

瑞和股份(002620)

研究员: 张平 执业证书编号: S0570510120048

☎ 025-83290905 ✉ ustczp5000@yahoo.com.cn

🌐 http://t.zhangle.com/4093

市场广阔凭鱼跃 追赶策略降风险

发行基本资料

建筑

发行股数(万)	2000.00
发行后总股本(万)	8000.00
发行方式	采用网下向询价对象配售与网上向社会公众投资者定价发行相结合的方式
发行日期	2011-09-20
保荐机构	太平洋证券

发行前财务数据

每股收益(元)	1.01
每股净资产(元)	3.28
总资产(百万元)	618.76
资产负债率(%)	68.03
净资产收益率(%)	5.96
每股经营性现金流(元)	1.06

投资要点:

公司合理价格区间(元): 21.8-27.3-

◆ **装饰行业市场容量大、行业集中度低:** 根据行业“十二五”规划纲要, 2015 年工程总产值力争达到 3.8 万亿元, 年平均增长率为 12.3% 左右。2009 年度百强装饰企业平均工程总产值 11.72 亿元, 排名前十的企业为 26.9 亿元, 公共建筑装修企业百强的市场占有率仅为 10%。

◆ **公司资质齐全、实力位居行业前列:** 公司拥有装饰和幕墙设计甲级和施工壹级, 是同时拥有此类资质为数不多企业之一。瑞和多年来均位居装饰百强前列。

◆ **毛利率与成长性:** 2008 年-2010 年分别为 13.89%、12.61%和 13.09%, 2011 中期 13.13%, 与同行比要低, 但随着企业 IPO 及募投项目实施, 毛利率水平会逐步提升至行业平均水平。公司上市之后将继续保持较快成长速度, 预计至 2015 年, 年均增速在 35%以上。

◆ **盈利预测与估值:** 预计公司发行摊薄后 2011 年及 2012 年 EPS 分别为 1.09 和 1.71 元。目前 A 股装饰类上市公司 2011 年平均 PE 为 29 倍, 考虑公司在行业内地位以及未来成长性, 我们认为公司的合理估值区间为 2011 年 20~25 倍动态 PE, 对应合理价格为 21.8 元~27.3 元。

◆ **风险提示:** 1、应收账款增加过快, 未来回款存在一定压力, 尤其是 IPO 之后业务扩展更有可能导致应收账款进一步增加, 企业收入和利润均会受到一定影响。2、公司增长过快会带来管理难度加大和人才储备不足等问题, 这会对企业成长性产生不利影响。

主要经营指标

	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入(亿)	10.12	14.78	22.17	31.48
收入增长率(%)	48%	46%	50%	42%
净利润(百万)	60	87	146	217
净利润增长率(%)	313%	45%	67%	48%
EPS(元)(摊薄后)	0.75	1.09	1.83	2.71

目录

1、 公司估值：相对估值法 21.8-27.3 元/股.....	错误！未定义书签。
2、 装饰行业背景：市场容量大、行业集中度低.....	错误！未定义书签。
2.1 装饰市场容量巨大：存量更新与新建初装.....	4
2.2 装饰行业集中度低：为优势企业发展壮大创造良机.....	5
3、 瑞和股份公司分析.....	错误！未定义书签。
3.1 瑞和股份概况.....	6
3.2 瑞和股份 SWOT 分析：与行业主要企业对比分析.....	6
(1). 设计渗透率及过往业绩.....	6
(2). 发展战略：追赶策略最务实.....	7
(3). 业务结构及在手订单分析：公司对住宅精装及大客户存在依赖性.....	7
(4). 瑞和股份 SWOT 分析.....	9
3.3 财务指标分析：与主要上市公司对比分析.....	9
(1). 成长性分析：IPO 前后一年比较.....	9
(2). 盈利能力分析：营业毛利率与营业净利率.....	10
(3). 营运能力分析：应收账款与存货周转率.....	10
(4). 经营净现金流：装饰类上市公司均为负值.....	11
3.4 募投项目分析.....	11
(1). 募投项目推动“一体化”战略实施.....	11
(2). 部品部件工业化生产.....	12
4、 主要假设与盈利预测.....	错误！未定义书签。
4.1 主要假设.....	12
(1). 宏观环境.....	12
(2). 募投项目顺利实施.....	12
(3). 毛利率水平.....	12
4.2 盈利预测.....	12
5、 投资风险提示.....	错误！未定义书签。
5.1 客户相对集中风险.....	13
5.2 应收账款坏账风险.....	13
5.3 住宅精装业务风险.....	13
5.4 宏观经济风险.....	13

