

亚厦股份 (002375)

与恒大达成战略合作协议, 11 年合作额约 30 亿

	韩其成	白晓兰
	021-38676162	021-38674660
	hanqicheng@gtjas.com	baixiaolan008216@gtjas.com
	S0880208070351	S0880110030026

本报告导读:

亚厦股份与恒大地产签署战略合作协议, 协议规定工程规模及价款为: 恒大地产每年安排约 30 亿元的装修施工任务给公司, 并逐年增加约 10 亿元左右。

投资要点:

- 11 月 21 日, 亚厦股份与恒大地产签署战略合作协议, 协议规定工程规模及价款为: 恒大地产每年安排约 30 亿元的装修施工任务给公司, 并逐年增加约 10 亿元左右的施工任务。恒大地产 2007 年-2009 年分别实现合约销售面积 31.8 万 m²、113.5 万 m² 和 563.7 万 m², 2007 年-2009 年房地产合约销售分别为 32.41 亿元、60.32 亿元和 302.99 亿元, 10 年前 3 季度实现销售 356 亿, 面积为 570 万 m²。(详见附录)
- 该框架协议符合我们的预期: 1) 住宅精装市场大。建筑装饰协会预计 2010 年住宅精装市场规模在 1.3 万亿元。2) 恒大地产主攻装修房, 预计 2011 年的装修额将达 100 亿元左右, 并将主要分给龙头装修公司以确保质量与品质。截至 2010 年中报, 恒大地产有土地项目 73 个, 土地储备 7238 万平方米, 保障后续房地产开发与对装修的需求。
- 亚厦住宅精装实力强, 占比不断提高: 10 年中报, 亚厦占比为 35% (09 年 27%), 广田为 44%。亚厦住宅精装比例仅次于广田, 且客户群多。凭借恒大的合同, 我们预计亚厦在 2011 年的住宅精装占比可能提高到 50%。风险在于合同规定亚厦不能与其他地产商签订高于收入 10% 的合作协议, 可能造成精装客户过于集中。
- 亚厦股份 09 年度经审计营业总收入为 25 亿, 10 年收入预计 48 亿, 该协议占 10 年预计收入的 62%, 将对 11、12 年的收入构成重大利好, 但对 10 年的收益没有影响, 我们上调亚厦股份 11、12 年净利润, 对应的 10~12 年的 EPS 为 1.25、2.5、3.65, 同增 99%、100%、46%, 谨慎增持, 目标价 110 元。

财务摘要 (百万元)	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入	1,618	2,487	4,822	7,951	11,194
(+/-)%	20%	54%	94%	65%	41%
经营利润 (EBIT)	134	209	382	716	1,047
(+/-)%	-5%	56%	83%	88%	46%
净利润	86	132	263	527	770
(+/-)%	21%	55%	99%	100%	46%
每股净收益 (元)	0.54	0.84	1.25	2.50	3.65
每股股利 (元)	0.00	0.00	0.37	0.75	1.09

利润率和估值指标	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
经营利润率 (%)	8.3%	8.4%	7.9%	9.0%	9.4%
净资产收益率 (%)	21.9%	25.3%	11.2%	19.4%	23.7%
投入资本回报率 (%)	23.4%	27.5%	12.2%	19.7%	24.0%
EV/EBITDA	105.0	66.6	46.5	24.1	15.9
市盈率	174.6	112.9	75.7	37.8	25.9
股息率 (%)	0.0%	0.0%	0.4%	0.8%	1.2%

请务必阅读正文之后的免责条款部分

评级: **谨慎增持**

上次评级: 谨慎增持

目标价格: **110.00**

上次预测: 90.00

当前价格: 94.50

2010.11.23

交易数据

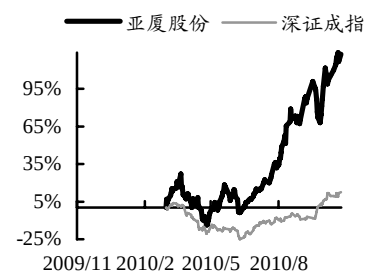
52 周内股价区间 (元)	33.81-95.00
总市值 (百万元)	19,940
总股本/流通 A 股 (百万股)	211/53
流通 B 股/H 股 (百万股)	0/0
流通股比例	25%
日均成交量 (百万股)	1
日均成交值 (百万元)	86

