



亚厦股份(002375.SZ)

【粤开建筑年报点评】亚厦股份(002375):经营质量显著提升,20年将受益稳增长政策

2020年04月17日

事项:

买入(维持)

当前价: 7.23 元
目标价: 元

分析师: 刘萍

执业编号: S0300517100001

电话: 0755-83331495

邮箱: liuping_bf@ybkzq.com

近期报告

《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

《亚厦股份(002375)——【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》
2019-08-29

评论:

Q4净利润高增长说明传统主业经营全面好转

2019年亚厦股份实现营业收入107.86亿元,同比增长17.24%;实现归属母公司净利润4.26亿元,同比增长15.41%。2019年前三大业务装饰、幕墙、建筑智能化分别实现收入68.47、27.61、6.45亿元,分别同比增长13.91%、23.87%、36.48%。

分季度来看,Q1-Q4公司收入分别为19.68、27.57、27.87和32.73亿元,同比分别增长5.3%、17.8%、20.8%和21.99%,增速逐季上升;归母净利润分别为0.83、1.03、1.11和1.28亿元,同比分别增长0.75%、-13.16%、0.81和124.82%;Q4净利润大幅增长说明公司过往经营中积累的风险基本出清,传统主业经营面全面好转。

毛利率进一步提升,发力期费用增长较快

2019年公司实现综合毛利率14.36%,较上年同期增加了0.83个百分点,其中装饰和幕墙业务分别上升0.27和1.25个百分点至13.81%和11.88%。公司期间费用率8.78%,较上年同期增加了0.49个百分点。

其中销售、管理、财务、研发费用分别同比增加43.37%、8.97%、47.99%、16.92%。销售费用大幅增加主要系报告期内销售订单增加,销售人员薪酬及业务推广费用相应增加。公司目前工业化内装正处于发力前期,费用增长较快。

经营现金流大幅改善,收现比、应收账款均显示经营质量提升

2019年公司经营活动产生的净现金流达到4.28亿元,而18年同期为-1.28亿元,经营净现金于净利润基本相当,也进一步证实公司主业的全面好转;

2019年收现比105.73%、较18年提升2.19个百分点;应收账款绝对额在收入增长的情况下较上年减少约5.7亿元,也显示公司经营质量的提升。

新签订单高增长持续,EPC项目取得突破

2019年公司新签订单145.25亿元,同比增长24.01%,订单数量和质量有持续提升。新签订单大幅增长我们判断一方面由于市场营销布局优化,加强营销团队建设,从“设计、施工、营销”拉动订单;二是公司开展工业化技术营销培训,强化营销人员能力建设,工业化订单继续发力。

报告期内公司EPC项目由点到面全面铺开,相继斩获了湖畔大学、嵊州宾馆、长江之舟、绍兴饭店二期等大体量优质项目,公司整体项目单体体量和质量持续稳步提高。2020年随着专项债提速扩容等新基建政策的不断积累,基建增速有望加快,及建筑工业化、绿色化发展等政策下行业集中度不断提高,公司新订单有望进一步增长。

装配式内装保持先发优势,量产能力提升



报告期内公司充分发挥工业化装配式装修先发优势，在短时间内超预期完成了成都当代璞誉样板、郑州启迪样板房、长安通讯和江与城工业化等项目，这些项目标志着公司实现了工业化装配式装修项目的量产能力。营销、研发、工厂、交付的一体化拉通，促使工业化全系统能力提升，为明确工业化战略的实施积累了宝贵经验。在工业化装配式装修道路上的探索和实践过程中，一方面提炼成功经验并形成市场策略，另一方面主动出击、精准卡位，撬动、创造和赢得市场，通过持续的战略聚焦，在市场扩大品牌知名度，拉开和竞争对手的差距，赢得客户和市场的认可，从而提升企业核心竞争力，实现公司跨越式发展。

重申“买入”评级

我们预计公司 2020 年-2022 年，公司营业收入分别为 124.2 亿元、140.0 亿元、154.8 亿元，同比分别增加 15.2%、12.7%、10.6%；归母净利润分别为 5.44 亿元、6.46 亿元、7.53 亿元，同比分别增加 27.8%、18.8%、16.4%。预计 2020 年-2022 年 EPS 分别为 0.41 元/股、0.48 元/股和 0.56 元/股，对应的 PE 分别为 19/16/14x，经过 4 年的调整，公司传统公装业务经营全面好转，而装配式业务发力在即，公司也是老旧小区改造的受益者，是浙江基建大发力的受益者，我们认为公司有望迎来超预期发展，重申“买入”评级。

