

内生外延并举，业绩高速增长

公司点评

王小勇(分析师)

0755-82312484

wangxiaoyong1@xsdzq.cn

证书编号: S0280517070001

王斌(联系人)

wangbin1@xsdzq.cn

证书编号: S0280117080044

王萌(联系人)

wangmeng@xsdzq.cn

证书编号: S0280117090007

● 事件:

公司发布 2017 年年报, 2017 年全年公司共实现营收 46.25 亿元, 同比增长 38.65%; 归母净利润 1.65 亿元, 同比增长 64.11%。同时公布利润分配预案每 10 股派 0.35 元(含税)

● 点评:

● 毛利率大幅上升, 经营性现金流持平:

公司 2017 年度实现毛利率 13.49%, 同比提升 3.25%; 实现净利率 3.69%, 同比提升 0.95%; 期间费用率 8.11%, 同比增加 3.12%, 主要系研发费用单独归集至管理费用所致。公司全年经营活动产生的现金流量净额为-2.79 亿元, 较上年同期上涨 3.95%, 基本持平; 投资活动产生的现金流量净额为-4.23 亿元, 同比下降 133.66%; 筹资活动产生的现金流量净额为 5.75 亿元, 较上年同期下降 24.79%。

● 全装修业务提质增效, 设计及家具业务加速扩张:

公司主营业务主要分为公装施工(住宅全装修)、家装施工、设计业务及家具业务。公装施工(住宅全装修)板块 2017 年共实现营收 43.05 亿元, 占营收比重 93.08%, 同比增长 34.29%; 贡献毛利 5.10 亿元, 占比 81.70%, 业务毛利率较上年提升 2.11%, 盈利能力有所提升。在巩固全装修业务的同时, 公司积极拓展产业链, 布局设计及家具等业务, 具体来看, 2017 年设计级家具业务板块分别实现营收 1.88、0.41 亿元, 同比增长 227.85%、113.21%, 板块业务规模迎来爆发式增长。

● 全装修政策推进开启行业蓝海, 发展定制精装满足差异化需求:

2015 年以来多地出台住宅全装修政策, 住建部印发的建筑业“十三五”规划指出, 到 2020 年新开工全装修成品住宅面积达到 30%, 随着未来新建住宅全装修比例的加速提升, 行业空间将进一步扩大, 公司作为目前已上市装饰公司中唯一从事住宅全装修的公司, 业务有望迎来高速增长。同时, 公司专门开发定制精装, 以开发商为到入口, 在一个楼盘内提供集中式毛坯房装修, 在目前国内新建住宅全装修比例不高的情况下, 定制精装或将成为公司未来业绩新的增长点。

● 积极开展外延并购, 加快全产业链布局:

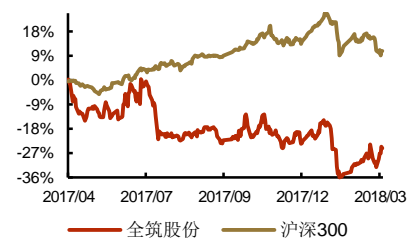
公司致力于打造全装修产业链, 沿产业链横向及纵向展开并购工作。在家具业务板块, 公司去年 4 月收购澳大利亚知名橱柜商 GOS 的 60% 股权, 不仅能借此进入澳洲市场, 还借助 GOS 拓展国内市场, 形成协同效应; 8 月出资 1800 万元在南通设立江苏赫斯帝橱柜有限公司, 未来将为精装房提供配套, 形成闭环循环。在设计业务板块, 公司通过收购地东设计、东瑞设计, 参股创羿设计, 将业务领域进一步扩大至建筑、园林、景观规划设计领域。

● **财务预测与估值:** 预计公司 2018~2020 年实现归母净利 2.57/3.71/4.63 亿元, 同比增长 56.2%/44.3%/24.8%, 对应 EPS 为 0.48/0.69/0.86 元。当前股价对应 2018~2020 年的 PE 为 16.5/11.4/9.2 倍, 维持“推荐”评级。

推荐(维持评级)

