

神州长城借壳获批文，民营海外装饰龙头扬帆启航

核心观点：

- **神州长城借壳已获证监会批文。**公司已于 2015 年 7 月 27 日收到中国证监会《关于核准深圳中冠纺织印染股份有限公司重大资产重组及向陈略等发行股份购买资产并募集配套资金的批复》。本次交易完成后，上市公司总股本增至 4.47 亿股，一致行动人合计持有 37.56% 股权，实际控制人为陈略。神州长城是一家集装饰装修、机电设备安装、幕墙和设计施工于一体的大型建筑装饰企业，2013 年列“中国建筑装饰百强企业”第 8 名。2014 年实现营业收入/归母净利润 27.55/1.87 亿元，YOY+35.4%/+80.6%，公司承诺 2015-17 年净利润不低于 3.46/4.39/5.38 亿元，CAGR 达 42%；截至 2015/7/27 收盘价，假设借壳完成后市值对应 15-17 年 PE 分别为 35/23/19 倍。
- **高端公装市场门槛较高，海外市场空间约是国内市场 2.3 倍。**五星级酒店、文化场馆、高端写字楼等领域属于装饰高端市场，中小型装饰公司短期内无法切入上述领域，属于公司等一流装饰梯队直接面对的目标市场，具有较高的进入门槛。在国内装饰增速放缓的背景下，海外市场将成为公司主要增长点，根据我们的测算，“一带一路”沿线 64 个国家建筑装饰行业总产值达 1.17 万亿美元，约是中国装饰行业产值的 2.3 倍。
- **海外业务处于爆发增长期，高额在手订单已完全锁定未来三年预测收入；国内市场去房地产化，聚焦光伏及医院等新兴市场。**公司海外建筑装饰市场具有利润率高（毛利率 20% 以上），回款状况好的特点。2014 年公司海外业务收入达 2.24 亿元，YOY+861.52%；毛利率 24.74%，显著高于国内项目。公司于 2009 年开始布局海外市场，具有较大的先发优势、运营模式优势和信息化优势，近年来海外业务已成爆发增长态势。2014 年公司已签约或待签海外合同金额达 72.8 亿元；2015Q1 新签合同额 67.3 亿元，目前在建项目未完工合同金额 83.6 亿元。在施项目对 15-17 年海外收入的覆盖率超过 180%。立足东南亚、南亚、北非、中东优势市场，择机开拓欧美成熟市场。
- **上市后品牌及资金实力显著增强，资本运作推动公司跨越式发展。**（1）上市后品牌影响力扩大将助力公司吸引更多优质客户、承接更多大型项目；资金实力增强有利于公司加速扩大业务规模。（2）鉴于本次资产重组融资规模有限，配套融资规模由 6.1 亿元调减至 2.55 亿元，我们判断公司未来有较大概率开启再融资及外延扩张。（3）公司目前尚存 6900 万股 B 股，鉴于目前公司 A、B 股存在较大价差，重组完成后存在较大的资本运作预期。
- **风险提示：**宏观经济波动风险、海外业务扩张风险等。
- **盈利预测与估值：**我们预测公司 15-17 年 EPS0.90/1.34/1.65 元。综合考虑行业估值及公司高成长性，我们认为可给予公司 16 年 30-35 倍 PE，合理估值区间 40-47 元，维持“推荐”评级。

| 项目/年度 | 2013 | 2014 | 2015E | 2016E | 2017E |
|----------|------|------|-------|-------|-------|
| 营业收入(百万) | 2035 | 2755 | 4407 | 6170 | 7405 |
| 净利润(百万) | 104 | 187 | 403 | 601 | 737 |
| EPS (元) | 0.23 | 0.42 | 0.90 | 1.34 | 1.65 |
| PE | 426 | 79 | 35 | 23 | 19 |

注：股价为 2015 年 7 月 27 日收盘价，计算 2013-2017 年 EPS 所用的股本为借壳上市后的总股本 44690 万股。

中冠 A (000018.SZ)

推荐 维持评级

合理估值区间：40-47 元

分析师

鲍荣富

☎: 021-68097609

✉: baorongfu@chinastock.com.cn

执业证书编号：S0130514050003

周松

☎: 021-68596786

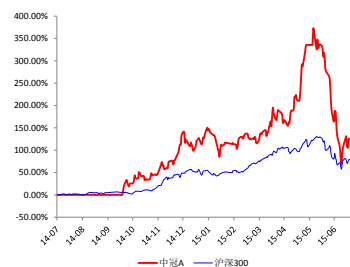
✉: zhousong_yj@chinastock.com.cn

执业证书编号：S0130515050001

市场数据 时间 2015. 7. 27

| | |
|---------------|----------|
| A 股收盘价(元) | 31.05 |
| A 股一年内最高价(元) | 54.23 |
| A 股一年内最低价(元) | 11.48 |
| 上证指数 | 3725.56 |
| 市净率 | 40.11 |
| 总股本(万股) | 16914.24 |
| 实际流通 A 股(万股) | 9972.05 |
| 限售的流通 A 股(万股) | 0 |
| 流通 A 股市值(亿元) | 30.96 |