资产负债表摘要

股东权益 (百万元)	2,309
每股净资产	10.94
市净率	8.6
净负债率	0%

EPS (元)	2009A	2010E
Q1	0.12	0.20
Q2	0.21	0.30
Q3	0.25	0.28
Q4	0.26	0.47
全年	0.84	1.25

52 周内股价走势图



升幅 (%)	1M	3M	12M
绝对升幅	22%	82%	0%
相对指数	27%	74%	10%

相关报告

《住宅精装高成长, 多元经营可预期》	2010.11.07
《亚厦股份公司 2010-11-04 调研提纲》	2010.11.02
《保持高增长, 仍为行业首配》	2010.10.28
《股权激励证实预判, 仍为装饰行业首配》	2010.09.06
《公建市场大发展驱动增长率居三家之...	2010.08.26

模型更新时间: 2010.11.22

股票研究

工业
建筑工程业

亚厦股份 (002375)

评级: 谨慎增持

上次评级: 谨慎增持

目标价格: 110.00

上次预测: 90.00

当前价格: 94.50

公司网址

www.yashazs.com

公司简介

公司是中国建筑装饰行业的知名企业和龙头企业, 专注于高端星级酒店、大型公共建筑、高档住宅的精装修, 树立了“亚厦”在中国建筑装饰行业的一线品牌地位和高端品牌地位。公司是国内建筑装饰行业最早推行工厂化生产的企业, 引进德国、意大利等进口专业生产流水线, 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。先后承接了北京人民大会堂浙江厅、北京首都国际机场国家元首专机楼、青岛国际奥帆中心、上海世博中心等精装修工程, 同时承接了四季、洲际、

财务预测 (单位: 百万元)

损益表

营业总收入

营业成本

税金及附加

销售费用

管理费用

EBIT

公允价值变动收益

投资收益

财务费用

营业利润

所得税

少数股东损益

净利润

资产负债表

货币资金、交易性金融资产

其他流动资产

长期投资

固定资产合计

无形及其他资产

资产合计

流动负债

非流动负债

股东权益

投入资本(IC)

现金流量表

NOPLAT

折旧与摊销

流动资金增量

资本支出

自由现金流

经营现金流

投资现金流

融资现金流

现金流净增加额

财务指标

成长性

收入增长率

EBIT 增长率

净利润增长率

利润率

毛利率

EBIT 率

净利率

收益率

净资产收益率(ROE)

总资产收益率(ROA)

投入资本回报率(ROIC)