市场数据	时间 2018.03.30
收盘价(元):	7.89
一年最低/最高(元):	6.51/32.48
总股本(亿股):	5.39
总市值(亿元):	42.5
流通股本(亿股):	5.32
流通市值(亿元):	41.98
近 3 月换手率:	44.35%

股价一年走势



收益涨幅(%)

类型	一个月	三个月	十二个月
相对	12.24	0.81	-36.1
绝对	9.13	-2.47	-22.66

相关报告

《装饰整体复苏走出低谷, 公司业绩增速呈加速上升态势》2018-02-22

● **风险提示：** 订单转化不及预期，原材料价格和人工成本上涨等。

财务摘要和估值指标

指标	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	3336	4,625	6,924	9,155	11,032
增长率(%)	52.7	38.7	49.7	32.2	20.5
净利润(百万元)	100.4	165	257	371	463
增长率(%)	21.6	64.1	56.2	44.3	24.8
毛利率(%)	10.2	13.5	12.6	12.9	12.9
净利率(%)	3.0	3.6	3.7	4.1	4.2
ROE(%)	5.7	10.3	14.0	17.2	18.0
EPS(摊薄/元)	0.57	0.31	0.48	0.69	0.86
P/E(倍)	13.94	25.8	16.5	11.4	9.2
P/B(倍)	0.79	2.6	2.3	2.0	1.7

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)						利润表(百万元)					
	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E		2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
流动资产	3392	4353	6396	8367	10028	营业收入	3336	4625	6924	9155	11032
现金	577	380	450	500	550	营业成本	2994	4001	6052	7977	9606
应收账款	1856	2538	3800	5024	6054	营业税金及附加	18	12	18	23	28
其他应收款	41	119	178	235	283	营业费用	39	35	53	70	84
预付账款	59	55	72	95	115	管理费用	98	275	412	545	657
存货	415	553	836	1102	1327	财务费用	29	64	35	46	51
其他流动资产	443	708	1060	1412	1699	资产减值损失	79	45	50	50	50
非流动资产	565	954	947	943	939	公允价值变动收益	0	0	0	0	0
长期投资	0	3	3	3	3	投资净收益	0	4	5	5	5
固定资产	458	467	469	468	467	营业利润	79	197	310	449	561
无形资产	41	48	43	39	35	营业外收入	35	5	5	5	5
其他非流动资产	66	436	432	432	433	营业外支出	0	0	1	1	1
资产总计	3956	5307	7343	9310	10967	利润总额	114	201	314	453	566
流动负债	2434	3361	5145	6749	7958	所得税	22	30	47	68	85
短期借款	604	674	1190	1570	1740	净利润	91	171	267	385	481
应付账款	1399	1980	2994	3947	4753	少数股东损益	-9	6	10	14	17
其他流动负债	431	707	960	1232	1465	归属母公司净利润	100	165	257	371	463
非流动负债	74	240	255	275	295	EBITDA	125	284	412	561	678
长期借款	74	5	5	5	5	EPS(元)	0.57	0.31	0.48	0.69	0.86
其他非流动负债	0	235	250	270	290						
负债合计	2508	3601	5399	7023	8253						
少数股东权益	-317	100	110	123	140	主要财务比率	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
股本	177	539	539	539	539	成长能力					
资本公积	815	500	500	500	500	营业收入(%)	52.7	38.7	49.7	32.2	20.5
留存收益	773	568	796	1125	1535	营业利润(%)	(21.9)	150.5	57.3	44.9	25.1
归属母公司股东权益	1766	1607	1834	2163	2574	归属于母公司净利润(%)	21.6	64.1	56.2	44.3	24.8
负债和股东权益	3956	5307	7343	9310	10967	获利能力					
						毛利率(%)	10.2	13.5	12.6	12.9	12.9
						净利率(%)	3.0	3.6	3.7	4.1	4.2
						ROE(%)	5.7	10.3	14.0	17.2	18.0
						ROIC(%)	4.0	9.0	9.3	10.9	11.7
						偿债能力					
						资产负债率(%)	63.4	67.8	73.5	75.4	75.3
						净负债比率(%)	17.4	14.5	16.3	16.9	15.9
						流动比率	1.4	1.3	1.2	1.2	1.3
						速动比率	1.2	1.1	1.1	1.1	1.1
						营运能力					
						总资产周转率	0.8	0.9	0.9	1.0	1.0
						应收账款周转率	2.2	2.1	2.2	2.1	2.0
						应付账款周转率	2.6	2.4	2.4	2.3	2.2
						每股指标(元)					
						每股收益(最新摊薄)	0.57	0.31	0.48	0.69	0.86
						每股经营现金流(最新摊薄)	-1.64	-0.52	-0.46	-0.36	0.03
						每股净资产(最新摊薄)	9.96	2.98	3.41	4.02	4.78
						估值比率					
						P/E	13.94	25.79	16.52	11.45	9.17
						P/B	0.79	2.65	2.32	1.96	1.65
						EV/EBITDA	35.45	15.7	10.8	7.9	6.6

