

外延收购增强公司竞争力

——亚厦股份(002375)公司点评

核心观点

事件:

公司公告与蓝天房屋装饰工程有限公司的五位自然人股东签订了《股权转让合同》，公司拟用超募资金以人民币 1.26 亿元的价格收购上海蓝天房屋装饰工程有限公司 60% 的股权。蓝天装饰 2010 年的营业收入为 3.79 亿元, 净利润 522 万。合同还约定了业绩承诺自股权交割日至 2013 年底的扣非后净利润不低于 1.5 亿元, 归属于亚厦股份的净利润不低于 9270 万元。

点评:

1)、上海蓝天房屋装饰工程公司主要从事公共装修业务, 特别是对机场、地铁、宾馆等公共项目工程进行装饰施工, 具有建筑装饰工程设计甲级、施工一级、幕墙二级资质, 已连续 7 年被评为建筑装饰百强企业, 曾荣获上海市八个“白玉兰”奖、上海市市政工程金奖、国家五个“鲁班奖”, 在中国人民解放军及武装部分享有着很高的声誉。亚厦收购公司后, 在“铁、公、基”装饰市场的实力将会大大增强, 并与目前亚厦的业务形成互补, 拓展了亚厦的业务范围。

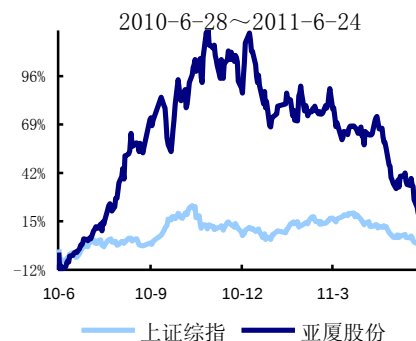
2)、蓝天公司目前的净利率较低, 亚厦入主后管理能力有望得到提升, 这将增强公司的盈利能力。蓝天公司承诺自股权交割日至 2013 年底的扣非后净利润不低于 1.5 亿元, 如果未达到, 亚厦有权要求五名股东对未达部分以其对蓝天装饰所持股权向亚厦补偿, 或现金补偿。我们认为在蓝天公司依靠的亚厦的平台和管理, 盈利能力将在未来三年有着大幅的提升, 预计 2011、2012、2013 年贡献给亚厦的 EPS 约为 0.03、0.07、0.11 元。

3)、亚厦股份的收购也印证了我们在去年年底策略报告中提出的装修行业未来将面临整合的趋势。装修行业的龙头企业目前已上市四家, 在目前货币紧缩的政策下, 许多中小企业贷款面临着巨大的资金压力, 已上市的龙头企业可利用超募资金进行扩张整合, 来不断提高自身的市场占有率, 使得市场能更有序发展。

4)、**盈利预测:** 我们目前暂不调整对公司的盈利预测, 维持 2011 年、2012 年、2013 年的 EPS 分别为 1.25、1.93、2.77 元, 给予“推荐-A”的投资评级。

5)、**风险因素:** 房地产调控导致公司应收账款不能收回的风险。

股价走势图



基础数据

总股本(万股)	42200.00
流通A股(万股)	14600.00
52周内股价区间(元)	25.03-99.99
总市值(亿元)	123.22
总资产(亿元)	44.62
每股净资产(元)	11.43
目标价	6个月 12个月

相关报告

- 1.《国都证券-公司研究-公司点评-亚厦股份(002375):业绩符合预期, 省外业务扩张迅速》 2011-03-29
- 2.《亚厦股份(002375)询价区间: 25.2-30.03元》 2010-03-09

财务数据与估值

	2010A	2011E	2012E	2013E
主营业务收入(百万)	4488	7854	11781	16494
同比增速(%)	80.44	75	50	40
净利润(百万)	262	525	814	1167
同比增速(%)	98.22	100.37	54.86	43.42
EPS(元)	1.24	1.25	1.93	2.77
P/E	23	23	15	11