运营能力

存货周转天数

应收账款周转天数

总资产周转天数

净利润现金含量

资本支出/收入

偿债能力

资产负债率

净负债率

估值比率

PE

PB

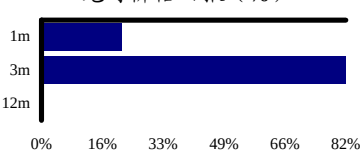
EV/EBITDA

P/S

股息率

	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
营业总收入	1,618	2,487	4,822	7,951	11,194
营业成本	1,374	2,118	4,125	6,728	9,434
税金及附加	55	86	165	270	381
销售费用	14	18	41	56	78
管理费用	42	56	109	181	254
EBIT	134	209	382	716	1,047
公允价值变动收益	-1	0	-3	0	0
投资收益	1	0	0	0	0
财务费用	6	2	-7	-16	-19
营业利润	113	178	353	706	1,031
所得税	27	45	90	179	262
少数股东损益	0	0	0	0	0
净利润	86	132	263	527	770
货币资金、交易性金融资产	181	333	1,899	2,138	2,626
其他流动资产	0	0	6	0	0
长期投资	18	17	17	17	17
固定资产合计	52	56	165	321	330
无形及其他资产	34	39	39	38	37
资产合计	1,106	1,604	4,628	6,027	7,960
流动负债	716	1,064	2,267	3,297	4,691
非流动负债	0	17	17	17	17
股东权益	391	523	2,344	2,713	3,251
投入资本(IC)	436	568	2,344	2,713	3,251
NOPLAT	102	156	285	534	781
折旧与摊销	7	11	6	23	42
流动资金增量	53	-1	-198	-80	-143
资本支出	-9	-16	-115	-178	-49
自由现金流	152	149	-22	299	631
经营现金流	107	174	94	496	695
投资现金流	-9	-19	-115	-178	-49
融资现金流	-84	-5	1,590	-79	-158
现金流净增加额	14	150	1,570	239	488
收入增长率	20.5%	53.7%	93.9%	64.9%	40.8%
EBIT 增长率	-4.9%	55.9%	82.7%	87.5%	46.2%
净利润增长率	21.3%	54.7%	99.0%	100.1%	46.1%
利润率					
毛利率	15.1%	14.8%	14.5%	15.4%	15.7%
EBIT 率	8.3%	8.4%	7.9%	9.0%	9.4%
净利率	5.3%	5.3%	5.5%	6.6%	6.9%
净资产收益率(ROE)	21.9%	25.3%	11.2%	19.4%	23.7%
总资产收益率(ROA)	7.7%	8.2%	5.7%	8.7%	9.7%
投入资本回报率(ROIC)	23.4%	27.5%	12.2%	19.7%	24.0%
存货周转天数	19	14	14	14	14
应收账款周转天数	143	111	105	105	105
总资产周转天数	246	199	236	32	32
净利润现金含量	1.25	1.31	0.36	0.94	0.90
资本支出/收入	1%	1%	2%	2%	0%
资产负债率	64.7%	67.4%	49.4%	55.0%	59.2%
净负债率	-34.8%	-55.0%	-81.0%	-78.8%	-80.8%
PE	174.6	112.9	75.7	37.8	25.9
PB	38.2	28.5	8.5	7.4	6.1
EV/EBITDA	105.0	66.6	46.5	24.1	15.9
P/S	9.2	6.0	4.1	2.5	1.8
股息率	0.0%	0.0%	0.4%	0.8%	1.2%

绝对价格回报 (%)



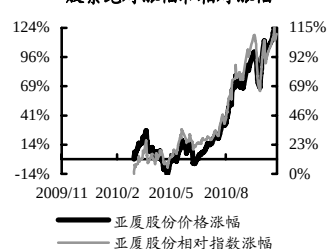
52 周价格范围

33.81-95.00

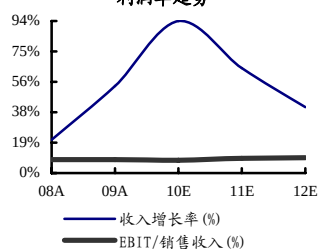
市值 (百万)

