



亚厦股份(002375.SZ)

【联讯建材中报点评】亚厦股份（002375）：Q2 收入增长提速，装配式内装发力在即

2019 年 08 月 29 日

事项：

买入(维持)

当前价：5.55 元

目标价：元

分析师：刘萍

执业编号：S0300517100001

电话：0755-83331495

邮箱：liuping_bf@lxsec.com

相关研究

《亚厦股份（002375）_【联讯建筑公司深度】亚厦股份（002375）：携全工业化装配式内装开启超车之旅》

2019-02-28

《亚厦股份（002375）_【联讯建筑公司点评】亚厦股份（002271）：上调回购价格上限彰显信心，装配式内装发力开启再次成长之路》

2019-03-05

《亚厦股份（002375）_【联讯建筑年报点评】亚厦股份（002375）：Q1 订单高增长，工业化内装业务发力在即》

2019-04-30

2019 年 8 月 29 日，公司发布 2019 年中期报告。营业总收入为 47.26 亿元，较上年同期增长 12.25%；归属于上市公司股东的净利润为 1.86 亿元，较上年同期下降 7.45%；每股盈利 0.14 元，较上年同期下降 0.01 元/股。

评论：

◇ Q2 收入增长提速，但净利润下滑

Q2 公司收入 27.57 亿元，同比增长 17.8%，归母净利润 1.03 亿元，同比下降 13.2%；Q2 收入增长提速与公司订单趋势吻合，但净利润负增长主要还是受毛利率下降及费用率上升所拖累；

分区域看，报告期内，东南和西北区域增长较好，上半年收入分别同比增长 78.59% 和 56.31%。

◇ 公司毛利率有所下滑，大力发展中南和西北区域

报告期公司综合毛利率为 13.49%，上年同期为 14.61%，同比下降 1.12 个百分点。其中建筑装饰工程毛利率 13.90%，同比下降 0.61%，幕墙装饰工程毛利率为 11.50%，同比下降 1.52%，竞争加剧导致毛利率有所洗刷。

Q2 公司综合毛利率 13.75%，同比下滑 0.58 个百分点；

◇ 期间费用率大幅上升

报告期内，公司期间费用率 9.77%（+1.74pct），出现大幅上升，其中销售费用率 3.15%，上升 0.64 个百分点；管理费用率 5.59%，上升 0.6 个百分点；财务费用率 1.03%，上升 0.49 个百分点。主要原因是报告期内维持拓展业务增加相关费用以及增加短期借款相应增加财务费用所致。报告期内，经营活动现金流量净额-4020 万元。

◇ 新签订单量充足，加大应收账款催收力度

2019 年共新签订单 70.79 亿元，其中第一季度新签订单 30.98 亿元，第二季度新签订单 39.81 亿元，相较于去年同期增长 42.66%，目前公司未完工订单金额为 223.58 亿元，为公司未来业绩提供保障。公司加大应收账款催收力度，加速回款。公司组建“雪狼计划”，制定有针对性的解决方案，建立决策机制，推动老项目审定回款销项计划，推进老项目收款，改善应收账款情况。

◇ 装配式内装发力在即

公司是唯一一家同时拥有“国家住宅产业基地”和“国家装配式建筑产业基地”的装饰企业。公司主导制定了一系列装配式内装行业标准，分别和住建部、浙江省建筑装饰行业协会共同编制的《建筑工业化内装工程技术规程》、《装配式内装工程施工质量验收规范》已正式发布，与此同时，公司还参编四川省工程建设地方标准《四川省装配式



装修工程技术标准》。公司拥有核心知识产权的全工业化装配式装修内装部品体系，截止 2019 年 06 月 30 日，公司在全工业化装配式装修领域已申请专利 1,833 项，其中发明专利 363 项。至此，公司已经成为装配式装修市场的开拓者与领先者，将引领和促进装饰行业的产业升级。

