

建筑装饰

2017 年 04 月 28 日

报告原因：有业绩公布需要点评

增持（维持）

市场数据：2017 年 04 月 27 日

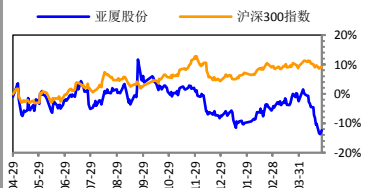
收盘价（元）	10.04
一年内最高/最低（元）	13.04/9.72
市净率	1.9
息率（分红/股价）	-
流通 A 股市值（百万元）	11780
上证指数/深证成指	3152.19 / 10229.19

注：“息率”以最近一年已公布分红计算

基础数据：2017 年 03 月 31 日

每股净资产（元）	5.41
资产负债率%	57.40
总股本/流通 A 股（百万）	1340/1173
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）点评：3D 建筑打印技术与美国超级高铁合作，市场应用前景广阔》 2016/09/23

《亚厦股份（002375）点评：加强内功修炼，新业务蓄势待发》 2016/08/24

证券分析师

李杨 A0230516080004
liyong@swsresearch.com

研究支持

李峙屹 A0230115080003
lizi@swsresearch.com

联系人

李峙屹
(8621)23297818×7373
lizi@swsresearch.com



申万宏源研究微信服务号

亚厦股份（002375）

——装饰工业化先锋，积极布局海外市场

投资要点：

- 公司 2016 年净利润同比下滑 44.2%，基本符合我们的预期，2017Q1 下滑 29.4%，低于我们的预期（10%），公司预计 2017 年 1-6 月净利润增长区间【10%-30%】。2016 年公司实现营业收入 89.37 亿元，同比下滑 0.35%；实现归属于上市公司股东净利润 3.19 亿元，同比下滑 44.2%，2017Q1 实现营业收入 16.04 亿元，同比下滑 15.81%，实现净利润 0.74 亿元，较去年同期下滑 29.4%。
- 毛利率下降、资产减值损失增加致使公司 2016 年净利率出现较大幅度下滑，而 2017Q1 毛利率、净利率则有所恢复，与去年相近。公司 2016 年综合毛利率为 12.89%，较去年同期下滑 3.79 个百分点，营业税金及附加下降 1.98 个百分点。公司期间费用率控制较好，开展营销流程优化取得一定成效，销售费用率同比略微减少 0.24 个百分点至 1.84%，财务费用率则由于公司定期存款减少导致利息收入下降，较去年同期小幅增加 0.18 个百分点至 0.64%；资产减值损失/营业收入比重大幅提升 1.77 个百分点至 0.83%，综合影响下公司 2016 年净利率同比下滑 2.79 个百分点。公司 2017Q1 综合毛利率为 15.48%，虽然同比小幅下滑 1.12 个百分点，但营业税金及附加下降 2.85 个百分点。2017Q1 由于营业收入下滑而期间费用具有一定刚性，致使期间费用率提升 1.66 个百分点，而公司决算进度加快导致资产减值损失/营业收入较去年同期提升 0.53 个百分点至 1.48%，综合影响下 2017Q1 公司净利率下滑 0.69 个百分点，公司毛利率、净利率有所恢复，基本与去年相平。
- 公司经营性现金流好转，收现比增加。2016 年经营性现金流净额较去年同期多流入 1.21 亿元，收现比 96.6%，同比提升 3.96 个百分点，付现比 72.0%，同比微增 0.5 个百分点；2017Q1 公司经营活动现金流净额-8.83 亿元，较上年同期多流入 1.31 亿元，收现比 142.6%，同比大幅提升 18.49 个百分点，付现比 161.5%，同比提升 11.04 个百分点。
- 新签订单量、质双升，在手储备支撑未来业绩。2016 年新签合同 125.64 亿元，同比增长 13%，订单质量明显提升，相继承接上海迪斯尼项目、G20 峰会主会场项目等众多精品工程；2017Q1 新签订单 8.95 亿元，在手订单 155.3 亿元，约为 2016 年营收的 1.74 倍，形成业绩支撑。
- 1) 加速推进装饰工业化进程。公司以建筑 3D 打印、BIM 技术、建筑智能化等新兴技术为载体，加速推动建筑装饰工业化项目，取得突破性进展，成为业内首家拥有住宅精装修工业化核心技术体系的高新企业。2) 加快互联网家装推进力度，“蘑菇+”加强内功修炼，为放量做好准备。蘑菇加已在市场拓展、设计研发、物流网络建设、供应链打造、工程工艺标准梳理、售后体系服务等方面多管齐下，进展颇丰。2016 年实现新签订单 3,955 万元，新设立体验店 19 家，其中加盟店 18 家，自营店 1 家。3) 紧跟“一带一路”，积极布局海外市场。17 年 2 月公司公告拟以自有资金 190 万美元增资收购亚洲建设 67%股权，标的公司深耕塔吉克斯坦政府项目，目前潜在跟踪项目有塔吉克斯坦国家大剧院、国家议会大厦等，收购完成后，公司将加快进军中亚五国市场。
- 下调盈利预测，维持“增持”评级：由于装饰行业需求仍然低迷，下调公司盈利预测，预计公司 17 年-19 年净利润为 4.63 亿/6.01 亿/7.82 亿（原预计 5.26 亿/6.05 亿），增速分别为 45%/30%/30%；对应 PE 分别为 29X/22X/17X，维持增持评级。

