

证券研究报告

公司研究——年报点评

亚厦股份 (002375.sz)

买入	增持	持有	卖出
----	----	----	----

上次评级: 买入, 2015.06.08

范海波 CFA, 行业分析师
执业编号: S1500510120021
联系电话: +86 10 63081252
邮箱: fanhaibo@cindasc.com

吴漪 行业分析师
执业编号: S1500512110003
联系电话: +86 10 63081085
邮箱: wuyi@cindasc.com

丁士涛 行业分析师
执业编号: S1500514080001
联系电话: +86 10 63080936
邮箱: dingshitao@cindasc.com

王伟 行业分析师
执业编号: S1500515070001
联系电话: +86 10 63081273
邮箱: wangwei2@cindasc.com

李沁 研究助理
联系电话: +86 10 63081286
邮箱: liqin@cindasc.com

信达证券股份有限公司
CINDA SECURITIES CO.,LTD
北京市西城区闹市口大街9号院1号楼
邮编: 100031

传统业务下滑, 3D 打印、VR、BIM 技术助未来发展

2016 年 04 月 22 日

事件: 亚厦股份 21 日晚发布年报, 2015 年实现主营业务收入 89.69 亿元, 同比降低 30.57%; 实现归属于上市公司股东的净利润 5.72 亿元, 同比下降 44.59%, 实现基本每股收益 0.43 元/股。

点评

- **传统业务受宏观经济影响营收下降显著:** 报告期内, 亚厦股份建筑装饰工程业务收入 47.94 亿元, 同比下降 39.26%; 建筑幕墙业务收入 30.49 亿元, 同比下降 31.77%。这两项传统业务收入下降明显, 业务合计占总收入的比重为 87.46%, 而 2014 年同期为 95.04%。2015 年机房工程营收增加, 实现 5.27 亿元, 同比增长 259.81%。15 年营收一方面受宏观经济和固定资产投资增速下降的影响, 另一方面则受宏观经济大环境的影响, 部分项目施工进度放缓, 未达预期, 导致营业收入下降。
- **业绩下滑, 低于预期:** 2015 年, 公司毛利率为 16.68%, 同比下滑了 2.22 个百分点。期间费用率方面, 较 2014 年同期有所增长, 三项费率合计达到 6.92%, 比 2014 年同期增加 3.74 个百分点。其中, 管理费用率为 4.38%, 比上年增加 2.25 个百分点; 营业费用率为 2.07%, 比 2014 年增加 1.12 个百分点; 费用率的上升主要因为公司正在加快实施“一体化”大装饰战略, 2015 年增加了互联网家装、智能家居等新兴业务的投入力度, 同时加大了管理及创新方面的投入力度, 导致报告期内费用上升较快。毛利率下降和费用率的上升同时作用引起 2015 年净利润下降幅度超过营收下降幅度, 达到 44.59%。同时, 根据 2016 年一季度, 1-3 月净利润 1.05 亿元, 同比下降 47.59%。
- **蘑菇+领航互联网家装, 打造时代新品牌:** 公司积极推进公司主要传统业务与互联网和新兴技术结合, 建立蘑菇加家装品牌, 推出硬装、软装、家具、家电、智能家居一体化的“集成家”家装解决方案。报告期内, “蘑菇+”荣获中国家居电商十大诚信示范品牌、互联网+家装领航企业、中国家装行业电商十强等荣誉。未来, 公司将加快建设配载运营中心, 集成供应链和中心仓, 以信息化为载体, 全方位自动实现快速响应的齐套和配载。家装行业的巨大前景和公司互联网业务的不断完善将促进蘑菇加品牌的建立。
- **3D 打印建筑、VR、BIM 技术助推未来发展:** 公司运用 3D 建筑打印、VR、BIM 技术等新兴技术, 快速推进建筑装饰工业化研发体系的信息化融合。盈创科技举行了 3D 打印建筑标准专家研讨会, 将尽快酝酿推出国家首个地方标准, 未来也将成为首个国际标准。盈创科技的 3D 打印建筑商业化也取得突破, 为米兰世博会打印 KPI 馆 A 馆, 为阿联酋迪拜建造世界上首座 3D 打印办公楼, 与 MR VARUN SHARMA & ASSOCIATES、韩国现代建设集团等签订合作协议书, 抢占 3D 打印建筑市场。公司的 BIM 技术团队在项目的投标、项目实施过程中发挥了积极的作用, 进一步提高了建筑装饰工业化项目的研发工作效率。

