

亚厦股份（002375）

推荐

内生外拓，演绎成长双重奏

市场数据

报告日期	2011-8-24
收盘价(元)	36.08
总股本(百万股)	422.00
流通股本(百万股)	146.00
总市值(百万元)	15225.76
流通市值(百万元)	5267.68
净资产(百万元)	2535.03
总资产(百万元)	5529.01
每股净资产	6.01

主要财务指标

会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入(百万元)	4488	7968	13419	19577
同比增长(%)	80.4%	77.5%	68.4%	45.9%
净利润(百万元)	262	515	877	1330
同比增长(%)	98.2%	96.5%	70.2%	51.6%
毛利率(%)	14.9%	15.4%	15.4%	15.4%
净利率(%)	5.8%	6.5%	6.5%	6.8%
净资产收益率(%)	10.9%	17.9%	23.6%	27.0%
每股收益(元)	0.62	1.22	2.08	3.15
每股经营现金流(元)	0.05	1.51	-1.79	2.33

相关报告

《超募资金收购成都恒基，外延成长再下一程》2011-8-9

投资要点

事件:

亚厦股份公布半年报: 2011年上半年公司实现营业收入29.26亿, 同比增长56.94%, 实现营业利润2.04亿, 同比增长44.13%, 归属母公司净利润1.71亿, 同比增长62.46%, 每股收益0.40元, 公司业绩符合预期。

点评:

- **上半年新签订单59.43亿, 同比增长98.1%, 订单结构均衡且符合公司战略要求。**上半年公司新签订单大幅增长, 达59.43亿, 从订单业务构成来看, 公装: 精装修: 幕墙 = 45%: 35%: 15%, 而且各业务订单增速基本保持均衡, 足见公司较强的战略执行力。尽管下半年宏观紧缩预期不改, 地方政府和房地产开发商资金都相对紧张, 但鉴于装饰行业下半年相对景气的行业惯例, 我们预计公司新签订单基本保持匀速增长, 全年会达到120亿左右。
- **上半年实现营业收入29.26亿, 同比增长56.94%, 设计业务同比增速远高于各项施工业务同比增速说明公司下半年将加速成长。**上半年公司设计收入3350万, 同比增长104.34%, 装饰工程收入23.32亿, 同比增长55.41%, 幕墙工程收入5.45亿, 同比增长61.45%。设计业务增速明显高于各施工业务增速, 一方面印证公司上半年业务拓展顺利, 另一方面基于设计对施工业务的驱动作用, 我们认为下半年公司各施工主业收入的成长将呈现逐步加速态势。

