

建筑工程业/工业

亚厦股份 (002375)

战略方向微调，深挖内部效益

——亚厦股份调研交流纪要

韩其成
021-38676162
hanqicheng@gtjas.com
编号 S0880511010022

本报告导读：

投资要点：

2012年2月8日，我们组织10多位机构投资者与亚厦股份公司管理层进行了对于装饰行业发展状况以及公司最新情况的交流活动。

12年1季度，公司经营策略将公装业务调整至较为重要的地位，通过前期对上海蓝天、成都恒基的收购，公司在公装业务上具备较强的竞争实力。1月中旬萧山机场项目的中标即体现了公司收购效应的逐步发挥，地铁、机场、总部大楼、高端经济酒店等公建领域订单将成主要业绩支撑。

地产调控对住宅装饰业务目前依然有一定影响，但相关业务需求仍存在。公司通过对于订单合同要求的提高以及总体规模的战略调整将有利于企业稳健发展。随着公司管理效率的逐步提升以及各区域复制战略的实施成熟，公司盈利能力有望在2012年逐步得到提升。

公司8号晚上公告，以3.4亿超募资金以及部分自有资金，合计3.8亿成功竞得杭州市西湖区（之江度假区单元C2-B-14-08地块），将该土地用于公司总部大楼的建设项目，从而有利于公司运营、管理、研发环境的改善，企业形象的提升，以及高端人才的凝聚和吸引，增强企业综合实力。

盈利预测：公司1月份公装业务经营态势良好，同时经营性现金流回款健康，调控风险能力增强。风险提示及关注：地产调控持续时间较长，关注后续订单发展。预计2011-2013EPS分别为1.04、1.65、2.27元，考虑到目前行业整体估值环境下移，给予谨慎增持评级，调整目标价至30元。

财务摘要 (百万元)	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入	2,487	4,488	7,083	10,168	14,233
(+/-)%	54%	80%	58%	44%	40%
经营利润 (EBIT)	209	374	611	892	1,279
(+/-)%	56%	79%	63%	46%	43%
净利润	132	262	440	695	958
(+/-)%	55%	98%	68%	58%	38%
每股净收益 (元)	0.84	1.24	1.04	1.65	2.27
每股股利 (元)	0.00	0.25	0.25	0.25	0.25

利润率和估值指标	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
经营利润率 (%)	8.4%	8.3%	8.6%	8.8%	9.0%
净资产收益率 (%)	25.3%	10.9%	16.0%	20.8%	22.9%
投入资本回报率 (%)	27.5%	13.1%	18.7%	22.4%	25.6%
EV/EBITDA	17.0	9.2	14.9	10.0	6.6
市盈率	30.5	20.5	24.4	15.5	11.2
股息率 (%)	0.0%	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%

请务必阅读正文之后的免责条款部分

评级： **谨慎增持**

上次评级：谨慎增持

目标价格： **30.00**

上次预测：38.00

当前价格：25.50

2012.02.10

交易数据

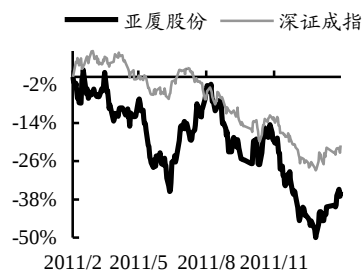
52周内股价区间 (元)	19.11-85.00
总市值 (百万元)	10,761
总股本/流通A股 (百万股)	422/146
流通B股/H股 (百万股)	0/0
流通股比例	35%
日均成交量 (百万股)	1
日均成交值 (百万元)	36

资产负债表摘要

股东权益 (百万元)	2,656
每股净资产	6.29
市净率	4.1
净负债率	0%

EPS (元)	2010A	2011E
Q1	0.12	0.15
Q2	0.38	0.30
Q3	0.25	0.28
Q4	0.49	0.31
全年	1.24	1.04

