

中报每股收益 0.23 元，略低于预期

首次 增持 评级

投资要点：

- 高端装饰细分市场的龙头地位稳固
- 部品部件生产化将提升毛利和净利空间

报告摘要：

- **2010 年中报业绩略低于预期。**2010 上半年，公司实现营业收入 63652.5 万元，同比增长 25.67%；实现营业利润 4431.1 万元，同比增长 54.29%；归属上市公司股东的净利润为 3462.0 万元，同比增长 51.47%，对应每股收益 0.23 元。
- **稳居高端装饰领域的龙头地位。**上半年，公司先后承接和完成了 10 项剧院会堂类建筑装饰工程，16 项喜达屋、希尔顿等全球知名酒店企业管理的五星级酒店工程；铁路客运站市场拓展也卓有成效，承接了深圳北站交通枢纽工程室内设计项目，公司在高端装饰细分市场优势依然突出。
- **毛利率显著提升，费用率微幅趋降。**公司不断加强对材料和人工的预算控制，毛利率较去年同期增加了 1.78%至 14.70%，期间费用率则压缩了 0.35%至 3.64，且两项指标均已确立向好趋势。
- **部品部件工厂化将增厚利润空间。**公司毛利率一直低于金螳螂和亚厦股份，净利率也未体现出明显优势，我们认为工厂化不足拉低运作效率、抬高生产成本是主因，故木制品和 GRG 产品工厂化项目的推进将增厚公司利润，使高端项目发挥出盈利溢价优势。
- **风险因素。**部分项目不排除回款进度较慢的风险，但整体可控。
- **盈利预测及评级。**我们预计，公司 2010-2012 的 EPS（现总股本 1.5 亿股）为 0.73 元、1.15 元和 1.56 元，对应 PE 为 42.8 倍、26.8 倍和 19.7 倍，给予公司“增持”评级。

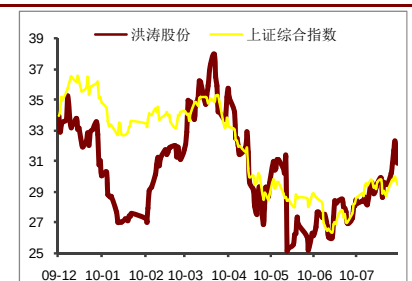
分析师

周蓉姿

电话：010-88085980

Email：zhourongzi@hysec.com

市场表现



数据来源：Wind 资讯

公司数据

总股本（万股）	15,000
流通股（万股）	3,750
每股净资产（元）	7.01
主要股东	刘年新
主要股东持股比例	35.76%

数据来源：港澳资讯

主要经营指标	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
主营收入(百万)	1050.90	1310.47	1769.14	2388.34	3104.84
同比增长率	-3.63%	24.70%	35.00%	35.00%	30.00%
净利润（百万）	50.14	69.06	109.79	171.81	233.22
同比增长率	53.02%	37.73%	58.96%	56.49%	35.74%
每股收益(元)	0.334	0.460	0.732	1.145	1.555
净资产收益率	27.41%	6.71%	9.69%	13.26%	15.37%

利润表(百万)

	2009A	2010E	2011E	2012E
主营业务收入	1310.47	1769.14	2388.34	3104.84
减：营业成本	1128.08	1505.54	2015.76	2608.07
营业税金及附加	44.06	61.92	78.82	102.46
销售费用	10.10	13.45	17.43	22.67
管理费用	30.88	50.42	62.10	83.83
财务费用	3.15	-13.56	-16.83	-21.05
资产减值损失	7.92	5.00	5.00	2.00
加：投资收益	0.00	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	86.28	146.38	226.06	306.87
加：其他非经营损益	-0.01	0.00	0.00	0.00
利润总额	86.27	146.38	226.06	306.87
减：所得税	17.20	36.60	54.25	73.65
净利润	69.06	109.79	171.81	233.22
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00
母公司所有者净利润	69.06	109.79	171.81	233.22