风险提示

房地产调控加码的风险；
应收账款侵蚀利润的风险；
业务拓展不达预期的风险。


附录：公司财务预测表（百万元）

资产负债表（百万元）					利润表（百万元）				
	2019	2020E	2021E	2022E		2019	2020E	2021E	2022E
现金及现金等价物	3166	2950	2963	3172	营业收入	10786	12422	13997	15480
应收款项	12555	17016	19174	21205	营业成本	9237	10614	11926	13163
存货净额	1984	2316	2602	2874	营业税金及附加	45	43	49	54
其他流动资产	564	621	700	774	销售费用	306	335	378	418
流动资产合计	18370	23002	25539	28125	管理费用	270	646	719	786
固定资产	900	861	780	637	财务费用	90	78	89	87
无形资产及其他	247	235	224	213	投资收益	44	30	30	30
投资性房地产	1936	1936	1936	1936	资产减值及公允价值变动	133	(75)	(84)	(93)
长期股权投资	178	178	178	178	其他收入	(472)	0	0	0
资产总计	21630	26213	28657	31089	营业利润	543	661	782	908
短期借款及交易性金融负债	1856	2200	2200	2200	营业外净收支	0	0	0	0
应付款项	9763	13314	14964	16523	利润总额	543	661	782	908
其他流动负债	1631	1845	2073	2288	所得税费用	101	99	117	136
流动负债合计	13249	17360	19237	21012	少数股东损益	17	17	18	19
长期借款及应付债券	60	60	60	60	归属于母公司净利润	426	544	646	753
其他长期负债	53	52	52	52					
长期负债合计	113	112	112	112	现金流量表（百万元）	2019	2020E	2021E	2022E
负债合计	13362	17471	19349	21123	净利润	426	544	646	753
少数股东权益	250	261	278	297	资产减值准备	(31)	(28)	(5)	(7)
股东权益	8018	8481	9030	9670	折旧摊销	62	105	114	119
负债和股东权益总计	21630	26213	28657	31089	公允价值变动损失	(133)	75	84	93
					财务费用	90	78	89	87
关键财务与估值指标	2019	2020E	2021E	2022E	营运资本变动	832	(1112)	(651)	(609)
每股收益	0.32	0.41	0.48	0.56	其它	41	39	22	25
每股红利	0.12	0.06	0.07	0.08	经营活动现金流	1197	(377)	211	373
每股净资产	5.99	6.33	6.74	7.22	资本开支	(157)	(101)	(101)	(51)
ROIC	8%	7%	8%	9%	其它投资现金流	(100)	0	0	0
ROE	5%	6%	7%	8%	投资活动现金流	(270)	(101)	(101)	(51)
毛利率	14%	15%	15%	15%	权益性融资	0	0	0	0
EBIT Margin	9%	6%	7%	7%	负债净变化	(17)	0	0	0
EBITDA Margin	9%	7%	7%	8%	支付股利、利息	(167)	(82)	(97)	(113)
收入增长	17%	15%	13%	11%	其它融资现金流	139	344	0	0
净利润增长率	15%	28%	19%	16%	融资活动现金流	(228)	262	(97)	(113)
资产负债率	63%	68%	68%	69%	现金净变动	700	(216)	13	209
息率	1.6%	0.8%	0.9%	1.1%	货币资金的期初余额	2466	3166	2950	2963
P/E	24.5	19.2	16.2	13.9	货币资金的期末余额	3166	2950	2963	3172
P/B	1.3	1.2	1.2	1.1	企业自由现金流	1493	(442)	148	358
EV/EBITDA	24.1	31.4	28.7	26.8	权益自由现金流	1616	(164)	73	284

资料来源：公司财务报告、粤开证券研究院



分析师简介

刘萍，西安交通大学硕士，2017 年 10 月加入粤开证券研究院，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@y kzq.com
上海	徐佳琳	021-51782249	13795367644	xujialin@y kzq.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

粤开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

本报告由粤开证券股份有限公司（以下简称“粤开证券”）提供，旨在派发给本公司客户使用。未经粤开证券事先书面同意，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。

本报告基于粤开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。粤开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“粤开证券研究”，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 楼粤开证券（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.ykzq.com