

# 华凯创意 (300592)

证券研究报告

2017年08月30日

## 订单大幅增长致业绩提升 24.99%，主题馆成为新利润增长点

**新增订单大幅增长致业绩增长 24.99%。**公司公布 2017 半年度报告，实现营业收入 1.98 亿元，同比去年提升 15.16%；归母净利润 0.11 亿元，同比增长 24.99%。单季来看，Q1 和 Q2 分别实现收入 0.53 亿 (+33.25%yoy) 和 1.45 亿 (+9.72%yoy)；Q1、Q2 归母净利润分别为-3.16 万元 (-107.08%yoy) 和 0.11 亿 (+31.75%yoy)。上半年业绩稳步增长主要系：管理层推动公司日常运营效率提升，加快市场拓展，完善治理结构，报告期内新增订单约 5.81 亿，占去年全年订单总额约 97%，其中主题馆业务承接方面有一定幅度的增长，城市文化馆和企业馆增幅较去年同期较大。公司预计三季度净利润实现 3000-3500 万元，同比增 6.16%-23.85%，主要系订单大幅增长，且开工的项目较多，致收入同比有一定增幅。

**博物馆布展系统拖累毛利率下滑，费用管控严格同比下降 3.08%。**报告期内毛利率 25.17%，同比下降 1.78 个百分点；期间费用率 19.4%，同比降低 3.08 个百分点，主要系财务费用率和销售费用率下降幅度较大。具体来看，销售费用率 6.73%，同比降低 2.04 个百分点，主要系销售差旅费及业务费下降较多，合计 158.6 万致总销售费用下降 11.61%；管理费用率 11.14%，同比上升 0.13 个百分点，主要系公司产生上市发行费用 260.3 万元，以及其他费用增长较多致整体管理费用上升 16.5%；财务费用率 1.53%，同比下降 1.17 个百分点，主要系收到发行新股增加募集资金，银行融资减少，减少利息支出。

**多元总包模式助业绩稳定增长，业绩将集中在下半年释放。**司公司集创意、设计、制作、布展、维护于一体的综合服务商，在业内拥有较高品牌知名度、专业能力、配套服务等优势，市场渗透能力和影响力日益增强。上半年实现归母净利润 0.11 亿元，同比增长 24.99%，实现稳定增长，公司收入季节性特征明显，系工程款按项目进度结算，公司业绩将集中在下半年释放。**市场分布不均，未来拓展空间巨大。**当前公司市场 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，行业规模未来将呈两位数高速增长，凭借公司布展领域龙头地位市场拓展空间巨大。**切入旅游主题馆市场，业务占比快速提升有助带动毛利提升。**新增旅游主题馆是公司布展领域新兴业务，毛利率约 30%-40%，此类主题馆项目市场空间很大，未来公司有望加大投标力度，业务占比将快速扩大有望带动整体盈利能力提升。

**维持盈利预测，维持“买入”评级。**公司多元总包运营模式有效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 EPS0.41/0.50/0.59 元，当前股价对应 17-19 年 PE51/43/36 倍，给予“买入”评级。

**风险提示：**布展项目进展不及预期

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	50.29	60.70	71.87
增长率(%)	0.79	8.57	25.64	20.69	18.42
EPS(元/股)	0.30	0.33	0.41	0.50	0.59
市盈率(P/E)	70.24	64.69	51.49	42.67	36.03
市净率(P/B)	8.86	7.79	6.35	5.62	4.99
市销率(P/S)	5.38	4.89	3.70	2.85	2.23
EV/EBITDA	0.00	0.00	41.17	33.35	25.93

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 (维持评级)
当前价格	21.38 元
目标价格	26 元
上次目标价	31 元

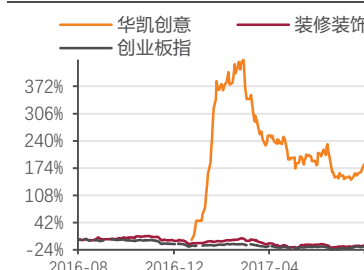
### 基本数据

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)	2,616.51
流通 A 股市值(百万元)	654.23
每股净资产(元)	3.74
资产负债率(%)	47.07
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

- 《华凯创意-公司点评:项目订单大幅增长，中标失利负面影响有限》 2017-08-07
- 《华凯创意-公司点评:2017H1 订单大幅增长致业绩预增 20.15%-31.08%，旅游主题馆项目将成亮点》 2017-07-18
- 《华凯创意-公司点评: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%+》 2017-06-08

