

合纵恒大，住宅精装业务更上层楼 维持“买入”评级

投资要点：

- 住宅类精装修业务——更上层楼
- 车站机场装饰业务——锋芒正显

公告事项：

公司与恒大地产集团有限公司于2010年11月20日签订了《战略合作协议》，恒大每年安排约30亿元的施工任务给公司，并逐年增加10亿左右的施工任务，公司承诺战略合作期间承接其它房地产商的住宅精装修工程施工业务不超过自身年度营业额的10%。此次协议有效期2年，可在期满之前15日内续签合作协议。

我们的观点：

公司是我国住宅精装修领域的领导者，出色的业务实力使公司具有选择开发商、开发项目的主动权和话语权。2010上半年，公司先后承接和施工了“三亚凤凰岛”、“温州鹿城广场”、“大连万达公馆”、“滨江城市之星”等一大批高档住宅精装修项目，品牌知名度和回头客率持续提升。

公司在利润相对丰厚的机场火车站公装领域也是锋芒正显。2010上半年，公司完成了杭州萧山国际机场、温州铁路客站和武广新韶关站等施工项目，并承接了中山站和甬台温铁路站等新项目。

公司此次与恒大地产结盟成为战略合作伙伴，住宅精装修业务的优势得以充分发挥，订单的稳定性和可持续性也得到保障，未来两年业绩将显著提升。

- **股价催化剂。**订单超预期、外延式增长。
- **风险因素。**规模迅速扩张带来的毛利率下降和回款速度减慢的风险。
- **盈利预测及评级。**我们上调公司明后两年的盈利预测，预计2010-2012年公司每股收益为1.30元、2.42元和3.89元，维持“买入”评级。

主要经营指标	2008	2009	2010E	2011E	2012E
主营收入(百万)	1618.47	2487.34	5223.41	8723.10	13520.80
同比增长率	20.45%	53.68%	110.00%	67.00%	55.00%
净利润(百万)	85.52	132.30	274.57	510.86	820.92
同比增长率	21.31%	54.69%	107.53%	86.06%	60.69%
每股收益(元)	0.405	0.627	1.301	2.421	3.891
净资产收益率	21.89%	25.29%	11.04%	17.65%	23.11%

分析师

周蓉姿

电话：010-88085980

Email: zhourongzi@hysec.com

市场表现



公司数据

总股本(万股)	21,100
流通股(万股)	5,300
每股净资产(元)	10.66
主要股东	亚厦控股有限公司
主要股东持股比例	35.97%

数据来源：港澳资讯

相关研究

1. 亚厦股份深度报告：最具成长性和抗周期性的建筑装饰龙头
2. 亚厦股份2010年中报点评：营收规模高速扩张，净利润率大幅提升
3. 亚厦股份公告点评高价力推股权激励，彰显公司成长信心
4. 亚厦股份2010年三季报点评：经营态势良好，净利润同比劲增85.59%

利润表(百万)

	2009A	2010E	2011E	2012E
主营业务收入	2487.34	5223.41	8723.10	13520.80
减：营业成本	2118.39	4458.18	7449.53	11533.24
营业税金及附加	85.59	188.04	305.31	473.23
销售费用	17.81	52.23	76.76	101.41
管理费用	56.47	130.59	187.55	290.70
财务费用	1.83	-1.72	-2.20	7.66
资产减值损失	29.09	30.00	25.00	20.00
加：投资收益	-0.08	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	-0.02	0.00	0.00	0.00
营业利润	178.05	366.09	681.15	1094.56
加：其他非经营损益	-0.72	0.00	0.00	0.00
利润总额	177.33	366.09	681.15	1094.56
减：所得税	45.03	91.52	170.29	273.64
净利润	132.30	274.57	510.86	820.92
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00
母公司所有者净利润	132.30	274.57	510.86	820.92

