

方正证券研究所

分析师：周伟

执业证书编号：S1220511020001

TEL: 010-68584841

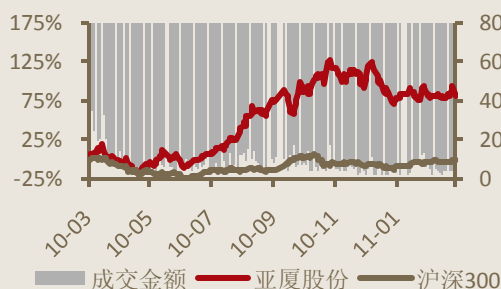
E-mail: zhouwei@foundersc.com

联系人：杨玢

TEL: (86731) 85832449

Email: yangbin0@foundersc.com

历史表现



盈利预测

单位:百万元	2010A	2011E	2012E	2013E
主营收入	4488.07	7270.3	10421	14068.5
(+/-)	80.44%	61.99%	43.34%	35.00%
净利润	262.25	446.04	653.77	818.44
(+/-)	98.22%	70.09%	46.57%	25.19%
EPS (元)	1.24	1.06	1.55	1.94
P/E	33.78	36.02	24.58	19.63

相关研究

《打造一体化大装饰产业链》

数据来源：港澳资讯，方正证券研究所

请务必阅读最后特别声明与免责条款

亚厦股份(002375)

年报点评
2011.03.28 增持

建筑装饰行业

事件：公司公布 2010 年年报，实现收入 44.88 亿元，同比增长 80.44%，实现归属于母公司净利润 2.62 亿元，同比增长 98.22%，拟以 2.11 亿股为基础，每 10 股派 2.5 元（含税）且转增 10 股，基本符合预期。

投资要点

1、公司收入大幅增长缘于装饰主业，整体毛利率为 14.91%、较上年提升 0.08 个百分点。建筑装饰（含公共建筑装饰和住宅精装修）收入 36 亿元、同比增长 100%，毛利率 14.83%、同比下降 0.11 个百分点；建筑幕墙收入 8 亿元、同比增长 22.22%，毛利率 15.13%、同比上升 0.8 个百分点；设计收入 3800 万元、同比增长 110%，毛利率 13.7%、同比下降 8.4 个百分点；景观工程收入 1300 万元、同比增长 26%，毛利率 15.95%、同比下降 0.14 个百分点；木制品收入 2200 万元、毛利率 19.86%。

2、公司着眼于“大装修”经营战略，业务全面覆盖建筑装饰行业细分市场。2010 年公司共承接合同 72 亿元，公共建筑装饰、高端住宅精装修和幕墙业务的占比分别约为 48%、34%和 15%，三大主业齐头并进，业务格局均衡，可有效避免外部环境变化带来的不利影响。住宅精装市场空间巨大，公司未来住宅精装业务比例仍将逐步提升（2009 年为 27%）。2010 年承接了近 30 家 5 星级酒店精装项目，承接了洛阳、中山、苏州、唐山等火车站及长沙地铁站项目室内外装修，以及 3 家医院精装项目。

3、公司实施的可复制三级营销网络体系初步构建，全国布局初显成果。2010 年构建了 2 个区域公司（京津、西南）、2 个营销网络管理公司（武汉、海南）、2 个专业营销网点（江苏、青岛）。2010 年省外收入增长 120%、省内增长 53%，省外收入占比由 2009 年的 41.23%上升到 50.21%，随着营销网络体系逐步成熟，公司省外收入的增长前景看好。

4、上市募集资金 16 亿元，加速公司工厂化项目投产及产业链延伸。“装饰部品部件工厂化项目”和“建筑幕墙及节能门窗投资项目”已于 2010 年 4 月 8 日正式开工建设，初步预计 2011 年上半年可竣工投产。公司充分发挥上市所带来的资金优势，积极向上下游企业拓展，用超募资金 5000 万元出资设立亚厦机电安装公司，还计划投资 2.6 亿元投资“建筑装饰用石材工厂化项目”。

5、研发水平不断提升，为市场开拓及品牌树立奠定基础。2012 年 12 月，母公司及亚厦幕墙均被认定为“高新技术企业”，为我国建筑装饰行业首次。2010 年公司共培养和引进各类优秀人才 702 人，特别是培养和引进了注册建造师 109 人，设计师 150 人。2010 年公司获得发明专利 1 项，

实用新型专利 2 项，已提交申请的专利 9 项，2007-2010 年累计投入研发的项目共 48 个。2010 年公司投入研发费用 1.5 亿元，占 2010 年营业收入的 3.37%。公司被评为中国新上市公司 50 强、2010 年中国最具影响力的十大室内建筑设计机构、2010 年亚太优秀设计企业等。

6、我国建筑装饰市场容量仍将快速增长。行业协会预测 2015 年产值为 3.8 万亿，较 2010 年增长 81%，CAGR 接近 13%，其中公共建筑装饰（含住宅精装修）CAGR 约 19%、幕墙行业 CAGR 约 22%。细分行业来看，办公楼、商业营业用房、高星级酒店、机场车站、住宅精装修等领域在十二五期间均有巨大的装饰需求。

7、公司规模与效益持续增长，管理能力突出，盈利能力逐步提升。2006-2010 年，公司收入复合增长 51%、利润复合增长 61%，管理费用率和营业费用率始终分别低于 3%、1%，净利率从 4.45% 逐步提高至 5.84%，资产负债率从 85% 下降至 46%。公司应收账款、应付账款增长基本与收入同步，2010 年底应收账款 21.7 亿元，坏账计提比例达到 7.44%，风险预拨较为充分。

8、公司业绩高速增长值得期待，估值已有所反映，给予“增持”评级。2010 年 9 月推出的股权激励保证业绩增长底线，结合行业发展及公司具体业务分析，我们认为业务规模与毛利率的双向提升将助推公司业绩高增长。预计公司 2011、2012 年收入分别为 73 亿、104 亿，EPS 分别为 2.11 元与 3.1 元（转增前），同比增长 71%、46%。但目前估值水平对高增长已有所反映，给予公司“增持”评级。

附录：公司财务预测表

单位：百万元

资产负债表					现金流量表				
	2010	2011E	2012E	2013E		2010	2011E	2012E	2013E
流动资产	4249.49	6907.06	8525.92	10105.06	经营活动现金流	-16.62	250.24	326.37	579.19
现金	1848.56	3577.90	3657.89	3922.22	净利润	262.23	446.03	653.75	818.41
应收账款	2006.27	2682.74	4038.37	5035.12	折旧摊销	0.00	26.23	48.18	72.99
其它应收款	167.53	310.79	374.83	550.76	财务费用	-22.21	-27.60	-14.75	-8.19
预付账款	35.38	74.57	83.03	129.73	投资损失	0.00	0.00	0.00	0.00
存货	176.29	245.43	356.25	451.48	营运资金变动	-254.15	-194.65	-360.90	-304.12
其他	15.45	15.65	15.54	15.74	其它	-2.48	0.22	0.08	0.10
非流动资产	212.60	370.48	553.42	744.93	投资活动现金流	-69.02	-184.33	-231.21	-264.60
长期投资	0.05	0.05	0.05	0.05	资本支出	72.99	157.88	182.95	191.51
固定资产	51.08	170.48	315.09	464.79	长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00
无形资产	28.46	58.86	85.64	113.73	其他	3.97	-26.46	-48.26	-73.09
其他	133.01	141.09	152.64	166.36	筹资活动现金流	1604.34	1663.43	-15.16	-50.26
资产总计	4462.09	7277.54	9079.34	10849.99	短期借款	-45.00	0.00	0.00	0.00
流动负债	2032.73	2766.32	3944.28	4954.97	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	1649.34	1663.43	-15.16	-50.26
应付账款	1665.39	2237.27	3330.81	4144.11	现金净增加额	1518.70	1729.34	80.00	264.33
其他	367.34	529.05	613.47	810.85					
非流动负债	16.78	16.78	16.78	16.78	主要财务比率	2010	2011E	2012E	2013E
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	成长能力				
其他	16.78	16.78	16.78	16.78	营业收入	80.44%	61.99%	43.34%	35.00%
负债合计	2049.51	2783.10	3961.06	4971.74	营业利润	75.10%	70.52%	46.51%	40.18%
少数股东权益	0.16	0.15	0.13	0.09	归属母公司净利润	98.22%	70.09%	46.57%	25.19%
归属母公司股东权益	2412.42	4494.29	5118.16	5878.15	获利能力				
负债和股东权益	4462.09	7277.54	9079.34	10849.99	毛利率	14.91%	15.14%	15.53%	16.00%
					净利率	5.84%	6.13%	6.27%	5.82%
利润表	2010	2011E	2012E	2013E	ROE	10.87%	9.92%	12.77%	13.92%
营业收入	4488.07	7270.35	10421.15	14068.55	ROIC	8.87%	8.37%	10.96%	12.44%
营业成本	3818.86	6169.96	8802.93	11817.58	偿债能力				
营业税金及附加	152.57	247.15	354.26	478.25	资产负债率	45.93%	38.24%	43.63%	45.82%
营业费用	36.52	58.16	93.79	119.58	净负债比率	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
管理费用	105.90	167.22	240.72	326.84	流动比率	2.09	2.50	2.16	2.04
财务费用	-22.21	-27.60	-14.75	-8.19	速动比率	2.00	2.41	2.07	1.95
资产减值损失	84.67	123.60	165.22	242.54	营运能力				
公允价值变动收益	0.00	-0.22	-0.08	-0.10	总资产周转率	1.48	1.24	1.27	1.41
投资净收益	0.00	0.00	0.00	0.00	应收帐款周转率	3.10	3.10	3.10	3.10
营业利润	311.77	531.65	778.89	1091.85	应付帐款周转率	3.16	3.16	3.16	3.16
营业外收入	0.00	0.02	0.01	0.02	每股指标(元)				
营业外支出	0.60	0.68	0.64	0.66	每股收益	1.24	1.06	1.55	1.94
利润总额	311.18	530.99	778.27	1091.21	每股经营现金	-0.08	0.59	0.77	1.37
所得税	48.96	84.96	124.52	272.80	每股净资产	11.43	10.65	12.13	13.93
净利润	262.23	446.03	653.75	818.41	估值比率				
少数股东损益	-0.02	-0.01	-0.02	-0.04	P/E	33.78	36.02	24.58	19.63
归属母公司净利润	262.25	446.04	653.77	818.44	P/B	3.67	3.58	3.14	2.73
EBITDA	255.73	475.83	717.91	1050.50	EV/EBITDA	27.48	60.05	39.69	26.87
EPS（元）	1.24	1.06	1.55	1.94					

数据来源：港澳资讯 公司公告 方正证券研究所

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，保证报告所采用的数据和信息均来自公开合规渠道，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。研究报告对所涉及的证券或发行人的评价是分析师本人通过财务分析预测、数量化方法、或行业比较分析所得出的结论，但使用以上信息和分析方法存在局限性。特此声明。

免责声明

方正证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司客户使用。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。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。

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制度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，本公司的董事、高级职员或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。

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“方正证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

公司投资评级的说明：

买入：预期未来6个月内相对沪深 300 指数涨幅 20%以上；
增持：预期未来6个月内相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间；
中性：预期未来6个月内相对沪深 300 指数涨幅介于 -10%~10%；
减持：预期未来6个月内相对沪深 300 指数下跌 10%以上。

行业投资评级的说明：

增持：预期未来6个月内相对沪深 300 指数涨幅 10%以上；
中性：预期未来6个月内相对沪深 300 指数涨幅介于 -10%~10%之间；
减持：预期未来6个月内相对沪深 300 指数下跌 10%以上。

	北京	长沙
地址：	北京市西城区阜外大街甲34号方正证券大厦8楼（100037）	湖南省长沙市芙蓉中路二段200号华侨国际大厦24楼（410015）
电话：	(8610) 68584820	(86731) 85832351
传真：	(8610) 68584803	(86731) 85832380
网址：	http://www.foundersc.com	http://www.foundersc.com
E-mail：	yjzx@foundersc.com	yjzx@foundersc.com