

新业务进展将重塑信心

■ **降息周期开启，房地产销售回暖，装饰需求有望逐步改善。**当前降息周期已开启，未来市场资金将持续宽松，装饰需求对资金价格敏感度高，未来行业有望持续转暖。此外房地产销售回暖有望带动地产商收款、促其投资边际改善，这有利于装饰公司接单和收款加快。预计部分龙头装饰公司2014年经营性现金流实现转正，当前订单信息量有所增加，公装订单和家装销售春节后有望好转。

■ **市场对公司预期已较低，新业务进度有望重塑信心。**去年10月公司下修盈利预测、家装业务初步亮相尚未展开、建筑3D打印业务进度不多使得市场对公司各项业务预期大幅降低。目前市场已下调公司2014、2015年盈利预测，我们认为公司公装业务继续低于预期的空间不大；市场对公司创新业务进度亦缺乏认识，存在预期差，未来随着新业务逐渐取得进度有望重塑市场信心。而公司目前估值并不高（2015年15倍PE），我们认为当前是积极配置的较好时机。

■ **建筑3D打印业务有望取得积极进展。**公司去年9月公告参股建筑3D打印技术全球领先的盈创科技26%股权，从而涉足建筑3D打印业务，其巨大潜力一度引起市场极高关注。但由于去年四季度盈创部分业务进度偏慢或未实时向市场展示，导致市场对此项业务预期明显降低。日前，盈创科技拟于1月18日举行3D打印绿色建筑全球发布会，届时六层楼和别墅打印将全部完成（根据公司在深交所互动易上的披露），预计还有更多最新业务进展集中亮相，值得充分关注。

■ **家装业务（蘑菇+）今年有望迅速起量。**公司家装业务品牌“蘑菇+”致力于打造“集成家”的概念（=装修+家具+电器+饰品），通过高度标准化、套餐化、快销化的产品，F2C的成本控制，最终让大师设计与大众分享。目前武汉最大的家装公司之一美颂雅庭，已加盟成为亚厦首个加盟商。公司采用B2B2C的营销模式（即刷新开楼盘、与小业主直接签约），有望迅速起量（公司每年仅精装修业务就达30-40亿元规模），预计今年签约量将超过5亿元。

■ **员工持股计划彰显管理层信心。**公司拟研究推出员工持股计划，规模为总数累计不超过股本总额的10%。公司正进行计划的可行性讨论及员工意见的征求工作。此次员工持股计划覆盖范围广、持股力度大，管理层有望借此建立长效的激励机制，同时也彰显其对未来股价上涨信心。

■ **投资建议：**我们预测公司2014/2015/2016年EPS分别为1.15/1.38/1.66元，当前股价对应2015/2016年PE分别为15/12倍。考虑到公司建筑3D打印业务和互联网家装业务的广阔前景，给予34.5元的目标价（对应2015年25倍PE），维持“买入-A”评级。

■ **风险提示：**公装需求持续疲软风险；新业务开拓进度低于预期风险。

| 摘要(百万元) | 2012 | 2013 | 2014E | 2015E | 2016E |
|----------|---------|----------|----------|----------|----------|
| 营业收入 | 9,576.5 | 12,142.9 | 13,612.2 | 15,654.1 | 18,143.1 |
| 净利润 | 634.5 | 894.7 | 1,023.4 | 1,228.4 | 1,481.1 |
| 每股收益(元) | 0.71 | 1.00 | 1.15 | 1.38 | 1.66 |
| 每股净资产(元) | 3.93 | 4.86 | 7.15 | 8.39 | 9.88 |

| 盈利和估值 | 2012 | 2013 | 2014E | 2015E | 2016E |
|--------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 市盈率(倍) | 27.9 | 19.8 | 17.3 | 14.4 | 12.0 |
| 市净率(倍) | 5.1 | 4.1 | 2.8 | 2.4 | 2.0 |
| 净利润率 | 6.6% | 7.4% | 7.5% | 7.8% | 8.2% |
| 净资产收益率 | 18.1% | 20.7% | 16.1% | 16.4% | 16.8% |
| 股息收益率 | 0.4% | 0.5% | 0.6% | 0.7% | 0.9% |
| ROIC | 58.1% | 44.9% | 34.8% | 27.3% | 26.6% |

数据来源：Wind 资讯，安信证券研究中心预测

投资评级

买入-A

维持评级

6个月目标价

34.5元

股价(2015-01-12)

20.04元

交易数据

| | |
|-----------|--------------|
| 总市值(百万元) | 17,850.14 |
| 流通市值(百万元) | 13,651.01 |
| 总股本(百万股) | 890.73 |
| 流通股本(百万股) | 681.19 |
| 12个月价格区间 | 16.63/30.20元 |

股价表现



资料来源：Wind 资讯

| % | 1M | 3M | 12M |
|------|-------|--------|--------|
| 相对收益 | -5.76 | -57.70 | -73.46 |
| 绝对收益 | 4.27 | -15.26 | -14.10 |

杨涛

分析师

SAC 执业证书编号：S1450514050002
yangt@essence.com.cn
0755-88285839

夏天

分析师

SAC 执业证书编号：S1450514110001
xiatian@essence.com.cn
021-68763692

相关报告

| | |
|-------------------|------------|
| 员工持股计划彰显中长期信心 | 2014-12-22 |
| 切入万亿家装市场，创新业务强力推进 | 2014-10-28 |
| 参股建筑3D打印，转型与创新加速 | 2014-09-10 |