52周内股价走势图



升幅 (%)	1M	3M	12M
绝对升幅	26%	-20%	-34%
相对指数	16%	-11%	-15%

相关报告

- 《业绩稳定增长，区域扩张保障长期成长》
2011.10.27
- 《装饰订单高增长，幕墙爆发式上升》
2011.08.25
- 《再度收购，进军西南》
2011.08.09
- 《业绩符合预期，期待11年持续成长》
2011.03.28
- 《与恒大达成战略合作协议，11年合作额约30...》
2010.11.23

模型更新时间: 2012.02.10

股票研究

工业
建筑工程业

亚厦股份 (002375)

评级: **谨慎增持**

上次评级: 谨慎增持

目标价格: **30.00**

上次预测: 38.00

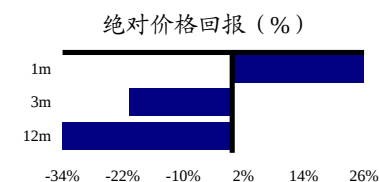
当前价格: 25.50

公司网址

www.yashazs.com

公司简介

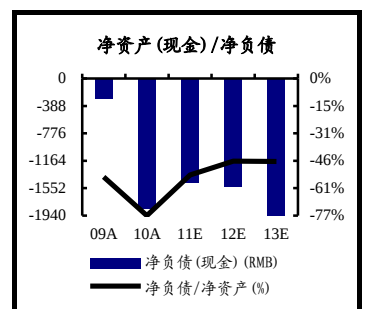
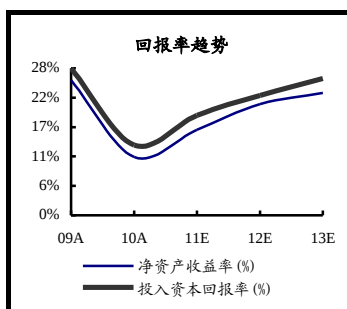
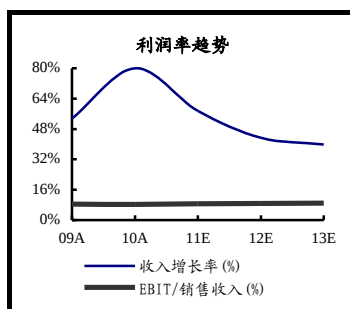
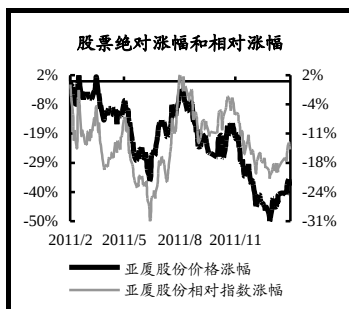
公司是中国建筑装饰行业的知名企业和龙头企业,专注于高端星级酒店、大型公共建筑、高档住宅的精装修,树立了“亚厦”在中国建筑装饰行业的一线品牌地位和高端品牌地位。公司是国内建筑装饰行业最早推行工厂化生产的企业,引进德国、意大利等进口专业生产流水线,率先在同行业推广“生产工厂化、加工配套化、装配现场化”的技术革新。先后承接了北京人民大会堂浙江厅、北京首都国际机场国家元首专机楼、青岛国际奥帆中心、上海世博中心等精装修工程,同时承接了四季、洲际、



52 周价格范围 19.11-85.00
市值 (百万) 10,761

财务预测 (单位: 百万元)

