CMS 招商证券

强烈推荐-A（维持）

目标估值：NA
当前股价：10.04 元
2017 年 04 月 28 日

亚厦股份 002375.SZ

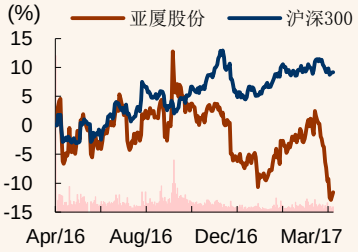
业绩下滑，现金流好转，17年有望反转

基础数据

上证综指	3152
总股本（万股）	134000
已上市流通股（万股）	109430
总市值（亿元）	135
流通市值（亿元）	110
每股净资产（MRQ）	5.4
ROE（TTM）	4.4
资产负债率	60.1%
主要股东	亚厦控股有限公司
主要股东持股比例	32.77%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	-12	-14	-15
相对表现	-11	-17	-23



资料来源：贝格数据、招商证券

相关报告

1、《亚厦股份（002375）—进军中亚五国拓展海外业务，订单饱满业绩进入反转通道》2017-02-14
2、《亚厦股份（002375）—业绩逐季好转，全年有望改善》2016-10-31
3、《亚厦股份（002375）—营收和净利下滑，现金流略有改善》2016-08-24

卢平
021-68407841
luping@cmschina.com.cn
S1090511040008

研究助理
王彬鹏
021-68407543
wangbinpeng@cmschina.com.cn

研究助理
李富华
lifuhua@cmschina.com.cn

事件：

2016 年，公司实现营收 89.37 亿元，同比下降 0.35%；归母净利润为 3.19 亿元，同比下降 44.20%，eps 为 0.24 元。2017 年一季度实现营收 16.04 亿元，同比下降 16.04%，实现归母净利润 0.74 亿元，同比下降 29.42%。2017 年上半年预计实现归母净利润 1.75-2.07 亿元，同比增长 10%-30%。

评论：

1、业绩下滑较为明显，现金流有所好转

2016 年公司营收略降，**分业务看，**建筑装饰增长 7.20%至 51.39 亿元，幕墙业务下滑 6.99%至 28.36 亿元，同时景观工程和装饰制品销售营收分别下降 46.43%、22.08%至 1.45 亿元、1.48 亿元。反观业绩大幅下降，**一方面，**营改增及竞争激烈，公司毛利率下降 3.79 个 pp；**另一方面，**公司资产减值损失增加 1.58 亿元。但营改增导致营业税金及附加减少 1.78 亿元。**分主体来看，**母公司实现 2.01 亿元净利润，厦门万安智能实现净利润 0.78 亿元，幕墙公司净利润 1.51 亿元，未来加电子商务公司亏损 0.27 亿元。**分季度看，**16Q1/Q2/Q3/Q4 营收分别增长-29.44%/-18.88%/-13.19%/110.74%，净利润分别增长-47.59%/-80.83%/-0.13%/366.49%，**Q4 增速均大幅提升，主要受上年同期低基数的影响，但也反映出业绩边际改善开始显现，前期会计政策影响逐渐消退。**2017Q1，公司营收和业绩同比大幅下滑。现金流方面，16 年公司经营现金流较上年同期增加 1.21 亿元，大幅增长 368.44%，17Q1 经营现金流虽为负，但比上年同期增加 1.31 亿元，主要是公司加强回款。16 年公司毛利率下降 3.79 个 pp，净利率下降 2.80 个 pp。

2、在手订单较为充足，海外业务不断推进

2016 年公司已签约未完工部分 44.91 亿元，已完工未结算金额为 11.36 亿元。2017 年一季度公司新签订单 8.95 亿元，其中公装 6.53 亿元，住宅 1.58 亿元，截至一季度末，已签约未完工订单达 155.30 亿元，已中标尚未签约订单 11.70 亿元。**互联网家装方面，**2016 年公司开设 18 家加盟店和 1 家直营店，新签订单 3954.99 万元，贡献收入 534.12 万元。此外，公司积极开拓海外业务，截至目前，已承接 5.36 亿元澳门永利皇宫酒店项目，并增资收购塔吉克斯坦共和国亚洲建设公司 67%股权。