分析师 王爽

021-38565912

wangsh@xyzq.com.cn

SAC:S0190511030003

联系人: 王挺

021-38565724

wangting@xyzq.com.cn

- **上半年公司综合毛利率 15.47%，较上年同期上升 0.54 个百分点，综合盈利能力提升是紧缩环境下公司经营策略变化和 IPO 后品牌溢价提升的结果。**上半年公司装饰工程实现毛利率 15.38%，较上年同期上升 0.49 个百分点；幕墙工程实现毛利率 15.88%，较上年同期上升 1.06 个百分点；设计业务实现毛利率 12.54%，较上年同期下降 5.08 个百分点。我们认为各施工毛利率的提升反映了紧缩环境下公司经营策略变化和 IPO 后品牌提升后溢价增加，设计业务毛利率下降我们分析后认为主要是大客户精装修占比上升后公司经营策略变化导致的结果。我们认为下半年公司综合毛利率将进一步上升：1）公司木制品工厂 5 月 16 开始试运行，下半年量产后通过提升部件自给率将推动公司毛利率上升；2）下半年紧缩宏观环境预期难以解除，公司的资金实力在一定程度上提高了公司议价能力。
- **公司净利润增速大于营业收入增速的核心是有效所得税率的下降。**公司净利润增速 62.46%远超过营业收入 56.94%增速，原因有：1）综合毛利率提升（被费用率上升低效）；2）受益于公司获得高新技术资格，所得税率由 2010 年的 25.56%下降到 16.08%，这是净利润增速超过收入增速的核心。
- **公司略微上扬的费用比率是公司增设区域公司、营销网点和营销、管理人员增加的短期结果，从中长期看是公司成长的资源准备。**上半年公司营业费用占比 1.1%，较上年同期上升 0.24 个百分点；管理费用占比 2.34%，较上年同期上升 0.38 个百分点，我们认为营业费用占比上升是上半年公司成立武汉营销公司、西南区域公司、辽宁和大连子公司等三级营销网络体系在全国范围的加快复制导致的短期结果，中长期看来将成为未来公司成长加速的底蕴；管理费用占比上升我们认为主要是公司 IPO 后人员从去年下半年到今年持续大幅增长和薪酬激励上升所致的短期结果，是公司人才战略执行力的体现，是公司成长的资源储备。
- **宏观持续紧缩和消费升级驱动装修装饰行业快速成长的大背景下，公司丰厚的超募资金、成熟的管理体系、IPO 带来的强势品牌推动公司内生外拓，演绎成长双重奏。内生成长方面：**1）加快成立区域公司、营销公司，加大三级营销网络体系在全国范围的渗透力度，为公司未来成长铺设渠道；2）对各业务板块增资，充实流动资金，增强竞争力；3）加大部品部件工厂化的投资力度，继木制品工厂化后，启动石材制品工厂化，通过生产工厂化提升施工效率和自给率，从而提升综合毛利率；4）强化产业链整合和延伸，成立机电安装公司、增资园林、幕墙公司，通过资源整合提升公司业务间的协同效应；5）推进人才战略，实施员工股权激励计划，为公司未来成长理顺了员工、管理层和所有者的一致激励机制。**外生成长方面：**1）收购上海蓝天房屋装饰工程公司 60%股权，增强公司在“铁公机”领域的渠道能力；2）收购成都恒基 60%股权，增强公司在四川等西南区域的渠道营销和项目施工能力；3）积极寻找装饰装修产业的资源整合机会，积极推进产业链整合战略。**上半年公司抓住时机，内生外拓，有助于公司的市场占有率提升，从而进一步增强了公司的品牌和施工能力，为公司下一阶段加速成长铺平道路。**

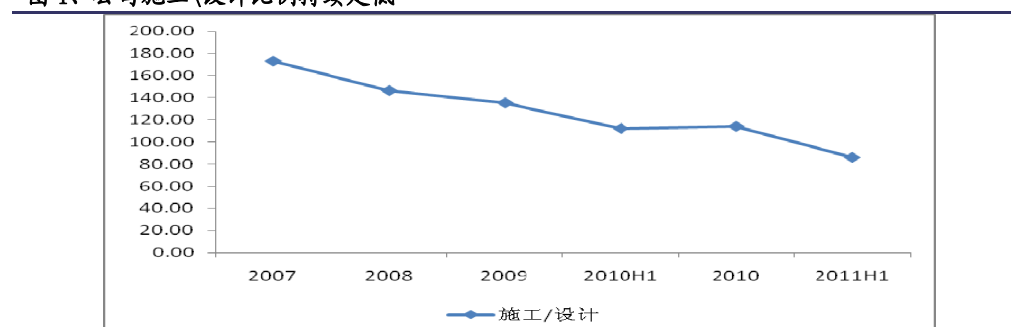
- 下半年上海蓝天和成都恒基并表将明显增厚公司业绩。公司相继收购上海蓝天和成都恒基装饰，由于股权交割日限制，上半年未能并表，下半年并表后将明显增厚公司业绩，具体情况我们在《超募资金收购成都恒基，外延成长再下一程》中有详细分析。
- 上半年公司每股经营活动现金流净额-0.44 元，二季度较一季度、上半年较去年同期都呈现向好趋势，反映出公司针对宏观紧缩环境进行了经营策略调整，然而我们认为建筑行业乙方地位的劣势决定了紧缩环境下施工企业经营现金流受挤压的必然命运，经营活动现金流净额和成长速度则是公司在宏观环境变化中经营策略的“跷跷板”选择。公司上半年每股经营现金流净额-0.44 元，较上年同期的每股经营现金流净额-0.77 元好转许多，同时二季度公司每股经营现金流净额 0.32 元较一季度的-0.75 元明显扭转，我们认为主要原因在于：1) 公司二季度明显针对宏观环境变化加强了经营活动现金管理，主要在于强化预付款要求和减缓对下游付款进度，应付帐款上升和付现比下降即是明证；2) 二季度较一季度可能放缓了项目新开工和备料速度。然而我们认为收现比的下降则说明建筑行业乙方地位的劣势决定了紧缩宏观环境下业主（甲方）资金紧张，施工企业经营活动现金流受挤压的必然命运。
- 盈利预测与评级。我们维持公司 2011-2013 年 1.22 元、2.08 元、3.15 元的盈利预测，对应 PE 分别为 29.5 倍、17.4 倍、11.74，维持公司“推荐”评级。
- 风险提示：房地产调控对精装修业务影响、紧缩环境下公司回收资金拖延。

