

# 业绩低于预期,期待 4 季度迎头赶上

## 买入维持

### 经营数据:

公司2012年1-9月实现营业收入21.55亿元,同比增长40.63%;实现营业利润1.86亿元,同比增长34.89%;实现归属于上市公司股东的净利润为1.39亿元,同比增长32.85%;对应每股收益0.30元。

### 我们的观点:

- **营销网络遍布全国。**2012 上半年,公司在全国的分支机构就已达 39 家,除华南、华东市场外,华北、华中、西南、东北四区域的收入快速增长,扎实的终端渠道建设推动营销业绩的全面爆发。
- **盈利能力较为稳定。**三季报显示,公司综合毛利率 16.45%,同比增厚 0.62%;期间费用率 3.46%,同增 0.30%,主要系财务费用率和管理费用率均较去年同期有所提升,分别增多 0.41%和 0.09%,销售费用率 1.73%,同降 0.21%;由于所得税率由去年的 24%升至 25%,因此报告期内公司净利率为 6.45%,同比下降 0.19 个百分点。
- **新项目拓展顺利。**报告期内,公司新增项目工程较去年同期大幅增长,其他应收款金额 1.19 亿元,同比增幅达 64.48%;单体项目金额过亿元项目的比重提高以及更高效的利用供应商信用,使应收账款同比增加 55.32%;预付款同比激增 166.46%,主要用于采购工程原材料以及海南、北京两地的购房预付款。
- **风险因素。**工程进展不顺利引发收入确认及回款低于预期。
- **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。我们略微调低公司业绩预期,预计 2012-2014 年 EPS 为 0.48 元、0.73 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	3034.82	4552.23	6373.12
同比增长率	15.09%	43.72%	40.00%	50.00%	40.00%
净利润(百万)	97.00	136.10	220.30	334.81	488.57
同比增长率	40.45%	40.31%	61.86%	51.98%	45.92%
每股收益(元)	0.211	0.296	0.479	0.727	1.061
净资产收益率	8.71%	10.45%	14.72%	18.69%	21.99%

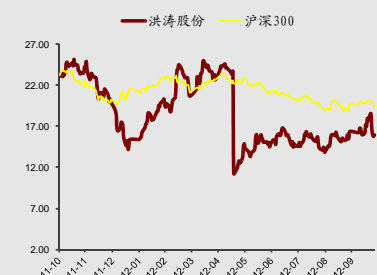
### 建筑工程行业高级分析师

周蓉姿 ( S1180050120006 )

电话: 010-88085996

Email zhourongzi@hysec.com

### 市场表现



### 公司数据

总股本(万股)	46,037.4
流通股(万股)	16,399.15
每股净资产(元)	3.08
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

《经营稳健,后劲十足》

2011.08.18

《高端装饰王者厚积薄发》

2012.04.20

《行业景气不改,继续踏浪前行》

2012.05.23

《高端装饰强者,业绩增速亮眼》

2012.08.28

**利润表(百万)**

	2011A	2012E	2013E	2014E
<b>主营业务收入</b>	2167.73	3034.82	4552.23	6373.12
减: 营业成本	1822.56	2532.56	3787.46	5289.69
营业税金及附加	73.29	102.27	153.41	214.77
销售费用	47.78	59.18	86.49	114.72
管理费用	45.79	54.63	80.12	105.16
财务费用	-13.01	-17.55	-11.67	-12.64
资产减值损失	12.44	10.00	10.00	10.00
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
<b>营业利润</b>	178.88	293.73	446.42	651.42
加: 其他非经营损益	0.26	0.00	0.00	0.00
<b>利润总额</b>	179.14	293.73	446.42	651.42
减: 所得税	43.04	73.43	111.60	162.86
<b>净利润</b>	136.10	220.30	334.81	488.57
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>母公司所有者净利润</b>	136.10	220.30	334.81	488.57
<b>现金流量表</b>	<b>2011A</b>	<b>2012E</b>	<b>2013E</b>	<b>2014E</b>
经营性现金净流量	-28.58	281.19	113.57	414.19
投资性现金净流量	-79.47	-40.00	-40.00	-25.00
筹资性现金净流量	38.30	-8.89	-19.41	-33.24
<b>现金流量净额</b>	-69.75	232.30	54.16	355.95
<b>收益率指标</b>	<b>2011A</b>	<b>2012E</b>	<b>2013E</b>	<b>2014E</b>
毛利率	15.92%	16.55%	16.80%	17.00%
三费/销售收入	3.72%	3.17%	3.40%	3.25%
EBIT/销售收入	7.62%	9.10%	9.35%	9.82%
EBITDA/销售收入	7.82%	10.10%	10.13%	10.43%
销售净利率	6.28%	7.26%	7.35%	7.67%
<b>资产获利率指标</b>	<b>2011A</b>	<b>2012E</b>	<b>2013E</b>	<b>2014E</b>
ROE	10.45%	14.72%	18.69%	21.99%
ROA	8.64%	12.92%	14.69%	17.98%
ROIC	26.14%	25.49%	37.84%	38.95%
<b>资本结构指标</b>	<b>2011A</b>	<b>2012E</b>	<b>2013E</b>	<b>2014E</b>
资产负债率	31.81%	29.99%	38.17%	36.21%

