

装饰装修

署名人: 李凡

S0960511030012

0755-82026745

lifan@cjis.cn

参与人: 傅盈

S0960111090125

0755-82026848

fuying@cjis.cn

6-12个月目标价: 35.20元

当前股价: 24.96元

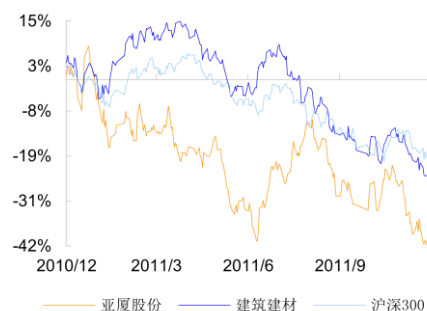
评级调整: 维持

基本资料

上证综合指数	2315.27
总股本(百万)	422
流通股本(百万)	146
流通市值(亿)	36
EPS	1.24
每股净资产(元)	11.43
资产负债率	45.93%

股价表现

(%)	1M	3M	6M
亚厦股份	-24.06	-24.34	-16.83
建筑建材	-12.03	-13.75	-23.66
沪深300指数	-8.22	-9.17	-16.79



相关报告

20111027 公司报告-亚厦股份 002375-成长源于收购, 毛利率回升看整合-推荐 (中投证券_李凡_傅盈) 2011-10-28

亚厦股份

002375

推荐

外延收购促增长, 整合效率是关键

—亚厦股份调研纪要

近日, 我们拜访了装饰公司亚厦股份, 针对公司三季度的业绩和公司未来发展等问题和证券事务代表任锋先生作简单交流。我们的观点和交流纪要如下:

我们的观点:

- **新签订单增速保持相对稳定。**公司三季度经营性现金流净额转负, 在宏观持续紧缩的大背景下, 业主资金较为紧张, 公司项目回款速度有所放缓; 紧缩预期将使公司未来接单更加谨慎, 我们对公司明年的新签订单增速谨慎乐观。
- **对收购公司的整合效率决定净利率回升空间。**公司在6月与8月分别公告收购上海蓝天和成都恒基, 三季报显示并表后公司的综合毛利率与净利率下降, 而母公司并没有下滑现象; 我们维持先前的观点: 毛利率和净利率的回升需看对上述收购公司的整合方式和效率, 整合效果决定了净利率提升的幅度。
- **公司订单结构与发展战略较为一致, 住宅幕墙是公司考虑的重点。**公司较为看好住宅幕墙的市场空间, 随着业主对环境意识和居住品质要求的提高, 消费水平较高的浙江等沿海发达省市将是住宅幕墙市场的启动标杆。
- **我们判断, 收购将是公司继续扩张的重要手段。**建筑装饰上游设计业务, 横向领域例如景观园林等, 公司将继续采用收购手段扩大规模; 此种模式的确会在短期提高公司营收增速, 长期则导致对各分公司和子公司的控制力下降, 我们对此心存隐忧。公司的管理能力和人才储备将是长期持续发展的关键。

风险提示:

- 持续紧缩导致订单增速下降, 业主资金紧张引致回款风险。

主要财务指标

单位: 百万元	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	4488	7630	10682	14954
收入同比(%)	80%	70%	40%	40%
归属母公司净利润	262	432	596	894
净利润同比(%)	98%	65%	38%	50%
毛利率(%)	14.9%	14.5%	14.7%	15.0%
ROE(%)	10.9%	15.5%	17.6%	20.9%
每股收益(元)	0.62	1.02	1.41	2.12
P/E	37.82	22.97	16.63	11.09
P/B	4.11	3.55	2.93	2.32
EV/EBITDA	27	18	13	8

