

第三季度业绩回暖，看好未来装配式业务

投资要点

- **第三季度业绩回暖，在手订单充足。**2020年前三季度内实现营业收入69.5亿元，同比下滑7.5%；实现归母净利润2.5亿元，同比下降17.5%；扣非后净利润2.3亿元，同比下滑11.3%。EPS为0.19元。其中Q3收入30.7亿元，同比增长10.0%；实现归母净利润1.24亿元，同比增长11.2%。公司上半年经营业绩受疫情影响较大，营收逐季改善趋势明显，特别是第三季度有较大改善，已恢复至疫情前水平。Q3公司合计新签订单38.1亿元，36.4亿的装饰施工业务中七成为公共建筑装饰业务；截至报告期末累计已签约未完工订单金额共计240.7亿元，订单充沛，为公司后续业绩增长提供了基础和动力。
- **毛利率提升，费用率下降。**公司2020年前三季度毛利率14.9%，同比上升0.61个百分点；归母净利率3.5%，同比下降0.43个百分点；期间费用率9.6%，同比下降0.62个百分点，报告期内各项期间费用同比均有所减少。公司资产负债率59.3%，同比下降1.4个百分点。经营活动产生的现金流-9.1亿元，同比减少2.4亿元，主要是因为报告期内受疫情影响销售回款较上年同期减少所致。
- **装配式装修龙头，享受未来行业红利。**产业工人短缺叠加环保压力是装配式建筑发展的主要推动力，国内形势严峻，产业升级转型势在必行。公司作为装配式装修龙头企业，参与制定行业规范，是装配式装修的先行者具有深厚的行业影响力。公司产业链完整，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，在装修装饰行业经营多年，业务体系成熟。未来随着装修装饰行业越来越趋向精细化、规范化经营管理，集中度会进一步提高，利好龙头企业，同时随着装配式装修的推进，公司将持续收益。
- **盈利预测与投资建议。**预计2020-2022年EPS分别为0.32元、0.40元、0.46元，对应PE为28倍、22倍、19倍。同行业可比公司2021年平均估值17倍，考虑到公司是装配式装修行业龙头，行业内具有较强技术壁垒及品牌价值，且装配式装修是异于传统手作业的新制造业模式，将大幅改善公司的成本、回款，由于新业务模式给予公司超出行业的估值溢价2021年30倍PE，对应目标价12.0元，给予“买入”评级。
- **风险提示：**疫情风险，回款风险，新产品推广低于预期风险。

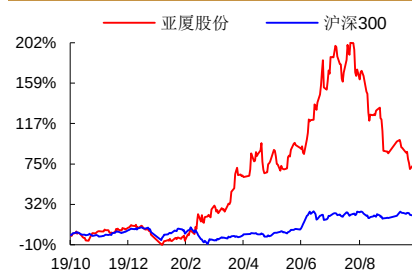
指标/年度	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	10785.63	11179.54	12639.82	14691.15
增长率	17.24%	3.65%	13.06%	16.23%
归属母公司净利润(百万元)	425.67	433.36	536.02	619.12
增长率	15.41%	1.81%	23.69%	15.50%
每股收益EPS(元)	0.32	0.32	0.40	0.46
净资产收益率ROE	5.35%	2.73%	3.28%	3.67%
PE	28	28	22	19
PB	1.50	0.74	0.72	0.70

数据来源: Wind, 西南证券

西南证券研究发展中心

分析师: 颜阳春
 执业证号: S1250517090004
 电话: 021-58351883
 邮箱: yyc@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: 聚源数据

基础数据

总股本(亿股)	13.40
流通A股(亿股)	13.31
52周内股价区间(元)	4.82-16.15
总市值(亿元)	120.20
总资产(亿元)	208.33
每股净资产(元)	6.13

相关研究

装配式装饰龙头企业

亚厦股份主营业务为建筑装饰装修工程、建筑幕墙工程、互联网家装、建筑智能化工程的设计和施工，是行业内唯一一家拥有国家住宅产业化基地和国家装配式建筑产业基地双认证的公司。公司采取 EPC 模式、BIM 技术推动装配式装修产业升级，在大型公共建筑装修、高端星级酒店、高档住宅精装修和建筑智能化工程领域独占鳌头。

