

亚厦股份（002375.SZ）跟踪报告

经营拐点已现，订单、业绩呈向好趋势

核心观点：

● 国家重点工程交出完美答卷，政府工程不断增多改善业务结构

公司在国家重点工程建设中表现十分抢眼，有望承接更多国际型国家重点工程项目。业务方面，公司进一步发展国家工程装饰领域业务，同时原有房地产类装饰项目在公司收入的占比不断下降，有利于分散经营风险，提高收入的同时保证收入的稳定性。

● 一带一路有所突破，期待订单陆续落地

公司最近收购塔吉克斯坦共和国亚洲建设公司 67% 的股权，标志着公司积极参加一带一路战略布局，努力拓宽海外市场。本次收购将带来很强的协同效应，是一次资源、技术与资本的强强联合，会产生共赢的效果。中亚市场有待开发，公司紧密跟进重点项目将陆续落地。

● EPC、PPP 项目助力公司订单、收入增长

装饰龙头公司有必要也有能力主动去扩张自己的资产负债表，目前公司已经率先开始了这一过程。在 EPC 项目方面，公司作为设计施工总承包方在 2016 年承接了杨子科创园项目，在未来公司会在这方面有更多的尝试。在 PPP 方面，若集团亚厦控股承接 PPP 总包订单，这样会给公司带来诸多好处。

● 新一届管理层去年成绩单令人满意，期待未来成绩

新任管理层成绩显著，公司订单规模和现金流情况都有了显著改善。2017 年初，公司家装业务蘑菇加的旗舰店也陆续开业，随着各项服务的升级优化，将为公司提供更具竞争力的资源支撑。

● 投资建议

公司经过自身努力和调整，在重大政府项目、海外订单、EPC 等业务上逐步取得了突破；新任管理层上任后表现令人满意，核心指标实现较好，未来业绩令人期待。综上所述，公司的业绩拐点目前已经显现，我们看好公司未来前景，预计公司 2016-2018 年 EPS 分别达到 0.23 元、0.33 元、0.44 元，对应 45、32、24 倍市盈率，维持“买入”评级。

● 风险提示

公司业绩增长不及预期，海外项目进展缓慢。

盈利预测：

	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入（百万元）	12,917.11	8,968.52	8,847.81	11,017.64	13,856.27
增长率(%)	6.38%	-30.57%	-1.35%	24.52%	25.76%
EBITDA(百万元)	1,661.60	693.81	601.29	806.90	1,049.49
净利润(百万元)	1,032.62	572.23	314.12	440.77	592.12
增长率(%)	15.42%	-44.59%	-45.11%	40.32%	34.34%
EPS（元/股）	0.771	0.427	0.234	0.329	0.442
市盈率（P/E）	24.59	36.91	45.11	32.15	23.93
市净率（P/B）	2.62	3.04	1.95	1.84	1.71
EV/EBITDA	14.49	28.91	21.92	17.13	13.98

数据来源：公司财务报表，广发证券发展研究中心

公司评级

买入

当前价格

10.81 元

前次评级

买入

报告日期

2017-02-28

相对市场表现



分析师： 岳恒宇 S0260516080005



010-59136612



yuehengyu@gf.com.cn

相关研究：

亚厦股份（002375.SZ）三季 2016-10-30

报点评：利润增速有所回升，

四季度有望再提速

亚厦股份（002375.SZ）中报 2016-08-24

点评：主业继续下滑，员工持

股计划助力新业务加速

亚厦股份（002375.SZ）年报 2016-04-22

及一季报点评：上半年业绩可

能难有改善，互联网家装将是

亮点

联系人： 张欣劼 010-59136612

zhangxinjie@gf.com.cn

一、国家重点工程交出完美答卷，政府工程不断增多改善业务结构

近年来，亚厦在国家重点工程建设中表现十分抢眼。公司在杭州国际博览城（G20会场）、雁栖湖国际会都（APEC会场）装修装饰等国家重点工程项目中交出完美答卷，为公司在国际国内树立了良好口碑。同时，公司也获得了行业内多项大奖：由亚厦打造的北京雁栖湖国际会都会议中心荣登“全国质量奖卓越项目奖”榜单，这是雁栖湖国际会都继包揽鲁班奖、詹天佑奖等国内建筑行业工程质量、科技创新的最高荣誉奖项之后的又一大奖，且是首个获此荣誉的建筑类项目。亚厦在短短6个月的时间里，用高超的装饰工艺将中国文化与现代会议设施完美结合，呈现出了“汉阙唐宫”般的恢弘气势；同时，公司还荣获G20杭州峰会先进集体企业荣誉、中国百强企业奖、高新技术企业等多项荣誉，在行业中处于领先地位。

