

## 建筑装饰

2014年10月28日

# 亚厦股份 (002375)

——收购炫维网络，正式拉开互联网家装服务之幕

报告原因：有信息公布需要点评

## 增持

维持

市场数据:	2014年10月27日
收盘价(元)	23.21
一年内最高/最低(元)	31.16/16.37
上证指数/深证成指	2290/7829
市净率	3.4
息率(分红/股价)	0.56
流通A股市值(百万元)	15810

注：“息率”以最近一年已公布分红计算

基础数据:	2014年09月30日
每股净资产(元)	6.88
资产负债率%	62.07
总股本/流通A股(百万)	891/681
流通B股/H股(百万)	-/-

### 一年内股价与大盘对比走势:



### 相关研究

《亚厦股份(002375)——主业压力显现，业务创新值得期待》  
2014/10/27

《亚厦股份(002375)——建筑、装饰工业化探路先锋》 2014/10/09

### 证券分析师

陆玲玲 A0230513040001  
lull@swsresearch.com

### 研究支持

李杨 A0230114080001  
liyng@swsresearch.com

### 联系人

李杨  
(8621)23297818x7201  
liyng@swsresearch.com

地址：上海市南京东路99号  
电话：(8621) 23297818  
上海申银万国证券研究所有限公司  
<http://www.swsresearch.com>

### 盈利预测:

单位：百万元、元、%、倍

	营业收入	增长率	净利润	增长率	每股收益	毛利率	净资产收益率	市盈率	EV/EBITDA
2013	12,143	27	895	41	1.41	17.9	20.7	17	14
14Q1-Q3	9,922	18	730	16	0.82	18.3	11.9		
2014E	14,374	18.4	1,100	22.9	1.23	18.6	16.2	18.8	16.9
2015E	16,839	17.1	1,298	18.0	1.46	18.8	16.0	15.9	14.3
2016E	19,646	16.7	1,532	18.1	1.72	18.9	15.9	13.5	12.2

注：“市盈率”是指目前股价除以各年业绩；“净资产收益率”是指摊薄后归属于母公司所有者的 ROE；

### 投资要点:

- 公司与丁泽成（亚厦实际控制人之子）拟以自有资金 1.5 亿元收购深圳炫维网络 70.4% 股权：公司委托子公司“未来加”以人民币 1.19 亿元通过先增资后股权转让的方式合计取得炫维网络 56.215% 的股权，丁泽成以人民币 3024 万元通过增资方式取得炫维网络 14.1969% 的股权。收购价对应 13 年市净率为 8.67 倍，炫维网络由于目前属于初创期，盈利能力尚不稳定，但其良好的商业模式具备巨大的发展前景。
- 炫维网络 13 年实现收入 541 万元，净利润-99 万元，14 年上半年实现收入 756 万元，净利润-878 万元。炫维网络主要为家居企业提供从销售、设计、展示到下单的完整解决方案。其自主研发的 IDesignHome 软件可以实现家装的 3D 设计、产品库建模、造价自动生成等，并可以和装修公司的 ERP、CRM 等系统融合，目前已经应用于多家大型家装企业。炫维网络子公司装修运用自行研发的四维展示软件及硬件，为客户提供四维数字体验，实现所见即所得，并以 B2B 的方式做 B2C 家装，集中营销，形成规模优势。
- 收购炫维网络有利于公司快速切入家装领域，并进军家庭服务这一巨大市场：（1）炫维是切入家装领域的利器。产品展示、供应链体系和装修管控是炫维的核心优势：第一，炫维以 B2B 的方式做 B2C，即借助地产公司、大型机构的渠道，对客户进行集中营销，并通过自主研发的四维展示软硬件向客户展示由知名设计师设计的标准化、套餐化产品，实现所见即所得，从而提高客户转化率和对装修体验的满意程度，目前仅在深圳就已有签约待装修业主 200 余户。第二，炫维已经实现部分材料 F2C 的建立，并通过套餐化的产品可以切实降低装修成本。第三，炫维自主研发的 IAS 企业内部管理系统、现场监视系统，可以对工程、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。（2）切入家装是进军互联网家庭服务市场的关键。家装是家庭消费的入口，公司可以通过为业主提供长期质保的方式牢牢锁定客户流量，并借此开展智能家居、电子商务、家政服务、家庭金融等众多创新业务，还能借此积累家庭用户大数据，为进一步业务创新打好基础。（3）亚厦平台助力炫维更好更快的成长。未来亚厦可以发挥现有业务中的设计、施工、工业制造、供应链、渠道等传统优势，并为炫维注入智能家居、3D 打印等业务新元素，使炫维网络为家装用户提供高性价比的智能全宅装修业务，实现家装业务快速发展。