亚厦股份布局装修装饰行业多年，业务经验丰富，先发优势和品牌优势显著。

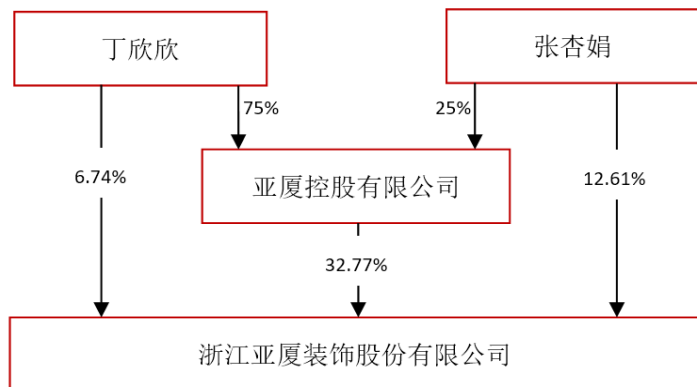
表 1：公司发展历程

时间	事件
1993 年	在上虞市章镇镇乡镇企业总公司主管的原上虞市工艺装潢家具厂基础上，组建了公司的前身，上虞市装饰实业公司。
1995 年 7 月	上虞市装饰实业公司和上虞市不锈钢厨房设备厂共同投资组建浙江亚厦装饰集团有限公司。亚厦装饰集团整体变更为浙江亚厦装饰股份有限公司。
2007 年 7 月	在浙江省工商行政管理局办理了工商变更登记，并领取了企业法人营业执照，注册资本 13,800 万元。
2010 年 3 月	浙江亚厦装饰股份有限公司发行的人民币普通股（A 股）股票在深圳证券交易所上市。

数据来源：Choice，西南证券整理

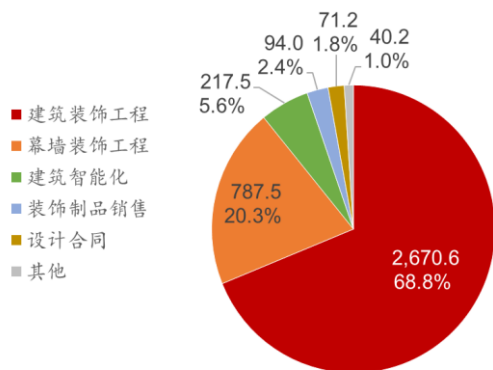
公司实际控制人为丁欣欣、张杏娟夫妇，二人持有亚厦共 52.12% 的股份。2019 年公司顺利完成董、监事会的换届选举和平稳过渡，新任董事长为丁泽成（丁欣欣与张杏娟之子），年轻的管理团队为公司的发展创造了更多可能性。

图 1：公司实际控制人股权比例

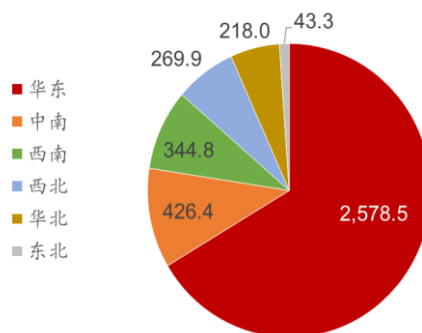


数据来源：公司年报，西南证券整理

从营收结构来看，亚厦股份主要业务为建筑装饰和幕墙装饰工程，2020 年上半年营收分别占比达 68.8%、20.3%，毛利率分别为 15.5%、12.3%。按地区划分，公司在华东、中南、西南、西北、华北和东北的营业收入依次占 66.4%、11.0%、8.9%、7.0%、5.6% 和 1.1%，在华东、中南的毛利率分别为 16.0%、13.7%。装饰装修行业区域属性明显，华东系公司总部所在地，经济发达，对公司总营收的贡献占比达三分之二。

图 2：公司 2020 年上半年各业务营收（百万元）


数据来源：公司半年报，西南证券整理

图 3：公司 2020 年上半年各地区营收（百万元）


数据来源：Wind，西南证券整理

盈利预测与估值

关键假设：

假设 1：根据公司 2020 年前三季度内实现营业收入 69.5 亿元，同比下滑 7.5%来看，公司主营业务受到疫情冲击影响，预计公司 2020 年整体经营增速放缓；

