

建筑装饰

2014 年 10 月 27 日

亚厦股份 (002375)

——主业压力增大，业务整合创新值得期待

报告原因：有业绩公布需要点评

增持

维持

市场数据：2014 年 10 月 24 日

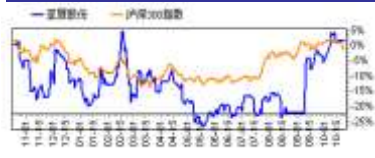
收盘价（元）	23.21
一年内最高/最低（元）	31.16/16.37
上证指数/深证成指	2302/7921
市净率	3.1
息率（分红/股价）	0.56
流通 A 股市值（百万元）	15810

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)——建筑、装饰工业化探路先锋》 2014/10/09

《亚厦股份(002375)——参股建筑 3D 打印公司，用全新的标准化生产方式满足建筑装饰个性化需求》 2014/09/10

证券分析师

陆玲玲 A0230513040001
lull@swsresearch.com

研究支持

李杨 A0230114080001
liyong@swsresearch.com

联系人

李杨
(8621)23297818×7201
liyong@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
2014Q3	9922	17.6	730	16	0.84	18.3	13.8		
2014E	14,381	18.4	1,100	22.9	1.23	18.4	16.2	18.9	13.4
2015E	16,834	17.1	1,306	18.7	1.47	18.7	16.1	15.8	11.3
2016E	19,492	15.8	1,526	16.9	1.71	18.7	15.9	13.4	9.7

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：

- 归属母公司净利润前三季度增长 16.1%，3Q14 下滑 3.8%，低于我们的预期，全年预计 [15%~40%]：前三季度公司实现营收 99.22 亿元，同比增长 17.6%；实现净利润 7.3 亿元，同比增长 16.1%。3Q14 公司实现营收 36.43 亿元，同比增长 13.9%；实现净利润 2.58 亿元，同比下滑 3.8%。
- 1-3 季度净利率同比下滑 0.1 个百分点至 7.4%；毛利率同比提升 1.4 个百分点至 18.3%，净利率下滑的主要原因是资产减值损失/收入同比增加了 1.6 个百分点至 2.9%。3Q14 净利率 7.1%，同比下滑 1.3 个百分点；3Q14 毛利率 19.3%，同比提升 2.4 个百分点。公司 1-3 季度三费率保持稳定，资产减值损失同比增加 166.8%，主要是因为应收款项增加较多（应收账款 107 亿，同比增加 53%），计提的坏账准备增加所致。
- 年初增发资金尚未开始贡献收入，导致总资产周转率下滑，但是营运资本周转率上升，显示公司营运效率提高：加权平均净资产收益率为 13.76%，较上年同期下滑 2.82 个百分点。营运资本周转率为 2.37，较上年同期增加 0.13，总资产周转率为 0.68，较上年同期下滑 0.14。
- 三季度现金流有所改善：1-3 季度经营活动现金净流出 8.83 亿元，同比多流出 1.25 亿元，3Q14 经营活动现金净流出 1.97 亿元，同比少流出 44%。前三季度收现比同比下降 11 个百分点至 52.3%。
- 1-3 季度母公司收入下滑 1.2%，利润增长 14.4%，子公司对业绩的贡献提升。所有子公司实现营业收入 47.9 亿，同比增长 48%，实现净利润 2.69 亿，同比增长 19%，子公司收入和利润占比分别提高 9.8 和 0.9 个百分点至 48.3%和 36.8%。
- 公司以 1888.48 万元出售浙江巨和装饰 51%股权：巨和装饰 13 年亏损 91 万元，今年上半年亏损 210 万元，截至 6 月 30 日，净资产为 2221.6 万元，考虑到巨和业绩未达预期，公司对长三角地区额营销网络布局重新规划和调整，故出售公司持有其的全部股权。
- 设立未来加电子商务子公司，业务整合创新值得期待。公司投资 5000 万设立未来加电子商务子公司，未来将整合优化智能家居、家装和电商等资源，丰富公司业务结构，企业转型升级值得期待。
- 下调盈利预测，维持“增持”评级：由于公装企业压力增大，下调未来盈利预测，预计公司 14/15/16 年净利润为 11.00 亿/13.06 亿/15.26 亿，增速分别为 23%/19%/17%；14 年和 15 年 EPS 为 1.23 元/1.47 元，对应 PE 分别为 18.9X/15.8X，维持增持评级。

表 1：预计公司 14 和 15 年 EPS 分别为 1.23 元/1.47 元

	2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E
一、营业收入	7,253	9,577	12,143	14,381	16,834	19,492
二、营业总成本	6,697	8,827	11,091	13,071	15,276	17,661
其中：营业成本	6,076	7,994	9,969	11,729	13,688	15,842
营业税金及附加	247	331	410	486	568	658
销售费用	79	97	110	129	152	175
管理费用	211	247	261	302	354	409
财务费用	(17)	8	39	15	25	26
资产减值损失	101	150	302	410	490	550
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	1,310	1,559	1,830
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	1,565	1,837
减：所得税	85	100	138	184	219	257
五、净利润	469	651	921	1,131	1,346	1,580
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	1,306	1,526
六、基本每股收益	1.06	1.00	1.41	1.23	1.47	1.71
全面摊薄每股收益	0.50	0.71	1.00	1.23	1.47	1.71

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 索取有关披露资料或登录 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。