图表目录

图表 1：可比上市公司预测 EPS 及对应 PE.....	4
图表 2： 2010 年 6 月以来我国主要城市住宅精装修与发达国家对比.....	4
图表 3：建筑装饰行业产值与增速（2001-2015）.....	5
图表 4：建筑装饰与公共装饰产值（2002-2008）.....	5
图表 5：建筑装饰企业数量持续下降（万家）.....	5
图表 6：2009 年行业实力企业市场占有率（%）.....	5
图表 7：历年中国建筑装饰行业百强企业排名（2002-2009）.....	6
图表 8：2010 年设计渗透率（%）.....	6
图表 9：2010 年项目管理密度 PMD 指标（万元）.....	6
图表 10：鲁班奖累计获得次数（截止到 2011 年）.....	7
图表 11：全国建筑工程装饰奖（截止到 2010 年）.....	7

图表 12: 住宅精装与公装收入占比 (2011H1)	7
图表 13: 在手合同余额 (2011H1)	7
图表 14: 住宅精装在手合同 (2011H1)	8
图表 15: 公装在手合同 (2011H1)	8
图表 16: 瑞和股份 SWOT 分析	9
图表 17: 营业收入增速	10
图表 18: IPO 前后营业收入增速对比	10
图表 19: 营业毛利率对比	10
图表 20: 营业净利率对比	10
图表 21: 应收账款周转率对比	11
图表 22: 存货周转率对比	11
图表 23: 经营净现金流 (2011H1 vs. 2010H1)	11
图表 24: 募集资金投向及建设周期 (万元)	12
图表 25: 营业收入及营业成本预测 (百万元)	12

1、公司估值：相对估值法 21.8-27.3 元/股

PE 相对估值法：参照目前可比上市公司的预测动态 PE 水平，与公司预测 EPS 相乘，得到相应股价。目前可比上市公司 2011 动态 PE 平均为 29 倍，2012 年为 19 倍。

我们预测公司 2011 年和 2012 年的 EPS 分别是 1.09 元和 1.71 元。考虑到近 3 个月新股首日涨跌幅及投资者申购新股的合理利润空间，我们认为公司 2011 年合理 PE 为 20-25 倍，合理价格区间为 21.8-27.3 元/股，对应 2012 年动态 PE 为 13-16 倍。

图表 1：可比上市公司预测 EPS 及对应 PE

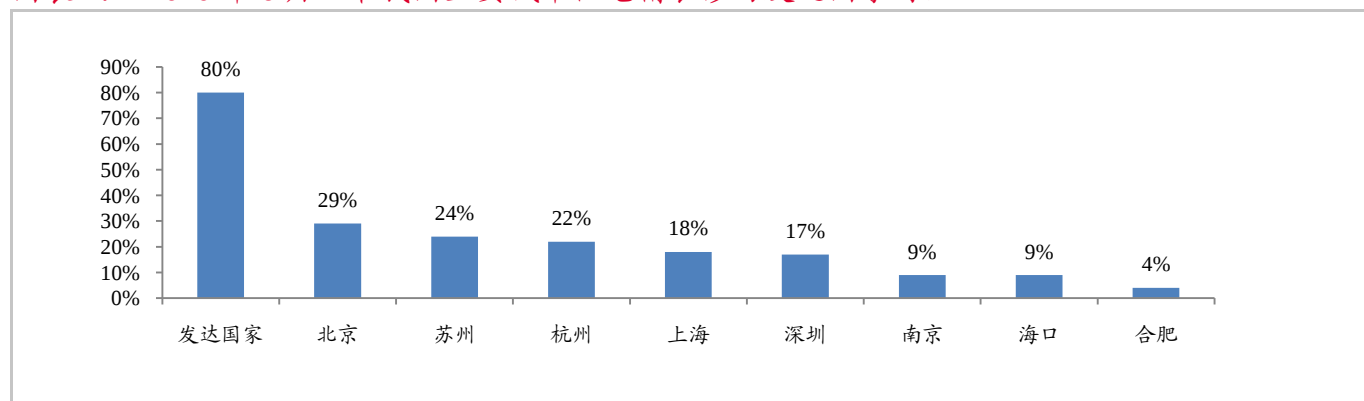
代码	公司简称	20110914 价格 (元/股)	2010 年 EPS	2010 年 PE	2011 年 EPS(E)	2011 年 PE(E)	2012 年 EPS(E)	2012 年 PE(E)
002081	金螳螂	41.1	0.81	50.91	1.49	27.68	2.21	18.63
002325	洪涛股份	24.1	0.42	57.21	0.69	34.96	1.03	23.37
002375	亚厦股份	31.11	0.62	50.06	1.15	27.02	1.84	16.91
002482	广田股份	27.78	0.67	41.48	1.09	25.47	1.60	17.33
	行业平均					28.78		19.06