假设 2：公司前三季度整体毛利率上升，预计公司装饰主营业务整体毛利率将略有上升，维持在 14%；

假设 3：公司幕墙业务稳定推进，毛利率维持在 12%；

假设 4：公司其他业务稳步推进，毛利率维持在 20%。

基于以上假设，我们预测公司 2020-2022 年分业务收入成本如下表：

表 2：分业务收入及毛利率

单位：百万元		2019A	2020E	2021E	2022E
装饰	收入	6846.5	6846.5	7873.5	9448.2
	增速	13.9%	0.0%	15.0%	20.0%
	毛利率	13.8%	14.0%	14.0%	14.0%
幕墙	收入	2761.4	3037.6	3341.3	3675.5
	增速	23.9%	10.0%	10.0%	10.0%
	毛利率	11.9%	12.0%	12.0%	12.0%
其他	收入	1177.7	1295.4	1425.0	1567.5
	增速	22.7%	10.0%	10.0%	10.0%
	毛利率	20.0%	20.0%	20.0%	20.0%
合计	收入	10785.6	11179.5	12639.8	14691.2
	增速	17.2%	3.7%	13.1%	16.2%
	毛利率	14.4%	14.2%	14.1%	14.1%

数据来源：公司年报，西南证券

预计 2020-2022 年 EPS 分别为 0.32 元、0.40 元、0.46 元，对应 PE 为 28 倍、22 倍、19 倍。

同行业可比公司 2021 年平均估值 17 倍，考虑到公司是装配式装修行业龙头，行业内具有较强技术壁垒及品牌价值，且装配式装修不同于传统的作业方式，将大幅改善公司的成本、回款。给予公司超出行业的估值溢价 2021 年 30 倍 PE，对应目标价 12.0 元，给予“买入”评级。

表 3：可比公司估值

代码	证券简称	总市值（亿元）	PE（20E）	PE（21E）
002081.SZ	金螳螂	264.6	10	9
002482.SZ	广田集团	50.3	21	18
002325.SZ	洪涛股份	36.2	42	28
002713.SZ	东易日盛	29.5	94	18
002822.SZ	中装建设	52.3	17	14

