

# 华凯创意 (300592)

证券研究报告

2017年06月08日

## 17H1 订单占去年总额 150.5%，大型项目增多有望致全年毛利率提升 5%+

**事件：公司新增订单合计 1.56 亿元。**6 月 6 日公告全资子公司上海华凯与乌海市规划局及建峰建设公司签署了《乌海市市民中心规划展示馆装修布展项目施工合同》，合同金额 8120 万元，同时公告与永州市经济建设投资公司及先锋装饰签署了《“两中心”规划馆布展工程 EPC 项目 EPC 工程总承包合同》，合同金额约 7497.55 万元，两项合同合计占 2016 年收入 29.49%。

**合同一：《乌海市市民中心规划展示馆装修布展项目实施合同》。**该项目主要以模型制作安装、展厅装饰装修、多媒体展项设计与实施为主，工期总天数约 180 天，收入按形象进度节点分批支付，预计 2017 年将实施完毕并确认收入 80%-90%即 6500-7300 万元，预计增厚净利润 520-584 万。具体来看：(1) 装饰基层完成后发包人支付至合同总价款 40%；(2) 试运行后发支付至合同总价款 60%；(3) 竣工验收后支付至总价款 80%；(4) 结算完毕后，按结算价由发包人支付至结算总价 90%；(5) 在竣工验收合格日起 12 个月发发包人支付剩余 10%。**合同二：《“两中心”规划馆布展工程 EPC 项目 EPC 工程总承包合同》。**该项目主要以室内布展策划、景观设计、模型及多媒体制作，展览装饰为主，工期总天数约 12 个月，预计实际施工期半年，2017 年预计能确认约 95%收入即 7177 万元，预计增厚净利润 574 万元。具体来看，设计部分：在施工图设计完成后支付至 70%，余款在工程竣工验收全部确认即 3100 万元。施工部分：按每完成 1000 万元计量支付，支付比例至 60%，竣工验收后支付至 80%，财政结算后支付至 95%即 4177 万元。

**在手订单大幅增长，大型订单增加带动毛利率提升。**目前公司在手订单总计约 9 亿占 16 年订单总额 (5.98 亿元) 150.5%，其中 6000-8000 万规模订单项目约 6 个，并陆续开工实施，保守估计上半年项目今年能确认收入约 6 亿。今年订单中标率约 70%较去年 30%大幅增长，同时新增订单 50%以上由大订单构成，拉动中标量及毛利率有所提升，其中今年毛利率有望回归至 30%+，较去年提升 5 个百分点以上。**布展领域综合服务商，专业能力行业领先。**公司是集创意、设计、制作、布展、维护于一体的综合服务商，市场渗透能力和影响力日益增强。**行业集中度较低，未来市场拓展空间巨大。**公司市场 80%集中在华中和西南地区，随着消费升级和国家对文化领域重视，公司预计行业规模将呈两位数高速增长，同时作为行业龙头公司市占率 5%，未来凭借公司不断加大营销力度市场占有率将进一步提升。

**首次覆盖，给予“买入”评级。**在消费升级和文化产业高速发展背景下，多元总包运营模式使品牌及盈利能力实现较大提升；作为布展领域龙头企业，随着行业规模快速扩大，在行业集中度提升过程中将直接受益。预计 17-19 年公司 EPS0.41/0.50/0.60 元，对应 17-19 年 PE55/45/38 倍，给予“买入”评级。

**风险提示：**项目进度工期不及预期

财务数据和估值	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	481.50	529.58	699.05	908.77	1,163.22
增长率(%)	10.50	9.99	32.00	30.00	28.00
EBITDA(百万元)	49.77	50.90	64.69	85.06	111.43
净利润(百万元)	36.87	40.03	50.46	61.33	73.33
增长率(%)	0.79	8.57	26.05	21.56	19.56
EPS(元/股)	0.30	0.33	0.41	0.50	0.60
市盈率(P/E)	75.15	69.22	54.64	44.95	37.60
市净率(P/B)	9.48	8.34	6.68	5.82	5.04
市销率(P/S)	5.75	5.23	3.94	3.03	2.37
EV/EBITDA	0.00	0.00	43.68	35.16	27.18