现金流量表

经营性现金净流量	104.63	78.01	156.07	241.51
投资性现金净流量	-27.92	-119.68	-57.31	-32.00
筹资性现金净流量	779.24	-26.62	11.82	12.49
现金流量净额	855.95	-68.28	110.58	222.00
收益率指标	2009A	2010E	2011E	2012E
毛利率	13.92%	14.90%	15.60%	16.00%
三费/销售收入	3.37%	2.84%	2.63%	2.75%
EBIT/销售收入	6.58%	7.21%	8.61%	9.11%
EBITDA/销售收入	6.85%	8.16%	10.06%	10.42%
销售净利率	5.27%	6.21%	7.19%	7.51%
资产获利率指标	2009A	2010E	2011E	2012E
ROE	6.71%	9.69%	13.26%	15.37%
ROA	5.92%	7.85%	10.62%	12.21%
ROIC	30.47%	37.74%	36.98%	40.94%
资本结构指标	2009A	2010E	2011E	2012E
资产负债率	29.40%	30.21%	33.07%	34.46%

资产负债表(百万)

	2009A	2010E	2011E	2012E
货币资金	920.10	851.81	962.39	1184.39
应收和预付款项	437.89	567.63	744.20	902.19
存货	18.05	24.97	32.63	41.89
其他流动资产	1.78	2.00	2.50	3.00
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产和在建工程	49.43	135.84	164.22	162.92
无形资产和开发支出	27.87	39.02	29.59	20.16
其他非流动资产	1.84	2.18	1.00	1.00
资产总计	1456.95	1623.45	1936.52	2315.55
短期借款	40.00	0.00	0.00	0.00
应付和预收款项	388.31	490.51	640.37	797.83
长期借款及其他	0.00	0.00	0.00	0.00
负债合计	428.31	490.51	640.37	797.83
股本	120.00	150.00	150.00	150.00
资本公积	766.05	736.05	736.05	736.05
留存收益	142.59	246.89	410.10	631.66
归属母公司股东权益	1028.65	1132.94	1296.16	1517.71
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00
股东权益合计	1028.65	1132.94	1296.16	1517.71
负债和股东权益合计	1456.95	1623.45	1936.52	2315.55
每股指标	2009A	2010E	2011E	2012E
每股收益	0.460	0.732	1.145	1.555
每股经营性现金流	0.698	0.520	1.040	1.610
增长率指标	2009A	2010E	2011E	2012E
销售收入增长率	24.70%	35.00%	35.00%	30.00%
净利润增长率	37.73%	58.96%	56.49%	35.74%
EBIDA 增长率	33.52%	60.81%	66.47%	34.66%
经营营运资本增长率	1.32%	40.96%	34.36%	20.49%
估值指标	2009A	2010E	2011E	2012E
PE	66.89	42.08	26.89	19.81
PB	4.49	4.08	3.56	3.04
EV/EBITDA	32.55	27.10	16.02	11.39

资料来源：宏源证券

分析师简介:

分析师姓名: 周蓉姿, 宏源证券研究所建筑工程行业研究员, 东北大学管理学硕士, 2007 年加盟宏源证券研究所。

主要研究覆盖公司: 路桥建设、金螳螂、亚厦股份、北新路桥、新疆城建等。

机构销售团队

华北区域	华东区域	华南区域
李晔 010-88085756 liye@hysec.com	曾利洁 010-88085790 zenglijie@hysec.com	雷增明 010-88085989 leizengming@hysec.com
牟晓凤 010-88085111 muxiaofeng@hysec.com	刘爽 010-88085798 liushuang@hysec.com	
	孙利群 010-88085096 sunliqun@hysec.com	

宏源证券评级说明:

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。以报告发布日后 6 个月内的公司股价（或行业指数）涨跌幅相对同期的上证指数的涨跌幅为标准。

类别	评级	定义
股票投资评级	买入	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 20%以上
	增持	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 5%~20%
	中性	未来 6 个月内与沪深 300 指数偏离-5%~+5%
	减持	未来 6 个月内跑输沪深 300 指数 5%以上
行业投资评级	增持	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 5%以上
	中性	未来 6 个月内与沪深 300 指数偏离-5%~+5%
	减持	未来 6 个月内跑输沪深 300 指数 5%以上

免责条款:

本报告分析及建议所依据的信息均来源于公开资料, 本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 也不保证所依据的信息和建议不会发生任何变化。我们已力求报告内容的客观、公正, 但文中的观点、结论和建议仅供参考, 不构成任何投资建议。投资者依据本报告提供的信息进行证券投资所造成的一切后果, 本公司概不负责。

本公司所隶属机构及关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 也可能争取为这些公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

本报告版权仅为本公司所有, 未经书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发, 需注明出处为宏源证券研究所, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。