

成长不改，静候佳绩

买入 维持

经营数据:

公司 2012 年实现营业总收入 28.42 亿元，同比增长 31.09%；实现营业利润 2.75 亿元，同比增长 53.60%；实现归属于上市公司股东的净利润为 2.04 亿元，同比增长 50.24%；对应每股收益 0.44 元。每 10 股转增 5 股，派现 0.6 元（含税）。

- **收入快速增长，盈利能力大幅提升。**报告期内，公司加快施工进度，营业收入同比增长 31.09%，但设计业务收入及毛利率均有所下滑，分别同降 8.81%和 2.05%；公司注重节约经营成本，综合毛利率同比提升 2.24 个百分点至 18.16%。因此，尽管管理和财务费用率分别同增 0.15%、0.33%，导致期间费用率由去年同期的 3.72%上升至 4.18%，公司净利率也首次破 7%，达到 7.20%。盈利能力的提升使公司利润增速远远高于收入增速，成长性突出。
- **持续定位高端装饰市场并保持领先优势。**2012 年，公司共承揽了 10 余项剧院会堂类装饰工程；五星级酒店装饰工程 35 项，其中由喜达屋、洲际、希尔顿等世界著名酒店管理公司管理的有 16 项；以深圳 T3 航站楼为代表的国际一流地标性项目，在铁路、机场、医院、商业等领域均有斩获，实现高端装饰业务的全面发展。
- **成功试水专业总承包盈利模式。**2012 年，公司以 EPC 模式顺利完成深圳麒麟山庄贵宾楼改造以后，用同样模式承担了北京华为大厦改造总承包工程、郑州天鹅城国际大酒店设计施工一体化总承包工程、泸州城市综合体（大剧院、会议中心、五星级酒店）总承包工程、贵州恒宇锦江国际酒店总承包工程、梅州豪生国际酒店工程等，为将来 BT/EPC 储备了具备先发优势的品牌和资源。
- **应收账款管控良好。**2011 年，公司收现比高达 96%；报告期内由于业务拓展迅速，收现比大幅下降，但仍处 80%的高位。
- **盈利预测及评级。**我们预测，公司 2013-2015 年 EPS 分别为 0.68 元、0.98 元和 1.40 元的，维持“买入”评级。

| 主要经营指标 | 2011A | 2012A | 2013E | 2014E | 2015E |
|----------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 主营收入(百万) | 2167.73 | 2841.74 | 4262.61 | 5967.65 | 8354.71 |
| 同比增长率 | 43.72% | 31.09% | 50.00% | 40.00% | 40.00% |
| 净利润(百万) | 136.10 | 204.47 | 313.14 | 450.46 | 644.44 |
| 同比增长率 | 40.31% | 50.24% | 53.15% | 43.86% | 43.06% |
| 每股收益(元) | 0.296 | 0.444 | 0.680 | 0.978 | 1.400 |
| 净资产收益率 | 10.45% | 13.73% | 17.37% | 19.99% | 22.24% |

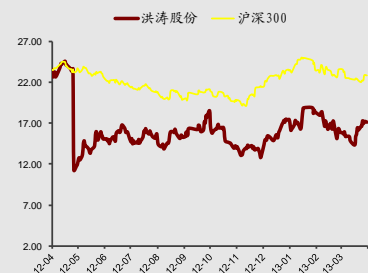
建筑工程行业高级分析师

周蓉姿 (S1180050120006)

电话: 010-88085227

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% |

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
- 《业绩低于预期，期待4季度迎头赶上》
2012.10.29