- 维持盈利预测，维持“增持”评级：预计公司 14/15/16 年净利润为 11.00 亿/12.98 亿/15.32 亿，增速分别为 23%/18%/18%；14 年和 15 年 EPS 为 1.23 元/1.46 元，对应 PE 分别为 18.8X/15.9X，维持增持评级。

本公司不持有或交易股票及其衍生品，在法律许可情况下可能为或争取为本报告提到的公司提供财务顾问服务；本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的上市公司所发行的证券或投资标的，持有比例可能超过已发行股份的 1%，还可为或争取为这些公司提供投资银行服务。本公司在知晓范围内履行披露义务。客户可通过 [compliance@swsresearch.com](mailto:compliance@swsresearch.com) 索取有关披露资料或登录 [www.swsresearch.com](http://www.swsresearch.com) 信息披露栏目查询。客户应全面理解本报告结尾处的“法律声明”。

表1：预计公司14和15年EPS分别为1.23元/1.46元

	2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E
一、营业收入	7,253	9,577	12,143	14,374	16,839	19,646
二、营业总成本	6,697	8,827	11,091	13,063	15,289	17,808
其中：营业成本	6,076	7,994	9,969	11,702	13,681	15,940
营业税金及附加	247	331	410	485	569	663
销售费用	79	97	110	129	152	177
管理费用	211	247	261	302	354	413
财务费用	(17)	8	39	15	24	26
资产减值损失	101	150	302	430	510	590
加：公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	0	0	0
三、营业利润	555	749	1,051	1,311	1,550	1,838
加：营业外收入	0	3	10	4	6	7
减：营业外支出	1	1	3	0	0	0
四、利润总额	555	751	1,059	1,315	1,556	1,845
减：所得税	85	100	138	184	218	258
五、净利润	469	651	921	1,131	1,338	1,586
少数股东损益	20	16	26	31	40	54
归属于母公司所有者的净利润	449	634	895	1,100	1,298	1,532
六、基本每股收益	1.06	1	1.41	1.24	1.46	1.72
全面摊薄每股收益	0.50	0.71	1.00	1.23	1.46	1.72

## 信息披露

### 证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

### 与公司有关的信息披露

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，资格证书编号为：ZX0065。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。

本公司在知晓范围内履行披露义务。客户可通过 [compliance@swsresearch.com](mailto:compliance@swsresearch.com) 索取有关披露资料或登录 [www.swsresearch.com](http://www.swsresearch.com) 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及关联公司持股情况。

### 股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的6个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 买入 (Buy) : 相对强于市场表现 20% 以上；
- 增持 (Outperform) : 相对强于市场表现 5%~20%；
- 中性 (Neutral) : 相对市场表现在 -5%~+5% 之间波动；
- 减持 (Underperform) : 相对弱于市场表现 5% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的6个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 看好 (Overweight) : 行业超越整体市场表现；
- 中性 (Neutral) : 行业与整体市场表现基本持平；
- 看淡 (Underweight) : 行业弱于整体市场表现。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

本报告采用的基准指数 : 沪深300指数

### 法律声明

本报告仅供上海申银万国证券研究所有限公司（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客户。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

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、价值及投资收入可能会波动。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。

本报告首页列示的联系人，除非另有说明，仅作为本公司就本报告与客户的联络人，承担联络工作，不从事任何证券投资咨询服务业务。

客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司并接受客户的后续问询。

客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

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。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司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。市场有风险，投资需谨慎。

若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。