19,940

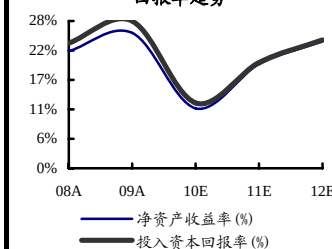
股票绝对涨幅和相对涨幅



利润率趋势



回报率趋势



净资产(现金)/净负债

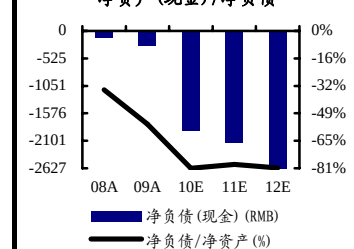
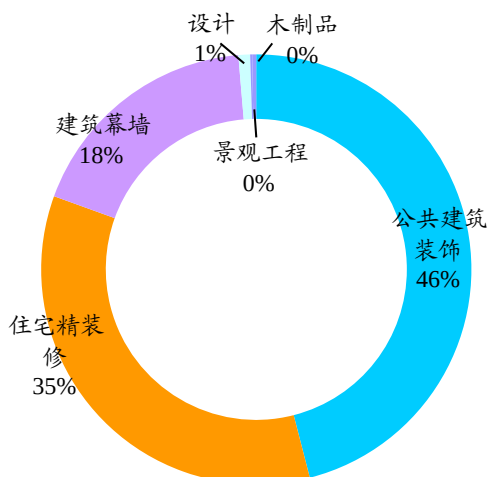
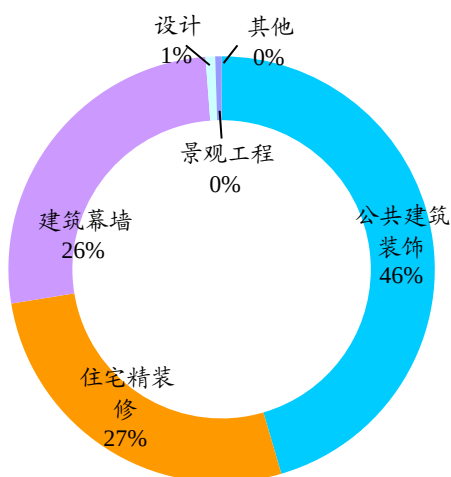