| 利润表(百万) | | | | | 资产负债表(百万) | | | | |
|------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| | 2012A | 2013E | 2014E | 2015E | | 2012A | 2013E | 2014E | 2015E |
| 主营业务收入 | 2841.74 | 4262.61 | 5967.65 | 8354.71 | 货币资金 | 337.97 | 343.01 | 479.41 | 670.38 |
| 减: 营业成本 | 2325.70 | 3478.29 | 4866.62 | 6809.09 | 应收和预付款项 | 1778.80 | 2240.00 | 3020.00 | 4520.00 |
| 营业税金及附加 | 95.27 | 142.80 | 199.92 | 279.88 | 存货 | 9.38 | 10.00 | 10.00 | 10.00 |
| 销售费用 | 62.44 | 93.78 | 128.30 | 175.45 | 其他流动资产 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 管理费用 | 64.14 | 95.48 | 133.08 | 186.31 | 长期股权投资 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 财务费用 | -7.69 | 4.75 | 9.11 | 14.72 | 投资性房地产 | 2.87 | 2.87 | 2.87 | 2.87 |
| 资产减值损失 | 27.12 | 30.00 | 30.00 | 30.00 | 固定资产和在建工程 | 217.36 | 274.21 | 307.71 | 289.22 |
| 加: 投资收益 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 无形资产和开发支出 | 28.01 | 28.01 | 28.01 | 28.01 |
| 公允价值变动损益 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 其他非流动资产 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 营业利润 | 274.76 | 417.52 | 600.62 | 859.26 | 资产总计 | 2374.39 | 2898.10 | 3848.01 | 5520.48 |
| 加: 其他非经营损益 | 0.76 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 短期借款 | 0.00 | 143.22 | 362.67 | 1050.70 |
| 利润总额 | 275.52 | 417.52 | 600.62 | 859.26 | 应付和预收款项 | 884.65 | 950.00 | 1230.00 | 1570.00 |
| 减: 所得税 | 71.05 | 104.38 | 150.15 | 214.81 | 长期及其他负债 | 0.00 | 2.00 | 2.00 | 2.00 |
| 净利润 | 204.47 | 313.14 | 450.46 | 644.44 | 负债合计 | 884.65 | 1095.22 | 1594.67 | 2622.70 |
| 少数股东损益 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 股本 | 460.37 | 462.67 | 462.67 | 462.67 |
| 母公司所有者净利润 | 204.47 | 313.14 | 450.46 | 644.44 | 资本公积 | 518.23 | 515.93 | 515.93 | 515.93 |
| 现金流量表 | 2012A | 2013E | 2014E | 2015E | 留存收益 | 511.14 | 824.27 | 1274.74 | 1919.18 |
| 经营性现金净流量 | -158.09 | -43.96 | 11.29 | -422.32 | 归属母公司股东权益 | 1489.74 | 1802.88 | 2253.34 | 2897.78 |
| 投资性现金净流量 | -105.57 | -100.00 | -90.00 | -50.00 | 少数股东权益 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 筹资性现金净流量 | -34.76 | 149.00 | 215.11 | 663.28 | 股东权益合计 | 1489.74 | 1802.88 | 2253.34 | 2897.78 |
| 现金流量净额 | -298.42 | 5.04 | 136.40 | 190.96 | 负债和股东权益合计 | 2374.39 | 2898.10 | 3848.01 | 5520.48 |
| 收益率指标 | 2012A | 2013E | 2014E | 2015E | 每股指标 | 2012A | 2013E | 2014E | 2015E |
| 毛利率 | 18.16% | 18.40% | 18.45% | 18.50% | 每股收益 | 0.444 | 0.680 | 0.978 | 1.400 |
| 三费/销售收入 | 4.18% | 4.55% | 4.53% | 4.51% | 每股经营性现金流 | -0.343 | -0.095 | 0.025 | -0.917 |
| EBIT/销售收入 | 9.70% | 9.71% | 10.14% | 10.58% | 增长率指标 | 2012A | 2013E | 2014E | 2015E |
| EBITDA/销售收入 | 10.07% | 10.01% | 10.58% | 11.04% | 销售收入增长率 | 31.09% | 50.00% | 40.00% | 40.00% |
| 销售净利率 | 7.20% | 7.35% | 7.55% | 7.71% | EBIDA 增长率 | 68.98% | 49.12% | 47.92% | 46.09% |
| 资产获利率指标 | 2012A | 2013E | 2014E | 2015E | 净利润增长率 | 50.24% | 53.15% | 43.86% | 43.06% |
| ROE | 13.73% | 17.37% | 19.99% | 22.24% | 经营营运资本增长率 | 78.50% | 45.11% | 38.78% | 59.32% |
| ROA | 11.60% | 14.28% | 15.72% | 16.01% | 估值指标 | 2012A | 2013E | 2014E | 2015E |
| ROIC | 25.26% | 22.50% | 23.31% | 25.34% | PE | 38.59 | 25.20 | 17.52 | 12.24 |
| 资本结构指标 | 2012A | 2013E | 2014E | 2015E | PB | 5.30 | 4.38 | 3.50 | 2.72 |
| 资产负债率 | 37.26% | 37.79% | 41.44% | 47.51% | EV/EBITDA | 27.18 | 18.91 | 13.13 | 9.74 |

资料来源: 宏源证券

作者简介:

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。

主要研究覆盖公司：棕榈园林、金螳螂、亚厦股份、洪涛股份、广田股份、普邦园林、、江河幕墙、中国建筑、东华科技、中材国际、中国化学、光正钢构、北新路桥、鸿路钢构等。

机构销售团队

| 区域 | 姓名 | 手机号 | 手机号 | 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 | jiahaosen@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。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，宏源证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。