**新增订单大幅增长致业绩增长 24.99%**。公司公布 2017 半年度报告，实现营业收入 1.98 亿元，同比去年提升 15.16%；归母净利 0.11 亿元，同比增长 24.99%。单季来看，Q1 和 Q2 分别实现收入 0.53 亿(+33.25%yoy)和 1.45 亿(+9.72%yoy)；Q1、Q2 归母净利分别为-3.16 万元(-107.08%yoy)和 0.11 亿(+31.75%yoy)。**上半年业绩稳步增长主要系：管理层推动公司日常运营效率提升，加快市场拓展，完善治理结构，报告期内新增订单约 5.81 亿，占去年全年订单总额约 97%，其中主题馆业务承接方面有一定幅度的增长，城市文化馆和企业馆增幅较去年同期较大。公司预计三季度净利润实现 3000-3500 万元，同比增 6.16%-23.85%，主要系订单大幅增长，且开工的项目较多，致收入同比有一定增幅。**

**城市文化馆贡献主要利润，其他主题馆成为新利润增长点。**上半年实现新中标合同订单约为 5.83 亿元，先后中标都匀三线文化创意园历史博物馆、江西上饶市规划展示馆、湖南永州市“两中心”项目规划馆、湖南健康产业展示馆等超 5000 万的大型项目。同时，主题馆业务成为公司又一利润增长点。具体来看，**城市文化馆布展收入 0.9 亿元(+124.86%yoy)**，占比 45.45%，毛利率 30.3%，同比提升 3.13 个百分点；**博物馆展示系统收入 0.36 亿元(-50.1%yoy)**，占比 18.18%，毛利率 7.92%，同比降低 16.83 个百分点；**企业文化馆收入 0.19 亿元(+465.08%yoy)**，占比 9.6%，毛利率 35.05%，同比降低 32.48 个百分点；**其他主题馆收入 0.48 亿元(-5.31%yoy)**，占比 24.24%，毛利率 23.6%，同比降低 4.29 个百分点。**我们判断，公司未来有望重点发力城市馆和其他主题馆，博物馆和企业馆上半年占总收入比重较小，毛利波动对整体毛利率波动影响不大，为正常现象，主要系（1）博物馆展示系统毛利率较低由于项目分段确认收入，高毛利部分已于前期完工，导致本期毛利率下滑；（2）企业馆由于体量较小，承接项目毛利率不同从而导致毛利率水平波动幅度较大。**

**博物馆布展系统拖累毛利率下滑，费用管控严格同比下降 3.08%**。报告期内毛利率 25.17%，同比下降 1.78 个百分点；期间费用率 19.4%，同比降低 3.08 个百分点，主要系财务费用率和销售费用率下降幅度较大。具体来看，销售费用率 6.73%，同比降低 2.04 个百分点，主要系销售差旅费及业务费下降较多，合计 158.6 万致总销售费用下降 11.61%；管理费用率 11.14%，同比上升 0.13 个百分点，主要系公司产生上市发行费用 260.3 万元，以及其他费用增长较多致整体管理费用上升 16.5%；财务费用率 1.53%，同比下降 1.17 个百分点，主要系收到发行新股增加募集资金，银行融资减少，减少利息支出。

**多元总包模式助业绩稳定增长，业绩将集中在下半年释放。**公司集创意、设计、制作、布展、维护于一体的综合服务商，在业内拥有较高品牌知名度、专业能力、配套服务等优势，市场渗透能力和影响力日益增强。上半年实现归母净利 0.11 亿元，同比增长 24.99%，实现稳定增长，公司收入季节性特征明显，系工程款按项目进度结算，公司业绩将集中在下半年释放。**市场分布不均，未来拓展空间巨大。**当前公司市场 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，行业规模未来将呈两位数高增长，凭借公司布展领域龙头地位市场拓展空间巨大。**切入旅游主题馆市场，业务占比快速提升有助带动毛利提升。**新增旅游主题馆是公司布展业领域新兴业务，毛利率约 30%-40%，此类主题馆项目市场空间很大，未来公司有望加大投标力度，业务占比将快速扩大有望带动整体盈利能力提升。

**维持盈利预测，维持“买入”评级。**公司多元总包运营模式有效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 EPS0.41/0.50/0.59 元，当前股价对应 17-19 年 PE51/43/36 倍，给予“买入”评级。