和工作进程。在上海外滩金融中心、连云港文化中心、江苏大剧院、G20主会场等重大项目中得到了应用和推广。公司还作为副主编单位积极参与中国建筑装饰协会《建筑装修工程BIM实施标准》15的编制工作。此外，公司通过与法国达索公司合作引进及深度二次开发的ENOVIA研发信息化协同系统，进一步提高了建筑装饰工业化项目的研发工作效率和工作进程。公司旗下蘑菇+首创“VR装饰”业务模式，借助VR技术为客户提供视觉化体验，丰富的虚拟沉浸和互动功能体验，为客户提供了前所未有的享受，为“所见即所得”增添了新内涵，实现“蘑菇+”互联网家装的模式升级。

- **盈利预测与投资评级：**我们预计公司 2016-2018 年每股收益分别为 0.49 元、0.64 元和 0.66 元。考虑到亚厦股份在装饰行业的领先地位以及公司未来的发展前景，我们维持对其“买入”评级。
- **风险因素：**经济运行下行，下游需求放缓；应收账款回收风险；宏观经济周期及产业政策变化风险；房地产调控深入。

	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入(百万元)	12,917.11	8,968.52	10,387.17	12,371.43	14,860.81
增长率 YoY %	6.38%	-30.57%	15.82%	19.10%	20.12%
归属母公司净利润(百万元)	1,032.62	572.23	651.77	857.08	885.75
增长率 YoY%	15.42%	-44.59%	13.90%	31.50%	3.35%
毛利率%	18.90%	16.68%	17.01%	16.53%	17.64%
净资产收益率 ROE%	19.15%	8.54%	9.00%	10.84%	10.25%
每股收益 EPS(元)	1.16	0.43	0.49	0.64	0.66
市盈率 P/E(倍)	15.02	27.10	23.80	18.10	17.51
市净率 P/B(倍)	2.40	2.24	2.06	1.88	1.72

资料来源：wind，信达证券研发中心预测

注：股价为 2016 年 4 月 21 日收盘价

资产负债表

单位:百万元

会计年度	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
流动资产	15,108.67	15,836.36	16,429.49	18,732.71	22,262.11
货币资金	2,546.74	2,369.49	2,871.89	3,224.21	2,500.88
应收票据	226.41	226.55	415.49	494.86	594.43
应收账款	10,859.74	11,338.19	11,558.47	13,269.22	17,087.73
预付账款	73.70	100.46	98.46	109.81	144.83
存货	864.60	942.90	947.32	1,096.74	1,396.38
其他	537.47	858.77	537.87	537.87	537.87
非流动资产	2,631.34	2,579.90	2,676.68	2,679.56	2,740.86
长期投资	152.83	154.48	154.48	154.48	154.48
固定资产	464.33	515.92	646.33	743.61	668.84
无形资产	455.90	449.14	588.93	636.11	690.78
其他	1,558.28	1,460.37	1,286.94	1,145.37	1,226.76
资产总计	17,740.01	18,416.26	19,106.17	21,412.28	25,002.97
流动负债	9,972.17	10,243.48	10,316.44	11,873.11	14,684.82
短期借款	223.55	370.39	370.39	370.39	370.39
应付账款	8,134.06	7,951.86	8,280.46	9,642.47	12,069.42
其他	1,614.57	1,921.24	1,665.59	1,860.25	2,245.01
非流动负债	1,014.37	941.08	941.08	941.08	941.08
长期借款	11.00	13.25	13.25	13.25	13.25
其他	1,003.37	927.83	927.83	927.83	927.83
负债合计	10,986.54	11,184.56	11,257.52	12,814.19	15,625.90
少数股东权益	294.78	286.75	306.65	332.82	359.86
归属母公司股东权益	6,458.69	6,944.95	7,542.00	8,265.27	9,017.21
负债和股东权益	17,740.01	18,416.26	19,106.17	21,412.28	25,002.97

重要财务指标

单位:百万元

主要财务指标	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入	12,917.11	8,968.52	10,387.17	12,371.43	14,860.81
同比	6.38%	-30.57%	15.82%	19.10%	20.12%
归属母公司净利润	1,032.62	572.23	651.77	857.08	885.75
同比	15.42%	-44.59%	13.90%	31.50%	3.35%
毛利率	18.90%	16.68%	17.01%	16.53%	17.64%
ROE	19.15%	8.54%	9.00%	10.84%	10.25%
每股收益(元)	1.16	0.43	0.49	0.64	0.66
P/E	15.02	27.10	23.80	18.10	17.51
P/B	2.40	2.24	2.06	1.88	1.72
EV/EBITDA	8.52	20.43	18.14	14.09	13.45