表 1：公司近期重大项目

项目名称	内容	评价
雁栖湖国际会都	APEC 主会场装修装饰工程	高超的装饰工艺受到了国内外国家领导人的高度称赞。本项目包揽了鲁班奖、詹天佑奖、全国质量奖卓越项目奖等国内建筑行业工程质量、科技创新的最高荣誉奖项
杭州国际博览城	G20 峰会装修装饰项目	本项目使公司获行业唯一“G20 杭州峰会工作先进集体”
中国人民革命军事博物馆	改造工程	充分显示了亚厦股份作为建筑装饰行业一线高端品牌的强大实力
上海迪士尼施工	主题外立面、定制艺术装饰构件、特色金属屋面	是亚厦承建的项目中迄今为止要求最高的项目之一
厦门会展中心和厦门国际会议中心	场馆改造装修工程	又一标志性项目，这也充分印证了公司在政府工程项目领域的口碑和认可度

数据来源：公司公告、公司新闻

以此为背景，公司有望承接更多国际型国家重点工程项目，而政府与公司的合作意向也会更加强烈。2017年年初，在公司公告的10个中标项目中，厦门会展中心场馆改造装修工程和厦门国际会议中心项目是2017年厦门金砖五国峰会主会场项目，也是公司继杭州G20首脑峰会主会场后承接的又一标志性项目，这也充分印证了公司在政府工程项目领域的口碑和认可度。

表 2：公司近期所获奖项一览

时间	奖项名称
2016 年 9 月	G20 杭州峰会工作先进集体
2016 年 12 月	中国建设工程鲁班奖、国家优质工程奖
2016 年 11 月	全国质量奖卓越项目奖
2016 年 12 月	国家级高新技术企业
2016 年 6 月	国家火炬计划
2016 年 12 月	中国建筑工程装饰奖
2016 年 8 月	中国百强企业奖

数据来源：公司公告、公司新闻

一方面，公司进一步发展国家工程装饰领域业务，圆满完成国家级大型项目有助于公司在业内树立口碑，打下品牌，使得公司收入中政府类公装业务逐渐扩大，形成

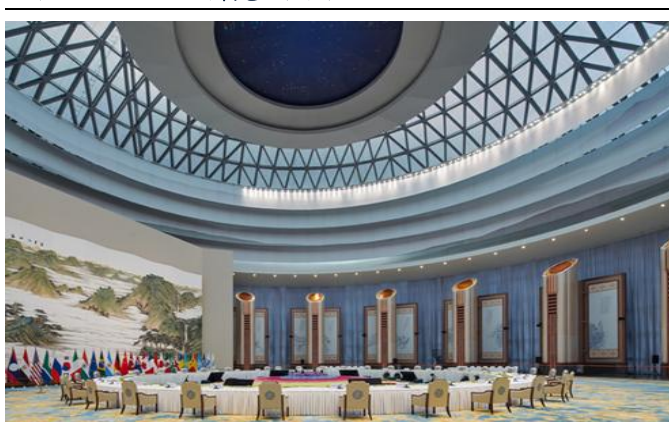
了良好的增长趋势；另一方面，公司原有房地产类装饰项目收入能够保持平稳，但在公司收入的占比不断下降，使得公司收入受房地产的影响的程度降至最低，有利于公司分散经营风险，提高收入的同时保证收入的稳定性，为公司长期高速增长打下基础。

图1：雁栖湖国际会都内景



数据来源：公司官网

图2：杭州国际博览城内景



数据来源：公司官网

二、一带一路有所突破，期待订单陆续落地

公司在2017年2月发布公告，将以自有资金190万美元的价格，收购塔吉克斯坦共和国亚洲建设公司67%的股权，标志着公司积极参加一带一路战略布局，努力拓宽海外市场。