表 1、公司季度收入增长和占比情况

	2009-1Q	2009-2Q	2009-3Q	2009-4Q	2010-1Q	2010-2Q	2010-3Q	2010-4Q	2011-1Q	2011-2Q
收入（百万）	401.86	617.61	689.96	777.90	780.02	1084.51	1207.81	1415.73	1149.07	1777.07
季度占全年比例	16.16%	24.83%	27.74%	31.27%	17.38%	24.16%	26.91%	31.54%	17.00%	24.00%
YOY%					94.10%	75.60%	75.05%	81.99%	47.31%	63.86%

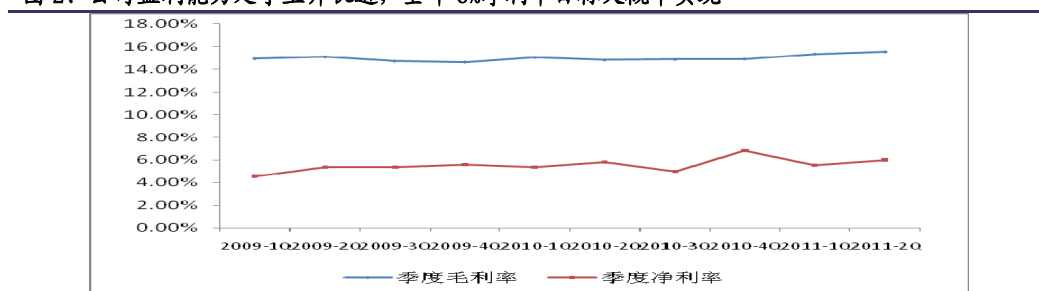
数据来源：兴业证券研究所

图 1、公司施工\设计比例持续走低



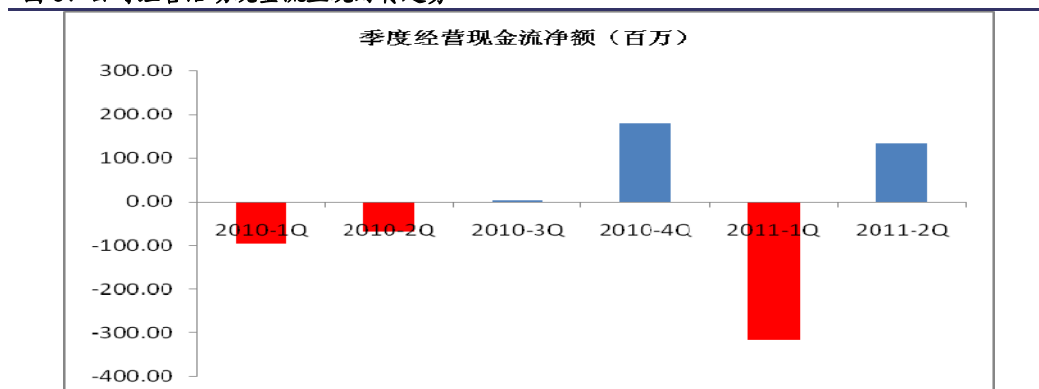
数据来源：兴业证券研究所

图 2、公司盈利能力处于上升轨道，全年 6% 净利率目标大概率实现



数据来源：兴业证券研究所

图 3、公司经营活动现金流呈现好转趋势



数据来源：兴业证券研究所

表 2、公司季度收现比和付现比走低趋势明显，但付现比较收现比趋势更甚

	2010-1Q	2010-2Q	2010-3Q	2010-4Q	2011-1Q	2011-2Q
收现比	89.17%	52.54%	68.25%	57.95%	77.78%	50.67%
付现比	108.97%	59.39%	70.97%	52.95%	102.05%	48.34%

数据来源：兴业证券研究所

表 2、亚夏股份分季度业绩对比（单位：百万元、元、%）

主要数据	10-2Q	10-3Q	10-4Q	11-1Q	11-2Q	QOQ	2010-06	2011-06	YOY	说明
营业收入	1085	1208	1416	1149	1777.1	63.9%	1865	2926	56.9%	业务规模扩大
营业成本	924	1028	1205	973	1500.8	62.5%	1586	2473	55.9%	
毛利	161	180	211	176	276.3	71.8%	278	453	62.7%	
销售费用	8	9	12	11	21.0	171.2%	16	32	102.4%	销售网点、区域公司增加
管理费用	17	21	48	32	36.0	113.6%	37	68	87.3%	业务规模扩大、人员增加
财务费用	-8	-7	-7	-7	-3.3	-	-8	-10	-	
资产减值	22	35	22	23	34.0	51.3%	28	57	102.9%	业务规模扩大
公允价值	0	0	0	0	0.0	-	0	0	-	
投资收益	0	0	0	0	0.0	-	0	0	-100.0%	