资料来源：wind，天风证券研究所

### 投资评级

行业	建筑装饰/装修装饰
6 个月评级	买入 (首次评级)
当前价格	22.64 元
目标价格	31 元
上次目标价	元

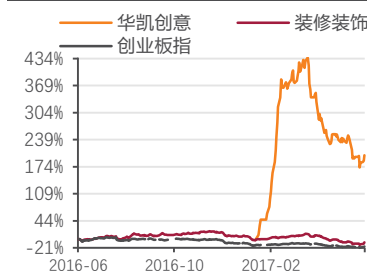
### 基本数据

A 股总股本(百万股)	122.38
流通 A 股股本(百万股)	30.60
A 股总市值(百万元)	2,770.71
流通 A 股市值(百万元)	692.78
每股净资产(元)	3.75
资产负债率(%)	43.56
一年内最高/最低(元)	40.65/6.25

### 作者

刘章明	分析师
SAC 执业证书编号：S1110516060001	
liuzhangming@tfzq.com	
李昕悦	联系人
lixinyue@tfzq.com	

### 股价走势



资料来源：贝格数据

### 相关报告

## 财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
货币资金	89.09	62.58	55.92	72.70	93.06
应收账款	218.02	224.74	288.42	370.42	472.89
预付账款	5.66	10.97	16.29	12.31	25.54
存货	220.88	347.40	324.94	543.68	544.91
其他	0.25	0.44	1.34	0.43	1.32
<b>流动资产合计</b>	<b>533.90</b>	<b>646.13</b>	<b>686.91</b>	<b>999.55</b>	<b>1,137.72</b>
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	64.63	58.67	78.50	118.29	157.06
在建工程	0.00	0.70	36.42	69.85	71.91
无形资产	28.29	27.24	26.03	24.81	23.59
其他	2.98	4.06	2.97	3.31	3.41
<b>非流动资产合计</b>	<b>95.90</b>	<b>90.66</b>	<b>143.91</b>	<b>216.26</b>	<b>255.98</b>
<b>资产总计</b>	<b>629.80</b>	<b>736.79</b>	<b>830.82</b>	<b>1,215.80</b>	<b>1,393.70</b>
短期借款	43.00	39.80	56.55	207.72	254.66
应付账款	169.81	234.11	218.83	377.66	387.65
其他	68.39	98.63	103.17	82.66	123.90
<b>流动负债合计</b>	<b>281.20</b>	<b>372.54</b>	<b>378.56</b>	<b>668.04</b>	<b>766.20</b>
长期借款	49.99	27.00	34.91	68.38	75.13
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	6.36	4.98	4.62	5.32	4.97
<b>非流动负债合计</b>	<b>56.35</b>	<b>31.98</b>	<b>39.53</b>	<b>73.70</b>	<b>80.10</b>
<b>负债合计</b>	<b>337.55</b>	<b>404.52</b>	<b>418.09</b>	<b>741.74</b>	<b>846.30</b>
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
股本	91.78	91.78	121.78	121.78	121.78
资本公积	73.60	73.60	73.60	73.60	73.60
留存收益	200.46	240.49	290.95	352.28	425.61
其他	(73.60)	(73.60)	(73.60)	(73.60)	(73.60)
<b>股东权益合计</b>	<b>292.24</b>	<b>332.27</b>	<b>412.73</b>	<b>474.06</b>	<b>547.39</b>
<b>负债和股东权益总</b>	<b>629.80</b>	<b>736.79</b>	<b>830.82</b>	<b>1,215.80</b>	<b>1,393.70</b>

现金流量表(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
净利润	36.87	40.03	50.46	61.33	73.33
折旧摊销	7.35	7.47	5.66	7.99	10.39
财务费用	10.04	7.40	6.28	14.83	24.53
投资损失	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
营运资金变动	(8.39)	(76.25)	(48.49)	(154.82)	(71.61)
其它	(8.30)	1.94	(0.00)	(0.00)	(0.00)
<b>经营活动现金流</b>	<b>37.57</b>	<b>(19.41)</b>	<b>13.91</b>	<b>(70.66)</b>	<b>36.64</b>
资本支出	22.73	2.50	60.35	79.30	50.35
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	(41.56)	(2.76)	(120.46)	(159.23)	(100.36)
<b>投资活动现金流</b>	<b>(18.83)</b>	<b>(0.26)</b>	<b>(60.11)</b>	<b>(79.93)</b>	<b>(50.01)</b>
债权融资	113.04	111.85	127.68	309.87	368.13
股权融资	(10.22)	(8.27)	23.72	(14.83)	(24.53)
其他	(101.69)	(115.23)	(111.85)	(127.68)	(309.87)
<b>筹资活动现金流</b>	<b>1.13</b>	<b>(11.65)</b>	<b>39.55</b>	<b>167.36</b>	<b>33.73</b>
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>现金净增加额</b>	<b>19.88</b>	<b>(31.32)</b>	<b>(6.65)</b>	<b>16.78</b>	<b>20.36</b>