装配式内装蓝海市场正在开启，公司在材料、产品、工法和产能等方面均有一定的先发优势，下半年装配式批量精装修项目有望开始落地，公司有望迎来新一轮快速发展期；

◇ 维持“买入”评级

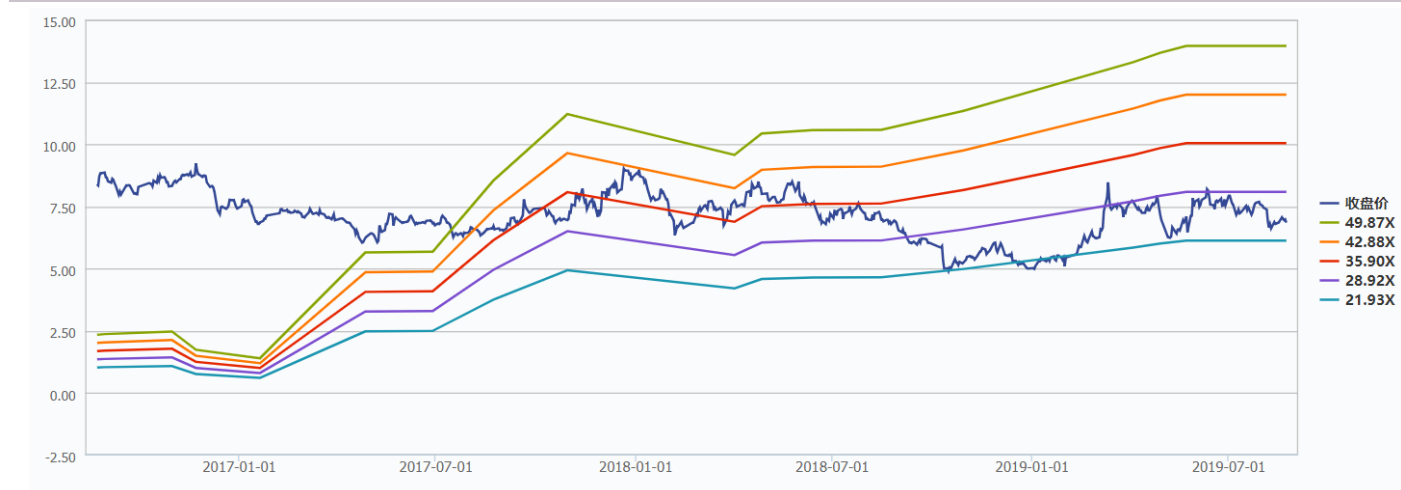
我们预计公司 2019 年-2021 年，公司营业收入分别为 108.3 亿元、127.5 亿元、154.8 亿元，同比分别增加 17.7%、17.7%、21.4%；归母净利润分别为 4.36 亿元、5.67 亿元、7.42 亿元，同比分别增加 18.3%、29.9%、30.9%。预计 2019 年-2021 年 EPS 分别为 0.33 元/股、0.42 元/股和 0.55 元/股，对应的 PE 分别为 19/14/11x，随着收入增长提速，将逐步消化费用率的上升，业绩下半年有望加速，公司凭借在装配式内装领域的领先地位有望迎来新一轮快速增长期，维持“买入”评级。