塔吉克斯坦亚洲建设有限公司具有建筑工程施工总承包资质，主要针对塔吉克斯坦共和国境内的政府投资的建筑项目开展业务。该公司原实际控制人商登美为塔吉克斯坦华人华侨联合会主席，其团队承担过塔吉克斯坦国家图书馆、外交部大楼、卫生部大楼、国家税务总局大楼、总统别墅5号楼等项目的设计与施工，在塔吉克斯坦建筑施工领域具有极高的知名度和美誉度。

可以预见，本次收购将带来很强的协同效应。被收购公司在塔吉克斯坦有很强的政府项目资源，并且有很多潜在项目尚待开发，而亚厦股份则可以充分发挥公司在建筑装饰领域的先进技术和工艺，布局新兴海外市场，寻找新的增长机会，是一次资源、技术与资本的强强联合，会产生共赢的效果。

公司收购亚洲建设的目标是进入借助“一带一路”政策进军中亚市场，主要包括土库曼斯坦、吉尔吉斯斯坦、乌兹别克斯坦、塔吉克斯坦、哈萨克斯坦这五个国家，其基本情况如下：

表3：中亚五国基本情况

国家	面积 (km ²)	人口 (2013 年)	人口密度 per km ²	GDP(2015 年)	人均 GDP (2015 年)	首都	官方语言
 哈萨克斯坦	2,724,900	17,736,896	6.51	1732.12 亿美元	9796 美元	阿斯塔纳	哈萨克语、俄语
 吉尔吉斯斯坦	199,951	5,482,042	27.7	65.72 亿美元	1103 美元	比什凯克	吉尔吉斯语、俄语
 塔吉克斯坦	143,100	7,349,145	51.4	78.53 亿美元	926 美元	杜尚别	塔吉克语、俄语
 土库曼斯坦	488,100	5,110,000	10.5	358.55 亿美元	6672 美元	阿什哈巴德	土库曼语、俄语
 乌兹别克斯坦	447,400	27,606,000	61.7	667.33 亿美元	2132 美元	塔什干	乌兹别克语、俄语

数据来源：商务部、广发证券展研究中心

可以发现，除哈萨克斯坦和土库曼斯坦的GDP水平较高外，其余三国GDP相对落后，接近于我国20世纪90年代后期水平。基础设施建设亟待提升，这也为公司进入这些国家进行基建投资、装修装饰业务提供良好的市场基础与需求。

据不完全统计，目前在中亚地区同样开展业务的业内公司以大型国企为主，主要包括：中国建筑、中国路桥、中国铁建等，与公司业务存在一定程度的竞争，但并不激烈。且随着一带一路战略的进一步贯彻落实，将有越来越多的中国建筑业企业走向中亚。但是在当前条件下，中亚五国基础设施建设具有长期需求，公司在技术和口碑方面具有自己独特的竞争优势。

且目前亚洲建设在塔吉克斯坦共和国境内潜在跟踪的建设项目较多，如塔吉克斯坦国家大剧院、国家议会大厦等项目。本次收购完成后，公司将加快对塔吉克斯坦共和国等中亚国家建筑装饰市场的开拓，期待这些项目陆续形成公司订单。

三、EPC、PPP 项目助力公司订单、收入增长

装饰龙头公司有必要也有能力主动去扩张自己的资产负债表。第一，装饰企业天然受房地产投资影响较大，而政府类项目往往波动较小，可以起到稳增长的作用，是一个极佳突破口；第二，从发达国家和我国鼓励的政策来看，由单一分包到总包也是建筑行业的一个趋势；第三，随着国家“一带一路”政策的持续强力推行，装饰行业尝试走出去，订单上也能获得一些增量。另外，作为上市公司，自身融资能力较强，有能力主动进行资产扩张。

目前公司已经率先开始了这一过程。在EPC项目方面，公司在2016年承接了杨子科创园项目，亚厦是设计施工总承包方，订单规模达7.2亿元，这也是公司历史上第一个超过5亿元的重大项目，在未来公司会在这方面有更多的尝试。