营业利润	85	82	89	77	127.5	49.5%	142	204	44.1%	
利润总额	85	82	88	76	127.4	49.4%	141	203	44.0%	
净利润	63	60	97	64	107.0	69.2%	105	171	62.5%	
EPS	0.150	0.143	0.229	0.151	0.3	69.2%	0.249	0.405	62.5%	
销售费用率	0.7%	0.7%	0.8%	1.0%	1.2%	0.5%	0.9%	1.1%	0.3%	数个区域公司新设，未能获得盈利
管理费用率	1.6%	1.7%	3.4%	2.8%	2.0%	0.5%	2.0%	2.3%	0.4%	人员增加
财务费用率	-0.7%	-0.6%	-0.5%	-0.6%	-0.2%	0.5%	-0.4%	-0.3%	0.1%	
所得税率	25.8%	25.9%	-9.4%	16.1%	16.1%	-9.8%	25.6%	16.1%	-9.5%	2010 年下半年获得高新技术企业资格
毛利率	14.8%	14.9%	14.9%	15.4%	15.6%	0.7%	14.9%	15.5%	0.6%	
净利润率	5.8%	5.0%	6.8%	5.6%	6.0%	0.2%	5.6%	5.8%	0.2%	

资料来源：天软投资系统

注：“说明”一栏内容主要是对当期异动项原因的点评

附表

资产负债表

单位: 百万元	2010	2011E	2012E	2013E
流动资产	4249	5882	9233	12640
货币资金	1849	2195	2013	2937
交易性金融资产	0	0	0	0
应收账款	2006	2943	6003	7970
其他应收款	168	361	590	853
存货	176	326	526	693
非流动资产	213	505	573	560
可供出售金融资产	0	0	0	0
长期股权投资	0	0	0	0
投资性房地产	16	17	17	16
固定资产	51	359	428	414
在建工程	77	38	19	10
油气资产	0	0	0	0
无形资产	28	26	40	37
资产总计	4462	6387	9806	13200
流动负债	2033	3489	6064	8235
短期借款	0	0	692	751
应付票据	17	67	114	166
应付账款	1665	2800	4431	6240
其他	350	621	827	1078
非流动负债	17	23	31	38
长期借款	0	0	0	0
其他	17	23	31	38
负债合计	2050	3512	6095	8274
股本	211	422	423	424
资本公积	1654	1443	1504	1565
未分配利润	506	917	1603	2624
少数股东权益	0	0	0	-0
股东权益合计	2413	2875	3711	4926
负债及权益合计	4462	6387	9806	13200

