

经营稳健，后劲十足

买入 维持

经营数据:

公司2011年1-6月份实现营业总收入8.69亿元，同比增长36.56%；实现归属于上市公司股东的净利润为4682.50万元，同比增长35.25%；对应每股收益0.21元。

- **持续定位高端市场，业务范围稳步扩大。**报告期内，公司先后设计和施工了8项剧院会堂类建筑，23项五星级酒店的装饰装修工程，保持了公司在剧院会堂以及宾馆等高端建筑装饰细分市场的持续领先优势。同时，公司在医院类项目取得战略性成果，承接了深圳滨海医院（港大深圳医院），为以后在医院领域的发展奠定基础。
- **营销网络快速建设，全国战略继续深入。**公司上半年继续加大全国市场开拓。华南地区和西南地区营业收入实现快速增长，同比增长143.67%和103.11%。目前公司分支机构已超过30家，终端渠道的建设势必推动未来公司营销工作的全面爆发。
- **综合毛利率同比微跌0.2%。**施工材料及人工成本的上升使公司综合毛利率由上年同期的14.7%下降至14.5%，盈利能力基本稳定。
- **期间费用率同比下降0.32%。**公司大举开拓市场导致销售费用率大幅上升至2.24%，去年同期仅为0.99%；募集资金带来高额利息收入，财务费用率由去年同期的-0.36%继续大幅下降至-0.79%；管控能力提升和规模效应压低管理费用率至2.19%，同比降低0.83个百分点。
- **所得税率上提2%。**报告期内，公司所在地区的所得税率由去年同期的22%上调至24%，吞噬了部分净利润增幅。
- **经营稳定，回款风险相对可控。**报告期内，应收账款、预收账款分别同比增加57.8%和56.0%，经营稳健。公司三季报大幅预增60-90%，显示2011年内回款风险相对可控。
- **风险因素。**由开发商受调控影响资金短缺而引发的回款风险。
- **盈利预测及评级。**我们预计公司2011-2013年EPS为0.699元、0.966元和1.247元，对应的动态PE分别为37.7倍和27.3倍和21.2倍。短期内股价上行空间有限，下调至增持评级，中长期仍维持买入。

主要经营指标	2009	2010	2011E	2012E	2013E
主营收入(百万)	1310.47	1508.28	2488.66	3484.13	4459.68
同比增长率	24.70%	15.09%	65.00%	40.00%	28.00%
净利润(百万)	69.06	97.00	161.05	222.40	287.09
同比增长率	37.73%	40.45%	66.03%	38.09%	29.09%
每股收益(元)	0.300	0.421	0.699	0.966	1.247
净资产收益率	6.71%	8.71%	13.02%	15.81%	17.65%

分析师

周蓉姿

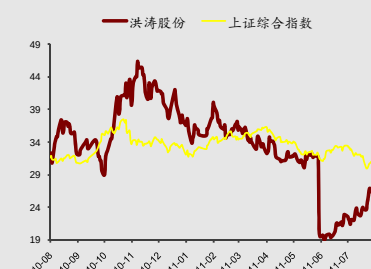
电话: 010-88085996

Email: zhourongzi@hysec.com

执业证书编号: S1180210060004

联系人: 刘纯钦

市场表现



公司数据

总股本(万股)	22,500
流通股(万股)	8,045
每股净资产(元)	4.58
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

利润表(百万)

