

# 业绩高增长，蓄势待发

# 买入 维持

## 经营数据：

公司 2013 上半年实现营业总收入 14.53 亿元，同比增长 18.89%；实现归属于上市公司股东的净利润为 1.05 亿元，同比增长 35.21%；对应每股收益 0.15 元。公司预计 1-9 月净利润同比增长 25-65%。

- **毛利率上行，三费小幅下降，净利率显著提升。**上半年，公司毛利率 17.95%，同比增加 1.53 个百分点；期间费用率 3.53%，同降 0.18 个百分点，内控初见成效；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。
- **工程收入快速增长，毛利率略提升，设计业务出现双降。**报告期内，装饰收入同增 19.66%，毛利率 17.23%，增加 0.71 个百分点；设计收入同比下滑 8.5%，毛利率同降 2.73 个百分点至 9.65%。
- **2 季度收入、利润增速放缓，但盈利水平明显向好。**2013 年第 2 季度收入、净利润分别同比增长 12.73% 和 40.79%，增速较去年同期分别放缓 12.59 和 6.56 个百分点；毛利率、净利率 18.19%、7.54%，同比提升 0.94 和 1.50 个百分点。
- **应收账款大幅增加，收现比下降。**报告期内，公司应收账款 17.36 亿，较年初增加 30.13%，远高于收入增幅 18.89%，对应的收现比由去年同期的 0.82 降至 0.68。
- **持续定位高端装饰市场并保持领先优势。**上半年，公司承建了沈阳文化艺术中心等 10 余项剧院会堂类装饰工程；五星级酒店装饰工程 30 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 14 项；以 EPC 模式完成北京华为大厦改造和郑州天鹅城大酒店建设项目，并承接了酒店和其他领域的 6 项总承包工程。同时公司在交通枢纽、医院、学校、商业类项目也均有斩获，实现了高端装饰市场的全面发展。
- **盈利预测及评级。**我们预测，公司 2013-2015 年 EPS 分别为 0.43 元、0.61 元和 0.81 元，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	3864.76	5217.43	6782.66
同比增长率	43.72%	31.09%	36.00%	35.00%	30.00%
净利润(百万)	136.10	204.47	299.79	423.42	559.06
同比增长率	40.31%	50.24%	46.62%	41.24%	32.03%
每股收益(元)	0.197	0.296	0.434	0.613	0.810
净资产收益率	10.45%	13.73%	16.75%	19.13%	20.17%

## 建筑工程行业研究组

### 分析师：

鲍荣富 (S1180513070004)

电话：021-51782230

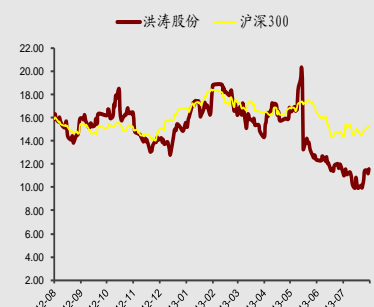
Email: baorongfu@hysec.com

周蓉姿 (S1180050120006)