现金流量表

单位: 百万元	2010	2011E	2012E	2013E
净利润	262	515	877	1330
折旧和摊销	10	13	23	26
资产减值准备	102	143	328	224
无形资产摊销	4	3	3	3
公允价值变动损失	0	0	0	0
财务费用	-22	-28	-10	5
投资损失	-0	0	0	0
少数股东损益	-0	-0	-0	-0
营运资金的变动	341	-11	1978	594
经营活动产生现金流量	8	636	-756	984
投资活动产生现金流量	-87	-265	-87	0
融资活动产生现金流量	1604	-24	661	-60
现金净变动	1525	346	-182	924
现金的期初余额	330	1849	2195	2013
现金的期末余额	1854	2195	2013	2937

利润表

单位: 百万元	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	4488	7968	13419	19577
营业成本	3819	6743	11355	16562
营业税金及附加	153	271	456	666
销售费用	37	64	101	137
管理费用	106	187	315	431
财务费用	-22	-28	-10	5
资产减值损失	85	117	158	194
公允价值变动	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	0
营业利润	312	614	1045	1583
营业外收入	0	0	0	0
营业外支出	1	1	1	1
利润总额	311	613	1044	1583
所得税	49	98	167	253
净利润	262	515	877	1329
少数股东损益	-0	-0	-0	-0
归属母公司净利润	262	515	877	1330
EPS (元)	0.62	1.22	2.08	3.15

主要财务比率

	2010	2011E	2012E	2013E
成长性(%)				
营业收入增长率	80.4%	77.5%	68.4%	45.9%
营业利润增长率	75.1%	97.0%	70.2%	51.5%
净利润增长率	98.2%	96.5%	70.2%	51.6%
盈利能力(%)				
毛利率	14.9%	15.4%	15.4%	15.4%
净利率	5.8%	6.5%	6.5%	6.8%
ROE	10.9%	17.9%	23.6%	27.0%

偿债能力(%)

资产负债率	45.9%	55.0%	62.2%	62.7%
流动比率	2.09	1.69	1.52	1.53
速动比率	2.00	1.59	1.44	1.45

营运能力(次)

资产周转率	148.0	146.9%	165.7%	170.2%
应收帐款周转率	285.6	295.0%	273.0%	255.0%

每股资料(元)

每股收益	0.62	1.22	2.08	3.15
每股经营现金	0.05	1.51	-1.79	2.33
每股净资产	5.72	6.81	8.79	11.67

估值比率(倍)

PE	58.1	29.5	17.4	11.5
PB	6.3	5.3	4.1	3.1

投资评级说明

行业评级 报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期上证综指/深圳成指的涨跌幅为基准, 投资建议的评级标准为:

推 荐: 相对表现优于市场
中 性: 相对表现与市场持平
回 避: 相对表现弱于市场

公司评级 报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅度相对同期上证综指/深圳成指的涨跌幅为基准,投资建议的评级标准为:

强烈推荐: 相对大盘涨幅大于 15%
推 荐: 相对大盘涨幅在 5% ~ 15%之间
中 性: 相对大盘涨幅在-5% ~ 5%之间
回 避: 相对大盘涨幅小于-5%

机构客户部联系方式

上海市浦东新区民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 21 层

邮编: 200135

传真: 021-38565955

北京市西城区武定侯街 2 号泰康国际大厦 6 层

邮编: 100140

传真: 010-66290200

深圳市福田区益田路 4068 号卓越时代广场 15 楼 1502-1503

邮编: 518048

传真: 0755-82562090

信息披露

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 www.xyzq.com.cn 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

重要声明

兴业证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准, 已具备证券投资咨询业务资格。

兴业证券系列报告的信息均来源于公开资料, 我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。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, 报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价, 投资者据此做出的任何投资决策与

定期报告点评

本公司和作者无关。

在法律许可的情况下，兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。