相对指数表现图



资料来源：中国银河证券研究部

相关研究

《公司深度报告 * 中冠 A (000018)：一带一路装饰龙头，借力资本市场跨越发展》

2015/07/10

| 利润表(百万元) | | | | | | 资产负债表(百万元) | | | | | |
|--------------------|-------------|-------------|--------------|-------------|-------------|---------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| 指标名称 | 2013 | 2014 | 2015E | 2016E | 2017E | 指标名称 | 2013 | 2014 | 2015E | 2016E | 2017E |
| 营业收入 | 2,035 | 2,755 | 4,407 | 6,170 | 7,405 | 货币资金 | 98 | 291 | 1,102 | 1,543 | 1,851 |
| 营业成本 | 1,666 | 2,250 | 3,504 | 4,844 | 5,813 | 存货 | 51 | 35 | 54 | 75 | 90 |
| 毛利率 | 18.2% | 18.3% | 20.5% | 21.5% | 21.5% | 应收账款 | 1,355 | 1,784 | 2,855 | 3,886 | 4,663 |
| 营业税金及附加 | 67 | 84 | 137 | 194 | 229 | 其他流动资产 | 115 | 242 | 384 | 398 | 477 |
| 营业费用 | 16 | 16 | 26 | 37 | 44 | 流动资产 | 1,619 | 2,352 | 4,395 | 5,901 | 7,081 |
| 营业费用率 | 0.80% | 0.60% | 0.60% | 0.60% | 0.60% | 固定资产 | 8 | 10 | 35 | 56 | 81 |
| 管理费用 | 61 | 85 | 138 | 193 | 231 | 长期股权投资 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 管理费用率 | 2.99% | 3.08% | 3.12% | 3.12% | 3.12% | 无形资产 | 0.30 | 8 | 16 | 16 | 15 |
| 财务费用 | 17 | 26 | 51 | 90 | 91 | 其他长期资产 | 48 | 77 | 87 | 100 | 116 |
| 财务费用率 | 0.84% | 0.93% | 1.17% | 1.46% | 1.23% | 非流动资产 | 56 | 96 | 137 | 172 | 213 |
| 投资收益 | 0 | 22 | 23 | 23 | 24 | 资产总计 | 1,675 | 2,448 | 4,532 | 6,073 | 7,294 |
| 营业利润 | 136 | 268 | 521 | 779 | 957 | 短期借款 | 160 | 282 | 1,659 | 1,855 | 1,881 |
| 营业利润率 | 6.70% | 9.73% | 11.83% | 12.62% | 12.92% | 应付账款 | 705 | 1,048 | 1,633 | 2,257 | 2,708 |
| 营业外收入 | 3 | 5 | 5 | 6 | 6 | 其他流动负债 | 217 | 355 | 648 | 908 | 1,082 |
| 营业外支出 | 0 | 1 | 1 | 1 | 2 | 流动负债 | 1,082 | 1,686 | 3,940 | 5,020 | 5,671 |
| 利润总额 | 140 | 272 | 525 | 783 | 961 | 长期负债 | 0 | 13 | 0 | 0 | 0 |
| 所得税 | 36 | 63 | 122 | 182 | 224 | 其他长期负债 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 所得税率 | 25.9% | 23.3% | 23.3% | 23.3% | 23.3% | 非流动性负债 | 0 | 13 | 0 | 0 | 0 |
| 少数股东损益 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 负债合计 | 1,082 | 1,699 | 3,940 | 5,020 | 5,671 |
| 归母净利润 | 104 | 187 | 403 | 601 | 737 | 股本 | 70 | 70 | 447 | 447 | 447 |
| 净利率 | 5.09% | 6.78% | 9.14% | 9.74% | 9.96% | 资本公积 | 176 | 176 | 146 | 146 | 146 |
| EPS (元) | 0.23 | 0.42 | 0.90 | 1.34 | 1.65 | 股东权益合计 | 287 | 268 | 561 | 1,041 | 1,631 |
| 现金流量表 (百万元) | | | | | | 少数股东权益 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 指标名称 | 2013 | 2014 | 2015E | 2016E | 2017E | 负债权益总计 | 1,675 | 2,448 | 4,532 | 6,073 | 7,294 |
| 净利润 | 104 | 187 | 403 | 601 | 737 | 主要财务指标 | | | | | |
| 少数股东权益 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 增长率 (%) | 5.31 | 35.35 | 60.00 | 40.00 | 20.00 |
| 折旧和摊销 | 0 | 0 | 47 | 77 | 76 | 营业收入 | 37.97 | 96.58 | 94.48 | 49.30 | 22.88 |
| 营运资金变动 | 0 | 0 | -354 | -292 | -265 | 营业利润 | 4.28 | 80.51 | 115.62 | 49.14 | 22.73 |
| 其他 | 73 | 48 | -403 | 190 | 98 | 净利润 | | | | | |
| 经营现金流 | 176 | 235 | -307 | 576 | 647 | 利润率 (%) | 18.16 | 18.33 | 20.50 | 21.50 | 21.50 |
| 资本支出 | -7 | -30 | -73 | -95 | -100 | 毛利率 | 11.10 | 11.61 | 13.68 | 14.64 | 14.69 |
| 投资收益 | 0 | 0 | 23 | 23 | 24 | EBIT Margin | 11.10 | 11.61 | 14.75 | 15.90 | 15.72 |
| 资产变卖 | -1 | 0 | -3 | -3 | -3 | EBITDA Margin | 5.09 | 6.78 | 9.14 | 9.74 | 9.96 |
| 其他 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 净利率 | | | | | |
| 投资现金流 | -8 | -30 | -54 | -75 | -79 | 回报率 (%) | 36.09 | 67.31 | 97.18 | 75.01 | 55.18 |
| 发行股票 | 156 | 0 | -30 | 0 | 0 | 净资产收益率 | 6.18 | 9.07 | 11.54 | 11.33 | 11.03 |
| 负债变化 | 16 | -35 | 1,334 | 150 | -21 | 总资产收益率 | | | | | |
| 股息支出 | 0 | 0 | -81 | -120 | -147 | 其他 (%) | 64.61 | 69.44 | 86.92 | 82.66 | 77.76 |
| 其他 | -96 | 78 | -51 | -90 | -91 | 资产负债率 | 25.92 | 23.29 | 23.29 | 23.29 | 23.29 |
| 融资现金流 | 76 | 43 | 1,172 | -60 | -259 | 所得税率 | 0.00 | 0.00 | 20.00 | 20.00 | 20.00 |
| 现金及等价物 | 244 | 248 | 811 | 441 | 309 | 股利支付率 | 5.31 | 35.35 | 60.00 | 40.00 | 20.00 |