现金流量表

经营性现金净流量	174.42	272.35	417.18	454.98
投资性现金净流量	-18.58	-293.66	-50.00	0.00
筹资性现金净流量	-5.05	1666.20	-56.36	-111.00
现金流量净额	150.79	1644.89	310.82	343.98
收益率指标	2009A	2010E	2011E	2012E
毛利率	14.83%	14.65%	14.60%	14.70%
三费/销售收入	3.06%	3.47%	3.00%	2.96%
EBIT/销售收入	7.18%	6.58%	7.28%	7.70%
EBITDA/销售收入	7.61%	6.90%	7.79%	8.04%
销售净利率	5.32%	5.26%	5.86%	6.07%
资产获利率指标	2009A	2010E	2011E	2012E
ROE	25.29%	11.04%	17.65%	23.11%
ROA	12.04%	8.18%	11.29%	14.70%
ROIC	30.51%	45.59%	42.31%	49.62%
资本结构指标	2009A	2010E	2011E	2012E
资产负债率	64.76%	40.79%	48.57%	49.88%

资产负债表(百万)

	2009A	2010E	2011E	2012E
货币资金	235.84	1880.73	2191.55	2535.52
应收和预付款项	1048.66	1822.73	2888.89	4011.14
存货	84.73	149.91	222.56	278.88
其他流动资产	3.00	1.50	1.50	1.50
长期股权投资	0.05	0.05	0.05	0.05
投资性房地产	16.99	14.95	12.92	10.88
固定资产和在建工程	55.68	296.60	286.30	226.01
无形资产和开发支出	28.77	25.69	22.61	19.53
其他非流动资产	10.71	6.52	2.34	2.34
资产总计	1484.42	4198.68	5628.72	7085.85
短期借款	45.00	0.00	0.00	0.00
应付和预收款项	899.59	1712.49	2733.83	3534.23
其他负债	16.78	0.00	0.00	0.00
负债合计	961.37	1712.49	2733.83	3534.23
股本	158.00	211.00	211.00	211.00
资本公积	80.00	1715.58	1715.58	1715.58
留存收益	285.05	559.62	968.31	1625.04
归属母公司股东权益	523.05	2486.20	2894.89	3551.62
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00
股东权益合计	523.05	2486.20	2894.89	3551.62
负债和股东权益合计	1484.42	4198.68	5628.72	7085.85
每股指标	2009A	2010E	2011E	2012E
每股收益	0.627	1.301	2.421	3.891
每股经营性现金流	0.827	1.291	1.977	2.156
增长率指标	2009A	2010E	2011E	2012E
销售收入增长率	53.68%	110.00%	67.00%	55.00%
净利润增长率	54.69%	107.53%	84.97%	63.91%
EBITDA 增长率	51.32%	90.20%	88.75%	59.84%
经营营运资本增长率	28.57%	62.17%	59.74%	68.64%
估值指标	2009A	2010E	2011E	2012E
PE	87.56	42.19	38.41	23.90
PB	22.15	4.66	6.78	5.53
EV/EBITDA	46.02	28.38	26.92	16.97

资料来源：宏源证券

分析师简介:

分析师姓名: 宏源证券研究所建筑工程行业研究员, 东北大学管理学硕士, 2007 年加盟宏源证券研究所。

主要研究覆盖公司: 金螳螂、亚厦股份、洪涛股份、东华科技、路桥建设、北新路桥、新疆城建等。

机构销售团队

华北区域	华东区域	华南区域
牟晓凤 010-88085111 muxiaofeng@hysec.com	曾利洁 010-88085790 zenglijie@hysec.com	雷增明 010-88085989 leizengming@hysec.com
	刘爽 010-88085798 liushuang@hysec.com	
	孙利群 010-88085096 sunliqun@hysec.com	

宏源证券评级说明:

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。以报告发布日后 6 个月内的公司股价（或行业指数）涨跌幅相对同期的上证指数的涨跌幅为标准。

类别	评级	定义
股票投资评级	买入	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 20% 以上
	增持	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 5%~20%
	中性	未来 6 个月内与沪深 300 指数偏离-5%~+5%
	减持	未来 6 个月内跑输沪深 300 指数 5% 以上
行业投资评级	增持	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 5% 以上
	中性	未来 6 个月内与沪深 300 指数偏离-5%~+5%
	减持	未来 6 个月内跑输沪深 300 指数 5% 以上

免责条款:

本报告分析及建议所依据的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, 也不保证所依据的信息和建议不会发生任何变化。我们已力求报告内容的客观、公正, 但文中的观点、结论和建议仅供参考, 不构成任何投资建议。投资者依据本报告提供的信息进行证券投资所造成的一切后果, 本公司概不负责。

本公司所隶属机构及关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 也可能争取为这些公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

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、复制和发布。如引用、刊发, 需注明出处为宏源证券研究所, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。