

装饰装修
署名人: 李凡

S0960511030012

0755-82026745

lifan@china-invs.cn

参与人: 傅盈

S0960111090125

0755-82026848

fuying@china-invs.cn

6-12个月目标价: 29.50元

当前股价: 23.90元

评级调整: 首次评级

基本资料

上证综合指数	2388.59
总股本(百万)	80
流通股本(百万)	20
流通市值(亿)	4
EPS	0.83
每股净资产(元)	3.28
资产负债率	68.24%

股价表现

(%)	1M	3M	6M
瑞和股份	-2.39	16.82	-8.40
建筑建材	0.62	10.06	-5.97
沪深300指数	-0.12	6.42	1.69


相关报告
瑞和股份
002620
推荐
期待高速增长

瑞和股份4月25日披露2011年年报: 2011年度营业总收入13.14亿元, 同比增长29.79%; 归属上市公司股东净利润0.68亿元, 同比增长13.28%; 基本每股收益1.05元, 同比增长3.96%; 低于我们之前预期。

投资要点:

- **设计营收规模高速增长。**瑞和股份2011年营收和净利润同比增速29.79%和13.28%, 比上市前两年有所放缓; 其中装饰施工营收同比增长29.23%, 设计营收同比增长73.73%; 我们认为设计收入的高速增长有助于公司未来承接更多的施工订单, 为未来高速增长提供前期支撑。
- **各项业务毛利率有所提高。**公司2011年实现综合毛利率13.90%, 其中施工毛利率13.81%, 设计毛利率21.42%, 比2010年高约7个百分点; 我们认为综合毛利率有望在上市后随着品牌效应的体现而逐步提高, 追赶可比上市公司, 而设计业务收入和利润双增长有利于公司品牌的积淀。
- **区域扩张加快, 未来成长可期。**瑞和股份2011年华北、华南、华中区域营收同比增长分别为186.83%, 92.75%, 89.17%, 公司全国布局进一步完善, 有助于形成新的营收增长点, 但对公司的综合管理形成挑战; 我们认为随着公司募投项目的逐步推进和超募资金的有效使用, 公司未来成长有望加速。
- **我们的判断:**公司在2012年将加快拓展全国市场, 募投项目将于年底全面投产, 助力公司加速成长; 公司有望加强项目管理和现金流管理, 费用率有望持续下降, 建议投资者关注二季度公司新签订单增速与综合毛利率的变化。
- **预计公司2012年-2014年EPS分别为1.18、1.67、2.52元, 对应PE分别为20x、14x、9x; 给予公司“推荐”评级。**

风险提示:

- 新签订单增速下滑和公司管理瓶颈。

主要财务指标

单位: 百万元	2011	2012E	2013E	2014E
营业收入	1314	1776	2489	3485
收入同比(%)	30%	35%	40%	40%
归属母公司净利润	68	97	138	208
净利润同比(%)	13%	42%	42%	51%
毛利率(%)	13.9%	14.2%	14.8%	15.4%
ROE(%)	8.2%	10.5%	13.1%	16.8%
每股收益(元)	0.83	1.18	1.67	2.52
P/E	27.81	19.55	13.78	9.13
P/B	2.29	2.05	1.81	1.53
EV/EBITDA	13	9	6	4

资料来源: 中投证券研究所

附：财务预测表
资产负债表

会计年度	2011	2012E	2013E	2014E
流动资产	1463	1760	2007	2533
现金	670	622	535	534
应收账款	663	941	1195	1603
其他应收款	22	30	42	59
预付账款	23	40	49	62
存货	79	122	180	268
其他流动资产	5	6	6	6
非流动资产	61	288	303	291
长期投资	0	0	0	0
固定资产	20	243	259	240
无形资产	11	11	12	11
其他非流动资产	31	34	32	40
资产总计	1524	2049	2309	2824
流动负债	695	1120	1259	1582
短期借款	0	124	0	0
应付账款	567	838	1060	1327
其他流动负债	128	158	199	255
非流动负债	0	0	0	0
长期借款	0	0	0	0
其他非流动负债	0	0	0	0
负债合计	695	1120	1259	1582
少数股东权益	0	0	0	0
股本	80	83	83	83
资本公积	603	603	603	603
留存收益	144	243	365	556
归属母公司股东权益	829	929	1050	1242
负债和股东权益	1524	2049	2309	2824