3、借助“一带一路”战略，加强全球性布局，巩固传统业务，拓展新兴领域

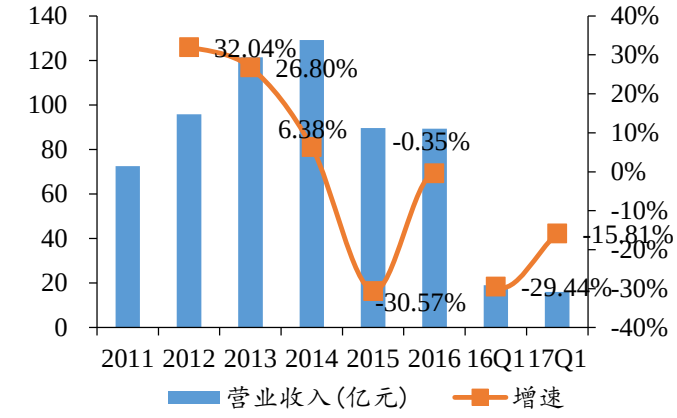
未来公司将继续深耕浙江区域市场，并加强全国性布局，寻找有潜力市场。此外，公司积极借助“一带一路”战略，加快走出去步伐，加速开拓海外市场。业务领域，公司将巩固传统装饰业务，并积极拓宽 PPP 业务，加强业务转型升级。参股的盈创公司 3D 技术产业化不断推进，订单逐渐增加，积极成为 3D 打印建筑持续领跑者。

4、传统主业回暖，PPP、海外业务稳步推进，维持“强烈推荐-A”评级

公司传统主业逐渐改善，积极进行产业升级，海外业务、PPP 业务稳步推进，员工持股价格倒挂。我们预计 17、18 年公司 EPS 分别为 0.33 和 0.39 元/股，对应 PE 分别为 30.8 和 25.7 倍，维持“强烈推荐-A”评级。

