

行业景气不改，继续踏浪前行

买入维持

投资要点:

- 📖 下游需求依然旺盛
- 📖 新签订单高速增长
- 📖 盈利能力步入上升通道

- **下游公装需求依然旺盛。**2012年前4个月，公司新签订单增同比增长50%以上，调控不改公共装饰的旺盛需求。五星级酒店，根据中国旅游饭店业协会预测，未来3年至少可保持15.4%的复合增长率；高档写字楼：市场容量大、客户分散，遍布于政府、民企、央企，例如相当比例的公司上市后有新建办公楼的计划；大剧院，今明两年全国至少有20家大型剧场建成并交付使用；高档医院，公司承建深圳滨海医院时，接待了数十家未来有意愿新建医院的客户考察，预计高档医院将是装饰行业的又一重量级需求领域。
- **积极开拓内外装一体化项目。**业主方大多不具备协调多个单位同时施工的经验，有将各类施工业务整合，交由一个或几个施工主体统一管理以缩减管理幅度的需求，因此未来内外装一体化将是建筑装饰行业的发展方向。公司计划2012年新签10个内外装一体化项目，一体化项目毛利率高于单纯内部装饰。截至4月份，公司已经签订4个订单，收入确认情况良好。
- **所得税率下调空间大。**公司2011-2012年所得税率分别为24%和25%，远高出金螳螂和亚厦股份的15%，公司正在积极申请税率优惠，预计今明两年内有望落实，届时将成为推动业绩增长的又一利器。
- **我们的观点：**公司收入基数低，订单敏感性、业绩弹性高；部门副经理以上人员基本都在限制性股票激励范围之内，2012年6月份进入行权期，释放业绩动力充分。我们预计，公司2012-2014年EPS为0.51元、0.75元和1.06元，维持“买入”评级。

主要经营指标	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E
主营收入(百万)	1508.28	2167.73	3359.98	4771.17	6488.79
同比增长率	15.09%	43.72%	55.00%	42.00%	36.00%
净利润(百万)	97.00	136.10	236.25	342.85	486.93
同比增长率	40.45%	40.31%	73.59%	45.12%	42.03%
每股收益(元)	0.211	0.296	0.513	0.745	1.059
净资产收益率	8.71%	10.45%	15.64%	18.92%	21.73%

建筑工程行业高级分析师

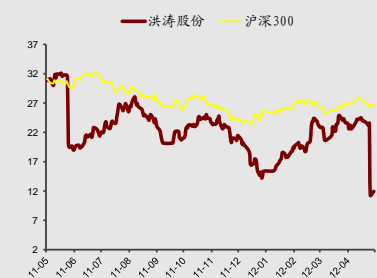
周蓉姿

电话: 010-88085996

Email zhourongzi@hysec.com

执业证书编号: S1180210060004

市场表现



公司数据

总股本(万股)	46,050
流通股(万股)	16,091.35
每股净资产(元)	5.87
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

相关研究

1. 跟踪报告: 经营稳健, 后劲十足
2. 跟踪报告: 高端装饰王者厚积薄发

一、公共装饰业务受调控影响较小

公司主营的公共装饰业务受调控波及较小，商业地产周转速度快于住宅，并可将生地转换为熟地，提高后续住宅售价。目前看，以五星级酒店、高档写字楼及大型商场为代表的商业地产需求仍然旺盛。

二、公装需求依然旺盛

公司的公装业务主要涉足豪华酒店、高档写字楼、大剧院、医院、等行业。2012年1-4月份，同比增长50%以上，其中酒店、写字楼、大剧院、医院订单占比分别为45-50%、20-25%、10%和10%。基建领域中，有少量机场订单，铁道部影响力较大的高铁和城铁项目获取难度较大。

➤ 豪华酒店

从2012年1-4月份新签订单看，五星级酒店占新签总额的45-50%，好于公司11年底的预期，调控影响不明显。目前，五星级酒店和快捷酒店的入住率都很高，与三星级、四星级酒店有所分化。根据中国旅游饭店业协会预测，五星级酒店未来3年至少可保持15.4%的复合增长率

➤ 高端写字楼

公司目标为高档写字楼业务占比20-25%，该领域的需求特点为容量大、客户分散，遍布于政府、民企、央企，例如华为，每年都与公司合作1-2亿元订单。写字楼是这些客户近几年投资项目中最为看重的部分之一，立项之前多方考察，公司过往项目的标杆效应和良好的品牌效应为拓展客户、承接订单带来优势。政府公开招标时，会设立门槛让实力较强的几家目标装饰企业入围，根据项目规模，通常邀请4-8家企业投标，并分标段招投标，若能拿到40%的工程份额非常不容易。