财务数据及盈利预测

	2016	2017Q1	2017E	2018E	2019E
营业收入（百万元）	8,937	1,604	10,673	11,976	13,766
同比增长率（%）	-0.35	-15.81	19.43	12.21	14.95
净利润（百万元）	319	74	463	601	782
同比增长率（%）	-44.20	-29.42	45.01	29.81	30.12
每股收益（元/股）	0.24	0.06	0.35	0.45	0.58
毛利率（%）	12.9	15.5	12.8	13.0	13.6
ROE（%）	4.4	1.0	6.2	7.5	8.9
市盈率	42		29	22	17

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

财务摘要

百万元, 百万股	2014A	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入	12,917	8,969	8,937	10,673	11,976	13,766
营业收入同比增长率 (yoy)	6.38%	-30.57%	-0.35%	-	-	-
减: 营业成本	10,476	7,472	7,785	9,303	10,421	11,892
毛利率 (%)	18.90%	16.68%	12.89%	12.80%	13.00%	13.60%
减: 营业税金及附加	430	289	111	132	149	171
主营业务利润	2,011	1,207	1,041	-	-	-
主营业务利润率 (%)	15.57%	13.46%	11.65%	-	-	-
减: 销售费用	123	186	164	203	193	215
减: 管理费用	275	393	387	384	371	427
减: 财务费用	13	41	58	7	19	18
经营性利润	1,601	587	432	-	-	-
经营性利润同比增长率 (yoy)	18.29%	-63.33%	-26.43%	-	-	-
经营性利润率 (%)	12.39%	6.55%	4.83%	-	-	-
减: 资产减值损失	372	-84	74	88	100	100
加: 投资收益及其他	17	11	12	12	14	18
营业利润	1,245	683	369	568	738	961
加: 营业外净收入	2	8	9	8	5	8
利润总额	1,247	690	378	577	743	969
减: 所得税	178	101	40	79	102	133
净利润	1,069	590	338	498	641	836
少数股东损益	36	17	19	35	40	54
归属于母公司所有者的净利润	1,033	572	319	463	601	782
净利润同比增长率 (yoy)	15.42%	-44.59%	-44.20%	-	-	-
全面摊薄总股本	892	1,339	1,340	1,340	1,340	1,340
每股收益 (元)	1.18	0.43	0.24	0.35	0.45	0.58
归属母公司所有者净利润率 (%)	7.99%	6.38%	3.57%	-	-	-
ROE	15.99%	8.24%	4.45%	6.20%	7.50%	8.90%

资料来源: 公司公告, 申万宏源研究

【费用及减值】包括销售费用、管理费用、财务费用和资产减值损失

【投资收益及其他】包括投资收益和公允价值变动收益

【营业外净收入】营业外收入减营业外支出

【经营性利润】=主营业务利润-(销售费用+管理费用+财务费用)

【ROE】(摊薄后)=净利润÷所有者权益合计(当年期末值)

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

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。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。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投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。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、静默期安排及其他有关的信息披露。

机构销售团队联系人

上海	陈陶	021-23297221	18930809221	chentao@swsresearch.com
北京	李丹	010-66500610	18930809610	lidan@swsresearch.com
深圳	胡洁云	021-23297247	13916685683	hujy@swsresearch.com
海外	张思然	021-23297213	13636343555	zhangsr@swsresearch.com
综合	朱芳	021-23297233	18930809233	zhufang@swsresearch.com

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。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。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。

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。

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。