在PPP方面，公司若通过集团亚厦控股承接PPP的总包订单，将其中涉及到装修装饰类业务交给公司来做，这样会有几个好处：（1）隔离风险：因为PPP项目通常是从土建开始、包括运营的完整项目，而PPP过去两年属于导入期，其最终效果未知，所以从保护上市公司的角度，把确定性的收益交给上市公司。（2）缓解资金压力：如果采取上市公司为PPP项目成立项目公司的模式，则公司的资金压力会比较大，（体现为经营现金流好，投资现金流差，具体请参见我们之前的PPP项目分析报告

告)，而若在集团层面成立项目公司则和上市公司没关系，公司现金不会受影响，甚至因为集团是业主，公司现金流情况会变好。

图3：杨子科创园外景



数据来源：公司官网

图4：杨子科创园内景书吧



数据来源：公司官网

四、新一届管理层去年成绩单令人满意，期待未来成绩

公司2016年5月启用了新一届管理层，管理层年轻化是一个亮点。高管中更换了总经理，新任总经理张威是亚厦元老级员工，为公司服务了进30年，历任项目经理、分公司经理等，对企业有全方位的了解；此外，公司还聘任了新的董事、董秘、副总经理、总工程师、战略委员会、审计委员会、提名委员会、薪酬与考核委员会主要成员等。2016年是他们履职高管的第一年，成绩十分显著，公司的订单和现金流情况都有了显著的好转。在更换管理层和宏观经济转暖的背景下，2016年，公司历史上有效订单量最高，超过了120个亿，同比增长约为13%；16年是历史上收款最好的一年，管理层上交了一份令人满意的成绩单，可以期望公司将保持良好的增长势头。

作为亚厦家装业务的线上平台，蘑菇加在近期也有新的动作。今年一月蘑菇家旗舰店也陆续开业，并迎来了第一批客人。蘑菇加在打造了集合硬装展示、VR科技互动、软装、家居生活精品、咖啡吧、亲子互动等多个模块区域的旗舰店，预期这些旗舰店将在今年陆续铺开，随着各项服务的升级优化，将为公司提供更具竞争力的资源支撑。

图5：蘑菇加旗舰店内景之一

图6：蘑菇加旗舰店内景之二



数据来源：公司官网



数据来源：公司官网

五、投资建议

公司经过自身努力和调整，在重大政府项目、海外订单、EPC等业务上逐步取得了突破；新任管理层上任后表现令人满意，核心指标实现较好，未来业绩令人期待。综上所述，公司的业绩拐点目前已经显现，我们看好公司未来前景，预计公司2016-2018年EPS分别达到0.23元、0.33元、0.44元，对应45、32、24倍市盈率，维持“买入”评级。

风险提示

公司业绩增长不及预期，海外项目进展缓慢。

资产负债表		单位: 百万元				
至12月31日	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E	
流动资产	15109	15515	16588	20195	25429	
货币资金	2547	2369	1951	2204	2771	
应收及预付	11679	12184	13140	16199	20474	
存货	865	943	1234	1529	1920	
其他流动资产	18	19	264	264	264	
非流动资产	2631	2580	2364	2260	2277	
长期股权投资	153	154	149	149	149	
固定资产	464	516	427	411	406	
在建工程	306	364	394	414	444	
无形资产	829	810	784	775	767	
其他长期资产	879	735	610	510	510	
资产总计	17740	18144	19001	22504	27755	
流动负债	9972	9971	10476	13526	18017	
短期借款	224	370	0	894	2161	
应付及预收	9724	9577	10465	12621	15845	
其他流动负债	25	24	11	11	11	
非流动负债	1014	941	970	970	1120	
长期借款	11	13	43	43	193	
应付债券	992	919	919	919	919	
其他非流动负债	11	9	8	8	8	
负债合计	10987	10912	11446	14495	19137	
股本	892	1339	1339	1339	1339	
资本公积	2269	1844	1844	1844	1844	
留存收益	3298	3762	4076	4517	5109	
归属母公司股东权益	6459	6945	7259	7700	8292	
少数股东权益	295	287	296	309	326	
负债和股东权益	17740	18144	19001	22504	27755	