目录

| | |
|-----------------------------------|----|
| 目录..... | 2 |
| 1. 投资聚焦..... | 3 |
| 2. 降息周期开启，房地产销售回暖，装饰需求有望逐步改善..... | 3 |
| 3. 盈创建筑 3D 打印业务有望取得积极进展..... | 4 |
| 3.1.建筑 3D 打印具有诸多优点，应用前景广阔 | 4 |
| 3.2.盈创建筑 3D 打印技术具有世界级的竞争力 | 5 |
| 3.3. 盈创 3D 打印业务有望取得积极进展..... | 6 |
| 4. 家装业务稳步推进，“蘑菇+”有望快速起量..... | 6 |
| 4.1. “蘑菇+”打造以“家”为核心的网络入口 | 6 |
| 4.2. “蘑菇+”的竞争优势 | 7 |
| 4.3. 武汉最大装修公司之一加盟，“蘑菇+”布局第一站..... | 9 |
| 4.4. 家装业务有望快速起量..... | 10 |
| 4.5. 智能家居业务有望与之对接 | 10 |
| 5. 员工持股计划彰显中长期信心..... | 11 |
| 6. 风险提示： | 11 |
| 7. 盈利预测与投资建议..... | 11 |
| 附： | 12 |

1. 投资聚焦

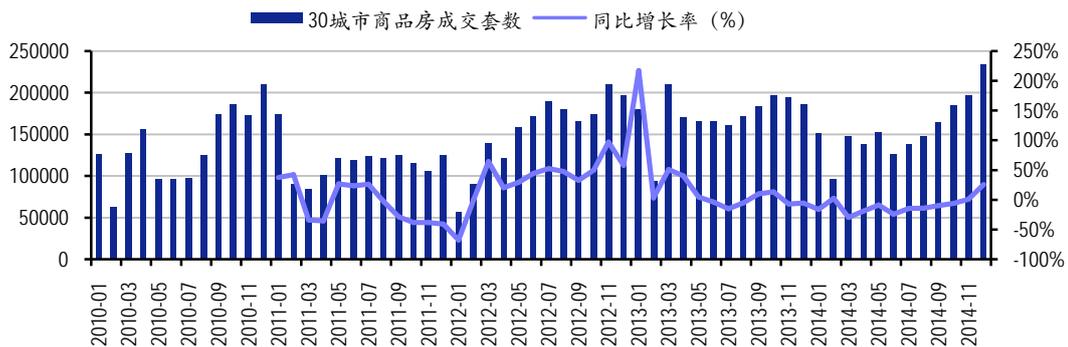
去年10月公司下修盈利预测、家装业务初步亮相尚未展开、建筑3D打印业务进度不多使得市场对公司各项业务预期大幅降低。目前市场已下调公司2014、2015年盈利预测，我们认为公司公装业务继续低于预期的空间不大；市场对公司创新业务进度亦缺乏认识，存在预期差，未来随着新业务逐渐取得进度有望重塑市场信心。而公司目前估值并不高（2015年15倍PE），我们认为当前是积极配置的较好时机。

2. 降息周期开启，房地产销售回暖，装饰需求有望逐步改善

当前降息周期已开启，未来市场资金将持续宽松，装饰需求对资金价格敏感度高，未来行业有望持续转暖。降息与调控政策的放松，使得房地产市场逐渐回暖。根据Wind统计，重点跟踪的30个大中城市商品房销量同比上涨26%。百城房地产指数统计中房价环比上涨城市数由11月的23个上升到12月份的30个。

房地产销售回暖有望带动地产商收款、促其投资边际改善，这有利于装饰公司签单和收款加快。预计部分龙头装饰公司2014年经营性现金流实现转正，当前订单信息量有所增加，公装订单和家装销售春节后有望好转。

图1：30城市商品房成交套数与每月同比增长率



数据来源：Wind，安信证券研究中心

图2：百城房地产价格指数与上涨城市数



数据来源：Wind，安信证券研究中心

图3：百城房地产价格指数分类



数据来源：Wind，安信证券研究中心

表1：全国楼市调控政策作出调整的城市名单（部分）

| 全国楼市调控政策作出调整的城市名单 | |
|-------------------|-------------|
| NO. | 城市 正常调整主要内容 |
| | |

| | | |
|----|------|---------------------------------|
| 1 | 江苏无锡 | 限购调整、购房落户、户籍调整 |
| 2 | 安徽合肥 | 公积金调整 |
| 3 | 安徽铜陵 | 契税补贴、公积金贷款比例下降、额度提高，商品房预售资金管理调整 |
| 4 | 安徽宣城 | 公积金贷款上调、契税补贴 |
| 5 | 天津滨海 | 限购调整 |
| 6 | 浙江宁波 | 限购调整，购房资格放松 |
| 7 | 浙江温州 | 限购调整 |
| 8 | 江苏常州 | 停建安置房，拆迁户补贴购房款 |
| 9 | 江苏扬州 | 公积金又提又贷 |
| 10 | 江苏泰州 | 公积金调整 |
| 11 | 江苏南京 | 宁七条 |
| 12 | 河南郑州 | 房贷担保 |
| 13 | 广西南宁 | 限购调整、放松购房户籍 |
| 14 | 广东广州 | 限价限售放松 |
| 15 | 北京 | 公积金调整 |
| 16 | 沈阳 | 限购调整 |
| 17 | 广东 | 限购、户籍制度调整 |
| 18 | 海南 | 限购、扩大落户政策、户籍制度调整 |
| 19 | 青海西宁 | 扩大落户政策，户籍制度调整 |
| 20 | 海口 | 购房入户政策 |
| 21 | 呼和浩特 | 正式发文取消限购 |
| 22 | 济南 | 全面取消限购 |
| 23 | 厦门 | 岛外限购全部解除 |
| 24 | 南昌 | 除部分区域外解除限购 |
| 25 | 武汉 | 140平以上不限套数 |
| 26 | 江苏苏州 | 90平以上住房解除限购 |
| 27 | 杭州 | 140方以上取消限购 |
| 28 | 长春 | 取消限购 |
| 29 | 成都 | 取消限购 |

数据来源：公开新闻，安信证券研究中心

3. 盈创建筑 3D 打印业务有望取得积极进展

3.1. 建筑 3D 打印具有诸多优点，应用前景广阔

建筑 3D 打印具有巨大优势，前景广阔。与传统的建筑业相比，3D 打印建筑具有缩短施工周期、成本低、性能好、经济环保等多方面优势，未来引领未来建筑业的新革命。

缩短施工周期：传统建筑业建造房屋周期很长，而 3D 建筑打印由于建筑材料生产时间短，全程几乎都由打印机器完成，几乎没有复杂的钢混结构，可以实现短时间内大批工业化流水式的建筑生产。据媒体报道，2014 年 4 月，10 幢 3D 打印建筑在上海张江高新青浦园区内建造成功，这些小楼全部完工只耗费了 24 个小时。