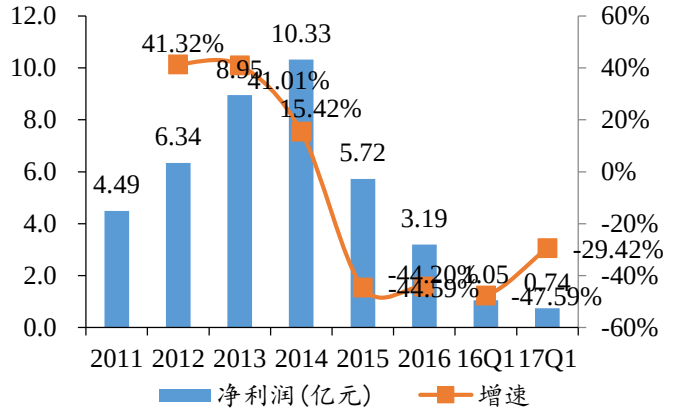
5、风险提示：投资不及预期，业务拓展不及预期，回款风险

图 1：2016 年营收下降 0.35%，,17Q1 下降 15.81%



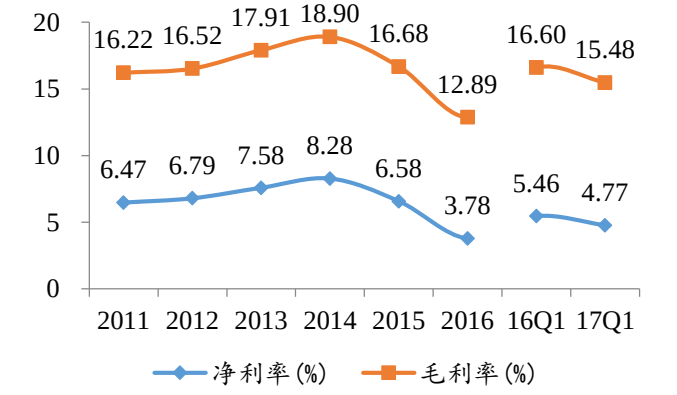
资料来源：Wind、招商证券

图 2：2016 年净利润下降 44.20%，17Q1 下降 29.42%



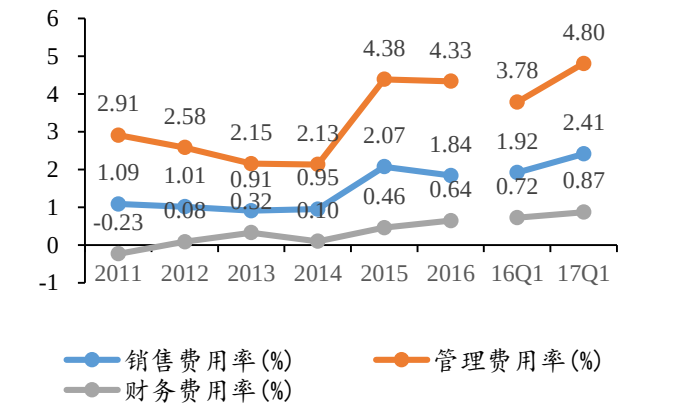
资料来源：Wind、招商证券

图 3：16 年毛利率降 3.79 个 pp，净利率降 2.79 个 pp



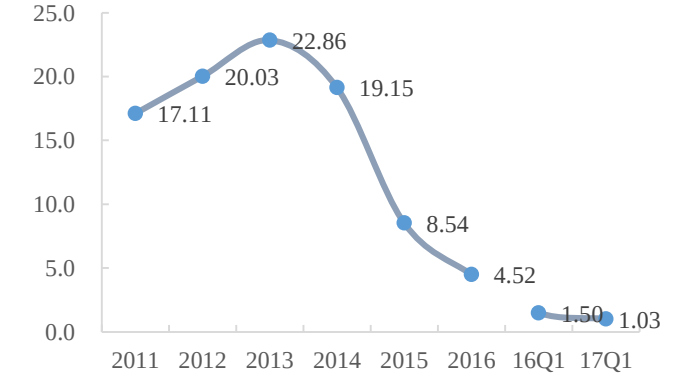
资料来源：Wind、招商证券

图 4：2016 年期间费用率下降 0.10 个 pp



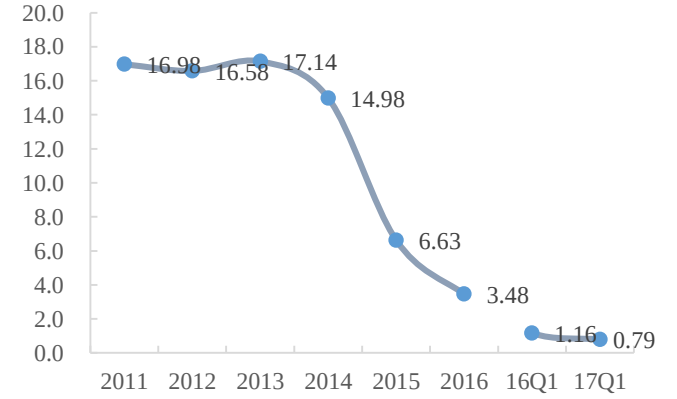
资料来源：Wind、招商证券

图 5：公司 ROE 较上年同期有所下降



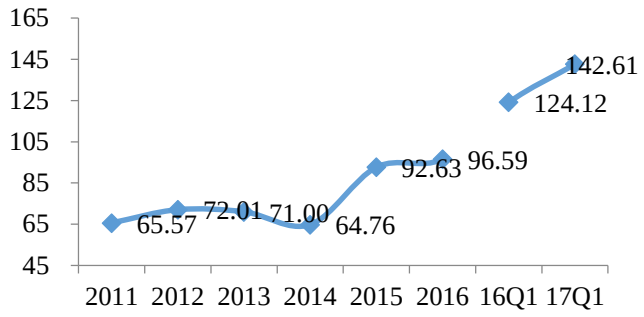
资料来源：Wind、招商证券

图 6：公司 ROIC 较上年同期有所下降



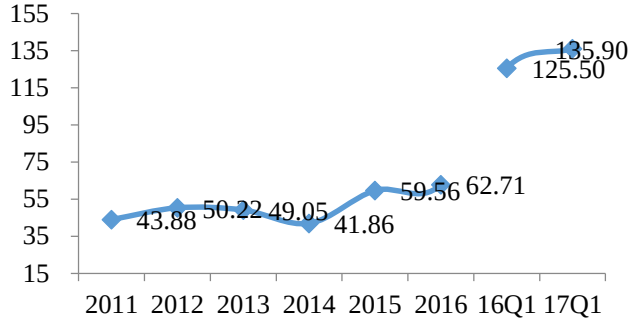
资料来源：Wind、招商证券

图 7：公司收现比不断提升



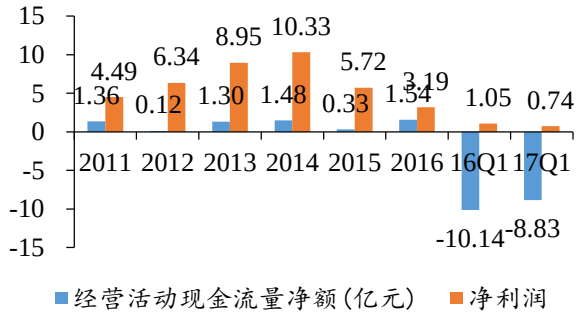
资料来源：Wind、招商证券

图 8：公司付现比较上年同期有所提升



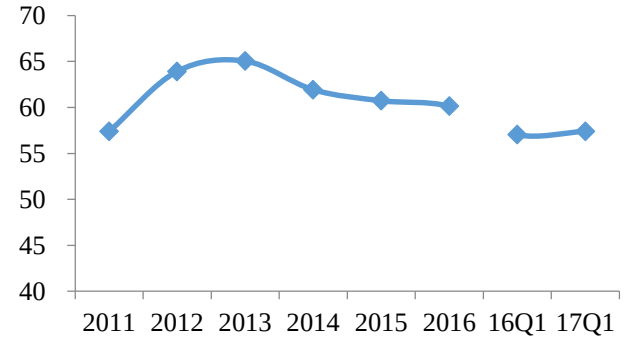