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>营业收入</b>	<b>481.50</b>	<b>529.58</b>	<b>699.05</b>	<b>908.77</b>	<b>1,163.22</b>
营业成本	338.71	393.79	489.34	627.05	790.99
营业税金及附加	13.97	3.10	15.70	19.13	22.79
营业费用	39.81	38.34	62.91	86.33	116.32
管理费用	39.99	44.23	65.86	92.69	125.63
财务费用	10.22	8.27	6.28	14.83	24.53
资产减值损失	6.61	6.65	6.21	6.49	6.45
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	0.00	(0.00)	0.00	0.00	0.00
<b>营业利润</b>	<b>32.20</b>	<b>35.21</b>	<b>52.74</b>	<b>62.24</b>	<b>76.51</b>
营业外收入	10.73	11.90	6.55	9.73	9.39
营业外支出	0.05	0.43	0.20	0.23	0.29
<b>利润总额</b>	<b>42.88</b>	<b>46.69</b>	<b>59.08</b>	<b>71.74</b>	<b>85.62</b>
所得税	6.01	6.66	8.63	10.40	12.28
<b>净利润</b>	<b>36.87</b>	<b>40.03</b>	<b>50.46</b>	<b>61.33</b>	<b>73.33</b>
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>归属于母公司净利润</b>	<b>36.87</b>	<b>40.03</b>	<b>50.46</b>	<b>61.33</b>	<b>73.33</b>
每股收益(元)	0.30	0.33	0.41	0.50	0.60

主要财务比率	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>成长能力</b>					
营业收入	10.50%	9.99%	32.00%	30.00%	28.00%
营业利润	-15.41%	9.36%	49.77%	18.00%	22.94%
归属于母公司净利润	0.79%	8.57%	26.05%	21.56%	19.56%
<b>获利能力</b>					
毛利率	29.66%	25.64%	30.00%	31.00%	32.00%
净利率	7.66%	7.56%	7.22%	6.75%	6.30%
ROE	12.62%	12.05%	12.22%	12.94%	13.40%
ROIC	12.94%	11.90%	13.35%	13.69%	12.23%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	53.60%	54.90%	50.32%	61.01%	60.72%
净负债率	38.87%	40.76%	55.75%	49.46%	65.61%
流动比率	1.90	1.73	1.81	1.50	1.48
速动比率	1.11	0.80	0.96	0.68	0.77
<b>营运能力</b>					
应收账款周转率	2.59	2.39	2.72	2.76	2.76
存货周转率	2.12	1.86	2.08	2.09	2.14
总资产周转率	0.82	0.78	0.89	0.89	0.89
<b>每股指标(元)</b>					
每股收益	0.30	0.33	0.41	0.50	0.60
每股经营现金流	0.31	-0.16	0.11	-0.58	0.30
每股净资产	2.39	2.72	3.39	3.89	4.49
<b>估值比率</b>					
市盈率	75.15	69.22	54.64	44.95	37.60
市净率	9.48	8.34	6.68	5.82	5.04
EV/EBITDA	0.00	0.00	43.68	35.16	27.18
EV/EBIT	0.00	0.00	47.88	38.81	29.98

### 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

### 一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

### 特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

### 投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

### 天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼 邮编：430071 电话：(8627)-87618889 传真：(8627)-87618863 邮箱：research@tfzq.com	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼 邮编：201204 电话：(8621)-68815388 传真：(8621)-68812910 邮箱：research@tfzq.com	深圳市福田区益田路 4068 号卓越时代广场 36 楼 邮编：518017 电话：(86755)-82566970 传真：(86755)-23913441 邮箱：research@tfzq.com