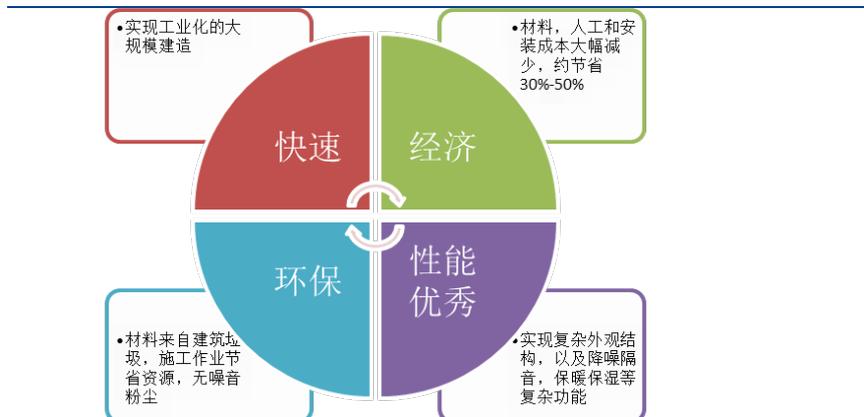
材料取自建筑垃圾和废弃矿山，成本低：3D 建筑打印的建筑材料取自建筑垃圾和废弃矿山，生产成本低廉。并且，在建筑过程中多采用整体打印，然后粘贴的方式，省去了复杂的建筑结构，节省大量成本。机器的全自动作业也省去了大部分人工。综合来看，建筑成本平均节约 30%-50%。

建筑性能优秀：传统的建筑受到材料和建筑结构的限制，无法建造复杂多样的曲面和镂空结构。3D 建筑打印可以实现所想即所得，无论多么复杂的曲面构造，镂空结构等都可以轻松实现，使得建筑的外观更加多样和精美。其次，还可以通过对材料和结构的

创新设计，实现调温，调湿，降噪隔音，节能等多重功能，使得建筑性能更加优秀。

环保：3D建筑材料多取自废旧矿山，建筑垃圾等，环保绿色。并且，作业工地效率高，节约水电等资源，无粉尘和噪音污染，是未来建筑业所追求的环保理想。

图 4：建筑 3D 打印具有多方面优势



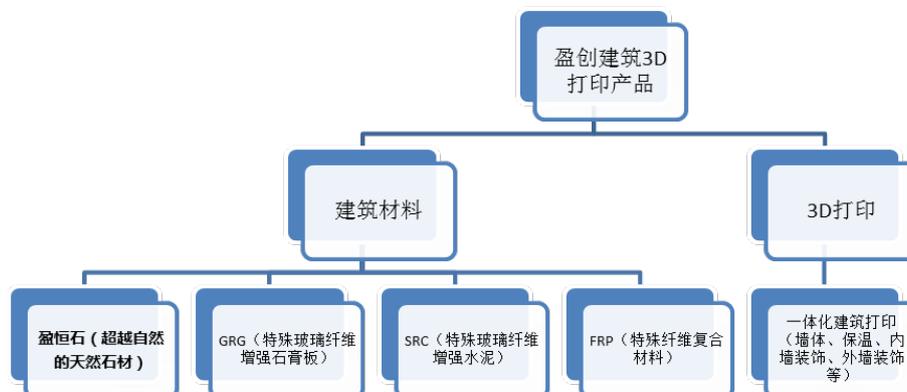
数据来源：安信证券研究中心

符合建筑工业化及绿色建筑发展方向，受到政策大力支持。由于 3D 建筑打印的诸多优点，特别是工业化大规模建造和环保的巨大优势，符合国家对于建筑工业化和绿色建筑的政策方向。2014 年 3 月中旬，国务院印发《国家新型城镇化规划（2014—2020）》，其中提到城镇绿色新增建筑比例要从 2012 年的 2% 提高到 2020 年的 50%。各地政府也在加强对于绿色建筑和建筑工业化的政策支持力度，在《上海市绿色建筑发展三年行动计划（2014-2016）》中，规定“在政策期限内，对符合示范要求的绿色建筑、装配式建筑项目，由市级财政给予 60 元/平方米的资金补贴”。据媒体报道，十三五规划中也开始制定 3D 建筑打印的技术标准和发展规划。未来随着政策的不断落实和推进，3D 建筑打印技术将迎来更快的发展，逐步实现大规模产业化应用。

3.2. 盈创建筑 3D 打印技术具有世界级的竞争力

盈创建筑科技现有业务简介：盈创目前拥有两大类主要建筑产品和服务，一类是 3D 打印相关的建筑材料（目前主要包括四大产品系列），另一类是 3D 建筑打印服务。

图 5：盈创业务分类



数据来源：公司官网，安信证券研究中心

图 6：盈创建筑 3D 打印



数据来源：公司官网，安信证券研究中心

盈创技术全球领先，优势显著。盈创建筑科技无论是在 3D 建筑打印的材料上，还是打印技术本身都具有巨大的优势，引领国内 3D 建筑打印的潮流。广受媒体关注的青浦区民惠三期动迁指挥部办公室，就是由盈创通过连续打印和一体化打印，在一天时间内完成的。成为国内外第一家实现可供居住的 3D 打印建筑的公司。

建筑材料方面的优势：1、材料来源环保经济：公司让城市拆迁的建筑余料、矿山尾矿等都变废为宝，科学分类处理，分别回收利用在墙体、保温、填充、道路、绿化等不同方面，实现可循环经济。让未来的建筑不再产生建筑垃圾。2、建筑 3D 打印专用油墨，精选天然石料等进行提炼，加入高标号水泥和纤维强度韧性大大高于高标号混凝土和传统墙体材料。墙体不开裂、防水性强，透气性好，保温效果好，节能低碳环保，并采用数字化工艺控制，不会偷工减料，实现毫米级误差。建筑品质大幅提升，比传统建筑轻约 50%。

