

海外订单执行情况良好，业绩持续高增长

核心观点：

- **业绩高成长符合预期。**公司 2015 年前三季度实现收入 29.17 亿元，归属上市公司股东净利润 2.43 亿元，YOY+44.38%/85.81%。海外业务的高成长和高毛利率是净利润增速远超收入增速的主要原因。公司业绩的大幅增长主要来源于其海外施工业务的快速成长。公司过去两年在海外积累了饱满的订单。截止 2014 年底，公司已签约或待签海外合同金额高达 72.8 亿元。截止 2015Q1 公司公告的可签合同条件项目金额达 67.3 亿元。
- **盈利能力有望进一步提升。**公司 2012-2014 年净利率为 5.02%、5.09%、6.78%，至 2015 年前三季度进一步提高至 8.31%。公司在国内定位为高端市场，国外订单的毛利率较国内更高。随着海外业务收入占比的提高，我们认为公司的净利率有进一步增加的空间。
- **海外业务处于爆发增长期，高额在手订单保障未来三年业绩承诺。**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。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可能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
增长率	5.3	35.4	60.00	40.00	20.00
归母净利润(百万)	103.5	186.9	402.9	600.9	737.5
增长率	4.3	80.5	115.6	49.1	22.7
EPS (元)	0.23	0.42	0.90	1.34	1.65
PE	143	78	37	25	20

注：股价为 2015 年 10 月 30 日收盘价

中冠 A (000018.SZ)

推荐 维持评级

合理估值区间：40-47 元

分析师

周松

☎：021-68596786

✉：zhousong_yj@chinastock.com.cn

执业证书编号：S0130515050001

特此鸣谢：

黄骥

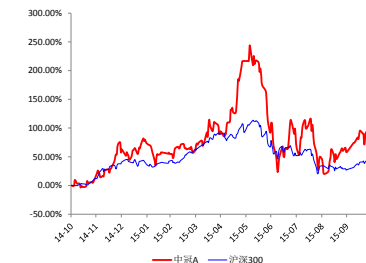
☎：021-20252617

✉：huangji@chinastock.com.cn

市场数据 时间 2015.10.30

A 股收盘价(元)	32.94
A 股一年内最高价(元)	54.23
A 股一年内最低价(元)	15.26
上证指数	3382.56
市净率	16.09
总股本(万股)	42099.19
实际流通 A 股(万股)	9972.05
限售的流通 A 股(万股)	25184.96
流通 A 股市值(亿元)	32.85

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)						主要财务指标					
指标名称	2013	2014	2015E	2016E	2017E		2013	2014	2015E	2016E	2017E
净利润	104	187	403	601	737	增长率 (%)					
少数股东权益	0	0	0	0	0	营业收入	5.31	35.35	60.00	40.00	20.00
折旧和摊销	0	0	47	77	76	营业利润	37.97	96.58	94.48	49.30	22.88
营运资金变动	0	0	-354	-292	-265	净利润	4.28	80.51	115.62	49.14	22.73
其他	73	48	-403	190	98	利润率 (%)					
经营现金流	176	235	-307	576	647	毛利率	18.16	18.33	20.50	21.50	21.50
资本支出	-7	-30	-73	-95	-100	EBIT Margin	11.10	11.61	13.68	14.64	14.69
投资收益	0	0	23	23	24	EBITDA Margin	11.10	11.61	14.75	15.90	15.72
资产变卖	-1	0	-3	-3	-3	净利率	5.09	6.78	9.14	9.74	9.96
其他	0	0	0	0	0	回报率 (%)					
投资现金流	-8	-30	-54	-75	-79	净资产收益率	36.09	67.31	97.18	75.01	55.18
发行股票	156	0	-30	0	0	总资产收益率	6.18	9.07	11.54	11.33	11.03
负债变化	16	-35	1,334	150	-21	其他 (%)					
股息支出	0	0	-81	-120	-147	资产负债率	64.61	69.44	86.92	82.66	77.76
其他	-96	78	-51	-90	-91	所得税率	25.92	23.29	23.29	23.29	23.29
融资现金流	76	43	1,172	-60	-259	股利支付率	0.00	0.00	20.00	20.00	20.00
现金及等价物	244	248	811	441	309						

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。

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