	2010A	2011E	2012E	2013E
主营业务收入	1508.28	2488.66	3484.13	4459.68
减: 营业成本	1270.43	2090.48	2926.67	3746.13
营业税金及附加	50.62	83.62	117.07	149.85
销售费用	19.56	60.97	85.36	107.03
管理费用	39.38	42.31	59.23	75.81
财务费用	-8.90	-12.62	-9.83	-10.90
资产减值损失	14.75	12.00	13.00	14.00
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	122.44	211.91	292.63	377.75
加: 其他非经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	123.76	211.91	292.63	377.75
减: 所得税	26.76	50.86	70.23	90.66
净利润	97.00	161.05	222.40	287.09
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00
母公司所有者净利润	97.00	161.05	222.40	287.09
现金流量表	2010A	2011E	2012E	2013E
经营性现金净流量	-66.98	117.13	243.96	246.70
投资性现金净流量	-31.73	-40.00	-30.00	-30.00
筹资性现金净流量	-52.79	-20.33	-32.09	-43.33
现金流量净额	-151.50	56.79	181.87	173.37
收益率指标	2010A	2011E	2012E	2013E
毛利率	15.77%	16.00%	16.00%	16.00%
三费/销售收入	3.32%	3.64%	3.87%	3.86%
EBIT/销售收入	7.58%	7.81%	7.82%	7.93%
EBITDA/销售收入	7.83%	8.57%	8.52%	8.55%
销售净利率	6.43%	6.47%	6.38%	6.44%
资产获利率指标	2010A	2011E	2012E	2013E
ROE	8.71%	13.02%	15.81%	17.65%
ROA	7.08%	9.01%	11.06%	11.43%
ROIC	35.80%	30.72%	33.09%	38.75%
资本结构指标	2010A	2011E	2012E	2013E
资产负债率	31.03%	42.68%	42.87%	47.39%

资料来源: 宏源证券

资产负债表(百万)

	2010A	2011E	2012E	2013E
货币资金	753.62	810.42	992.28	1165.65
应收和预付款项	744.20	1212.35	1340.75	1799.18
存货	9.69	18.56	20.46	29.49
其他流动资产	0.09	0.50	0.50	0.50
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00
投资性房地产	1.59	1.35	1.10	0.86
固定资产和在建工程	77.04	92.77	92.18	86.58
无形资产和开发支出	27.22	21.21	15.20	9.20
其他非流动资产	1.12	0.56	0.00	0.00
资产总计	1614.57	2157.72	2462.48	3091.45
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
应付和预收款项	500.92	920.95	1055.69	1465.18
其他负债	0.00	0.00	0.00	0.00
负债合计	500.92	920.95	1055.69	1465.18
股本	150.00	225.00	225.00	225.00
资本公积	736.05	661.05	661.05	661.05
留存收益	227.59	350.72	520.74	740.22
归属母公司股东权益	1113.65	1236.77	1406.79	1626.28
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00
股东权益合计	1113.65	1236.77	1406.79	1626.28
负债和股东权益合计	1614.57	2157.72	2462.48	3091.45
每股指标	2010A	2011E	2012E	2013E
每股收益	0.421	0.699	0.966	1.247
每股经营性现金流	-0.291	0.509	1.060	1.071
增长率指标	2010A	2011E	2012E	2013E
销售收入增长率	15.09%	65.00%	40.00%	28.00%
EBIDA 增长率	31.66%	80.63%	39.07%	28.50%
净利润增长率	40.45%	66.03%	38.09%	29.09%
经营营运资本增长率	114.48%	36.35%	14.76%	23.26%
估值指标	2010A	2011E	2012E	2013E
PE	62.66	37.74	27.33	21.17
PB	5.46	4.91	4.32	3.74
EV/EBITDA	28.16	24.97	17.61	13.46

分析师简介:

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：棕榈园林、金螳螂、亚厦股份、洪涛股份、中国建筑、延长化建、东华科技、中材国际、中国化学、鸿路钢构、江河幕墙等。

机构销售团队

重点机构	华北区域	华东区域	华南区域
曾利洁 010-88085790 zenglijie@hysec.com	郭振举 010-88085798 guozhenju@hysec.com	张璐 010-88085978 zhangjun3@hysec.com	崔秀红 010-88085788 cuixiuhong@hysec.com
贾浩森 010-88085279 jiahaosen@hysec.com	牟晓凤 010-88085111 muxiaofeng@hysec.com	王俊伟 021-51782236 wangjunwei@hysec.com	雷增明 010-88085989 leizengming@hysec.com
	孙利群 010-88085756 sunliqun@hysec.com	赵佳 010-88085291 zhaojia@hysec.com	罗云 010-88085760 luoyun@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。