	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
损益表					
营业总收入	2,487	4,488	7,083	10,168	14,233
营业成本	2,118	3,819	6,001	8,600	12,014
税金及附加	86	153	244	346	484
销售费用	18	37	64	86	121
管理费用	56	106	163	244	334
EBIT	209	374	611	892	1,279
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	0	0
财务费用	2	-22	-13	-12	-14
营业利润	178	312	525	828	1,141
所得税	45	49	84	132	183
少数股东损益	0	0	0	0	0
净利润	132	262	440	695	958
资产负债表					
货币资金、交易性金融资产	333	1,849	1,480	1,541	1,940
其他流动资产	0	15	0	0	0
长期投资	17	16	16	16	16
固定资产合计	56	128	243	471	617
无形及其他资产	39	40	40	40	39
资产合计	1,604	4,462	5,691	7,580	10,291
流动负债	1,064	2,033	2,927	4,226	6,084
非流动负债	17	17	17	17	17
股东权益	523	2,412	2,747	3,337	4,190
投入资本(IC)	568	2,413	2,747	3,337	4,190
现金流量表					
NOPLAT	156	315	513	749	1,075
折旧与摊销	11	10	10	31	54
流动资金增量	20	-295	-782	-360	-424
资本支出	-16	-81	-125	-258	-200
自由现金流	170	-51	-384	162	505
经营现金流	174	21	-243	425	704
投资现金流	-19	-74	-125	-258	-200
融资现金流	-5	1,579	0	-106	-106
现金流净增加额	150	1,526	-369	61	399
财务指标					
成长性					
收入增长率	53.7%	80.4%	57.8%	43.6%	40.0%
EBIT 增长率	55.9%	79.0%	63.3%	46.0%	43.5%
净利润增长率	54.7%	98.2%	67.9%	57.9%	37.8%
利润率					
毛利率	14.8%	14.9%	15.3%	15.4%	15.6%
EBIT 率	8.4%	8.3%	8.6%	8.8%	9.0%
净利率	5.3%	5.8%	6.2%	6.8%	6.7%
收益率					
净资产收益率(ROE)	25.3%	10.9%	16.0%	20.8%	22.9%
总资产收益率(ROA)	8.2%	5.9%	7.7%	9.2%	9.3%
投入资本回报率(ROIC)	27.5%	13.1%	18.7%	22.4%	25.6%
运营能力					
存货周转天数	14	12	13	14	14
应收账款周转天数	111	118	135	140	140
总资产周转天数	199	247	262	34	35
净利润现金含量	1.31	0.08	-0.55	0.61	0.73
资本支出/收入	1%	2%	2%	3%	1%
偿债能力					
资产负债率	67.4%	45.9%	51.7%	56.0%	59.3%
净负债率	-55.0%	-76.6%	-53.9%	-46.2%	-46.3%
估值比率					
PE	30.5	20.5	24.4	15.5	11.2
PB	7.7	2.2	3.9	3.2	2.6
EV/EBITDA	17.0	9.2	14.9	10.0	6.6
P/S	1.6	1.2	1.5	1.1	0.8
股息率	0.0%	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%



公司最近情况介绍:

进入 2012 年, 公司多项事务稳步推进。首先是募投项目稳步推进, 工厂化募投项目现在还在试运营, 虽然整个毛利的贡献不能说特别大, 但是对于公司仍然很重要。因为我们订单规模是比较大的, 所以我们产业园满足自己的比例不是特别高, 随着区域发展更加好了, 我们产业化会逐步推广。在营销网络方面, 去年开始多项订单是由我们省外区域市场贡献的, 2010 年上市后可复制的道路成效已经比较显著了, 单个区域订单规模不断扩大, 多个地区形成规模化订单合同。今年我们会更加倍培育我们下级的办事处, 相信我们今年的订单增长会更加稳健。去年公司进行了二次兼并收购, 当时公告里都有承诺条款, 今年我们要开始做一些整合, 包括考核体系的介入, 开始给收购的子公司订一些经营团队的指标, 除了人员进入, 我们还会加入考核体系, 除了保障我们原有的业绩承诺, 肯定会有更好的激励, 让他们做得更好。关于剩下的超募资金考虑: 可能会致力于总部营运中心建立, 满足公司成长的需要, 同时对于一些业内比较优秀的公司, 包括行业内、上下游的公司还是有考虑继续兼并收购的。

相关问题的交流:

一、咱们工厂加工与兼并收购的资金使用是否有比较高的效益?

回答: 投产业园带来明显效益的时间肯定要慢一点, 但是对于我们质量、品牌建设、履约能力上, 建产业园对我们的影响还是非常大的。现在很多业主方会考核生产加工能力, 同时现在装修档次要求非常高, 最近多个公建项目都是这样的情况。另外进行行业整合不是说见效非常快的东西, 因为我们对于原有人员还有更多的付出, 包括激励机制的形成。这两件事具有更多的战略意义。同时我们也考虑地域因素影响, 也有进行复制产业园战略的想法。

二、目前装饰行业的资金面压力有没有开始变好, 微观感受如何?