电话：010-88085227

Email: zhourongzi@hysec.com

## 市场表现



## 相关研究

《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

《成长不改，静候佳绩》

2013.04.22

<b>利润表(百万)</b>					<b>资产负债表(百万)</b>				
	2012A	2013E	2014E	2015E		2012A	2013E	2014E	2015E
<b>主营业务收入</b>	2841.74	3864.76	5217.43	6782.66	货币资金	337.97	311.18	419.39	544.61
减: 营业成本	2325.70	3138.19	4226.12	5493.96	应收和预付款项	1778.80	2240.00	3020.00	4520.00
营业税金及附加	95.27	129.47	174.78	227.22	存货	9.38	10.00	10.00	10.00
销售费用	62.44	83.09	111.13	142.44	其他流动资产	0.00	0.00	0.00	0.00
管理费用	64.14	81.16	104.35	128.87	长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00
财务费用	-7.69	3.14	6.49	14.77	投资性房地产	2.87	2.39	1.90	1.41
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	255.44	270.19	232.94
加: 投资收益	0.00	0.00	0.00	0.00	无形资产和开发支出	28.01	21.57	15.12	8.68
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
<b>营业利润</b>	274.76	399.72	564.56	745.41	<b>资产总计</b>	2374.39	2840.58	3736.61	5317.64
加: 其他非经营损益	0.76	0.00	0.00	0.00	短期借款	0.00	99.05	291.66	973.63
<b>利润总额</b>	275.52	399.72	564.56	745.41	应付和预收款项	884.65	950.00	1230.00	1570.00
减: 所得税	71.05	99.93	141.14	186.35	长期及其他负债	0.00	2.00	2.00	2.00
<b>净利润</b>	204.47	299.79	423.42	559.06	<b>负债合计</b>	884.65	1051.05	1523.66	2545.63
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	股本	460.37	462.67	462.67	462.67
<b>母公司所有者净利润</b>	204.47	299.79	423.42	559.06	资本公积	518.23	515.93	515.93	515.93
<b>现金流量表</b>	<b>2012A</b>	<b>2013E</b>	<b>2014E</b>	<b>2015E</b>	留存收益	511.14	810.92	1234.34	1793.40
经营性现金净流量	-149.99	-32.43	7.92	-483.85	<b>归属母公司股东权益</b>	1489.74	1789.53	2212.95	2772.00
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	105.64	190.29	659.07	<b>股东权益合计</b>	1489.74	1789.53	2212.95	2772.00
<b>现金流量净额</b>	-290.32	-26.79	108.21	125.22	<b>负债和股东权益合计</b>	2374.39	2840.58	3736.61	5317.64
<b>收益率指标</b>	<b>2012A</b>	<b>2013E</b>	<b>2014E</b>	<b>2015E</b>	<b>每股指标</b>	<b>2012A</b>	<b>2013E</b>	<b>2014E</b>	<b>2015E</b>
毛利率	18.16%	18.80%	19.00%	19.00%	每股收益	0.296	0.434	0.613	0.810
三费/销售收入	4.18%	4.33%	4.25%	4.22%	每股经营性现金流	-0.217	-0.047	0.011	-0.701
EBIT/销售收入	9.41%	10.22%	10.87%	11.33%	<b>增长率指标</b>	<b>2012A</b>	<b>2013E</b>	<b>2014E</b>	<b>2015E</b>
EBITDA/销售收入	9.79%	11.23%	11.87%	12.27%	销售收入增长率	31.09%	36.00%	35.00%	30.00%
销售净利率	7.20%	7.76%	8.12%	8.24%	EBIDA 增长率	64.21%	56.00%	42.65%	34.48%
<b>资产获利率指标</b>	<b>2012A</b>	<b>2013E</b>	<b>2014E</b>	<b>2015E</b>	净利润增长率	50.24%	46.62%	41.24%	32.03%
ROE	13.73%	16.75%	19.13%	20.17%	经营营运资本增长率	78.50%	42.30%	37.80%	57.96%
ROA	11.26%	13.91%	15.17%	14.45%	<b>估值指标</b>	<b>2012A</b>	<b>2013E</b>	<b>2014E</b>	<b>2015E</b>
ROIC	24.48%	21.49%	22.51%	23.01%	PE	39.18	26.72	18.92	14.33
<b>资本结构指标</b>	<b>2012A</b>	<b>2013E</b>	<b>2014E</b>	<b>2015E</b>	PB	5.38	4.48	3.62	2.89
资产负债率	37.26%	37.00%	40.78%	47.87%	EV/EBITDA	18.80	12.60	9.14	7.62

资料来源: 宏源证券

**作者简介:**

**鲍荣富:** 宏源证券研究所建筑工程行业研究员, 复旦大学经济学硕士。  
五年房地产开发企业(世界 500 强)从业经历。2012 年《新财富》最佳分析师建筑工程行业第一名(团队成员)。

**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**

机构销售团队					
公募	北京片区	李倩	010-88083561	13631508075	liqian@hysec.com
		牟晓凤	010-88085111	18600910607	muxiaofeng@hysec.com
		罗云	010-88085760	13811638199	luoyun@hysec.com
	上海片区	奚曦	021-51782067	13621861503	xixi@hysec.com
		孙利群	010-88085756	13910390950	sunliqun@hysec.com
		吴蓓		18621102931	wubei@hysec.com
		蒋晓彦		18602191021	jiangxiaoyan@hysec.com
	广深片区	夏苏云	0755-33352298	13631505872	xiasuyun@hysec.com
		赵越	0755-33352301	18682185141	zhaoyue@hysec.com
		孙婉莹	0755-33352196	13424300435	sunwanying@hysec.com
周迪		0755-33352262	15013826580	zhouidi@hysec.com	
机构	上海保险/私募	赵佳	010-88085291	18611796242	zhaojia@hysec.com
		李岚	021-51782236	13917179275	lilan@hysec.com
	北京保险/私募	王燕妮	010-88085993	13911562271	wangyanni@hysec.com
		张瑶	010-88013560	13581537296	zhangyao@hysec.com
	银行/信托	朱隼	010-88013612	18600239108	zhusun@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。