打印技术方面的优势：盈创是国内外第一家研发出建筑 3D 打印的万能油墨和喷头，第一家研发出可以连续打印建筑产品的 3D 打印机，并已投产使用的公司。并开发出 Faro-LS-Focus3D 三维白光扫描设备，只要将实物进行扫描，只需数分钟即可产生复杂环境和几何结构的详细三维图像，然后利用建筑 3D 打印机即可打印出一模一样的实物。

3.3. 盈创 3D 打印业务有望取得积极进展

盈创在去年 3 月份打印出世界首创可以供人居住的小型别墅后，继续在高层建筑打印领域取得突破。近期将完成一座 6 层的住宅。据公司介绍，此住宅是截取的一座 30 层高层建筑的 6 层，未来公司还将在北京上海等地参与高层办公楼的项目。

另外，盈创还参与了汤臣一品别墅的项目。未来有望继续与大型房地产商进行合作，一旦获得大地产商认可，公司有望一举打开数万亿级别的房屋建筑市场，并对产业技术产生重大潜在影响。

日前，盈创科技拟于 1 月 18 日举行 3D 打印绿色建筑全球发布会，预计还有更多最新业务进展集中亮相，值得充分关注。

4. 家装业务稳步推进，“蘑菇+”有望快速起量

4.1. “蘑菇+”打造以“家”为核心的网络入口

“蘑菇+”是炫维网络下属的子公司，是炫维网络实现互联网家装的平台。打造以“家”为核心的网络入口，涵盖集成家电商、线上集客引流、售后服务模块。并同时会与国内

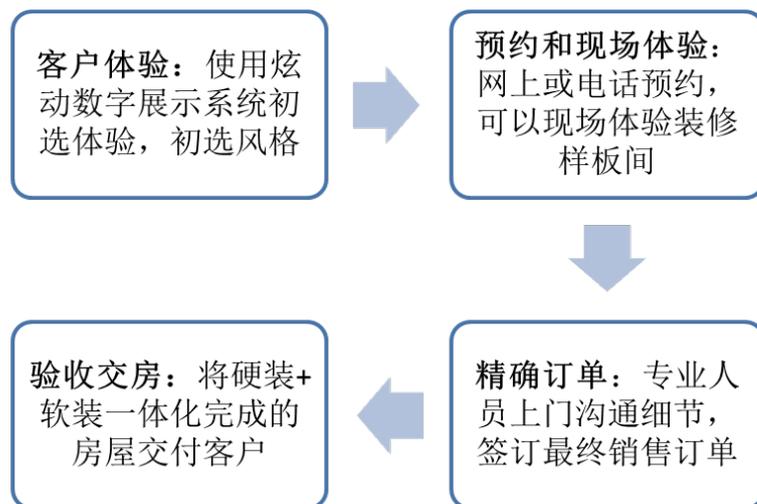
主流电商平台进行流量对接，布局全网络 O2O。

“蘑菇+”使用互联网为载体，运用先进的炫动数字展示系统技术，创新的将家装的所有环节结合为一体，可以为客户提供个性化的，全方位的整体家装服务，打造“集成家”的概念（集成家=装修+家具+电器+饰品），通过高度标准化、套餐化、快销化的产品，强大而完善的产品供应链与成本控制，最终让大师设计与大众分享。

“蘑菇+”网站服务流程简介

“蘑菇+”的服务流程简单清晰，在最大限度尊重客户的个性化选择的同时，兼顾标准化和套餐化。具体来说，服务的流程分为四个环节：1、客户体验：客户在网站上初步浏览公司提供的多种装修风格，在炫动数字展示系统的帮助下，身临其境的感受自己的户型，以及装修后的效果图，从而初步选择心仪的装修风格（标准风格套餐）。2、预约和现场体验：通过电话或网络预约的方式与公司取得联系，专业的设计人员会陪同客户实地体验附近的“蘑菇+”样板间，回答客户的咨询问题。3、精确订单：专业的设计人员会上门与客户沟通，在选定的风格框架下，进一步确定硬装选材，尺寸，软装搭配等细节问题，给出报价，最终签订销售订单。4、验收交房：在经过“蘑菇+”设计师、施工、安装、保洁人员专业用心的工作后，将装修+家具+电器+饰品一体化完成的房屋交付客户验收。

图 7：“蘑菇+”服务流程简图



数据来源：“蘑菇+”网站，安信证券研究中心

4.2. “蘑菇+”的竞争优势

优势一：“集成家”，一站式家装服务新体验，全宅交钥匙工程

装修是一个连续的完整的过程，传统的家装人为割裂了设计，硬装，软装，家具购买等多个环节。这种割裂的业务模式一方面浪费了大量客户的时间与精力，另一方面由于各环节配合性较差，使得装修后的风格较难完美统一。”蘑菇+”汇聚了国际顶尖建筑、室内、家具设计师，以“集成家”为概念（集成家=装修+家具+电器+饰品），为装修各个环节定制整体设计方案，实现了家装过程权威一体化搭配，让室内空间科学、合理、安全的利用，更具功能化、实用化、环保节能的优点。这种全新的一站式家装模式引领未来家装服务的新风向。

图 8：“集成家”一站式家装服务



数据来源：安信证券研究中心

优势二：个性化与标准化的统一

公司与新加坡、日本、意大利等全球知名设计师合作，通过高度标准化、套餐化、快销化的设计，形成三个系列、十二种风格并可按需求变换衍生出数十种不同装修效果。充分满足了不同客户的需求。

具体来看，网站为客户提供了北欧风情，波斯情调，地中海风格，新田园风格，现代简约，中式怡情等十余种装修风格，充分满足了客户的个性化选择。网站还为客户提供了家具的个性化定制服务，客户可以选择衣柜，床，沙发，书柜，书桌，电视柜等家具的定制。