全国真正意义上的甲级写字楼不足30座，公司正在承建的深交所新址便是其中一座，总层高46层，公司负责1-44层核心办公区域及45-46层会所区的装饰工程。目前每年约有300家公司在深交所上市，现有办公区仅能完成敲钟功能，而新址拥有会晤区和酒会招待区，上市公司可以在新址一站式完成上市敲钟、酒会等所有流程。

有相当比例的公司上市后会考虑新建办公楼，深交所工程的标杆示范效应，使他们成为洪涛股份有效的潜在客户。

➤ 大剧院

据统计，今明两年全国至少有20家大型剧场建成并交付使用，预计投资规模在160亿元以上，公司在高端剧院装饰领域拥有绝对优势地位。

➤ 高档医院

医院项目的招标环境显著改善。以往土建项目的决定权多集中于院长、党委书记手中，价格是首要考虑因素，现在项目招标上升到市级政府，公司的过往项目的示范效应得到发

挥。公司承建深圳滨海医院时，接待了数十家未来有意愿新建的医院客户考察，高档医院将是装饰行业的又一重量级需求领域。

三、内装、外装一体化将是发展趋势

大部分业主方难以控制多个单位同时进场施工的局面，需要一个或多个总包商角色进行协调，以降低管理幅度、提高管理效率，因此内外装一体化是建筑装饰行业的未来发展趋势。公司计划 2012 年新签 10 个内外装一体化项目，一体化项目毛利率要高于单纯的内部装饰。截至 4 月份，公司已经签订 4 个订单，上半年一体化项目收入确认情况良好。

四、收现比为何远高于园林企业

公司合同约定较为严格，施工进度款 75%，项目完工款 80-85%，因此正常情况下收现比均不会低于这个数字，今年一体化项目占比提升可能会使收现比有所下降。约定的 3-5%质保金，公司积极进行回款工作，目前看还鲜有违约情况。虽然园林公司的业主方也多为开发商，但合同条款结束相对较弱。这是由于工程完工时，风险尚未完全转嫁，苗木能存活多久还尚待观察，高档树苗需要观察 3-5 年。

五、人员队伍足以支撑全国扩张战略

以往公司在省外设立分支机构，主要目的是解决当地市场的准入问题，优先选用当地人、看重其人脉关系，对综合素质要求不高。另外，有些派驻人员虽然不适合做项目经理，但具备较好的营销才能。

经过多年积累，目前公司营销人员配备充足；项目经理多为自行培养，去年公告有 100 多名，而执行项目中尚有许多没有考取证书但实际能力胜任项目经理职位的人员。小项目，一个项目经理配备 6-7 人，大项目配备 20 人。按此计算，现有人员能支撑的收入规模为 56 亿元。

为保证营收规模的持续扩张，公司加大了人员招聘力度，以往每年招收本科生 20-30 人，近两年扩招至 30-40 人，新员工在入司前三年内实行轮岗，接受传统的师傅“传帮带”及正规培训，每年有 10-20 人参加项目经理资格考试，通过率为 70-80%，远远超过全国 10%左右的平均通过率。

六、暂无拓展海外业务的规划

公司认为国内市场需求充分，海外业务存在地域文化、税收等多方面的不确定性，暂时不考虑拓展。已承接的老挝万象 2012 亚欧峰会官邸项目是由中工国际分包的，风险由中工国际承担。

七、有望获得所得税优惠

公司正在申请所得税优惠，预计今年或者明年将会落实。由于所得税率优惠有期限，在公司业绩高速增长、绝对规模较大时降低税率会更有经济效益。

我们的观点：

- 下游需求旺盛：从公司跟踪的项目看，五星级酒店、高档写字楼、大剧院及高档医院的需求增速乐观，3月份以来房地产行业进入去库存期，开发商回笼资金利好下游装饰行业；
- 新签增速出众：1-4月，公司新签订单总额同比增长50%以上；
- 盈利持续提升：部品部件工厂化、承接内外装一体化项、内部管理水平的提高共同驱动公司毛利率稳步提升；
- 营销网络完善：截至11年底，公司在全国成立了32个营销中心，覆盖了除西藏之外的全部大陆区域，是公司后续高增长的坚实基础和土壤；
- 所得税优惠申请成功后将大幅推动业绩成长。