## 财务预测摘要

资产负债表(百万元)						利润表(百万元)					
	2015	2016	2017E	2018E	2019E		2015	2016	2017E	2018E	2019E
货币资金	89.09	62.58	55.92	72.70	93.06	营业收入	481.50	529.58	699.05	908.77	1,163.22
应收账款	218.02	224.74	288.42	370.42	472.89	营业成本	338.71	393.79	489.34	627.05	790.99
预付账款	5.66	10.97	16.29	12.31	25.54	营业税金及附加	13.97	3.10	15.70	19.13	22.79
存货	220.88	347.40	324.94	543.68	544.91	营业费用	39.81	38.34	62.91	86.33	116.32
其他	0.25	0.44	1.34	0.43	1.32	管理费用	39.99	44.23	65.86	92.69	125.63
<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>	财务费用	10.22	8.27	6.47	15.58	26.23
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	资产减值损失	6.61	6.65	6.21	6.49	6.45
固定资产	64.63	58.67	78.50	118.29	157.06	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
在建工程	0.00	0.70	36.42	69.85	71.91	投资净收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
无形资产	28.29	27.24	26.03	24.81	23.59	其他	0.00	(0.00)	0.00	(0.00)	(0.00)
其他	2.98	4.06	2.97	3.31	3.41	<b>营业利润</b>	<b>32.20</b>	<b>35.21</b>	<b>52.55</b>	<b>61.49</b>	<b>74.81</b>
<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>	营业外收入	10.73	11.90	6.55	9.73	9.39
<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>	营业外支出	0.05	0.43	0.20	0.23	0.29
短期借款	43.00	39.80	61.25	221.33	282.79	<b>利润总额</b>	<b>42.88</b>	<b>46.69</b>	<b>58.89</b>	<b>70.99</b>	<b>83.91</b>
应付账款	169.81	234.11	218.83	377.66	387.65	所得税	6.01	6.66	8.60	10.29	12.04
其他	68.39	98.63	103.17	82.66	123.90	<b>净利润</b>	<b>36.87</b>	<b>40.03</b>	<b>50.29</b>	<b>60.70</b>	<b>71.87</b>
<b>流动负债合计</b>	<b>281.20</b>	<b>372.54</b>	<b>383.25</b>	<b>681.64</b>	<b>794.34</b>	少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
长期借款	49.99	27.00	34.90	68.35	75.05	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>36.87</b>	<b>40.03</b>	<b>50.29</b>	<b>60.70</b>	<b>71.87</b>
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	每股收益(元)	0.30	0.33	0.41	0.50	0.59
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>73.67</b>	<b>80.03</b>						
<b>负债合计</b>	<b>337.55</b>	<b>404.52</b>	<b>422.78</b>	<b>755.32</b>	<b>874.36</b>	<b>主要财务比率</b>	<b>2015</b>	<b>2016</b>	<b>2017E</b>	<b>2018E</b>	<b>2019E</b>
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>成长能力</b>					
股本	91.78	91.78	122.38	122.38	122.38	营业收入	10.50%	9.99%	32.00%	30.00%	28.00%
资本公积	73.60	73.60	73.60	73.60	73.60	营业利润	-15.41%	9.36%	49.23%	17.01%	21.66%
留存收益	200.46	240.49	285.66	338.10	396.96	归属于母公司净利润	0.79%	8.57%	25.64%	20.69%	18.42%
其他	(73.60)	(73.60)	(73.60)	(73.60)	(73.60)	<b>获利能力</b>					
<b>股东权益合计</b>	<b>292.24</b>	<b>332.27</b>	<b>408.04</b>	<b>460.49</b>	<b>519.34</b>	毛利率	29.66%	25.64%	30.00%	31.00%	32.00%
<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>	净利率	7.66%	7.56%	7.19%	6.68%	6.18%
						ROE	12.62%	12.05%	12.33%	13.18%	13.84%
						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%	50.89%	62.12%	62.74%
						净负债率	38.87%	40.76%	56.39%	50.92%	69.16%
						流动比率	1.90	1.73	1.79	1.47	1.43
						速动比率	1.11	0.80	0.94	0.67	0.75
						<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	0.59
						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	3.33	3.76	4.24
						<b>估值比率</b>					
						市盈率	70.24	64.69	51.49	42.67	36.03
						市净率	8.86	7.79	6.35	5.62	4.99
						EV/EBITDA	0.00	0.00	41.17	33.35	25.93
						EV/EBIT	0.00	0.00	45.12	36.81	28.60

资料来源：公司公告，天风证券研究所

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