

# 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达到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

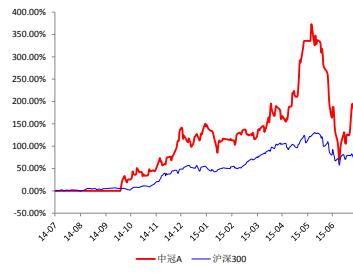
执业证书编号: S0130515050001

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): 一带一路民装饰龙头，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
						少数股东权益	0	0	0	0	0
						负债权益总计	1,675	2,448	4,532	6,073	7,294

现金流量表 (百万元)					
指标名称	2013	2014	2015E	2016E	2017E
净利润	104	187	403	601	737
少数股东权益	0	0	0	0	0
折旧和摊销	0	0	47	77	76
营运资金变动	0	0	-354	-292	-265
其他	73	48	-403	190	98
经营现金流	176	235	-307	576	647
资本支出	-7	-30	-73	-95	-100
投资收益	0	0	23	23	24
资产变卖	-1	0	-3	-3	-3
其他	0	0	0	0	0
投资现金流	-8	-30	-54	-75	-79
发行股票	156	0	-30	0	0
负债变化	16	-35	1,334	150	-21
股息支出	0	0	-81	-120	-147
其他	-96	78	-51	-90	-91
融资现金流	76	43	1,172	-60	-259
现金及等价物	244	248	811	441	309

主要财务指标	2013	2014	2015E	2016E	2017E
增长率 (%)	5.31	35.35	60.00	40.00	20.00
营业收入	37.97	96.58	94.48	49.30	22.88
营业利润	4.28	80.51	115.62	49.14	22.73
净利润					
利润率 (%)	18.16	18.33	20.50	21.50	21.50
毛利率	11.10	11.61	13.68	14.64	14.69
EBIT Margin	11.10	11.61	14.75	15.90	15.72
EBITDA Margin	5.09	6.78	9.14	9.74	9.96
净利率					
回报率 (%)	36.09	67.31	97.18	75.01	55.18
净资产收益率	6.18	9.07	11.54	11.33	11.03
总资产收益率					
其他 (%)	64.61	69.44	86.92	82.66	77.76
资产负债率	25.92	23.29	23.29	23.29	23.29
所得税率	0.00	0.00	20.00	20.00	20.00
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（6002375.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

公司网址：[www.chinastock.com.cn](http://www.chinastock.com.cn)

### 机构请致电：

上海地区：何婷婷 021-20252612 [hetingting@chinastock.com.cn](mailto:hetingting@chinastock.com.cn)

深广地区：詹璐 0755-83453719 [zhanlu@chinastock.com.cn](mailto:zhanlu@chinastock.com.cn)

海外机构：李笑裕 010-83571359 [lixiaoyu@chinastock.com.cn](mailto:lixiaoyu@chinastock.com.cn)

北京地区：王婷 010-66568908 [wangting@chinastock.com.cn](mailto:wangting@chinastock.com.cn)

海外机构：刘思瑶 010-83571359 [liusiyao@chinastock.com.cn](mailto:liusiyao@chinastock.com.cn)