现金流量表(百万元)					
	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
经营活动现金流	-290	-279	-249	-197	19
净利润	0	165	257	371	463
折旧摊销	0	22	68	67	66
财务费用	0	64	35	46	51
投资损失	0	-4	-5	-5	-5
营运资金变动	0	-383	-612	-687	-572
其他经营现金流	-290	-143	8	12	15
投资活动现金流	-181	-423	-60	-70	-60
资本支出	0	-31	-60	-60	-60
长期投资	-1	-23	0	0	0
其他投资现金流	-182	-476	-120	-130	-120
筹资活动现金流	764	575	379	317	91
短期借款	0	0	516	380	170
长期借款	6	12	-93	0	0
普通股增加	0	361	0	0	0
资本公积增加	0	-315	0	0	0
其他筹资现金流	758	517	-44	-63	-79
现金净增加额	292	-127	70	50	50

资料来源：公司公告、新时代证券研究所

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，新时代证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。

因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师声明

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及新时代证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

分析师介绍

王小勇，新财富、水晶球、金牛奖分析师，证券从业时间 11 年，地产行业从业 4 年，重庆建筑大学毕业。

投资评级说明

新时代证券行业评级体系：推荐、中性、回避

推荐：未来6-12个月，预计该行业指数表现强于市场基准指数。

中性：未来6-12个月，预计该行业指数表现基本与市场基准指数持平。

回避：未来6-12个月，未预计该行业指数表现弱于市场基准指数。

市场基准指数为沪深 300 指数。

新时代证券公司评级体系：强烈推荐、推荐、中性、回避

强烈推荐：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。

推荐：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：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：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。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

免责声明

新时代证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批复，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告由新时代证券股份有限公司（以下简称新时代证券）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或意图违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。

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

本报告所载的全部内容只供客户做参考之用，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。新时代证券根据公开资料或信息客观、公正地撰写本报告，但不保证该公开资料或信息内容的准确性或完整性。客户请勿将本报告视为投资决策的唯一依据而取代个人的独立判断。

新时代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。新时代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。

本报告所载内容反映的是新时代证券在发表本报告当日的判断，新时代证券可能发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但新时代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。新时代证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的新时代证券网站以外的地址或超级链接，新时代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分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

新时代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。新时代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。

除非另有说明，所有本报告的版权属于新时代证券。未经新时代证券事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式更改、复制、传播本报告中的任何材料，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。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，均为新时代证券的商标、服务标识及标记。

新时代证券版权所有并保留一切权利。

机构销售通讯录

北京	郝颖 销售总监 固话：010-69004649 手机：13811830164 邮箱：haoying1@xsdzq.cn
上海	吕莅琪 销售总监 固话：021-68865595 转 258 手机：18221821684 邮箱：lvyuqi@xsdzq.cn
深圳	史月琳 销售经理 固话：0755-82291898 手机：13266864425 邮箱：shiyuelin@xsdzq.cn

联系我们

新时代证券股份有限公司 研究所

北京地区：北京市海淀区北三环西路99号院1号楼15层	邮编：100086
上海地区：上海市浦东新区浦东南路256号华夏银行大厦5楼	邮编：200120
广深地区：深圳市福田区福华一路88号中心商务大厦15楼1501室	邮编：518046

公司网址：<http://www.xsdzq.cn/>