我们预计，公司2012-2014年EPS为0.51元、0.75元和1.06元。公司收入基数低，订单敏感性、业绩弹性高；部门副经理以上人员基本都在限制性股票激励范围内，2012年6月1日开始第一期行权，释放业绩动力充分。综上，维持“买入”评级。

利润表(百万)

	2011A	2012E	2013E	2014E
主营业务收入	2167.73	3359.98	4771.17	6488.79
减：营业成本	1822.56	2812.30	3979.16	5398.68
营业税金及附加	73.29	113.23	160.79	218.67
销售费用	47.78	65.52	90.65	116.80

资产负债表(百万)

	2011A	2012E	2013E	2014E
货币资金	663.73	808.18	976.02	1214.23
应收和预付款项	1044.53	1244.30	1644.85	2117.46
存货	23.53	32.72	45.31	60.55
其他流动资产	0.00	0.00	0.00	0.00

管理费用	45.79	60.48	83.97	107.07	长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00
财务费用	-13.01	-16.56	-10.53	-11.66	投资性房地产	3.03	3.03	3.03	3.03
资产减值损失	12.44	10.00	10.00	10.00	固定资产和在建工程	143.11	161.83	175.21	168.26
加: 投资收益	0.00	0.00	0.00	0.00	无形资产和开发支出	28.68	28.68	28.68	28.68
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他非流动资产	4.25	2.13	0.00	0.00
营业利润	178.88	315.01	457.13	649.24	资产总计	1910.86	2280.86	2873.10	3592.22
加: 其他非经营损益	0.26	0.00	0.00	0.00	短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	179.14	315.01	457.13	649.24	应付和预收款项	607.94	770.03	1060.56	1351.18
减: 所得税	43.04	78.75	114.28	162.31	其他负债	0.00	0.00	0.00	0.00
净利润	136.10	236.25	342.85	486.93	负债合计	607.94	770.03	1060.56	1351.18
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	股本	230.25	460.50	460.50	460.50
母公司所有者净利润	136.10	236.25	342.85	486.93	资本公积	731.48	501.23	501.23	501.23
现金流量表	2011A	2012E	2013E	2014E	留存收益	341.19	549.10	850.80	1279.31
经营性现金净流量	-42.56	196.24	228.91	297.01	归属母公司股东权益	1302.93	1510.83	1812.54	2241.04
投资性现金净流量	-79.47	-40.00	-40.00	-25.00	少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00
筹资性现金净流量	38.30	-11.79	-21.07	-33.79	股东权益合计	1302.93	1510.83	1812.54	2241.04
现金流量净额	-83.73	144.44	167.84	238.21	负债和股东权益合计	1910.86	2280.86	2873.10	3592.22
收益率指标	2011A	2012E	2013E	2014E	每股指标	2011A	2012E	2013E	2014E
毛利率	15.92%	16.30%	16.60%	16.80%	每股收益	0.296	0.513	0.745	1.059
三费/销售收入	3.72%	3.26%	3.44%	3.27%	每股经营性现金流	-0.185	0.852	0.994	1.290
EBIT/销售收入	8.26%	8.88%	9.16%	9.63%	增长率指标	2011A	2012E	2013E	2014E
EBITDA/销售收入	8.46%	9.28%	9.55%	9.96%	销售收入增长率	43.72%	55.00%	42.00%	36.00%
销售净利率	6.28%	7.03%	7.19%	7.50%	EBIDA 增长率	55.24%	70.05%	46.16%	41.85%
资产获利率指标	2011A	2012E	2013E	2014E	净利润增长率	40.31%	73.59%	45.12%	42.03%
ROE	10.45%	15.64%	18.92%	21.73%	经营营运资本增长率	69.52%	22.45%	30.36%	33.09%
ROA	9.37%	13.08%	15.21%	17.39%	估值指标	2011A	2011E	2012E	2014E
ROIC	28.37%	27.55%	33.74%	38.45%	PE	38.23	22.01	15.16	10.67
资本结构指标	2011A	2012E	2013E	2014E	PB	3.99	3.44	2.87	2.32
资产负债率	31.81%	33.76%	36.91%	37.61%	EV/EBITDA	11.51	14.14	9.68	6.72

分析师简介：

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。如引用、刊发，需注明出处为宏源证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。