资料来源：公司公告，中国银河证券研究部

评级标准

银河证券行业评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6-12 个月，行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 20%及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报。该评级由分析师给出。

中性：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）与交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）低于交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 10%及以上。该评级由分析师给出。

银河证券公司评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 20%及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：是指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%-20%。该评级由分析师给出。

中性：是指未来 6-12 个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：是指未来 6-12 个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%及以上。该评级由分析师给出。

鲍荣富、周松，建筑与工程行业证券分析师。本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接受到任何形式的补偿。（本人承诺不利用自己的身份、地位和执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利）。

覆盖股票范围：

港股：中国铁建（01186.HK）、中国中铁（00390.HK）、中国交建（01800.HK）

A 股：中国建筑（601668.SH）、中国海诚（002116.SZ）、苏交科（300284.SZ）、达实智能（002421.SZ）、延华智能（002178.SZ）、赛为智能（300044.SZ）、中国化学（601117.SH）、三维工程（002469.SZ）、围海股份（002586.SZ）、东华科技（002140.SZ）、金螳螂（002081.SZ）、洪涛股份（002325.SZ）、亚厦股份（600237.SZ）、尚荣医疗（002551.SZ）、普邦园林（002663.SZ）、棕榈园林（002431.SZ）、蒙草抗旱（300355.SZ）等。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券，银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。银河证券认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。客户不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

银河证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。银河证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部份，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给银河证券客户的，属于机密材料，只有银河证券客户才能参考或使用，如接收人并非银河证券客户，请及时退回并删除。

所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为银河证券的商标、服务标识及标记。

银河证券版权所有并保留一切权利。

联系

中国银河证券股份有限公司研究部

上海浦东新区富城路 99 号震旦大厦 15 楼
深圳市福田区福华一路中心商务大厦 26 层
北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座
北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座
北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座
公司网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

上海地区：何婷婷 021-20252612 hetingting@chinastock.com.cn
深广地区：詹璐 0755-83453719 zhanlu@chinastock.com.cn
海外机构：李笑裕 010-83571359 lixiaoyu@chinastock.com.cn
北京地区：王婷 010-66568908 wangting@chinastock.com.cn
海外机构：刘思瑶 010-83571359 liusiyao@chinastock.com.cn