图 1: 1H10 亚厦股份业务分类占比



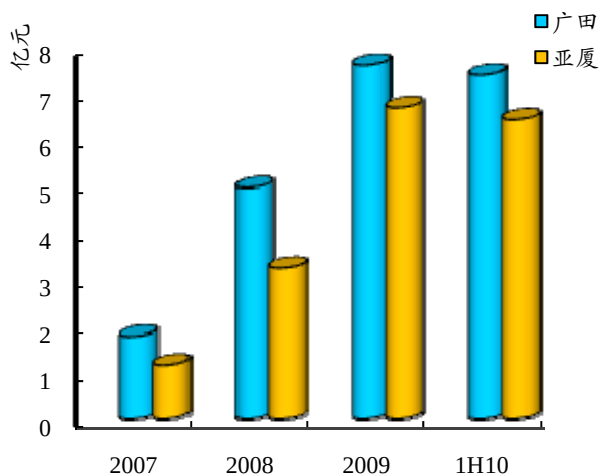
数据来源: 亚厦股份, 国泰君安证券研究

图 2: 2009 亚厦股份业务分类占比



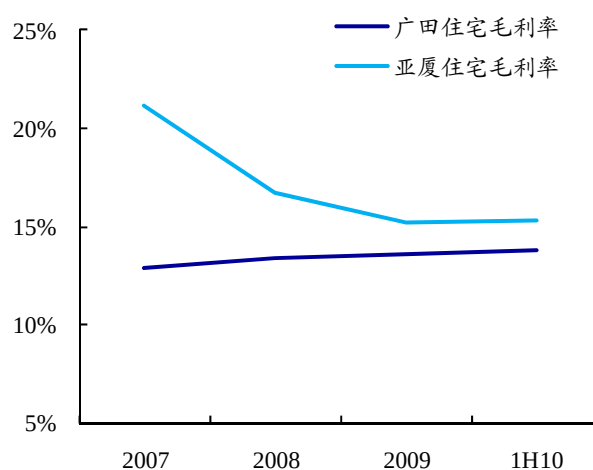
数据来源: 亚厦股份, 国泰君安证券研究

图 3: 1H10 亚厦股份业务分类占比



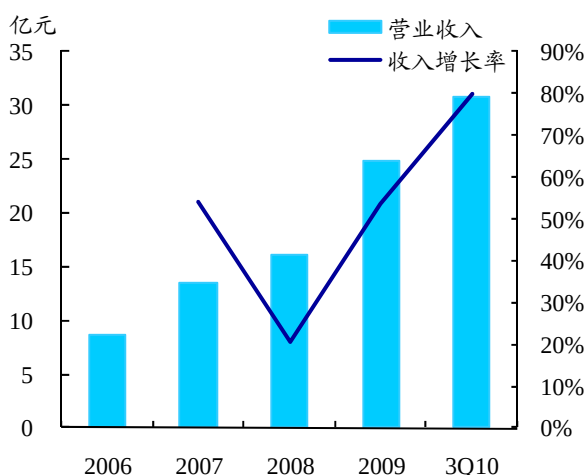
数据来源: 亚厦股份, 国泰君安证券研究

图 4: 亚厦、广田住宅精装毛利率比较



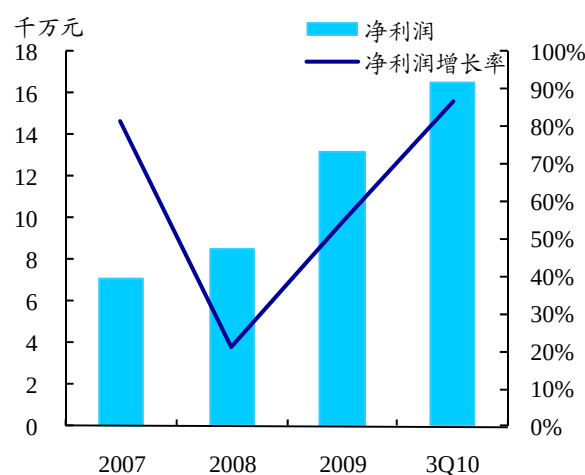
数据来源: 亚厦股份, 国泰君安证券研究

图 5: 亚厦股份收入情况 (亿元)



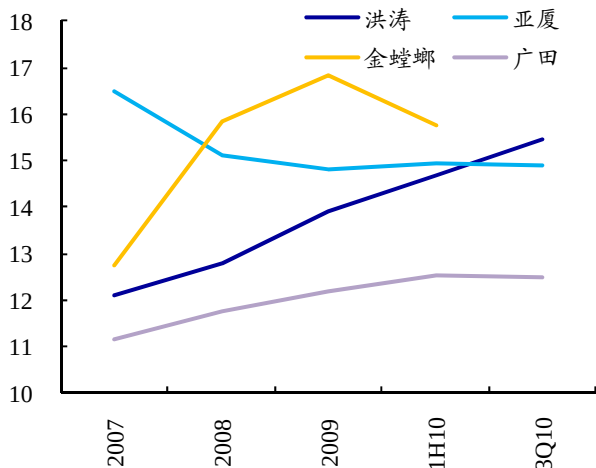
数据来源: 亚厦股份, 国泰君安证券研究

图 6: 亚厦净利润情况 (亿元)



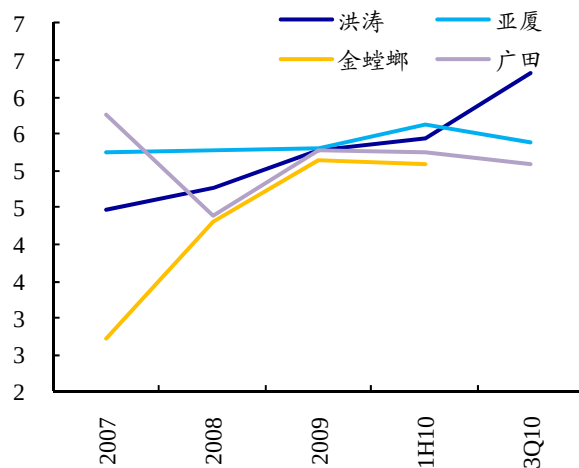
数据来源: 亚厦股份, 国泰君安证券研究

图 7: 装修四杰毛利率对比



数据来源: Wind, 国泰君安证券研究

图 8: 装修四杰净利率对比



数据来源: Wind, 国泰君安证券研究

附录: 恒大地产经营情况

集团概况

恒大地产集团 (3333.HK) 是一家在香港联交所主板上市、集房地产规划设计、开发建设、物业管理于一体的现代化国际企业集团, 股东遍布亚洲、欧洲和美洲, 包括郑裕彤、美林、高盛、GIC、淡马锡、中国银行、英国保诚等 39 家全球战略股东。目前恒大在中国拥有员工 15000 余名, 92% 以上工程技术及管理人员为大学本科以上学历, 拥有中国一级资质的房地产开发公司、中国甲级资质的建筑设计研究院、中国一级资质的建筑施工公司、中国甲级资质的建筑监理公司、中国一级资质的物业管理公司。

