

高端装饰强者，业绩增速亮眼

买入维持

经营数据:

公司2012上半年实现营业收入12.22亿元，同比增长40.63%；实现营业利润10,311.49万元，同比增长68.53%；实现归属于上市公司股东的净利润为7,779.09万元，同比增长66.13%；对应每股收益0.17元。

- **营收规模快速扩张。**2012 上半年，公司华北、华中、西南、东北四区域的收入快速增长，带动总营收同增 40.63%。为了保证持续性扩张，公司加快了募投项目的建设速度，部件工厂化项目全面投产，成建制分支机构已达 39 家，扎实的终端渠道建设必将推动营销工作的全面爆发。
- **盈利能力大幅提升。**中报显示，公司综合毛利率 16.42%，同比大幅增厚 1.92%；期间费用率 3.71%，同增 0.39%，主要系财务费用率有去年同期的-0.79%提高到-0.39%，销售和管理费用率为 1.99%、2.11%，分别同比降低 0.25%和上升 0.24%
- **高端装饰领域优势地位稳固。**报告期内，公司设计施工了包括武汉中央文化区秀场、泸州大剧院等 12 项剧院会堂类装饰项目，保持了在这一高端细分市场内的领先优势。公司同时承接了 27 项五星级酒店的设计和施工，其中 12 项由喜达屋、洲际、希尔顿等世界知名酒店连锁集团管理。此外，公司还承接了一批国际一流的地标性项目，如深圳 T3 航站楼、济南省会文化艺术中心等。公司在铁路、机场、医院、商业类领域也均有斩获，实现了高端装饰市场的全面发展。
- **顺利试水总承包模式。**公司完成深圳麒麟山庄贵宾楼改造后，又以 EPC 模式承接北京华为大厦改造、郑州天鹅城国际大酒店设计施工一体化等总承包工程，为将来 BT/ERP 储备了具备先发优势的品牌和资源。
- **盈利预测及评级。**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，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: S1180050120006

市场表现



公司数据

总股本(万股)	46,037.4
流通股(万股)	16,091.35
每股净资产(元)	2.94
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
3. 跟踪报告: 行业景气不改, 继续踏浪前行

利润表(百万)					资产负债表(百万)				
	2011A	2012E	2013E	2014E		2011A	2012E	2013E	2014E
主营业务收入	2167.73	3359.98	4771.17	6488.79	货币资金	663.73	808.18	976.02	1214.23
减: 营业成本	1822.56	2812.30	3979.16	5398.68	应收和预付款项	1044.53	1244.30	1644.85	2117.46
营业税金及附加	73.29	113.23	160.79	218.67	存货	23.53	32.72	45.31	60.55
销售费用	47.78	65.52	90.65	116.80	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	48.01	27.64	19.04	13.40
资本结构指标	2011A	2012E	2013E	2014E	PB	5.02	4.32	3.60	2.91
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

华北区域	牟晓凤 010-88085111 muxiaofeng@hysec.com	李倩 010-88083561 liqian@hysec.com	王燕妮 010-88085993 wangyanni@hysec.com	张瑶 010-88013560 zhangyao@hysec.com	
华东区域	张璐 010-88085978 zhangjun3@hysec.com	赵佳 010-88085291 zhaojia@hysec.com	奚曦 021-51782067 xixi@hysec.com	孙利群 010-88085756 sunliqun@hysec.com	李岚 02151782236 lilan@hysec.com
华南区域	夏苏云 13631505872 xiasuyun@hysec.com	贾浩森 010-88085279 jiahaosen@hysec.com	罗云 010-88085760 luoyun@hysec.com	赵越 18930809316 zhaoyue@hysec.com	孙婉莹 0755-82934785 sunwanying@hysec.com
QFII	覃汉 010-88085842 qinhan@hysec.com	胡玉峰 010-88085843 huyufeng@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。