资料来源：Wind、招商证券

图 9：公司经营活动现金流净额明显改善



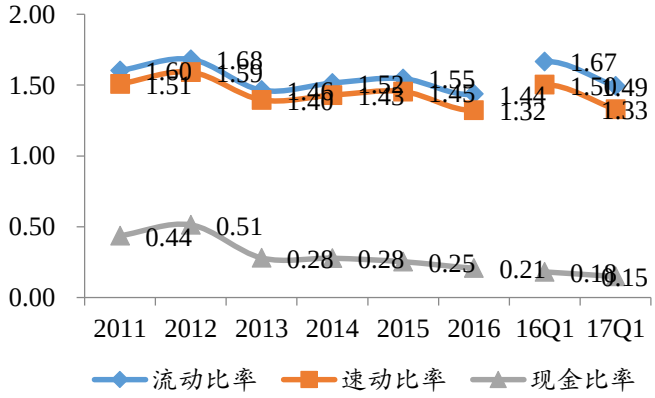
资料来源：Wind、招商证券

图 10：公司资产负债率呈下降趋势



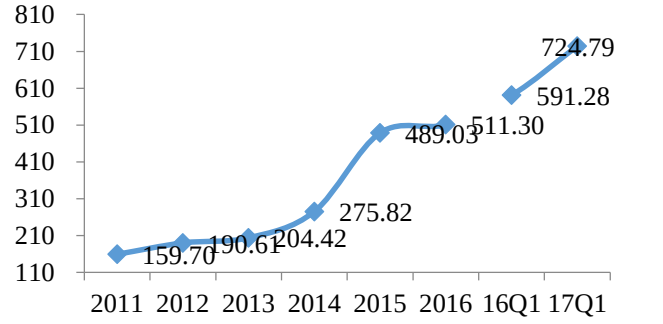
资料来源：Wind、招商证券

图 11：短期偿债能力较上年同期有所下降



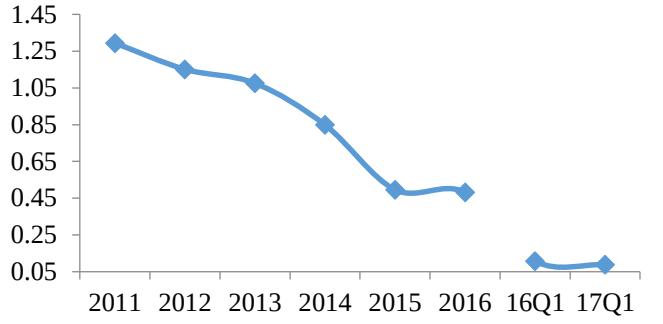
资料来源：Wind、招商证券

图 12：营业周期较上年同期有所增加



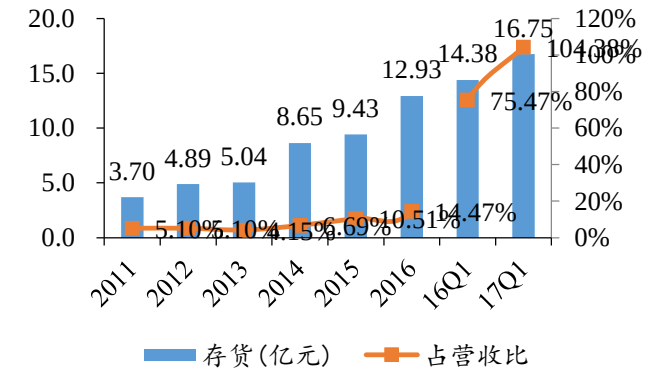
资料来源：Wind、招商证券

图 13：总资产周转率较上年同期有所下降



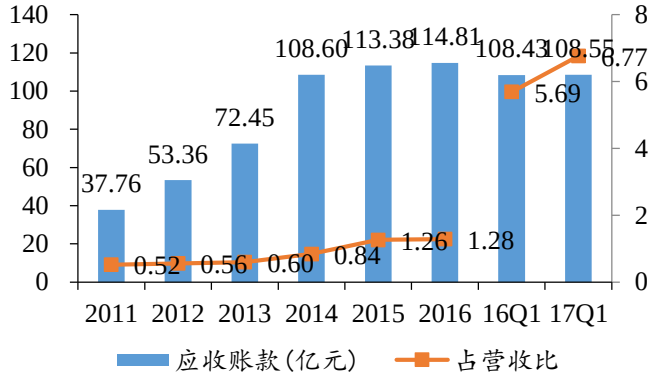
资料来源：Wind、招商证券

图 14：存货占营收比重较上年同期有所提升



资料来源：Wind、招商证券

图 15：应收账款占营收比重较上年同期有所提升



资料来源：Wind、招商证券

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2015	2016	2017E	2018E	2019E
流动资产	15836	16138	16621	18537	20754
现金	2369	2059	797	886	1183
交易性投资	0	0	0	0	0
应收票据	227	273	307	343	382
应收款项	11338	11481	12911	14402	15945
其它应收款	518	496	559	623	695
存货	943	1293	1443	1611	1797
其他	441	536	603	673	751
非流动资产	2580	2586	2501	2425	2356
长期股权投资	154	154	154	154	154
固定资产	516	474	436	401	369
无形资产	449	440	396	356	321
其他	1460	1517	1515	1513	1512
资产总计	**18416**	**18724**	**19122**	**20962**	**23110**
流动负债	10243	11231	11220	12578	14173
短期借款	370	402	203	385	663
应付账款	7952	8131	9131	10187	11370
预收账款	101	57	64	72	80
其他	1820	2641	1822	1935	2060
长期负债	941	28	28	28	28
长期借款	13	21	21	21	21
其他	928	8	8	8	8
负债合计	**11185**	**11259**	**11248**	**12607**	**14201**
股本	1339	1340	1340	1340	1340
资本公积金	1844	1837	1837	1837	1837
留存收益	3762	4001	4384	4835	5354
少数股东权益	287	287	312	343	378
归属于母公司所有者权益	6945	7178	7562	8012	8531
负债及权益合计	**18416**	**18724**	**19122**	**20962**	**23110**