回答: 现在了解到的情况应该和 4 季度差不多, 还是和政策调控有一定的关系, 所以我们去年年底对于地产的判断还是谨慎的态度。目前我们把很多力量放在了公建上面, 之前我们的地产发展相对较快, 而目前我们就开始在调整, 实现我们的战略调整。比如我们公告的两次收购, 就是针对公建方面的发展。我们今年的定位, 就是主要抓公装, 住宅适度做一些调整控制。

三、一般装饰企业在年前是回款的高峰? 我们今年的情况怎么样?

回答: 装饰企业四季度的回款一般都比较多, 这与季节性因素有关, 同时我们自己抓款项的回收力度做得也比较好。我们今年重点就是抓效益, 现金为王是重要的理念。我们在规模发展的同时, 对于客户的进度款、决算等都有制约措施, 都会重点考虑收款这些方面。持续的力量去沟通, 催款, 这个工作会做得更细。同时我们集中采购的力度会做得更好, 我们不会拖欠供应商的款。我们的现金流是要良性循环起来, 订单多了, 材料也进来了, 大家也赚到钱了。

四、目前装饰行业人力成本工资是否有较大的变化?

回答: 今年人力成本上涨不太可能了, 现在全行业的资金都比较紧张。但是另外一个角度是挖人可能也更便宜了, 比如地产的公司的人会觉得亚厦也是不错的选择。

五、我们对于公装开始抓的比较紧, 那么这方面我们竞争感受如何?

回答: 以前住宅业主是比较多得主动找我们, 现在无外乎就是我们策略上开始主抓公建。公建今年比原来竞争会更加严峻一些, 但是我们的竞争实力还是挺强的, 这方面我们的优势会还是很明显。包括我们之前几个项目, 业主的要求都是很苛刻的, 目前微观上对于公建的感觉还不会有太大的变化。

六、2012 年我们在区域发展上的变化, 哪些地区会比较景气, 有没有更多的倾向重点?

回答: 目前各业务地区中京津这边我们反馈比较好, 京津地区是我们最早进去地区之一, 所以品牌效果也是非常好的, 最近有多个合同都是那边的, 包括政府的项目等等。中西部地区也有比较好的感受, 我们今年可能在西安这边会有更多的进入, 还会重点发展东北、广州市场等。比如广州市场, 以前我们没有进入, 后面

我们开展工作比较宽了，包括保利、越秀等与我们建立了战略关系，所以我们就打算进入。

七、公司这几年哪方面的人才增长比较多，对于哪方面的人才还比较缺？

回答：我们以前增长比较多的是项目经理和设计师，但是到了今年我们对于决算审计的人要增加更多。因为我们很多项目的效益是在后面产生的，所以要抓决算。比如一个项目完工后，最后做出来的合同总量有可能是超过之前签订的合同额，多出来的部分主要是业务的进一步修改调整产生的，但是这部分业务要在决算报告做出来以后才体现到账上，所以我们要增长决算人员。人员引入方面包括两个渠道，一方面还是要引进优秀人才，另一方面要培养学生力量。公司这几年往外出走的人比较少。以前公司可能和独立设计师团队合作，现在这些人员进入公司就实打实的是我们的员工了。我们去年底就有了 10 多个专业的领域设计团队，现在都喜欢专业领域比较厉害的设计师。

八、一个项目工期 6-8 个月，竣工到决算时间周期？

回答：一个项目的决算完成以前是 1 年左右，现在随着单个合同项目金额越来越大，有的发展到 1.5 年左右。有订单变大的原因，当然也有部分少数业主拖的原因。

九、3 季度如果能反应资金紧的情况，但 4 季度这么好的原因？

回答：以前主要是工作量的问题，一般在 3 季度追求业务量，而 4 季度就是争取把钱决算回来。目前比 2010 年好的情况是 2011 年签合同时对于合同的要求与定位更高一些。2011 年我们付款要求定位更高，今年可能会更为严格。