现金流量表

会计年度	2011	2012E	2013E	2014E
经营活动现金流	26	44	67	2
净利润	68	97	138	208
折旧摊销	3	11	20	21
财务费用	-2	-16	-14	-17
投资损失	0	0	0	0
营运资金变动	-64	-46	-72	-206
其他经营现金流	21	-2	-4	-4
投资活动现金流	-288	-235	-28	-2
资本支出	16	233	26	0
长期投资	0	0	1	1
其他投资现金流	-272	-2	-2	-1
筹资活动现金流	536	143	-126	0
短期借款	-30	124	-124	0
长期借款	0	0	0	0
普通股增加	20	3	0	0
资本公积增加	542	0	0	0
其他筹资现金流	5	16	-2	0
现金净增加额	275	-49	-87	0

利润表

会计年度	2011	2012E	2013E	2014E
营业收入	1314	1776	2489	3485
营业成本	1131	1523	2120	2949
营业税金及附加	45	61	87	122
营业费用	4	6	9	13
管理费用	28	39	57	77
财务费用	-2	-16	-14	-17
资产减值损失	22	32	45	61
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	0	0	0	0
营业利润	86	131	185	280
营业外收入	5	0	0	0
营业外支出	0	0	0	0
利润总额	91	131	185	280
所得税	22	34	47	72
净利润	68	97	138	208
少数股东损益	0	0	0	0
归属母公司净利润	68	97	138	208
EBITDA	87	125	191	284
EPS (元)	0.85	1.18	1.67	2.52

主要财务比率

会计年度	2011	2012E	2013E	2014E
成长能力				
营业收入	29.8%	35.2%	40.2%	40.0%
营业利润	10.6%	51.8%	41.8%	50.9%
归属于母公司净利润	13.3%	42.2%	41.9%	51.0%
获利能力				
毛利率	13.9%	14.2%	14.8%	15.4%
净利率	5.2%	5.5%	5.5%	6.0%
ROE	8.2%	10.5%	13.1%	16.8%
ROIC	43.7%	20.4%	25.6%	28.5%
偿债能力				
资产负债率	45.6%	54.7%	54.5%	56.0%
净负债比率	0.00%	11.04%	0.00%	0.00%
流动比率	2.11	1.57	1.59	1.60
速动比率	1.99	1.46	1.45	1.43
营运能力				
总资产周转率	1.23	0.99	1.14	1.36
应收账款周转率	3	2	2	2
应付账款周转率	2.59	2.17	2.23	2.47
每股指标 (元)				
每股收益(最新摊薄)	0.83	1.18	1.67	2.52
每股经营现金流(最新摊薄)	0.32	0.53	0.81	0.03
每股净资产(最新摊薄)	10.04	11.24	12.71	15.03
估值比率				
P/E	27.81	19.55	13.78	9.13
P/B	2.29	2.05	1.81	1.53
EV/EBITDA	13	9	6	4

资料来源：中投证券研究所，公司报表，单位：百万元

投资评级定义

公司评级

- 强烈推荐：** 预期未来 6~12 个月内股价升幅 30% 以上
推荐： 预期未来 6~12 个月内股价升幅 10%~30%
中性： 预期未来 6~12 个月内股价变动在 ±10% 以内
回避： 预期未来 6~12 个月内股价跌幅 10% 以上

行业评级

- 看好：** 预期未来 6~12 个月内行业指数表现优于市场指数 5% 以上
中性： 预期未来 6~12 个月内行业指数表现相对市场指数持平
看淡： 预期未来 6~12 个月内行业指数表现弱于市场指数 5% 以上

研究团队简介

李凡，中投证券研究所建材行业首席分析师，管理学硕士，4 年行业从业经验，7 年证券行业从业经验。

傅盈，中投证券研究所建筑行业分析师，工科硕士，4 年行业从业经验，2011 年加入中投证券研究所。

免责条款

本报告由中国中投证券有限责任公司（以下简称“中投证券”）提供，旨在派发给本公司客户使用。中投证券是具备证券投资咨询业务资格的证券公司。未经事先书面同意，本报告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。

本报告基于中投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。中投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。

本公司及其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，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。

本报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券的买卖出价。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报告所载之内容和信息，独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员不对使用本报告而引致的任何直接或间接损失负任何责任。

中国中投证券有限责任公司研究所

公司网站：<http://www.china-invs.cn>

深圳市

深圳市福田区益田路 6003 号荣超商务中心 A 座 19 楼
邮编：518000
传真：(0755) 82026711

北京市

北京市西城区太平桥大街 18 号丰融国际大厦 15 层
邮编：100032
传真：(010) 63222939

上海市

上海市静安区南京西路 580 号南证大厦 16 楼
邮编：200041
传真：(021) 62171434