图 9：多种装修风格选择示例（北欧风情）



数据来源：“蘑菇+”网站，安信证券研究中心

图 10：定制衣柜选择示意图



数据来源：“蘑菇+”网站，安信证券研究中心

但是，这种多样化是建立在标准化的基础之上的，首先，网站是将大师的设计固定下来，成为标准化的设计产品供客户选择。其次，在施工方面，大量应用工业化成品和工业化半成品，推行施工标准化工艺及流程，降低现场人力施工引发的质量不稳定与不一致影响，提升绿色环保水准，并缩短施工周期。

优势三：产品价格方面去中介，全程透明无增项

价格方面，通过与家具、建材、家装等软件用户商的合作，形成了有效的去中介的产品供应链与成本控制，从设计—施工—交付的全过程实现价格真正全透明、无增项。且标准化设计有利于家具、建材、家装等厂商进一步提升经营效率、降低成本。

公司创新的模式吸引了众多国外品牌合作，公司在地板，涂料，卫浴，瓷砖等建材上可以提供欧洲原装进口的产品，并且价格公道优惠。

表 2：部分与“蘑菇+”合作的进口建材品牌

| 编号 | 品牌 | 进口国家 | 品类 |
|----|------|------|----|
| 1 | 卢森 | 瑞士 | 地板 |
| 2 | 伊斯威尔 | 西班牙 | 涂料 |

| | | | |
|---|---------|-----|------|
| 3 | BOEN | 挪威 | 地板 |
| 4 | LICO | 瑞士 | 地板 |
| 5 | KUBERT | 德国 | 地板配件 |
| 6 | MARIANI | 意大利 | 卫浴洁具 |
| 7 | CERIM | 意大利 | 瓷砖 |

数据来源：“蘑菇+”网站，安信证券研究中心

优势四：多种高科技展示系统，实现客户所见即所得

互联网装修的需要解决的问题之一就是网上的图片展示和最终实际效果存在较大差异，客户无法仅凭借网上的图片来判断产品的好坏。”蘑菇+”公司结合自己的强大的整体设计能力与技术实力，开发出了炫动数字展示系统，消除了客户对家装前后风格、价格不一致的顾虑。展示系统通过先进的技术，为客户提供身临其境的实景体验，可以360度全景浏览，自由缩放，展示独立产品的信息（如尺寸，规格，材质等），任意角度截屏。该系统还采用互动的模式让客户自行浏览，自行切换效果，使得装修不留死角。

图 11：炫动：中式装修风格同一地点不同视角图（一）



数据来源：“蘑菇+”网站，安信证券研究中心

图 12：炫动：中式装修风格同一地点不同视角图（二）



数据来源：“蘑菇+”网站，安信证券研究中心

管控方面，运用自主研发的 IAS 企业内部管理系统、现场监视系统，对工程、销售、设计、采购等进行全面的监控与管理，确保工程的质量及工期；客户 APP 实时监控系统，使业主对施工过程均了如指掌，全程所见即所得的特点，消除了业主顾虑，节省了业主时间与精力。

优势五：终身服务，客户粘性强

服务方面，通过家装后的终身保障服务、定时软装更换服务、定时家居用品配送服务等，使客户粘性增强，并可延伸至其他消费及服务。

优势六：以 B2B 的方式做 B2C，形成规模化效应，客户转化率高

公司产品定位于中等收入人群，与地产公司、大型企事业单位合作联动，进行集中营销，以 B2B 的方式做 B2C，形成规模化效应，客户转化率高。炫维网络推出家装新模式目前仅在深圳就已有签约待装修业主 200 余户；在保有核心技术的同时，其模式呈现出了复制性强、客户转化率高的特点，已有郑州、武汉两地装饰公司加盟合作，位于武汉超过 3000 平方米的大型体验馆已经对外营业。未来将分步在全国范围内进行招商。

4.3. 武汉最大装修公司之一加盟，“蘑菇+”布局第一站

美颂雅庭装饰公司是中国最大的装修公司之一，成为“蘑菇+”的第一个加盟商。美颂雅庭装饰公司由世界五百强、欧洲最大的建材分销商法国圣戈班集团和中国家装企业龙头深圳雅庭装饰集团于 2009 年 1 月 7 日合资成立，目前，美颂雅庭在中国 6 省 9 市拥有 50 多家营业网点，与国内国际 500 家优秀建材品牌缔结产业链合作关系，经营面积超

过 10 万平方米，一线员工 1 万多名，年产值连续 5 年超亿元，是中国领先的家装企业。2014 年 12 月 28 日位于武汉的第一家线下体验店盛大开幕。

炫维网络技术优势明显，美颂雅庭设计能力强大，雅庭蘑菇+引领家装新风尚。目前新开业的雅庭蘑菇+推出了针对武汉复地东湖国际四期、五期业主的装修服务。提供三房两厅两卫全装修，包括装修、家具和家饰。为消费者准备了 12 种解决方案，报价是 12680 元起售。该服务充分依托家装三维设计及展示软件，通过数字化技术，产生所见即所得的视觉震撼，并且采用标准化全球采购和世界级的设计水准，引领新的家装风尚。

推出“装修易贷”金融产品，为客户带来增值服务。美颂雅庭还和汉口银行合作，为客户带来了联名卡，为客户提供“装修易贷”的金融支持服务。联名装修易贷卡将根据客户装修的房子大小和装修情况来批准的，以每平方米 2000 元的装修基金额度为参照，每户可以拿到几万到 50 万不等的装修额度贷款卡。使用期限可以从 1 年到 3 年，零手续费，首年免息，方便快捷，只需要在合同期限内还清利息和本金。未来，“蘑菇+”每进驻一个城市时，都会和当地的金融机构联手推出类似的金融产品，为“蘑菇+”的客户全方位服务。

供应链体系借助亚厦平台，实现 FtoC。“蘑菇+”将借助亚厦的集采平台，采用中央厨房式的集采、配送方式，建立从区域仓储中心+最后一公里配送的体系，彻底实现“F2C”，减少中间环节，为客户减少成本，实现最佳的装修体验。