十、咱们公建是主要方面，公建整个行业的情况怎么样？

回答：目前这种形式下，公建相对风险小点。公建越来越多的项目是一定要有资金才能做，比如以前地方有融资平台借钱去做，而现在公建是有了资金才能开工，因此保障性更强了。同时中西部现在还是很落后的，国家还是比较倡导支持的，中央直拨的倾斜是比较明显的。我们还是看好地铁、机场这种项目，子公司蓝天做了很多，这部分业务我们都有信心的。

十一、公司幕墙业务以后的发展规划，占收入的比例？

回答：幕墙业务一直比较稳定，占收入的比例还是维持在 20% 多，玻璃幕墙之前的政策对我们的影响其实是不大的，政策不支持的主要集中在闹市区域等民用多的地方。石材幕墙可能也会受到一些制约，但是门窗、涂料都还是比较稳定。

十二、公司区域扩张能力不错，复制能力强，目前对于各区域结构的定位？

回答：目前的初步判断，京津地区、西南地区、宁波地区、江苏地区等都是工作重心。其他重要地区还包括了山东地区、湖北地区、海南地区等，湖北、广东也是相对比较重要的发展领域。

十三、公司开始稳住公建，那么对于酒店装饰市场的看法？

回答：公司对于专业地产的业务还是喜欢的，但我们对于地产的酒店会多层考虑，比如对于背后地价的带动，那么调控情况下，地产后的酒店收款还是比较困难的。我们对这方面，还是比较谨慎的。但是在酒店改造业务，我们会大胆参与，比如今年杭州这边有几个翻新项目。但是如果有充分的抵押物等，那么还是可以考虑的，有可能效益会上浮。这部分目标就是寻找有实力的业主方，然后大胆的做。

十四、站在目前的时点，对于未来地产精装修的看法？

回答：地产精装修今年上半年和去年上半年还是比较相似的，但是这块市场不会持续差的。地产这块的量肯定下来了，但是还是有相当的业主需要做精装修，无非是要求更为严格了。我们在过去的两三年都在调整客户，选择优质的客户去经营，同时重点住宅客户都比较分散，单一风险不大。地产企业目前也在做战略调整，因此我们也要适应最新的变化来发展。

作者简介：

韩其成：

执业资格证书编号：S0880511010022

电话：021-38676162

邮箱：hanqicheng@gtjas.com

张琨（贡献作者）：

执业资格证书编号：S0880110090085

电话：021-38674754

邮箱：zhangkun008742@gtjas.com

熊昕（贡献作者）：

执业资格证书编号：S0880111030019

电话：021-38676715

邮箱：xiongxin009291@gtjas.com

王丽妍：

执业资格证书编号：S0880511080002

电话：021-38674623

邮箱：wangliyan008084@gtjas.com

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格

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或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，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，特此声明。

免责声明

本报告仅供国泰君安证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。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，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。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。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。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墙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。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

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，需在允许范围内使用，并注明出处为“国泰君安证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息或进而交易本报告中提及的证券。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

评级说明

1. 投资建议的比较标准

投资评级分为股票评级和行业评级。
以报告发布后的 12 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。

2. 投资建议的评级标准

报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅。

	评级	说明
股票投资评级	增持	相对沪深 300 指数涨幅 15%以上
	谨慎增持	相对沪深 300 指数涨幅介于 5%~15%之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于-5%~5%
	减持	相对沪深 300 指数下跌 5%以上
行业投资评级	增持	明显强于沪深 300 指数
	中性	基本与沪深 300 指数持平
	减持	明显弱于沪深 300 指数

国泰君安证券研究

	上海	深圳	北京
地址	上海市浦东新区银城中路 168 号上海银行大厦 29 层	深圳市福田区益田路 6009 号新世界商务中心 34 层	北京市西城区金融大街 28 号盈泰中心 2 号楼 10 层
邮编	200120	518026	100140
电话	(021) 38676666	(0755) 23976888	(010) 59312799
E-mail	gtjaresearch@gtjas.com		