资料来源: 中投证券研究所

交流纪要（Q&A）：

Q：公司近期新签订单情况，订单占公装、家装、幕墙的占比，需求这块公司有没有感受到大影响？明年预计增速？

A：年初的时候目标差不多是每个月 10 亿左右新签订单，全年 120 亿左右，但公司目前已经适当主动放缓接单速度，预计今年 100 亿左右；项目回款也有所放缓；明年的话增速应该不会低于装饰类上市公司的平均行业增速，但达到这两年 70% 或 80% 的增速有难度，不太可能，毕竟调控还在持续。公司年初会开会基本确定来年的经营目标，住宅将会有适度增长，但现状重点还是放在公装这一块；市场需求和订单都不缺，但合同条件有所变化，反正业主需要垫资或者什么，跟以前比，需要追加的附属条件更多，但公司也有自己的规则，合同条件苛刻达不到公司的要求就不考虑接单。

Q：公司订单占公装、家装、幕墙的占比？公司对幕墙这块怎么看，根据以往公司的说法，是不是会侧重对住宅幕墙的发展，想确证一下？

A：公建领域酒店的订单下降了一些，前面一些年公建中有三分之一是酒店订单，今年地产调控会影响酒店的订单，公司对酒店订单，特别是地产业务投资的酒店有严格控制，现在大概在公装中三分之一是酒店类的业务。另外公装中，城市综合体，办公楼，铁路机场的项目这部分增长的比较明显，收购蓝天以后，公司也的确希望机场和轨道交通方面能发力。

公司幕墙很早开始起步，公建幕墙当然目前还是市场主流，现在住宅幕墙比例越来越高。住宅幕墙中江浙很多地区采用石材幕墙，从节能环保和档次提升比原来有比较大的革新。亚厦很看好住宅幕墙的空间，以后会加大投入，重点发展。

Q：公司项目回款表现？这方面有何控制手段或者预期？

A：一些工程进度款的确回款放缓；现在公装会好一点，政府业主由于比较强势，催款不易；房地产调控如果持续的话，明年还是比较担心部分地方政府财政收入这块，这样的话肯定会使公装，家装都受到一些影响。如果回款出现问题，项目经理首先会负责催收，财务，法务部门也会配合，对一些恶意欠薪的项目，会发律师函，不过很少很少；一般来说，项目前期费用和进度款都是项目经理负责回款，这在具体的考核指标也有要求。

Q：那项目经理的考核主要包括哪些方面？什么是重点？

A：对项目经理的考核，工程质量，回款收款，工期，安全，毛利率等都会考虑；如果一定要说一个权重的话，项目本身的效益，回款情况，项目本身质量这些会比较看重。

Q：公司收购蓝天，恒基公司后的整合方案，以后的规划？今年目标达到 6% 的净利率是否困难？未来收购方面的想法？

A：蓝天，恒基等这些公司原来的经营体制和管理方式下毛利率是比较低，但整合有个过程，我们开始肯定会逐步灌输理念，定期和不定期也会开会商讨或者给予一些指导，逐步改善经营方法；对于这些被收购公司的管理层和人员基本维持现状，不作变动，总公司只是参与经营决策，由于对这些公司的管理处考核目标已经确定，而且我们转让协议上也有承诺：3 年内不参与管理，3 年后会派驻一些高管过去。反正现状不会参与管理，怕的是影响现有管理团队。以后亚厦横向领域或者纵向上下游都会考虑收购一些公司。对于公司的整体来说，完成收购后今年净利率估计达不到 6 个点，会有些困难，但综合毛利率比去年还是有所提升。

Q: 房地产调控对公司家装业务是否有比较大的负面影响？恒大 30 亿的战略协议，实际签了多少？恒大这块业务占公司家装业务比例多大，回款目前如何？

A: 多多少少有一些影响，对于家装这块，整个市场都有所反映，很多公司主动收缩这块业务，包括恒大自己；恒大的战略协议今年开工 10 个亿左右，合同签了 15, 6 个亿；他们回款有时候会晚一两个月，但整体上他们周转率比较快，回款还是可以的，又是上市公司，偶尔半年度也会压一下，但信誉较好，我们也不是很担心，毕竟也是有实力的大客户；亚厦整个家装产值今年在 35 个亿左右，恒大比较多，占比 30% 吧，滨江也相对较大，是区域性公司，有 5 个亿左右，回款还是可以的。其它的一些家装项目就比较分散了，什么开发商都有，没有精确的统计。