◇ 风险提示

宏观政策风险；原材料价格波动风险；劳动力成本上升风险。



图表1: PE Band



资料来源: Wind, 联讯证券



图表2： 附录：公司财务预测表（百万元）

资产负债表（百万元）	2018	2019E	2020E	2021E	利润表（百万元）	2018	2019E	2020E	2021E
现金及现金等价物	2466	3566	3298	2929	营业收入	9199	10830	12749	15481
应收款项	12457	14836	17465	21206	营业成本	7954	9291	10931	13266
存货净额	1744	2042	2401	2914	营业税金及附加	39	38	45	54
其他流动资产	1190	541	637	774	销售费用	213	282	331	402
流动资产合计	17857	20985	23802	27824	管理费用	248	603	676	787
固定资产	0	120	125	62	财务费用	61	85	84	88
无形资产及其他	264	251	239	227	投资收益	45	30	30	30
投资性房地产	2630	2630	2630	2630	资产减值及公允价值变动	(40)	(65)	(76)	(93)
长期股权投资	166	166	166	166	其他收入	(230)	0	0	0
资产总计	20916	24151	26962	30908	营业利润	460	497	636	820
短期借款及交易性金融负债	2048	2200	2200	2200	营业外净收支	(1)	0	0	0
应付款项	0	11740	13808	16758	利润总额	459	497	636	820
其他流动负债	10644	1630	1912	2316	所得税费用	85	75	95	123
流动负债合计	12692	15570	17921	21273	少数股东损益	5	5	5	5
长期借款及应付债券	76	76	76	76	归属于母公司净利润	369	418	536	692
其他长期负债	26	25	25	25					
长期负债合计	103	102	102	102	现金流量表（百万元）	2018	2019E	2020E	2021E
负债合计	12794	15671	18022	21375	净利润	369	418	536	692
少数股东权益	243	246	250	255	资产减值准备	(86)	(98)	(1)	(3)
股东权益	7879	8234	8689	9278	折旧摊销	60	26	32	37
负债和股东权益总计	20916	24151	26962	30908	公允价值变动损失	40	65	76	93
					财务费用	61	85	84	88
关键财务与估值指标	2018	2019E	2020E	2021E	营运资本变动	(2135)	599	(735)	(1041)
每股收益	0.28	0.31	0.40	0.52	其它	89	101	5	8
每股红利	0.10	0.05	0.06	0.08	经营活动现金流	(1663)	1111	(86)	(215)
每股净资产	5.88	6.15	6.49	6.93	资本开支	1235	(101)	(101)	(51)
ROIC	7%	6%	7%	8%	其它投资现金流	0	0	0	0
ROE	5%	5%	6%	7%	投资活动现金流	1235	(101)	(101)	(51)
毛利率	14%	14%	14%	14%	权益性融资	4	0	0	0
EBIT Margin	8%	6%	6%	6%	负债净变化	48	0	0	0
EBITDA Margin	9%	6%	6%	7%	支付股利、利息	(128)	(63)	(80)	(104)
收入增长	1%	18%	18%	21%	其它融资现金流	1121	152	0	0
净利润增长率	3%	13%	28%	29%	融资活动现金流	967	90	(80)	(104)
资产负债率	62%	66%	68%	70%	现金净变动	538	1100	(268)	(370)
息率	1.6%	0.8%	1.0%	1.3%	货币资金的期初余额	1928	2466	3566	3298
P/E	21.9	19.4	15.1	11.7	货币资金的期末余额	2466	3566	3298	2929
P/B	1.0	1.0	0.9	0.9	企业自由现金流	(233)	1049	(153)	(230)
EV/EBITDA	25.9	37.0	32.7	29.2	权益自由现金流	936	1129	(224)	(305)

资料来源：公司财务报告、联讯证券研究院



分析师简介

刘萍，西安交通大学硕士，2017年10月加入联讯证券研究院，现任建筑建材行业首席分析师。证书编号：S0300517100001。

研究院销售团队

北京	王爽	010-66235719	18810181193	wangshuang@lxsec.com
上海	徐佳琳	021-51782249	13795367644	xujialin@lxsec.com

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

与公司有关的信息披露

联讯证券具备证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号：10485001。
本公司在知晓范围内履行披露义务。

股票投资评级说明

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。

股票投资评级标准

报告发布日后的12个月内公司股价的涨跌幅度相对同期沪深300指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

买入：相对大盘涨幅大于10%；

增持：相对大盘涨幅在5%~10%之间；

持有：相对大盘涨幅在-5%~5%之间；

减持：相对大盘涨幅小于-5%。

行业投资评级标准

报告发布日后的12个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期沪深300指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

增持：我们预计未来报告期内，行业整体回报高于基准指数5%以上；

中性：我们预计未来报告期内，行业整体回报介于基准指数-5%与5%之间；

减持：我们预计未来报告期内，行业整体回报低于基准指数5%以下。



免责声明

本报告由联讯证券股份有限公司（以下简称“联讯证券”）提供，旨在派发给本公司客户使用。未经联讯证券事先书面同意，不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道，非通过以上渠道获得的报告均为非法，我公司不承担任何法律责任。

本报告基于联讯证券认为可靠的公开信息和资料，但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。联讯证券可随时更改报告中的内容、意见和预测，且并不承诺提供任何有关变更的通知。本公司力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或询价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。在本公司及作者所知情的范围内，本机构、本人以及财产上的利害关系人与所评价或推荐的证券没有利害关系。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，须在允许的范围内使用，并注明出处为“联讯证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖意愿的引用、删节和修改。

投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用资料所载之内容和信息，独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员做出的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。

联系我们

北京市朝阳区红军营南路绿色家园媒体村天畅园 6 号楼二层
传真：010-64408622

上海市浦东新区源深路 1088 号 2 楼联讯证券（平安财富大厦）

深圳市福田区深南大道和彩田路交汇处中广核大厦 10F

网址：www.lxsec.com