

亚厦股份 (002375)

证券研究报告

2021年09月02日

减值损失影响利润，订单结构调整或助推业绩回升

上半年营收维持高增，维持“增持”评级

近日公司发布21年半年报，21H1实现营收53.08亿元，同比+36.77%，实现归母净利润0.99亿元，同比-18.39%，扣非净利润同比-17.76%，单季来看，21Q2单季实现营收33.79亿元，同比+40.55%，实现归母净利润0.30亿元，同比-54.67%。我们认为随着装配式装修行业景气上行，充足的在手订单有望为业绩增长提供长期增长动能，维持“增持”评级。

订单结构侧重公装，建筑幕墙及智能化系统业务发展良好

新签订单方面，21H1公司累计新签订单92.75亿元，同比增长18.90%，其中公装/住宅/装饰设计/装饰制品销售59/30.33/1.31/2.11亿元，公装/住宅在手订单累计增速同比+24.21%/+10.49%，我们推测由于地产景气度不佳，公司战略侧重公装领域，后续随着订单结构不断调整，减值影响或逐渐减弱。营收分业务来看，21H1建筑装饰工程/建筑幕墙/智能化系统集成营收同比+18%/+93%/+60%，同比19H1+4%/+23%/+50%，建筑幕墙及智能化系统业务发展良好。

21Q2单季减值损失较高，是利润降低的主要原因

21H1公司毛利率13.13%，同比-2.34pct，其中建筑装饰工程/建筑幕墙为13.23%/10.05%，同比-2.25pct/-2.26pct。21H1销售/管理/研发/财务费用率2.98%/3.21%/2.84%/0.57%，同比变动-0.55/-0.68/+0.27/-0.41pct，资产及信用减值损失0.51亿元，占营收比例0.97%，同比+0.24pct，单季度来看，21Q2资产及信用减值损失1.06亿元，占营收比例3.15%，是利润降低的主要原因，21H1净利率2.04%，同比-1.19pct。收现比角度，21H1公司收现比104.41%，同比-2.39pct；付现比92.78%，同比-18.69pct；现金流角度，CFO净额-10.47亿元，同比增加0.13亿元，资产负债表角度，21H1负债率60.97%，同比+1.44pct。21H1公司总资产周转率0.24次，同比增加0.06次。

工业化装配式实力领先，维持“增持”评级

目前公司在工业化装配式方面公司已掌握成熟的运营模式，通过对材料端、生产端、设计端、施工端等多个方面的优化改良，实现对工业化装配式全产业链的精确把控。从全国各地的样板房至成都当代璞誉项目，公司已由点到面全方位向市场推广工业化装配式产品。考虑到减值损失的影响，我们下调21-23年归母净利润4.1/5.3亿元/6.3亿元（前值4.9/6.0亿元/7.3亿元），参考当前可比公司21年Wind一致预期PE均值16.81倍，认可给予公司21年25倍PE，目标价7.75元，维持“增持”评级。

风险提示：订单回款不及预期，装配式装修业务推进不及预期，在手项目执行不及预期。

财务数据和估值	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	10,785.63	10,787.35	12,762.56	14,645.09	16,540.80
增长率(%)	17.24	0.02	18.31	14.75	12.94
EBITDA(百万元)	1,166.14	931.47	1,086.63	1,377.66	1,594.71
净利润(百万元)	425.67	317.47	410.26	530.94	625.05
增长率(%)	15.41	(25.42)	29.23	29.42	17.72
EPS(元/股)	0.32	0.24	0.31	0.40	0.47
市盈率(P/E)	22.22	29.80	23.06	17.82	15.14
市净率(P/B)	1.18	1.14	1.07	1.01	0.96
市销率(P/S)	0.88	0.88	0.74	0.65	0.57
EV/EBITDA	4.29	7.18	5.63	3.93	3.24

资料来源：wind，天风证券研究所

投资评级

行业	建筑装饰/装修装饰
6个月评级	增持（维持评级）
当前价格	7.06元
目标价格	7.75元

基本数据

A股总股本(百万股)	1,340.00
流通A股股本(百万股)	1,330.99
A股总市值(百万元)	9,460.38
流通A股市值(百万元)	9,396.81
每股净资产(元)	6.25
资产负债率(%)	60.97
一年内最高/最低(元)	14.78/6.31