恒大扎根中国, 一直致力于推动中国城市化进程, 现已在广州、上海、天津、重庆、沈阳、武汉、成都、南京、西安、长沙、太原、昆明、合肥、贵阳、南宁、南昌、济南、郑州、兰州、长春、海口、石家庄、呼和浩特、哈尔滨、乌鲁木齐等全国 50 多个主要城市拥有大型房地产项目 100 多个, 覆盖中端、中高端、高端及旅游地产多个产品系列, 是中国在建工程面积最大、进入省会城市最多的房地产企业。2009 年, 恒大实现销售金额 303 亿元; 今年上半年, 恒大实现销售面积 334 万平方米, 位列全国第一; 实现销售金额 210 亿元, 位列全国第二。前十个月, 恒大实现销售金额 412 亿元, 提前两个月超额完成全年 400 亿的销售目标, 并以超过 80 亿元的品牌价值位列全国房企第一名。

作为中国领先的房地产企业, 中国标准化运营的精品地产领导者, 恒大开发的楼盘采用低碳与环保技术设计建造, 在中国十大房地产企业里价格最低、品质较好, 性价比高, 被中国很多老百姓誉为“民生地产”。十多年来, 恒大还为中国慈善、公益和环保事业捐赠约 6 亿元, 连续三年获得民政部颁发的“中华慈善奖”。

恒大坚持全球化视野, 在世界经济一体化背景下, 全面实施国际化精品产业战略, 致力于成为二十一世纪中国地产规模一流、品牌一流、团队一流的“三个一流”企业, 全力打造全球化地产航母。

恒大房地产开发公司【中国一级资质】

恒大地产集团旗下房地产开发公司, 拥有中国一级开发资质。公司自成立之初, 就不断研究掌握房地产开发建设的规律, 在多年的开发建设中, 建立起标准化、科学化、系统化的质量管理体系, 形成过程质量控制和创优机制。2004 年起, 公司全面实施精品战略, 大规模整合优势资源, 与国内外房地产相关行业龙头企业强强合作, 真正实现了满屋名牌的精品产品。先后开发恒大金碧花园、恒大金碧华府、恒大金碧湾、恒大金碧世纪花园、恒大御景半岛、恒大华府、恒大名都、恒大城、恒大绿洲、恒大金碧天下等系列项目 70 多个, 形成了精品开发建设风格, 先后获得 50 多项国家级殊荣, 产品已经成为在全国享有广泛知名度和美誉度的强势品牌。

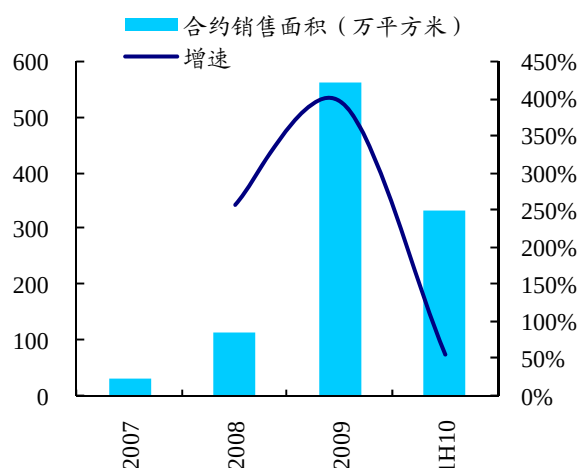
业绩情况

2010 年, 公司先后成功发债 13.5 亿美元, 创造了中国房地产企业全球发债的年度最大规模记录, 上半年实现销售面积 334 万平方米, 位列全国第一; 实现销售金额 210 亿元, 位列全国第二。前三季度, 恒大实现销售金额 356 亿元, 销售面积 570 万平方米, 并以超过 80 亿元的品牌价值位列全国房企第一名。