数据来源：Wind，西南证券整理

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)	2019A	2020E	2021E	2022E	现金流量表 (百万元)	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	10785.63	11179.54	12639.82	14691.15	净利润	442.27	450.27	556.92	643.27
营业成本	9237.29	9597.43	10851.57	12613.85	折旧与摊销	70.26	81.46	81.46	81.46
营业税金及附加	44.69	46.75	52.70	61.31	财务费用	89.90	102.40	115.65	134.49
销售费用	305.83	316.38	353.91	396.66	资产减值损失	-72.00	30.00	2.00	40.00
管理费用	551.51	585.81	645.63	734.56	经营营运资本变动	1013.85	-789.15	-478.99	-715.09
财务费用	89.90	102.40	115.65	134.49	其他	-1115.72	-65.42	-46.33	-85.08
资产减值损失	-72.00	30.00	2.00	40.00	经营活动现金流净额	428.56	-190.44	230.71	99.05
投资收益	43.70	0.00	0.00	0.00	资本支出	248.70	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	60.65	31.07	38.84	48.55	其他	-29.14	31.07	38.84	48.55
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	219.56	31.07	38.84	48.55
营业利润	542.64	531.84	657.20	758.83	短期借款	-191.38	-1839.02	0.00	0.00
其他非经营损益	0.18	-2.11	-1.99	-2.04	长期借款	-16.90	0.00	0.00	0.00
利润总额	542.82	529.73	655.21	756.79	股权融资	0.00	7887.13	0.00	0.00
所得税	100.55	79.46	98.28	113.52	支付股利	-54.89	-85.13	-86.67	-107.20
净利润	442.27	450.27	556.92	643.27	其他	-126.75	-128.68	-115.65	-134.49
少数股东损益	16.60	16.90	20.91	24.15	筹资活动现金流净额	-389.92	5834.29	-202.32	-241.70
归属母公司股东净利润	425.67	433.36	536.02	619.12	现金流量净额	258.20	5674.92	67.23	-94.10
资产负债表 (百万元)	2019A	2020E	2021E	2022E	财务分析指标	2019A	2020E	2021E	2022E
货币资金	3165.98	8840.90	8908.13	8814.04	成长能力				
应收和预付款项	12821.30	14675.10	16308.60	18814.29	销售收入增长率	17.24%	3.65%	13.06%	16.23%
存货	1983.83	2065.99	2342.43	2719.69	营业利润增长率	17.97%	-1.99%	23.57%	15.46%
其他流动资产	398.44	376.27	412.36	463.05	净利润增长率	18.45%	1.81%	23.69%	15.50%
长期股权投资	178.46	178.46	178.46	178.46	EBITDA 增长率	19.73%	1.84%	19.37%	14.10%
投资性房地产	786.42	786.42	786.42	786.42	获利能力				
固定资产和在建工程	899.97	851.02	802.07	753.13	毛利率	14.36%	14.15%	14.15%	14.14%
无形资产和开发支出	515.38	487.98	460.58	433.19	三费率	8.78%	8.99%	8.82%	8.62%
其他非流动资产	880.36	875.24	870.13	865.01	净利率	4.10%	4.03%	4.41%	4.38%
资产总计	21630.13	29137.39	31069.19	33827.28	ROE	5.35%	2.73%	3.28%	3.67%
短期借款	1839.02	0.00	0.00	0.00	ROA	2.04%	1.55%	1.79%	1.90%
应付和预收款项	10355.22	11435.06	12755.69	14779.70	ROIC	7.71%	8.19%	9.08%	9.57%
长期借款	59.50	59.50	59.50	59.50	EBITDA/销售收入	6.52%	6.40%	6.76%	6.64%
其他负债	1107.93	1131.39	1272.31	1470.32	营运能力				
负债合计	13361.68	12625.95	14087.50	16309.53	总资产周转率	0.51	0.44	0.42	0.45
股本	1340.00	1340.00	1340.00	1340.00	固定资产周转率	13.71	14.48	17.48	21.79
资本公积	1908.84	9795.96	9795.96	9795.96	应收账款周转率	0.91	0.89	0.89	0.91
留存收益	4960.05	5308.28	5757.63	6269.54	存货周转率	4.94	4.72	4.91	4.98
归属母公司股东权益	8018.16	16244.24	16693.59	17205.50	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	105.73%	—	—	—
少数股东权益	250.29	267.19	288.10	312.25	资本结构				
股东权益合计	8268.45	16511.44	16981.69	17517.75	资产负债率	61.77%	43.33%	45.34%	48.21%
负债和股东权益合计	21630.13	29137.39	31069.19	33827.28	带息债务/总负债	14.21%	0.47%	0.42%	0.36%
					流动比率	1.39	2.07	2.00	1.90
					速动比率	1.24	1.91	1.83	1.73
					股利支付率	12.90%	19.64%	16.17%	17.32%
业绩和估值指标	2019A	2020E	2021E	2022E	每股指标				
EBITDA	702.80	715.70	854.30	974.78	每股收益	0.32	0.32	0.40	0.46
PE	28.24	27.74	22.42	19.41	每股净资产	5.98	12.12	12.46	12.84
PB	1.50	0.74	0.72	0.70	每股经营现金	0.32	-0.14	0.17	0.07
PS	1.11	1.08	0.95	0.82	每股股利	0.04	0.06	0.06	0.08
EV/EBITDA	10.64	-0.07	-0.14	-0.02					
股息率	0.46%	0.71%	0.72%	0.89%					

数据来源: Wind, 西南证券

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，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，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获取任何形式的补偿。

投资评级说明

公司评级

买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
持有：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-20%与-10%之间
卖出：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-20%以下

行业评级

强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知悉范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告及附录版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区南礼士路 66 号建威大厦 1501-1502

邮编：100045

重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	张方毅	高级销售经理	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	杨博睿	销售经理	021-68415861	13166156063	ybz@swsc.com.cn
	吴菲阳	销售经理	021-68415020	16621045018	wfy@swsc.com.cn
	付禹	销售经理	021-68415523	13761585788	fuyu@swsc.com.cn
	黄滢	销售经理	18818215593	18818215593	hying@swsc.com.cn
	蒋俊洲	销售经理	18516516105	18516516105	jiangjz@swsc.com.cn
	刘琦	销售经理	18612751192	18612751192	liuqi@swsc.com.cn
	崔露文	销售经理	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	陈慧琳	销售经理	18523487775	18523487775	chhl@swsc.com.cn
北京	张岚	高级销售经理	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	彭博	销售经理	13391699339	13391699339	pbyf@swsc.com.cn
	高妍琳	销售经理	15810809511	15810809511	gyl@swsc.com.cn
广深	王湘杰	地区销售副总监	0755-26671517	13480920685	wxj@swsc.com.cn
	林芷璇	高级销售经理	15012585122	15012585122	linzw@swsc.com.cn
	陈慧玲	高级销售经理	18500709330	18500709330	chl@swsc.com.cn
	谭凌岚	销售经理	13642362601	13642362601	tl@swsc.com.cn
	郑龑	销售经理	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn