

业绩高成长，增收更增利

买入维持

经营数据:

公司2011年1-9月份实现营业总收入15.77亿元，同比增长52.71%；实现营业利润13.76亿元，同比增长64.43%；实现归属于上市公司股东的净利润为1.05亿元，同比增长60.14%；对应每股收益0.46元。

- **订单增厚及施工加速驱动收入增速创最高**。公司专注高端装饰市场，在剧院会堂及豪华酒店等代表性细分领域一直处于领先地位。不仅如此，2011年公司顺利承接了深圳滨海医院（港大深圳医院），成功切入新兴的高档医院装饰领域并树立起良好的口碑效应和先发优势，进一步拓宽了下游应用的广度和深度。由于报告期内新签订单和上年度结转订单的大幅增加以及施工进度的加快，公司营业收入同比增幅达到52.71%，以绝对优势创2008年至今的收入增速最高。
- **伴随收入的集中确认，毛利率同比首现正增长**。受施工材料及人工成本上升的影响，公司今年一季度和上半年的综合毛利率均低于2010年同期水平。下半年进入结算密集期后，公司前三季度的综合毛利率为15.83%，同比增长0.36%；净利率6.64%，同比上涨0.31%。
- **管控能力提升及超募资金利息共同降低费用率**。2011年1-9月，公司销售费用率为1.94%，同比上涨0.89%；管理费用率1.94%，同比减少0.80%；财务费用率-0.71%，同比减少0.16%。综合来看，1-9月期间费用率3.16%，同比减少0.08%。
- **经营依旧稳健**。报告期内，公司应收账款同比上涨49.54%，低于营业收入增幅；预付账款激增199.27%，除因加快施工进度增加预付原材料采购款项外，主要系公司支付观澜湖职工培训中心购房款所致。
- **风险因素**。业主方资金短缺引发的回款风险、订单金额缩减风险及项目缓建停建风险。
- **盈利预测及评级**。我们略微下调公司业绩，预计2011-2013年EPS分别为0.652元、1.09元和1.496元，对应的动态PE分别为35.2倍和21.0倍和15.3倍，维持长期“买入”评级。

主要经营指标	2009	2010	2011E	2012E	2013E
主营收入(百万)	1310.47	1508.28	2337.83	3740.54	5049.72
同比增长率	24.70%	15.09%	55.00%	60.00%	35.00%
净利润(百万)	69.06	97.00	150.01	251.39	344.46
同比增长率	37.73%	40.45%	54.65%	67.58%	37.02%
每股收益(元)	0.300	0.421	0.652	1.092	1.496
净资产收益率	6.71%	8.71%	12.21%	17.70%	20.46%

分析师

周蓉姿

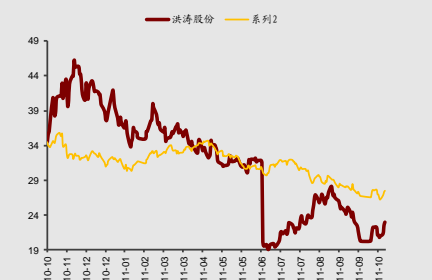
电话: 010-88085996

Email zhourongzi@hysec.com

执业证书编号: S1180210060004

联系人: 刘纯钦

市场表现



公司数据

总股本(万股)	22,500
流通股(万股)	8,045
每股净资产(元)	4.58
主要股东	刘年新
主要股东持股比例	35.76%

数据来源: 港澳资讯

利润表(百万)

	2010A	2011E	2012E	2013E
主营业务收入	1508.28	2337.83	3740.54	5049.72
减: 营业成本	1270.43	1966.12	3138.31	4226.62
营业税金及附加	50.62	78.55	125.31	168.66
销售费用	19.56	57.28	84.16	111.09
管理费用	39.38	39.74	59.85	80.80
财务费用	-8.90	-13.24	-12.28	-8.73
资产减值损失	14.75	12.00	10.00	12.00
加: 投资收益	0.00	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	122.44	197.38	335.18	459.28
加: 其他非经营损益	1.32	0.00	0.00	0.00
利润总额	123.76	197.38	335.18	459.28
减: 所得税	26.76	47.37	83.80	114.82
净利润	97.00	150.01	251.39	344.46
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00
母公司所有者净利润	97.00	150.01	251.39	344.46
现金流量表	2010A	2011E	2012E	2013E
经营性现金净流量	-66.98	143.05	150.61	372.20
投资性现金净流量	-31.73	-40.00	-30.00	-30.00
筹资性现金净流量	-52.79	-17.83	-39.42	-57.22
现金流量净额	-151.50	85.22	81.19	284.98
收益率指标	2010A	2011E	2012E	2013E
毛利率	15.77%	15.90%	16.10%	16.30%
三费/销售收入	3.32%	3.58%	3.52%	3.63%
EBIT/销售收入	7.58%	7.68%	8.43%	8.62%
EBITDA/销售收入	7.83%	8.49%	9.09%	9.17%
销售净利率	6.43%	6.42%	6.72%	6.82%
资产获利率指标	2010A	2011E	2012E	2013E
ROE	8.71%	12.21%	17.70%	20.46%
ROA	7.08%	8.69%	11.68%	13.41%
ROIC	35.80%	28.38%	41.02%	40.71%
资本结构指标	2010A	2011E	2012E	2013E
资产负债率	31.03%	40.54%	47.42%	48.12%

资产负债表(百万)

	2010A	2011E	2012E	2013E
货币资金	753.62	838.84	920.02	1205.01
应收和预付款项	744.20	1093.77	1647.04	1907.61
存货	9.69	16.85	25.00	31.36
其他流动资产	0.09	0.50	0.50	0.50
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00
投资性房地产	1.59	1.35	1.10	0.86
固定资产和在建工程	77.04	92.77	95.18	91.58
无形资产和开发支出	27.22	21.21	15.20	9.20
其他非流动资产	1.12	0.56	0.00	0.00
资产总计	1614.57	2065.85	2704.05	3246.12
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
应付和预收款项	500.92	836.16	1282.15	1560.87
其他负债	0.00	0.00	0.00	0.00
负债合计	500.92	836.16	1282.15	1560.87
股本	150.00	225.00	225.00	225.00
资本公积	736.05	661.05	661.05	661.05
留存收益	227.59	343.64	535.84	799.20
归属母公司股东权益	1113.65	1229.69	1421.89	1685.25
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00
股东权益合计	1113.65	1229.69	1421.89	1685.25
负债和股东权益合计	1614.57	2065.85	2704.05	3246.12
每股指标	2010A	2011E	2012E	2013E
每股收益	0.421	0.659	1.092	1.496
每股经营性现金流	-0.291	0.621	0.654	1.617
增长率指标	2010A	2011E	2012E	2013E
销售收入增长率	15.09%	55.00%	60.00%	35.00%
EBIDA 增长率	31.66%	70.05%	69.17%	36.32%
净利润增长率	40.45%	54.65%	67.58%	37.02%
经营营运资本增长率	114.48%	23.62%	49.27%	13.48%
估值指标	2010A	2011E	2012E	2013E
PE	54.48	35.23	21.02	15.34
PB	4.74	4.30	3.72	3.14
EV/EBITDA	23.78	22.73	13.38	9.42

资料来源: 宏源证券

分析师简介：

分析师姓名：周蓉姿，宏源证券研究所建筑工程行业研究员，东北大学管理学硕士，2007 年加盟宏源证券研究所。

主要研究覆盖公司：棕榈园林、金螳螂、亚厦股份、洪涛股份、中国建筑、延长化建、东华科技、中材国际、中国化学、鸿路钢构、江河幕墙等。

机构销售团队

	郭振举	牟晓凤	孙利群	
华北区域	010-88085798 guozhenju@hysec.com	010-88085111 muxiaofeng@hysec.com	010-88085756 sunliqun@hysec.com	
华东区域	张璐 010-88085978 zhangjun3@hysec.com	王俊伟 021-51782236 wangjunwei@hysec.com	赵佳 010-88085291 zhaojia@hysec.com	奚曦 021-51782067 xixi@hysec.com
华南区域	崔秀红 010-88085788 cuixuhong@hysec.com	贾浩森 010-88085279 jiahaosen@hysec.com	雷增明 010-88085989 leizengming@hysec.com	罗云 010-88085760 luoyun@hysec.com
重点机构	曾利洁 010-88085991 zenglijie@hysec.com			

宏源证券评级说明：

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。以报告发布日后 6 个月内的公司股价（或行业指数）涨跌幅相对同期的上证指数的涨跌幅为标准。

类别	评级	定义
股票投资评级	买入	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 20%以上
	增持	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 5%~20%
	中性	未来 6 个月内与沪深 300 指数偏离-5%~+5%
	减持	未来 6 个月内跑输沪深 300 指数 5%以上
行业投资评级	增持	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 5%以上
	中性	未来 6 个月内与沪深 300 指数偏离-5%~+5%
	减持	未来 6 个月内跑输沪深 300 指数 5%以上

免责条款：

本报告分析及建议所依据的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所依据的信息和建议不会发生任何变化。我们已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，不构成任何投资建议。投资者依据本报告提供的信息进行证券投资所造成的一切后果，本公司概不负责。

本公司所隶属机构及关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能争取为这些公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

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、复制和发布。