14.83	14.94	14.99	14.91
EBITDA Margin	8.84	9.15	9.38	9.39
EBIT Margin	8.41	8.76	8.97	9.06
营业利润率	7.16	7.88	8.54	8.54
净利率	5.32	5.90	6.39	6.40
ROA	9.76	9.36	8.52	9.37
ROE	28.96	19.03	16.13	19.37
盈利增长 (%)	2009	2010	2011	2012
主营收入增长率	53.68	86.15	35.66	36.06
主营利润增长率	50.69	87.46	36.12	35.32
EBITDA 增长率	55.94	92.77	39.02	36.16
EBIT 增长率	55.86	93.94	38.92	37.40
净利润增长率	54.69	106.52	46.98	36.11
偿债能力指标	2009	2010	2011	2012
资产负债率 (%)	67.39	44.54	49.32	53.44
流动比率	1.38	2.07	1.89	1.77
速动比率	1.30	2.01	1.83	1.71
现金比率	0.31	1.06	0.88	0.76
经营效率指标	2009	2010	2011	2012
应收帐款周转天数	109.15	91.86	99.59	99.47
存货周转天数	13.79	9.27	9.38	9.37
总资产周转率	1.84	1.59	1.33	1.47

资料来源：公司公告，海通证券研究所

资产负债表 (百万元)	2009	2010	2011	2012
货币资金	329.68	1981.80	2243.59	2618.40
存货	84.73	118.16	160.19	218.17
应收账款	888.31	1474.74	2000.58	2722.01
其他流动资产	163.35	296.15	400.62	544.14
流动资产	1466.07	3870.85	4804.98	6102.72
流动资产占比	0.91	0.91	0.93	0.94
固定资产	48.53	135.93	253.78	275.82
投资性房地产	16.99	16.99	16.99	16.99
无形资产	28.77	28.05	27.33	26.61
其他非流动资产	43.80	184.10	87.19	49.01
非流动资产	138.10	365.07	385.28	368.43
非流动资产占比	0.09	0.09	0.07	0.06
资产总计	1604.16	4235.92	5190.27	6471.15
短期借款	45.00	0.00	0.00	0.00
应付账款	750.14	1378.52	1868.93	2545.33
其他流动负债	269.20	491.39	674.22	896.10
流动负债	1064.33	1869.91	2543.15	3441.42
流动负债占比	0.98	0.99	0.99	1.00
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
其他长期负债	16.78	16.78	16.78	16.78
非流动性负债	16.78	16.78	16.78	16.78
非流动负债占比	0.02	0.01	0.01	0.00
负债合计	1081.11	1886.69	2559.93	3458.20
股本	158.00	211.00	211.00	211.00
资本公积	80.00	1661.92	1661.92	1661.92
留存收益	285.05	476.31	757.42	1140.03
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00
股东权益合计	523.05	2349.23	2630.34	3012.95
负债股东权益总计	523.05	2349.23	2630.34	3012.95
现金流量表 (百万元)	2009	2010	2011	2012
净利润	132.30	273.23	401.58	546.59
折旧摊销	10.74	18.26	25.78	28.11
营运资金变动	5.81	37.15	(57.71)	(105.07)
其他	25.07	40.48	26.92	43.95
经营活动现金流	173.92	369.12	396.57	513.58
资本支出	(16.63)	(245.23)	(45.99)	(11.26)
投资收益	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	(1.95)	0.00	0.00	0.00
投资活动现金流	(18.58)	(245.23)	(45.99)	(11.26)
债务变化	(5.05)	(24.72)	31.69	36.46
股票发行	0.00	1634.92	0.00	0.00
其他	0.00	(81.97)	(120.48)	(163.98)
筹资活动现金流	(5.05)	1528.23	(88.78)	(127.51)
现金净流量	150.29	1652.12	261.79	374.81
每股经营性现金流	1.10	1.75	1.88	2.43

信息披露

分析师负责的股票研究范围

江孔亮：建筑工程行业首席分析师

蒲世林：建筑建材行业助理分析师

重点研究上市公司：中材国际、中色股份、龙元建设、上海建工、海油工程、冀东水泥、中海油服、隧道股份、中国中铁、中国铁建、中国建筑、中铁二局、金螳螂。

公司评级、行业评级及相关定义

我们的评级制度要求分析师将其研究范围中的公司或行业进行评级，这些评级代表分析师根据历史基本面及估值对研究对象的投资前景的看法。每一种评级的含义分别为：

公司评级

买入：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅在15%以上；

增持：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅介于5%与15%之间；

中性：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与5%之间；

减持：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；

卖出：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅低于-15%。

行业评级

增持：我们预计未来6个月内，行业整体回报高于市场整体水平5%以上；

中性：我们预计未来6个月内，行业整体回报介于市场整体水平 - 5%与5%之间；

减持：我们预计未来6个月内，行业整体回报低于市场整体水平5%以下。

免责条款

本报告中的信息均来源于公开可获得资料，海通证券研究所力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不做任何保证，据此投资，责任自负。本报告不构成个人投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。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。海通证券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，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。本报告仅向特定客户传送，未经海通证券研究所授权许可，任何引用、转载以及向第三方传播的行为均可能承担法律责任。