作者

鲍荣富 分析师
SAC执业证书编号：S1110520120003
baorongfu@tfzq.com

王涛 分析师
SAC执业证书编号：S1110521010001
wangtao@tfzq.com

王雯 联系人
wangwena@tfzq.com

朱晓辰 联系人
zhuxiaochen@tfzq.com

股价走势



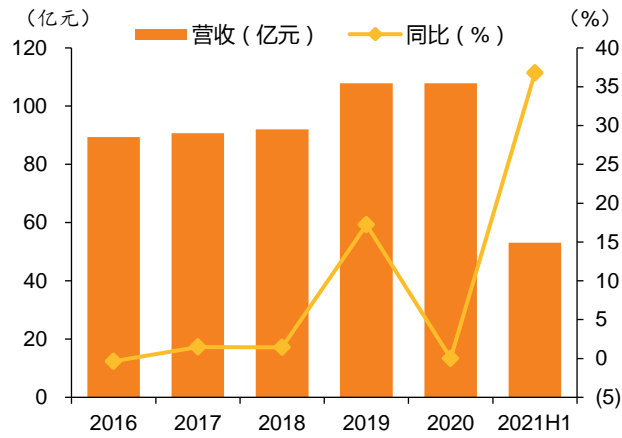
资料来源：贝格数据

相关报告

- 《亚厦股份-年报点评报告:业绩符合预期，看好后续盈利能力逐步修复》2021-04-30
- 《亚厦股份-年报点评报告:2019年营收稳健增长，龙头优势有望逐步显现》2020-04-18
- 《亚厦股份-首次覆盖报告:装配式装修率先布局，新签订单量质双升》2019-05-05

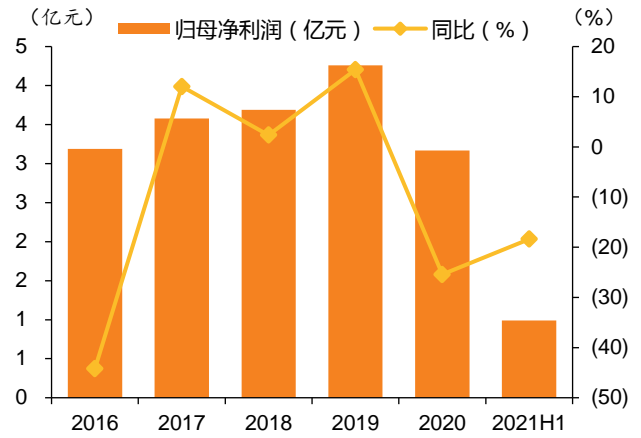
公司历年经营情况及可比公司估值

图 1：公司 2016-2021H1 营收及同比增速



资料来源：Wind、天风证券研究所

图 2：公司 2016-2021H1 归母净利润及同比增速



资料来源：Wind、天风证券研究所

表 1：可比公司估值表

证券代码	证券名称	总市值 (亿元)	当前价格 (元)	EPS (元)				PE (倍)			
				2020	2021E	2022E	2023E	2020	2021E	2022E	2023E
002541.SZ	鸿路钢构	293.95	55.98	1.52	2.16	2.80	3.50	36.79	25.87	20.01	16.02
002949.SZ	华阳国际	31.31	15.97	0.88	1.16	1.52	1.94	18.07	13.76	10.54	8.23
603030.SH	全筑股份	19.96	3.71	0.25	0.34	0.45	0.54	14.98	10.79	8.22	6.81
	平均								16.81	12.92	10.35
002375.SZ	亚厦股份	94.60	7.06	0.24	0.31	0.40	0.47	29.80	23.06	17.82	15.14

注：数据截至 20210901 收盘，除亚厦股份 21-22 年为天风预测外，其余公司 21-22 年 EPS 为 Wind 一致预测。

资料来源：Wind、天风证券研究所

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
货币资金	3,165.98	3,432.56	4,061.08	4,660.11	5,263.32
应收票据及应收账款	12,192.25	4,941.73	14,556.62	14,977.66	19,206.66
预付账款	265.93	268.94	392.99	361.18	489.45
存货	1,983.83	1,794.95	3,019.08	2,397.21	2,783.91
其他	761.55	8,142.51	974.10	859.22	1,185.39
流动资产合计	18,369.54	18,580.70	23,003.86	23,255.38	28,928.74
长期股权投资	178.46	187.42	197.42	207.42	217.42
固定资产	796.68	869.92	877.14	898.37	913.95
在建工程	103.29	20.09	48.06	76.83	76.10
无形资产	253.14	243.82	219.75	196.05	182.35
其他	1,929.02	2,305.54	1,916.39	2,055.10	2,053.93
非流动资产合计	3,260.58	3,626.80	3,258.76	3,433.78	3,443.77
资产总计	21,630.13	22,280.49	26,286.95	26,721.60	32,415.76
短期借款	1,839.02	1,645.37	1,897.01	1,992.69	2,338.75
应付票据及应付账款	9,762.51	10,108.98	13,058.51	13,337.35	17,710.73
其他	1,647.63	1,747.06	1,999.09	1,633.85	1,978.11
流动负债合计	13,249.16	13,501.42	16,954.61	16,963.89	22,027.59
长期借款	59.50	99.80	134.23	50.00	87.71
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	53.01	100.05	59.76	70.94	76.92
非流动负债合计	112.51	199.85	193.99	120.94	164.63
负债合计	13,361.68	13,701.27	17,148.59	17,084.82	22,192.22
少数股东权益	250.29	272.25	289.34	311.46	337.51
股本	1,340.00	1,340.00	1,340.00	1,340.00	1,340.00
资本公积	1,908.84	1,912.33	1,912.33	1,912.33	1,912.33
留存收益	6,868.89	7,140.98	7,509.02	7,985.32	8,546.03
其他	(2,099.56)	(2,086.33)	(1,912.33)	(1,912.33)	(1,912.33)
股东权益合计	8,268.45	8,579.22	9,138.35	9,636.77	10,223.54
负债和股东权益总计	21,630.13	22,280.49	26,286.95	26,721.60	32,415.76