Q: 公司对未来公装需求的趋势如何看待？城市综合体，轨道交通？亦或是酒店等类别？

A: 公装这块酒店潜力还是比较大，需求也可以，我们今年接了不少项目，酒店在公装项目中占比 30% 左右；基础设施，轨道交通，机场，铁路等这方面的需求趋势还是向上的，，萧山机场我们中了一个标段，收购的蓝天公司也中了一个标段，总共才 3 个标段，应该说拿得也不少；轨道交通这块公司以后会加大力度；铁路虽然装修比较简单，但毛利会高一些，商业综合体也做的越来越多，城市化的深入，很多地方都在搞，城市综合体毛利率还可以；其它的话金融机构网点和办公楼也做的比较多，尤其是一些金融公司，做了一家以后，客户认可，全国其他区域的网点也都会让我们做。

Q: 公司对园林的发展战略？以后业务收入结构希望如何？

A: 园林绿化会考虑收购，公司这方面现有的资质比较低，如果是依靠公司自行发展的话进度会很慢，所以未来会考虑收购该领域资质比较高的企业，通过这种方式进入这个市场；亚厦以后希望做产业链的横向延伸，也同时做上下游一体化，公司对制造业务也比较看重，家具，产品这一块都想做起来，苗圃培植这块也会考虑。有些项目希望公司给予装饰、幕墙、绿化一体化。

Q: 公司的人才储备如何考虑？管理能力（销售费用，管理费用等）有没有下降的空间？

A: 项目经理储备比较多，设计师差不多也够了，包括深化设计这块一共有差不多 600 个设计师，包括一级二级 300 多个项目经理；公司这几年需求大的是预决算人员，因为新开工项目较多，所以这方面人员也得跟上；管理费用，销售费用还是有下降空间的，公司这两年发展快，增速高，人员扩展规模也比较大，再加上营销网络布点也比较多，这块费用支出会比较大，但我们相信会有规模效应的时候，等区域性公司的业务量的增长，你说的三费应该会逐步下来。

Q: 新设区域公司或者网点的扩张模式？总部决策为主还是以分公司为主？

A: 大的区域公司有机构设置，和总公司一样，从招投标开始到完工都是自己把握，区域公司的主要员工以当地招募为主，核心管理层和人员总公司会派过去。但区域公司等到一定规模才会设立，人力资源部每年不定期也会对他们进行培训。对于业务这块来说，总公司不参与具体项目决策，每年只进行一个总体考核，不会很细化，具体的经营过程都由区域公司自己完成。

附：财务预测表

资产负债表

会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
流动资产	4249	7616	9031	10980
现金	1849	1756	2321	2915
应收账款	2006	4566	5199	5956
其他应收款	168	557	481	673
预付账款	35	150	164	229
存货	176	587	866	1208
其他流动资产	15	0	0	0
非流动资产	213	245	227	233
长期投资	0	0	0	0
固定资产	51	86	100	104
无形资产	28	28	28	28
其他非流动资产	133	130	98	100
资产总计	4462	7860	9258	11213
流动负债	2033	5052	5870	6931
短期借款	0	179	0	0
应付账款	1665	4240	5011	5720
其他流动负债	367	633	859	1211
非流动负债	17	17	0	0
长期借款	0	0	0	0
其他非流动负债	17	17	0	0
负债合计	2050	5069	5870	6931
少数股东权益	0	0	0	0
股本	211	422	422	422
资本公积	1654	1443	1443	1443
留存收益	547	926	1522	2417
归属母公司股东权益	2412	2791	3387	4282
负债和股东权益	4462	7860	9258	11213

现金流量表

会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
经营活动现金流	21	-301	666	485
净利润	262	432	596	894
折旧摊销	10	4	5	6
财务费用	-22	-68	-78	-108
投资损失	0	0	0	0
营运资金变动	-334	-1081	92	-395
其他经营现金流	105	413	51	88
投资活动现金流	-74	15	0	0
资本支出	81	0	0	0
长期投资	3	1	0	0
其他投资现金流	10	15	0	0
筹资活动现金流	1579	194	-101	108
短期借款	-45	179	-179	0
长期借款	0	0	0	0
普通股增加	53	211	0	0
资本公积增加	1574	-211	0	0
其他筹资现金流	-3	15	78	108
现金净增加额	1526	-93	565	593