利润表		单位: 百万元				
至12月31日	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E	
营业收入	12917	8969	8848	11018	13856	
营业成本	10476	7472	7505	9304	11681	
营业税金及附加	430	289	248	297	374	
销售费用	123	186	183	228	287	
管理费用	275	393	363	430	513	
财务费用	13	41	56	71	80	
资产减值损失	372	-84	128	175	229	
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	
投资净收益	17	11	10	12	15	
营业利润	1245	683	374	524	707	
营业外收入	6	9	0	0	0	
营业外支出	4	2	0	0	0	
利润总额	1247	690	381	534	717	
所得税	178	101	57	80	108	
净利润	1069	590	324	454	609	
少数股东损益	36	17	10	13	17	
归属母公司净利润	1033	572	314	441	592	
EBITDA	1662	694	601	807	1049	
EPS (元)	0.77	0.43	0.23	0.33	0.44	

现金流量表		单位: 百万元				
	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E	
经营活动现金流	148	33	-267	-689	-709	
净利润	1069	590	324	454	609	
折旧摊销	48	66	53	49	48	
营运资金变动	-1320	-595	-743	-1374	-1671	
其它	350	-27	100	183	304	
投资活动现金流	-349	-198	204	77	-40	
资本支出	-170	-154	39	-35	-55	
投资变动	-179	-45	165	112	15	
其他	0	1	0	0	0	
筹资活动现金流	1039	-81	-356	865	1317	
银行借款	132	414	-340	894	1417	
债券融资	-116	-340	-3	0	0	
股权融资	1170	27	0	0	0	
其他	-147	-183	-13	-30	-100	
现金净增加额	837	-247	-419	253	568	
期初现金余额	1662	2547	2369	1951	2204	
期末现金余额	2500	2300	1951	2204	2771	

主要财务比率

至12月31日	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E	
成长能力(%)						
营业收入增长	6.4	-30.6	-1.3	24.5	25.8	
营业利润增长	18.4	-45.2	-45.2	40.1	35.0	
归属母公司净利润增长	15.4	-44.6	-45.1	40.3	34.3	
获利能力(%)						
毛利率	18.9	16.7	15.2	15.6	15.7	
净利率	8.3	6.6	3.7	4.1	4.4	
ROE	16.0	8.2	4.3	5.7	7.1	
ROIC	30.1	9.8	7.7	8.9	9.8	
偿债能力						
资产负债率(%)	61.9	60.1	60.2	64.4	68.9	
净负债比率	-0.2	-0.1	-0.1	-	0.1	
流动比率	1.52	1.56	1.58	1.49	1.41	
速动比率	1.42	1.45	1.46	1.38	1.30	
营运能力						
总资产周转率	0.85	0.50	0.48	0.53	0.55	
应收账款周转率	1.34	0.76	0.73	0.73	0.73	
存货周转率	15.30	8.27	6.08	6.08	6.08	
每股指标(元)						
每股收益	0.77	0.43	0.23	0.33	0.44	
每股经营现金流	0.11	0.02	-0.20	-0.51	-0.53	
每股净资产	7.24	5.19	5.42	5.75	6.19	
估值比率						
P/E	24.6	36.9	45.1	32.2	23.9	
P/B	2.6	3.0	2.0	1.8	1.7	
EV/EBITDA	14.5	28.9	21.9	17.1	14.0	

广发建筑行业研究小组

- 岳恒宇： 分析师，CPA 非执业会员，对外经济贸易大学会计硕士，2015 年加入广发证券发展研究中心，2015 年新财富最佳分析师建筑与工程行业第二名团队成员。
- 张欣劼： 联系人，俄亥俄州立大学金融硕士，2016 年加入广发证券发展研究中心。

广发证券—行业投资评级说明

- 买入： 预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 10%以上。
- 持有： 预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。
- 卖出： 预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 10%以上。

广发证券—公司投资评级说明

- 买入： 预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 15%以上。
- 谨慎增持： 预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 5%-15%。
- 持有： 预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。
- 卖出： 预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 5%以上。

联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市
地址	广州市天河区林和西路 9 号耀中广场 A 座 1401	深圳市福田区福华一路 6 号免税商务大厦 17 楼	北京市西城区月坛北街 2 号月坛大厦 18 层	上海市浦东新区富城路 99 号震旦大厦 18 楼
邮政编码	510620	518000	100045	200120
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn			
服务热线				

免责声明

广发证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本报告只发送给广发证券重点客户，不对外公开发布。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券股份有限公司认为可靠，但广发证券不对其准确性或完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券或其附属机构的立场。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

本报告旨在发送给广发证券的特定客户及其它专业人士。未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。