恒大地产一直保持了高增长, 2008 年, 公司合约销售金额增速 86%、09 年 402%、10 年上半年为 105%。恒大地产 2007 年-2009 年分别实现合约销售面积 31.8 万 m²、113.5 万 m² 和 563.7 万 m², 2007 年-2009 年房地产合约销售分别为 32.41 亿元、60.32 亿元和 302.99 亿元, 10 年前 3 季度实现销售 356 亿, 面积为 570 万 m²。

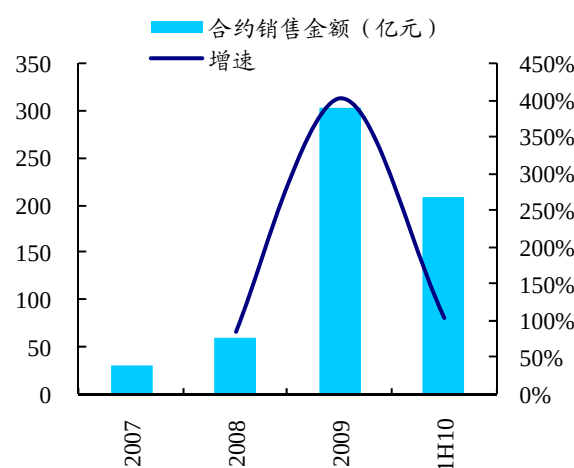
恒大地产在 2010 年 6 月 30 日时, 现金余额为 100 亿元, 负债率为 80%。由于公司主要客户为购房业主, 目前行业规律为业主付清房款, 开放商才交房, 因此只要房地产市场不出现雪崩, 那么公司的风险就不会大。恒大地产作为行业内的大型公司, 以其激进闻名, 比如当地产出现景气度下降时, 提早降价促销。公司积极的管理营销, 对公司的业绩与收款有一定保障, 属于住宅精装的优质客户。

图 9: 恒大地产合约销售面积及增速



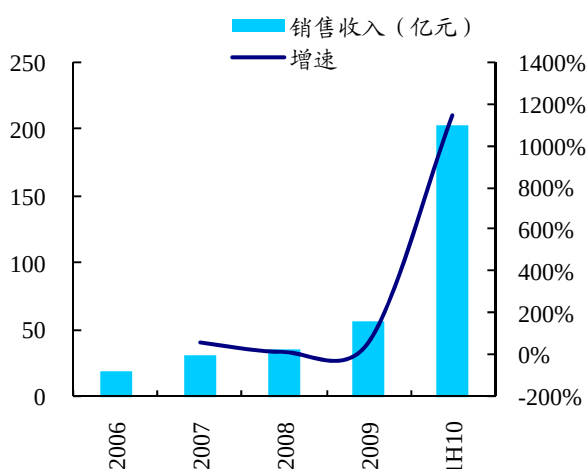
数据来源: 恒大地产, 国泰君安证券研究

图 10: 恒大地产合约销售金额及增速



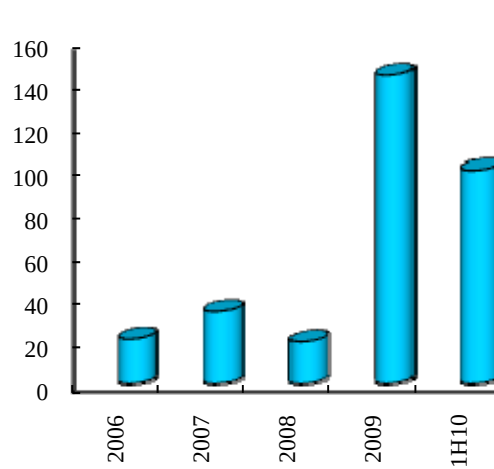
数据来源: 恒大地产, 国泰君安证券研究

图 11: 恒大地产销售收入及增速



数据来源: 恒大地产, 国泰君安证券研究

图 12: 恒大地产现金余额 (亿元)