4.4. 家装业务有望快速起量

公司采用 B2B2C 的营销模式（即刷新开楼盘、与小业主直接签约），我们认为公司采用这一模式可以迅速将业务做到一定规模。公司每年仅精装修业务就达 30-40 亿元规模，拥有较广泛的开发商客户资源可以利用，亦拥有较强的住宅装修施工团队和相关经验。公司通过精装修客户资源，采用 B2B2C 营销模式，预计能很快将加装业务做到一定规模。我们预计公司家装业务今年签约量将超过 5 亿元。

4.5. 智能家居业务有望与之对接

公司去年 9 月收购万安智能 65% 股权。万安智能是全国领先的建筑智能化公司之一，尤其在住宅智能化领域具有极强的竞争力。未来公司除利用其建筑智能化业务优势与公装业务产生协同效应外，还将促公司快速切入智能建筑及智能家居领域，在家居与泛家居领域全面推进公司对家庭消费与家庭服务领域的延伸，不仅提升公司一体化家装的产品体验，还将升级公司盈利模式。

表 3：2013 年度全国智能建筑行业十大品牌企业

2013 年度全国智能建筑行业十大品牌企业（排名不分先后）

| |
|--------------------|
| 厦门万安智能股份有限公司 |
| 同方股份有限公司 |
| 中建电子工程有限公司 |
| 太极计算机股份有限公司 |
| 北京泰豪智能工程有限公司 |
| 北京捷通机房设备工程有限公司 |
| 上海延华智能科技（集团）股份有限公司 |
| 浙大网新系统工程有限公司 |
| 江苏达海智能系统股份有限公司 |
| 深圳市赛为智能股份有限公司 |

数据来源：中国建筑协会，安信证券研究中心

5. 员工持股计划彰显中长期信心

公司拟研究推出员工持股计划，规模为总数累计不超过股本总额的 10%，单个员工所获股份总数累计不超过公司股本总额的 1%。公司将及时启动员工持股计划的可行性讨论及员工意见的征求工作。

员工持股计划将形成长效激励：此次员工持股计划覆盖范围广、持股力度大，管理层有望借此建立长效的激励机制，充分调动员工工作的积极性。将员工利益与公司市值牢牢捆绑在一起，促进公司经营健康发展、市值长期提升。我们认为，管理层选择在此时点推出员工持股计划，表明管理层判断当前经营形势及公司估值已处于底部，彰显对未来股价上涨信心。

6. 风险提示：

公装需求持续疲软风险；新业务开拓进度低于预期风险。

7. 盈利预测与投资建议

我们预测公司 2014/2015/2016 年 EPS 分别为 1.15/1.38/1.66 元，当前股价对应 2015/2016 年 PE 分别为 15/12 倍。考虑到公司建筑 3D 打印业务和互联网家装业务的广阔前景，给予 34.5 元的目标价（对应 2015 年 25 倍 PE），维持“买入-A”评级。

附：

表 4：亚厦股份去年以来的创新业务进展一览

| 公告日期 | 事件 | 最新进展 |
|------------------|---|----------------------------|
| 2014 年 2 月 27 日 | 公司拟以自有资金 5000 万元全资设立 浙江亚厦绿色智能家居有限公司 。 | |
| 2014 年 3 月 20 日 | 公司与 上海五色海环保 签署《战略合作框架协议》，对五色环保增资 1200 万元持股 20%。进入室内综合环境监测和治理业务领域，推动公司智能家居业务发展。 | 尚未有进一步进度 |
| 2014 年 3 月 21 日 | 公司与 齐家网 签订《战略合作框架协议》，双方拟合资成立一家电子商务公司，探索公装市场领域的互联网运行模式。 | 后终止合作 |
| 2014 年 4 月 10 日 | 公司与 万安智能 股东签订战略合作协议，拟以 39,921.7 万元(预计)收购万安智能 65%的股权。 | 已达成收购合约 |
| 2014 年 4 月 24 日 | 公司非公开发行 49,074,994 股股票，发行价 23.52 元/股，募集金额 11.54 亿元，锁定期 12 个月。 | |
| 2014 年 9 月 4 日 | 公司拟以非公开发行股票项目变更募集资金 36,593.70 万元的价格收购邵晓燕、于凡、周本强等 37 位股东持有的 万安智能 65%股权 。 | |
| 2014 年 9 月 10 日 | 公司拟以自有资金 15,412.01 万元通过受让股权和增资的方式取得 盈创建筑科技有限公司 26%股权 ，进入 建筑 3D 打印 领域。 | 目前正在参与中建八局的西虹路项目及汤臣一品样板楼项目 |
| 2014 年 10 月 16 日 | 为满足公司业务拓展和战略发展的需要，加快建筑装饰行业的转型升级，公司拟以自有资金全资设立 浙江亚厦未来加电子商务有限公司 ，注册资本 5000 万元人民币。 | |
| 2014 年 10 月 16 日 | 公司拟自有资金投资“ 企业 BIM 平台建设项目 ”，该项目总投资金额为 4900 万元。与 达索系统公司 签订合作协议。 | |
| 2014 年 10 月 28 日 | 全资子公司浙江未来加电子商务有限公司以 11,975.61 万元通过先增资后股权转让的方式合计取得 炫维网络 56.2150%的股权 | 武汉美颂华庭成为公司第一个加盟商 |