现金流量表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
净利润	442.27	331.63	410.26	530.94	625.05
折旧摊销	70.26	82.60	67.89	73.69	78.84
财务费用	95.31	87.72	90.00	99.00	110.00
投资损失	(43.70)	14.16	30.00	30.00	30.00
营运资金变动	295.85	(7,727.12)	(98.53)	97.67	(334.47)
其它	(431.43)	7,765.18	37.09	42.12	46.04
经营活动现金流	428.56	554.18	536.71	873.43	555.47
资本支出	(20.63)	9.80	119.29	88.82	74.02
长期投资	12.81	8.96	10.00	10.00	10.00
其他	227.38	(32.45)	(209.63)	(256.93)	(224.84)
投资活动现金流	219.56	(13.69)	(80.34)	(158.11)	(140.81)
债权融资	1,915.53	1,995.86	2,126.22	2,163.57	2,526.46
股权融资	(280.62)	(51.81)	84.01	(99.00)	(110.00)
其他	(2,024.83)	(2,105.47)	(2,038.08)	(2,180.86)	(2,227.90)
筹资活动现金流	(389.92)	(161.43)	172.14	(116.29)	188.56
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	258.20	379.06	628.52	599.03	603.22

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入	10,785.63	10,787.35	12,762.56	14,645.09	16,540.80
营业成本	9,237.29	9,249.29	10,831.55	12,340.92	13,919.44
营业税金及附加	44.69	39.47	46.70	53.59	60.52
营业费用	305.83	277.32	328.10	376.50	425.23
管理费用	269.94	301.13	344.59	380.77	413.52
研发费用	281.57	323.26	382.88	439.35	496.22
财务费用	89.90	72.02	90.00	99.00	110.00
资产减值损失	(72.00)	87.24	(200.00)	(260.00)	(300.00)
公允价值变动收益	60.65	45.59	20.00	20.00	20.00
投资净收益	43.70	(14.16)	(30.00)	(30.00)	(30.00)
其他	(18.58)	(5.35)	420.00	540.00	620.00
营业利润	542.64	411.53	528.74	684.97	805.86
营业外收入	2.23	0.92	0.30	0.10	0.10
营业外支出	2.05	3.47	2.01	3.00	3.00
利润总额	542.82	408.99	527.03	682.07	802.96
所得税	100.55	77.35	99.68	129.00	151.87
净利润	442.27	331.63	427.35	553.07	651.09
少数股东损益	16.60	14.16	17.09	22.12	26.04
归属于母公司净利润	425.67	317.47	410.26	530.94	625.05
每股收益(元)	0.32	0.24	0.31	0.40	0.47

主要财务比率	2019	2020	2021E	2022E	2023E
成长能力					
营业收入	17.24%	0.02%	18.31%	14.75%	12.94%
营业利润	17.97%	-24.16%	28.48%	29.55%	17.65%
归属于母公司净利润	15.41%	-25.42%	29.23%	29.42%	17.72%
获利能力					
毛利率	14.36%	14.26%	15.13%	15.73%	15.85%
净利率	3.95%	2.94%	3.21%	3.63%	3.78%
ROE	5.31%	3.82%	4.64%	5.69%	6.32%
ROIC	8.09%	7.47%	9.98%	11.55%	14.08%
偿债能力					
资产负债率	61.77%	61.49%	65.24%	63.94%	68.46%
净负债率	-15.12%	-16.75%	-21.17%	-25.91%	-26.77%
流动比率	1.39	1.38	1.36	1.37	1.32
速动比率	1.24	1.25	1.18	1.23	1.19
营运能力					
应收账款周转率	0.88	1.26	1.31	0.99	0.97
存货周转率	5.79	5.71	5.30	5.41	6.39
总资产周转率	0.51	0.49	0.53	0.55	0.56
每股指标(元)					
每股收益	0.32	0.24	0.31	0.40	0.47
每股经营现金流	0.32	0.41	0.40	0.65	0.41
每股净资产	5.98	6.20	6.60	6.96	7.38
估值比率					
市盈率	22.22	29.80	23.06	17.82	15.14
市净率	1.18	1.14	1.07	1.01	0.96
EV/EBITDA	4.29	7.18	5.63	3.93	3.24
EV/EBIT	4.53	7.74	6.00	4.15	3.41

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们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，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼 邮编：430071 电话：(8627)-87618889 传真：(8627)-87618863 邮箱：research@tfzq.com	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼 邮编：201204 电话：(8621)-68815388 传真：(8621)-68812910 邮箱：research@tfzq.com	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼 邮编：518000 电话：(86755)-23915663 传真：(86755)-82571995 邮箱：research@tfzq.com