研究员: 邹文军

电话: 010-84183240

Email: zouwenjun@guodu.com

执业证书编号: S0940510120018

联系人: 张婧

电话: 010-84183227

Email: zhangjingy@guodu.com

独立性申明: 本报告中的信息均来源于公开可获得资料, 国都证券对这些信息的准确性和完整性不做任何保证。分析逻辑基于作者的职业理解, 通过合理判断并得出结论, 力求客观、公正, 结论不受任何第三方的授意、影响, 特此声明。

附录：财务预测表

资产负债表					利润表				
单位：百万元	2010	2011E	2012E	2013E	单位：百万元	2010	2011E	2012E	2013E
流动资产	4249	5389	7542	10527	营业收入	4488	7854	11781	16494
现金	1849	2106	2483	2937	营业成本	3819	6684	10014	14020
应收账款	2006	2553	4036	6192	营业税金及附加	153	267	401	561
其它应收款	168	374	535	717	营业费用	37	64	94	132
预付账款	35	29	32	32	管理费用	106	181	265	363
存货	176	318	446	646	财务费用	-22	-15	5	10
其他	15	10	9	2	资产减值损失	85	55	45	35
非流动资产	213	482	555	557	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	0	0	0	0	投资净收益	0	0	0	0
固定资产	51	124	438	462	营业利润	312	618	957	1373
无形资产	28	37	39	42	营业外收入	0	0	0	0
其他	133	321	79	54	营业外支出	1	0	0	1
资产总计	4462	5871	8097	11084	利润总额	311	618	957	1373
流动负债	2033	2918	4332	6154	所得税	49	93	144	206
短期借款	0	0	0	46	净利润	262	525	814	1167
应付账款	1665	2530	3901	5627	少数股东损益	-0	-0	-0	-0
其他	367	388	431	481	归属母公司净利润	262	525	814	1167
非流动负债	17	15	13	12	EBITDA	299	621	1021	1445
长期借款	0	0	0	0	EPS (元)	1.24	1.25	1.93	2.77
其他	17	15	13	12	主要财务比率				
负债合计	2050	2933	4345	6165		2010	2011E	2012E	2013E
少数股东权益	0	0	0	0	成长能力				
股本	211	211	211	211	营业收入	80.4%	75.0%	50.0%	40.0%
资本公积金	1654	1654	1654	1654	营业利润	75.1%	98.3%	54.9%	43.5%
留存收益	547	1073	1886	3054	归属母公司净利润	98.2%	100.4%	54.9%	43.4%
归属母公司股东权益	2412	2938	3752	4919	获利能力				
负债和股东权益	4462	5871	8097	11084	毛利率	14.9%	14.9%	15.0%	15.0%
现金流量表					净利率	5.8%	6.7%	6.9%	7.1%
单位：百万元	2010	2011E	2012E	2013E	ROE	10.9%	17.9%	21.7%	23.7%
经营活动现金流	21	408	748	522	ROIC	45.8%	63.5%	65.9%	58.6%
净利润	262	525	814	1167	偿债能力				
折旧摊销	10	18	58	61	资产负债率	45.9%	50.0%	53.7%	55.6%
财务费用	-22	-15	5	10	净负债比率	0.00%	0.00%	0.00%	0.74%
投资损失	-0	0	0	0	流动比率	2.09	1.85	1.74	1.71
营运资金变动	-334	-123	-125	-715	速动比率	2.00	1.74	1.64	1.61
其它	105	2	-4	-2	营运能力				
投资活动现金流	-74	-123	-314	-25	总资产周转率	1.48	1.52	1.69	1.72
资本支出	81	116	310	24	应收帐款周转率	3	3	4	3
长期投资	3	1	-0	-0	应付帐款周转率	3.16	3.19	3.11	2.94
其他	10	-6	-5	-1	每股指标(元)				
筹资活动现金流	1579	-28	-56	-44	每股收益	1.24	2.49	3.86	5.53
短期借款	-45	0	0	46	每股经营现金	0.10	1.93	3.55	2.47
长期借款	0	0	0	0	每股净资产	11.43	13.92	17.78	23.31
普通股增加	53	0	0	0	估值比率				
资本公积增加	1574	0	0	0	P/E	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	-3	-28	-56	-90	P/B	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	1526	257	378	453	EV/EBITDA	-6	-3	-2	-1

国都证券投资评级

国都证券行业投资评级的类别、级别定义		
类别	级别	定义
短期评级	推荐	行业基本面向好, 未来 6 个月内, 行业指数跑赢综合指数
	中性	行业基本面稳定, 未来 6 个月内, 行业指数跟随综合指数
	回避	行业基本面向淡, 未来 6 个月内, 行业指数跑输综合指数
长期评级	A	预计未来三年内, 该行业竞争力高于所有行业平均水平
	B	预计未来三年内, 该行业竞争力等于所有行业平均水平
	C	预计未来三年内, 该行业竞争力低于所有行业平均水平

国都证券公司投资评级的类别、级别定义		
类别	级别	定义
短期评级	强烈推荐	预计未来 6 个月内, 股价涨幅在 15%以上
	推荐	预计未来 6 个月内, 股价涨幅在 5-15%之间
	中性	预计未来 6 个月内, 股价变动幅度介于 $\pm 5\%$ 之间
	回避	预计未来 6 个月内, 股价跌幅在 5%以上
长期评级	A	预计未来三年内, 公司竞争力高于行业平均水平
	B	预计未来三年内, 公司竞争力与行业平均水平一致
	C	预计未来三年内, 公司竞争力低于行业平均水平

免责声明

国都证券研究所及研究员在预测证券品种的走势或对投资证券的可行性提出建议时, 在研究所和研究员知情的范围内本公司、本人以及财产上的利害关系人与所评价或推荐的证券不存在利害关系。

本报告中的信息均来源于公开资料或国都证券研究所研究员实地调研所取得的信息, 国都证券研究所及其研究员不对这些信息的准确性与完整性做出任何保证。国都证券及其关联机构可能持有报告所涉及的证券品种并进行交易, 也有可能为这些公司提供相关服务。本报告中所有观点与建议仅供参考, 根据本报告作出投资所导致的任何后果与公司及研究员无关, 投资者据此操作, 风险自负。

本报告版权归国都证券所有, 未经书面授权许可, 任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发送、发布、复制。

国都证券研究员及其研究行业一览表

研究员	研究领域	E-mail	研究员	研究领域	E-mail
王明德	研究管理、农业、食品饮料	wangmingde@guodu.com	许维鸿	首席宏观研究员	xuweihong@guodu.com
李元	机械设备	liyuan@guodu.com	张翔	首席策略分析师	zhangxiang@guodu.com
邓婷	金融、传媒	dengting@guodu.com	邹文军	房地产	zouwenjun@guodu.com
徐昊	农业、食品饮料	xuhao@guodu.com	潘蕾	医药	panlei@guodu.com
曹源	策略研究、固定收益	caoyuan@guodu.com	刘芬	汽车及零部件、钢铁	liufen@guodu.com
王京乐	家用电器、餐饮旅游	wangjingle@guodu.com	鲁儒敏	公用事业、环保	lurumin@guodu.com
肖世俊	有色金属、新能源	xiaoshijun@guodu.com	魏静	工程机械、普通机械	weijing@guodu.com
赵宪栋	商业	zhaoxiandong@guodu.com	姜瑛	IT	jiangying@guodu.com
张婧	建筑建材	zhangjingyj@guodu.com	王双	化工	wangshuang@guodu.com
李韵	纺织服装、轻工制造	liyun@guodu.com	吴昊	宏观经济、固定收益	wuhao@guodu.com
李春艳	基金联络	lichunyan@guodu.com			