数据来源: 恒大地产, 国泰君安证券研究

土地储备

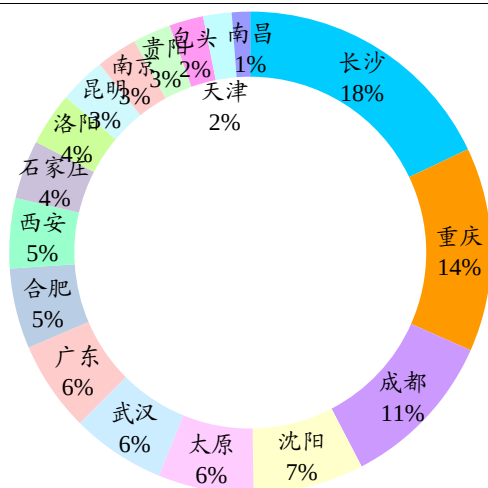
截至 2010 年中报, 恒大地产有土地项目 73 个, 土地储备 7238 万平方米。巨大的土地储备保障了后续房地

产的开发与对装修的需求。

业务区域

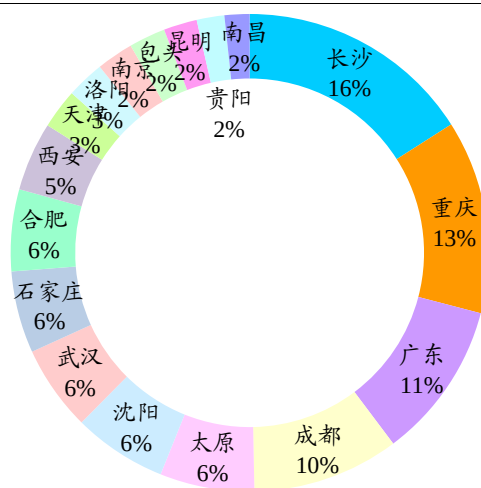
恒大地产的市场分布在全国，集中在湖南、湖北、四川等。恒大地产坚持深耕二三线城市，凭借高性价比产品，辅以灵活务实的价格策略，在低迷的市况下创造佳绩。期内本集团新开盘 9 个项目，分布于长沙、合肥、石家庄、南昌、太原、天津、成都等 7 个二三线城市；在售项目累计达到 41 个，分布于中国 21 个城市。

图 13: 恒大地产期内合约销售建筑面积按地区分布



数据来源：恒大地产，国泰君安证券研究

图 14: 恒大地产期内合约销售金额按地区分布



数据来源：恒大地产，国泰君安证券研究

作者简介:**韩其成:**

建材、建筑行业研究员。上海财经大学投资经济学硕士，山科大采矿工程学学士。2005 年进入国泰君安证券研究所。

2008、2009 年新财富最佳分析师非金属建材第三名，2009 年新财富最佳分析师建筑与工程行业第二名。2008、2009 年水晶球奖最佳分析师非金属建材第三名。

白晓兰:

建材、建筑行业助理研究员，复旦大学经济学硕士，CPA。2007 年-2009 年就职于安永华明会计师事务所，高级审计师。2009 年 11 月加入国泰君安证券。

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

本报告仅供国泰君安证券股份有限公司（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本公司的当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。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。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。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“国泰君安证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息或进而交易本报告中提及的证券。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

评级说明

1. 投资建议的比较标准

投资评级分为股票评级和行业评级。以报告发布后的 12 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。

2. 投资建议的评级标准

报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅。

	评级	说明
股票投资评级	增持	相对沪深 300 指数涨幅 15%以上
	谨慎增持	相对沪深 300 指数涨幅介于 5%~15%之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于-5%~5%
	减持	相对沪深 300 指数下跌 5%以上
行业投资评级	增持	明显强于沪深 300 指数
	中性	基本与沪深 300 指数持平
	减持	明显弱于沪深 300 指数

国泰君安证券研究

	上海	深圳	北京
地址	上海市浦东新区银城中路 168 号上海银行大厦 29 层	深圳市福田区益田路 6009 号新世界商务中心 34 层	北京市西城区金融大街 28 号盈泰中心 2 号楼 10 层
邮编	200120	518026	100140
电话	(021) 38676666	(0755) 23976888	(010) 59312799
E-mail:	gtjaresearch@gtjas.com		