**资产负债表(百万)**

	2011A	2012E	2013E	2014E
货币资金	663.73	896.03	950.20	1306.14
应收和预付款项	1044.53	1036.12	1726.81	1970.39
存货	23.53	27.12	47.14	56.58
其他流动资产	0.00	0.00	0.00	0.00
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00
投资性房地产	3.03	2.54	2.05	1.56
固定资产和在建工程	143.11	151.85	155.26	138.33
无形资产和开发支出	28.68	22.24	15.79	9.35
其他非流动资产	4.25	2.13	0.00	0.00
<b>资产总计</b>	1910.86	2138.02	2897.25	3482.36
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
应付和预收款项	607.94	641.24	1105.83	1260.99
其他负债	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>负债合计</b>	607.94	641.24	1105.83	1260.99
股本	230.25	460.50	460.50	460.50
资本公积	731.48	501.23	501.23	501.23
留存收益	341.19	535.06	829.69	1259.63
<b>归属母公司股东权益</b>	1302.93	1496.79	1791.42	2221.36
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>股东权益合计</b>	1302.93	1496.79	1791.42	2221.36
<b>负债和股东权益合计</b>	1910.86	2138.02	2897.25	3482.36
<b>每股指标</b>	<b>2011A</b>	<b>2012E</b>	<b>2013E</b>	<b>2014E</b>
每股收益	0.296	0.479	0.727	1.061
每股经营性现金流	-0.062	0.611	0.247	0.900
<b>增长率指标</b>	<b>2011A</b>	<b>2012E</b>	<b>2013E</b>	<b>2014E</b>
销售收入增长率	43.72%	40.00%	50.00%	40.00%
EBIDA 增长率	43.41%	80.92%	50.50%	44.14%
净利润增长率	40.31%	61.86%	51.98%	45.92%
经营营运资本增长率	69.52%	4.93%	55.28%	23.59%
<b>估值指标</b>	<b>2011A</b>	<b>2011E</b>	<b>2012E</b>	<b>2014E</b>
PE	54.02	33.37	21.96	15.05
PB	5.64	4.91	4.10	3.31
EV/EBITDA	18.81	21.86	14.67	9.86

**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**

区域	姓名	电话	手机	邮箱
华北区域	牟晓凤	010-88085111	18600910607	muxiaofeng@hysec.com
	李倩	010-88083561	13631508075	liqian@hysec.com
	王燕妮	010-88085993	13911562271	wangyanni@hysec.com
	张瑶	010-88013560	13581537296	zhangyao@hysec.com
华东区域	张珺	010-88085978	13801356800	zhangjun3@hysec.com
	赵佳	010-88085291	18611796242	zhaojia@hysec.com
	奚曦	021-51782067	13621861503	xixi@hysec.com
	孙利群	010-88085756	13910390950	sunliqun@hysec.com
	李岚	021-51782236	13917179275	lilan@hysec.com
华南区域	夏苏云		13631505872	xiasuyun@hysec.com
	贾浩森	010-88085279	13661001683	jjahaosen@hysec.com
	罗云	010-88085760	13811638199	luoyun@hysec.com
	赵越		13424300435	zhaoyue@hysec.com
	孙婉莹	0755-82934785	18682185141	sunwanying@hysec.com
QFII	覃汉	010-88085842	18810805988	qinhan@hysec.com
	胡玉峰	010-88085843	15810334409	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。