数据来源：安信证券研究中心

财务报表预测和估值数据汇总(2014年01月12日)

| 利润表 | | | | | | 财务指标 | | | | | |
|---------------|----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|--------------|--------|--------|---------|--------|--------|
| (百万元) | 2012 | 2013 | 2014E | 2015E | 2016E | (百万元) | 2012 | 2013 | 2014E | 2015E | 2016E |
| 营业收入 | 9,576.5 | 12,142.9 | 13,612.2 | 15,654.1 | 18,143.1 | 成长性 | | | | | |
| 减:营业成本 | 7,994.0 | 9,968.7 | 11,152.5 | 12,797.2 | 14,832.0 | 营业收入增长率 | 32.0% | 26.8% | 12.1% | 15.0% | 15.9% |
| 营业税费 | 330.9 | 410.0 | 460.1 | 529.1 | 613.2 | 营业利润增长率 | 34.9% | 40.3% | 16.0% | 19.5% | 20.6% |
| 销售费用 | 97.1 | 110.4 | 136.1 | 156.5 | 172.4 | 净利润增长率 | 41.3% | 41.0% | 14.4% | 20.0% | 20.6% |
| 管理费用 | 247.3 | 261.3 | 299.5 | 336.6 | 381.0 | EBITDA 增长率 | 41.4% | 44.0% | 10.9% | 17.8% | 20.9% |
| 财务费用 | 8.0 | 39.4 | -10.9 | -32.9 | -34.1 | EBIT 增长率 | 40.6% | 44.0% | 10.8% | 17.8% | 21.0% |
| 资产减值损失 | 149.9 | 301.7 | 355.0 | 410.0 | 420.0 | NOPLAT 增长率 | 44.0% | 44.5% | 9.6% | 17.8% | 21.0% |
| 加:公允价值变动收益 | - | - | - | - | - | 投资资本增长率 | 87.3% | 41.2% | 50.2% | 24.3% | 22.8% |
| 投资和汇兑收益 | - | - | - | - | - | 净资产增长率 | 24.1% | 24.4% | 46.7% | 17.5% | 18.0% |
| 营业利润 | 749.3 | 1,051.5 | 1,220.0 | 1,457.6 | 1,758.6 | 利润率 | | | | | |
| 加:营业外净收支 | 1.6 | 7.4 | 9.7 | 12.6 | 16.3 | 毛利率 | 16.5% | 17.9% | 18.1% | 18.3% | 18.3% |
| 利润总额 | 750.8 | 1,058.9 | 1,229.6 | 1,470.2 | 1,774.9 | 营业利润率 | 7.8% | 8.7% | 9.0% | 9.3% | 9.7% |
| 减:所得税 | 100.2 | 138.1 | 172.1 | 205.8 | 248.5 | 净利润率 | 6.6% | 7.4% | 7.5% | 7.8% | 8.2% |
| 净利润 | 634.5 | 894.7 | 1,023.4 | 1,228.4 | 1,481.1 | EBITDA/营业收入 | 8.1% | 9.2% | 9.1% | 9.4% | 9.8% |
| | | | | | | EBIT/营业收入 | 7.9% | 9.0% | 8.9% | 9.1% | 9.5% |
| 资产负债表 | | | | | | 运营效率 | | | | | |
| | 2012 | 2013 | 2014E | 2015E | 2016E | 固定资产周转天数 | 11 | 12 | 13 | 12 | 12 |
| 货币资金 | 2,286.2 | 1,662.2 | 2,241.3 | 2,403.4 | 2,397.2 | 流动营业资本周转天数 | 41 | 51 | 68 | 88 | 97 |
| 交易性金融资产 | - | - | - | - | - | 流动资产周转天数 | 284 | 290 | 297 | 309 | 311 |
| 应收账款 | 5,677.2 | 7,777.1 | 8,179.5 | 11,388.1 | 11,996.3 | 应收账款周转天数 | 183 | 199 | 211 | 225 | 232 |
| 应收票据 | 440.3 | 369.7 | 537.7 | 410.3 | 762.5 | 存货周转天数 | 16 | 15 | 16 | 15 | 15 |
| 预付账款 | 48.9 | 60.3 | 90.0 | 72.6 | 111.0 | 总资产周转天数 | 313 | 335 | 346 | 349 | 349 |
| 存货 | 488.8 | 504.4 | 672.8 | 660.8 | 868.9 | 投资资本周转天数 | 61 | 76 | 99 | 116 | 123 |
| 其他流动资产 | 10.9 | 254.5 | 88.5 | 117.9 | 153.6 | 投资回报率 | | | | | |
| 可供出售金融资产 | - | - | - | - | - | ROE | 18.1% | 20.7% | 16.1% | 16.4% | 16.8% |
| 持有至到期投资 | - | - | - | - | - | ROA | 6.6% | 7.3% | 7.9% | 7.5% | 8.4% |
| 长期股权投资 | 0.1 | 5.1 | 5.1 | 5.1 | 5.1 | ROIC | 58.1% | 44.9% | 34.8% | 27.3% | 26.6% |
| 投资性房地产 | 14.1 | 13.1 | 13.1 | 13.1 | 13.1 | 费用率 | | | | | |
| 固定资产 | 380.3 | 452.4 | 505.4 | 556.5 | 612.1 | 销售费用率 | 1.0% | 0.9% | 1.0% | 1.0% | 1.0% |
| 在建工程 | 46.1 | 75.4 | 100.1 | 125.5 | 152.5 | 管理费用率 | 2.6% | 2.2% | 2.2% | 2.2% | 2.1% |
| 无形资产 | 27.7 | 447.1 | 444.8 | 442.5 | 440.2 | 财务费用率 | 0.1% | 0.3% | -0.1% | -0.2% | -0.2% |
| 其他非流动资产 | 468.0 | 1,074.3 | 573.0 | 680.4 | 752.7 | 三费/营业收入 | 3.7% | 3.4% | 3.1% | 2.9% | 2.9% |
| 资产总额 | 9,888.5 | 12,695.6 | 13,451.2 | 16,876.2 | 18,265.1 | 偿债能力 | | | | | |
| 短期债务 | 192.4 | 167.7 | - | - | - | 资产负债率 | 63.9% | 65.0% | 51.6% | 54.7% | 50.6% |
| 应付账款 | 4,566.2 | 6,245.0 | 5,643.5 | 7,552.2 | 7,575.5 | 负债权益比 | 177.1% | 186.1% | 106.5% | 120.6% | 102.4% |
| 应付票据 | 89.0 | 133.6 | 114.3 | 135.8 | 181.1 | 流动比率 | 1.68 | 1.46 | 1.88 | 1.81 | 1.94 |
| 其他流动负债 | 473.2 | 710.7 | 508.6 | 646.3 | 629.0 | 速动比率 | 1.59 | 1.40 | 1.78 | 1.73 | 1.84 |
| 长期借款 | - | - | - | - | - | 利息保障倍数 | 94.41 | 27.67 | -110.73 | -43.24 | -50.64 |
| 其他非流动负债 | 999.6 | 1,000.6 | 672.3 | 890.8 | 854.6 | 分红指标 | | | | | |
| 负债总额 | 6,320.3 | 8,257.5 | 6,938.7 | 9,225.1 | 9,240.1 | DPS(元) | 0.07 | 0.10 | 0.12 | 0.14 | 0.17 |
| 少数股东权益 | 68.2 | 109.5 | 143.5 | 179.5 | 224.9 | 分红比率 | 10.0% | 9.9% | 10.7% | 10.2% | 10.3% |
| 股本 | 635.4 | 635.4 | 890.7 | 890.7 | 890.7 | 股息收益率 | 0.4% | 0.5% | 0.6% | 0.7% | 0.9% |
| 留存收益 | 2,864.5 | 3,693.1 | 5,478.2 | 6,580.9 | 7,909.4 | | | | | | |
| 股东权益 | 3,568.2 | 4,438.0 | 6,512.5 | 7,651.2 | 9,025.0 | | | | | | |