利润表

单位:百万元

会计年度	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入	12,917.11	8,968.52	10,387.17	12,371.43	14,860.81
营业成本	10,475.85	7,472.44	8,620.19	10,326.77	12,238.79
营业税金及附加	430.20	288.74	311.61	371.14	456.70
营业费用	122.57	185.91	93.48	121.24	148.61
管理费用	275.28	393.13	207.74	247.43	312.08
财务费用	12.53	41.24	24.35	24.71	28.13
资产减值损失	372.06	-84.23	346.76	251.37	615.17
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	16.69	11.49	1.53	5.32	6.48
营业利润	1,245.32	682.77	784.56	1,034.08	1,067.82
营业外收入	5.88	9.19	8.45	7.84	8.49
营业外支出	3.91	1.68	2.81	2.80	2.43
利润总额	1,247.29	690.28	790.20	1,039.12	1,073.88
所得税	178.29	100.58	118.53	155.87	161.08
净利润	1,069.00	589.70	671.67	883.25	912.80
少数股东损益	36.38	17.47	19.90	26.17	27.04
归属母公司净利润	1,032.62	572.23	651.77	857.08	885.75
EBITDA	1,357.71	823.63	927.03	1,193.42	1,250.15
EPS (摊薄)	0.77	0.43	0.49	0.64	0.66

现金流量表

单位:百万元

会计年度	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
经营活动现金流	147.92	32.93	688.90	600.85	-450.03
净利润	1,069.00	589.70	671.67	883.25	912.80
折旧摊销	48.38	65.51	72.34	90.01	99.19
财务费用	62.04	67.84	64.49	64.29	77.08
投资损失	-16.69	-11.49	-1.53	-5.32	-6.48
营运资金变动	-1,326.08	-584.18	-413.35	-645.61	-2,056.18
其它	311.27	-94.44	295.29	214.23	523.56
投资活动现金流	-349.32	-198.02	-116.11	-50.43	-62.40
资本支出	-170.28	-153.55	-117.64	-55.75	-68.88
长期投资	1,550.37	909.59	1.53	5.32	6.48
其他	-1,729.41	-954.07	0.00	0.00	0.00
筹资活动现金流	1,038.83	-83.92	-118.64	-198.93	-211.95
吸收投资	1,170.36	27.49	0.00	0.00	0.00
借款	15.60	73.62	0.00	0.00	0.00
支付利息或股息	147.14	163.03	118.64	198.93	211.95
现金净增加额	837.43	-246.55	454.77	352.32	-723.33

研究团队简介

范海波，CFA，高级研究员。中国科学院理学（地球化学）硕士，加拿大 Concordia 大学管理学（金融）硕士。现任信达证券研发中心有色金属、钢铁行业高级研究员。曾任冶金部勘察研究总院高级工程师，在加拿大学习工作 7 年，从事北美金融市场实证研究，多篇金融市场论文在包括 Review of Futures Markets , Journal of Portfolio Management , Journal of Trading 等著名欧美期刊发表。

吴漪，环保行业研究员。北京大学化学学士、环境生态学硕士。2010 年加入信达证券，从事有色金属和钢铁行业研究。2013 年开始负责环保行业研究。

丁士涛，有色金属行业研究员。中央财经大学管理学硕士，3 年银行业工作经验。2012 年 2 月加盟信达证券研究开发中心，从事有色金属行业研究。

王伟，钢铁行业研究员。澳大利亚悉尼大学矿产、环境工程双硕士，矿产大宗商品行业 1 年工作经验。2013 年 4 月加盟信达证券研究开发中心，从事钢铁行业研究。

李沁，有色金属行业研究助理。英国纽卡斯尔大学理学硕士，1 年财务会计工作经验。2015 年 7 月加盟信达证券研究开发中心，从事有色金属行业研究。

机构销售联系人

区域	姓名	办公电话	手机	邮箱
华北	袁 泉	010-63081270	13671072405	yuanq@cindasc.com
华北	张 华	010-63081254	13691304086	zhanghuac@cindasc.com
华北	饶婷婷	010-63081479	18211184073	raotingting@cindasc.com
华北	何 欢	010-63081150	18610718799	hehuan@cindasc.com
华北	巩婷婷	010-63081128	13811821399	gongtingting@cindasc.com
华东	文襄琳	021-63570071	13681810356	wenxianglin@cindasc.com
华东	王莉本	021-61678592	18121125183	wangliben@cindasc.com
华南	刘 晟	0755-82465035	13825207216	liusheng@cindasc.com
华南	易耀华	0755-82497333	18680307697	yiyaohua@cindasc.com
国际	唐 蕾	010-63080945	18610350427	tanglei@cindasc.com

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司(以下简称“信达证券”)具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，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出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

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，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，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做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起 6 个月内。	买入： 股价相对强于基准 20% 以上；	看好： 行业指数超越基准；
	增持： 股价相对强于基准 5% ~ 20%；	中性： 行业指数与基准基本持平；
	持有： 股价相对基准波动在±5% 之间；	看淡： 行业指数弱于基准。
	卖出： 股价相对弱于基准 5% 以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券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，投资者需自行承担风险。