现金流量表

单位：百万元	2015	2016	2017E	2018E	2019E
经营活动现金流	33	154	(58)	(18)	122
净利润	572	319	437	524	607
折旧摊销	66	68	87	79	72
财务费用	68	66	36	12	24
投资收益	(11)	(12)	(12)	(12)	(12)
营运资金变动	(678)	(267)	(634)	(655)	(607)
其它	17	(20)	28	33	38
投资活动现金流	(198)	(507)	10	10	10
资本支出	(155)	(152)	(1)	(1)	(1)
其他投资	(43)	(355)	12	12	12
筹资活动现金流	(84)	(22)	(1213)	96	165
借款变动	109	1042	(1124)	182	278
普通股增加	448	1	0	0	0
资本公积增加	(425)	(7)	0	0	0
股利分配	(98)	(80)	(54)	(73)	(88)
其他	(117)	(978)	(36)	(12)	(24)
现金净增加额	(249)	(375)	(1261)	88	297

利润表

单位：百万元	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	8969	8937	10067	11229	12530
营业成本	7472	7785	8742	9754	10886
营业税金及附加	289	111	125	139	155
营业费用	186	164	185	206	218
管理费用	393	387	436	487	530
财务费用	41	58	36	12	24
资产减值损失	(84)	74	45	30	17
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	11	12	12	12	12
营业利润	683	369	509	613	711
营业外收入	9	10	10	10	10
营业外支出	2	2	2	2	2
利润总额	690	378	518	621	719
所得税	101	40	55	67	77
净利润	590	338	463	555	642
少数股东损益	17	19	25	30	35
归属于母公司净利润	572	319	437	524	607
EPS（元）	0.43	0.24	0.33	0.39	0.45

主要财务比率

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
年成长率					
营业收入	-31%	-0%	13%	12%	12%
营业利润	-45%	-46%	38%	20%	16%
净利润	-45%	-44%	37%	20%	16%
获利能力					
毛利率	16.7%	12.9%	13.2%	13.1%	13.1%
净利率	6.4%	3.6%	4.3%	4.7%	4.8%
ROE	8.2%	4.4%	5.8%	6.5%	7.1%
ROIC	8.1%	4.3%	6.0%	6.4%	6.8%
偿债能力					
资产负债率	60.7%	60.1%	58.8%	60.1%	61.4%
净负债比率	2.1%	7.2%	1.2%	1.9%	3.0%
流动比率	1.5	1.4	1.5	1.5	1.5
速动比率	1.5	1.3	1.4	1.3	1.3
营运能力					
资产周转率	0.5	0.5	0.5	0.5	0.5
存货周转率	8.3	7.0	6.4	6.4	6.4
应收帐款周转率	0.8	0.8	0.8	0.8	0.8
应付帐款周转率	0.9	1.0	1.0	1.0	1.0
每股资料（元）					
每股收益	0.43	0.24	0.33	0.39	0.45
每股经营现金	0.02	0.12	-0.04	-0.01	0.09
每股净资产	5.19	5.36	5.64	5.98	6.37
每股股利	0.06	0.04	0.05	0.07	0.08
估值比率					
PE	23.5	42.1	30.8	25.7	22.2
PB	1.9	1.9	1.8	1.7	1.6
EV/EBITDA	31.3	50.9	37.8	34.0	29.6

资料来源：公司数据、招商证券

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与，未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

卢平：毕业于中国人民大学，经济学博士。五年会计从业经验，十二年证券从业经验。

王彬鹏：上海财经大学数量经济学硕士，2015 年 7 月加入招商证券，从事建筑工程行业研究。

李富华：上海交通大学产业经济学硕士，2016 年 4 月加入招商证券，从事建筑工程行业研究。

投资评级定义

公司短期评级

以报告日起 6 个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数 20%以上
审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数 5-20%之间
中性：　公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间
回避：　公司股价表现弱于基准指数 5%以上

公司长期评级

A：公司长期竞争力高于行业平均水平
B：公司长期竞争力与行业平均水平一致
C：公司长期竞争力低于行业平均水平

行业投资评级

以报告日起 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数
中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数
回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，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。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。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。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。