利润表

会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	4488	7630	10682	14954
营业成本	3819	6523	9111	12711
营业税金及附加	153	267	375	526
营业费用	37	78	117	164
管理费用	106	210	304	426
财务费用	-22	-68	-78	-108
资产减值损失	85	105	140	168
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	0	0	0	0
营业利润	312	515	711	1066
营业外收入	0	0	0	0
营业外支出	1	1	1	2
利润总额	311	514	710	1065
所得税	49	82	114	171
净利润	262	432	596	894
少数股东损益	0	0	0	0
归属母公司净利润	262	432	596	894
EBITDA	299	450	638	964
EPS (元)	1.24	1.02	1.41	2.12

主要财务比率

会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
成长能力				
营业收入	80.4%	70.0%	40.0%	40.0%
营业利润	75.1%	65.0%	38.2%	50.0%
归属于母公司净利润	98.2%	64.6%	38.1%	50.0%
获利能力				
毛利率	14.9%	14.5%	14.7%	15.0%
净利率	5.8%	5.7%	5.6%	6.0%
ROE	10.9%	15.5%	17.6%	20.9%
ROIC	45.8%	31.6%	51.1%	60.3%
偿债能力				
资产负债率	45.9%	64.5%	63.4%	61.8%
净负债比率	0.00%	3.52%	0.00%	0.00%
流动比率	2.09	1.51	1.54	1.58
速动比率	2.00	1.39	1.39	1.41
营运能力				
总资产周转率	1.48	1.24	1.25	1.46
应收账款周转率	3	2	2	2
应付账款周转率	3.16	2.21	1.97	2.37
每股指标 (元)				
每股收益(最新摊薄)	0.62	1.02	1.41	2.12
每股经营现金流(最新摊薄)	0.05	-0.71	1.58	1.15
每股净资产(最新摊薄)	5.72	6.61	8.03	10.15
估值比率				
P/E	37.82	22.97	16.63	11.09
P/B	4.11	3.55	2.93	2.32
EV/EBITDA	27	18	13	8

资料来源：中投证券研究所，公司报表，单位：百万元

投资评级定义

公司评级

强烈推荐：预期未来 6~12 个月内股价升幅 30%以上
推荐：预期未来 6~12 个月内股价升幅 10%~30%
中性：预期未来 6~12 个月内股价变动在±10%以内
回避：预期未来 6~12 个月内股价跌幅 10%以上

行业评级

看好：预期未来 6~12 个月内行业指数表现优于市场指数 5%以上
中性：预期未来 6~12 个月内行业指数表现相对市场指数持平
看淡：预期未来 6~12 个月内行业指数表现弱于市场指数 5%以上

研究团队简介

李凡，中投证券研究所建材行业首席分析师，管理学硕士，4 年行业从业经验，7 年证券行业从业经验。

傅盈，中投证券研究所建筑行业分析师，工科硕士，4 年行业从业经验，2011 年加入中投证券研究所。

免责声明

本报告由中国中投证券有限责任公司（以下简称“中投证券”）提供，旨在派发给本公司客户使用。中投证券是具备证券投资咨询业务资格的证券公司。未经事先书面同意，本报告不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道，非通过以上渠道获得的报告均为非法，我公司不承担任何法律责任。

本报告基于中投证券认为可靠的公开信息和资料，但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证。中投证券可随时更改报告中的内容、意见和预测，且并不承诺提供任何有关变更的通知。

本公司及其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，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。

本报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券的买卖出价。投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用报告所载之内容和信息，独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员不对使用本报告而引致的任何直接或间接损失负任何责任。

中国中投证券有限责任公司研究所

公司网站：<http://www.cjis.cn>

深圳市

深圳市福田区益田路 6003 号荣超商务中心 A 座 19 楼
邮编：518000
传真：(0755) 82026711

北京市

北京市西城区太平桥大街 18 号丰融国际大厦 15 层
邮编：100032
传真：(010) 63222939

上海市

上海市静安区南京西路 580 号南证大厦 16 楼
邮编：200041
传真：(021) 62171434