现金流量表

| | 2012 | 2013 | 2014E | 2015E | 2016E | 业绩和估值指标 | | | | | |
|-------------------|-------------|--------------|--------------|--------------|--------------|-----------|-------|----------|-------|-------|-------|
| | 2012 | 2013 | 2014E | 2015E | 2016E | 2012 | 2013 | 2014E | 2015E | 2016E | |
| 净利润 | 650.6 | 920.8 | 1,023.4 | 1,228.4 | 1,481.1 | EPS(元) | 0.71 | 1.00 | 1.15 | 1.38 | 1.66 |
| 加:折旧和摊销 | 31.0 | 45.5 | 34.6 | 40.8 | 47.8 | BVPS(元) | 3.93 | 4.86 | 7.15 | 8.39 | 9.88 |
| 资产减值准备 | 149.9 | 301.7 | - | - | - | PE(X) | 27.9 | 19.8 | 17.3 | 14.4 | 12.0 |
| 公允价值变动损失 | - | - | - | - | - | PB(X) | 5.1 | 4.1 | 2.8 | 2.4 | 2.0 |
| 财务费用 | 26.1 | 56.3 | -10.9 | -32.9 | -34.1 | P/FCF | 21.4 | 10,233.1 | -18.2 | 49.3 | 102.2 |
| 投资损失 | - | - | - | - | - | P/S | 1.9 | 1.5 | 1.3 | 1.1 | 1.0 |
| 少数股东损益 | 16.1 | 26.1 | 34.1 | 36.0 | 45.3 | EV/EBITDA | 19.8 | 13.4 | 12.7 | 10.8 | 8.9 |
| 营运资金的变动 | -1,008.3 | -1,829.0 | -921.4 | -1,122.0 | -1,263.6 | CAGR(%) | 24.8% | 18.4% | 31.1% | 24.8% | 18.4% |
| 经营活动产生现金流量 | 11.7 | 129.6 | 159.7 | 150.2 | 276.5 | PEG | 1.1 | 1.1 | 0.6 | 0.6 | 0.7 |
| 投资活动产生现金流量 | -387.2 | -612.6 | -110.0 | -115.0 | -128.0 | ROIC/WACC | 5.3 | 4.1 | 3.2 | 2.5 | 2.4 |
| 融资活动产生现金流量 | 1,011.2 | -142.2 | 529.4 | 126.9 | -154.7 | REP | 1.4 | 1.2 | 1.1 | 1.1 | 0.9 |

数据来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

■ 公司评级体系

收益评级:

买入—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15% 以上;
增持—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5% 至 15%;
中性—未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5% 至 5%;
减持—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5% 至 15%;
卖出—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15% 以上;

风险评级:

A —正常风险, 未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动;
B —较高风险, 未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动;

■ 分析师声明

杨涛、夏天分别声明, 本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格, 勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责, 保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据, 特此声明。

■ 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司(以下简称“本公司”)经中国证券监督管理委员会核准, 取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告, 是证券投资咨询业务的一种基本形式, 本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析, 形成证券估值、投资评级等投资分析意见, 制作证券研究报告, 并向本公司的客户发布。

■ 免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写, 但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断, 本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期, 本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态, 本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料, 但不保证及时公开发布。同时, 本公司有权对本报告所含信息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。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点, 一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准, 如有需要, 客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下, 本公司及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, 提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素, 亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。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, 无论是否已经明示或暗示, 本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下, 本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有, 未经事先书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。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“安信证券股份有限公司研究中心”, 且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

■ 销售联系人

| | | | |
|-------|-----|---------------|---------------------------|
| 上海联系人 | 侯海霞 | 021-68763563 | houhx@essence.com.cn |
| | 梁涛 | 021-68766067 | liangtao@essence.com.cn |
| | 凌洁 | 021-68765237 | lingjie@essence.com.cn |
| | 潘艳 | 021-68766516 | panyan@essence.com.cn |
| 北京联系人 | 朱贤 | 021-68765293 | zhuxian@essence.com.cn |
| | 温鹏 | 010-59113570 | wenpeng@essence.com.cn |
| | 刘凯 | 010-59113572 | liukai2@essence.com.cn |
| | 李倩 | 010-59113575 | liqian1@essence.com.cn |
| 深圳联系人 | 周蓉 | 010-59113563 | zhourong@essence.com.cn |
| | 张莹 | 010-59113571 | zhangying1@essence.com.cn |
| | 沈成效 | 0755-82558059 | shencx@essence.com.cn |
| | 胡珍 | 0755-82558073 | huzhen@essence.com.cn |
| | 范洪群 | 0755-82558087 | fanhq@essence.com.cn |
| | 孟昊琳 | 0755-82558045 | menghl@essence.com.cn |

安信证券研究中心

深圳市

地址： 深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层

邮编： 518026

上海市

地址： 上海市浦东新区世纪大道1589号长泰国际金融大厦16层

邮编： 200123

北京市

地址： 北京市西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 19 层

邮编： 100034