资料来源：Wind 华泰证券研究所

2、装饰行业背景：市场容量大、行业集中度低

消费结构升级与住宅产业化是装饰行业发展的基本动力。在旅游餐饮休闲购物时，人们不仅在意支出的增加，更在乎环境是否令人舒适惬意，这种生活品质要求的提高促进了建筑装饰业的发展。从欧美住宅发展轨迹看，住宅产业化将成为未来国内房地产开发的主流趋势，国家对于住宅产业化、住宅精装修市场的发展一直持鼓励态度。

图表 2：2010 年 6 月以来我国主要城市住宅精装修与发达国家对比



资料来源：CIRC (中国房地产信息集团) 华泰证券研究所

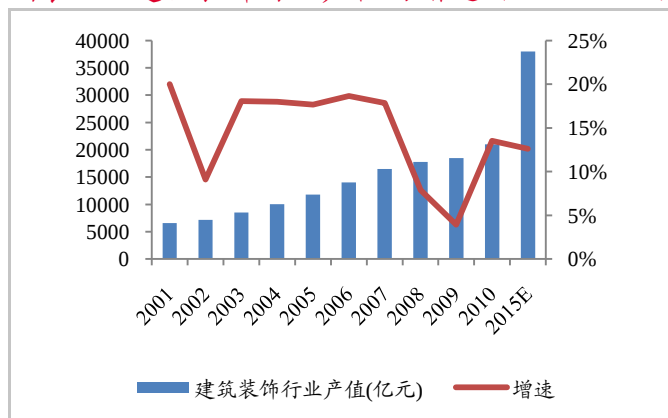
2.1 装饰市场容量巨大：存量更新与新建初装

建筑物在使用寿命期内需要多次装饰。酒店类公共建筑一般 5~7 年更新一次，其他建筑一般 10 年更新一次。根据中国建筑装饰协会统计，至 2010 年国内仅存量市场将突破 10 万亿元。未来十年中，存量市

场每年可以提供 1 万亿元以上的建筑装饰业务。

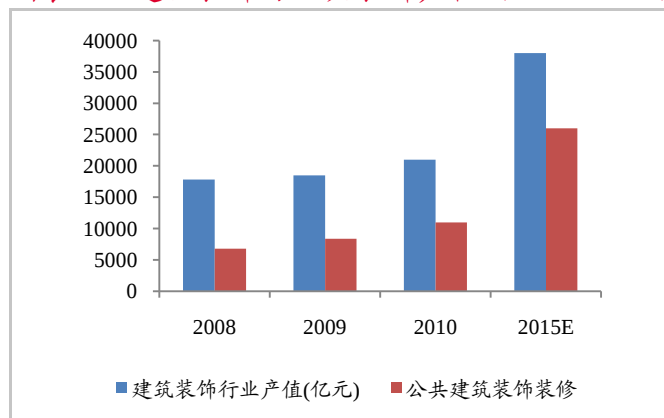
根据行业“十二五”规划纲要，2015 年工程总产值力争达到 3.8 万亿元，比 2010 年增长 1.7 万亿元，总增长率为 81%，年平均增长率为 12.3% 左右。其中，公共建筑装饰装修（包括住宅开发建设中的整体楼盘成品房装修）争取达到 2.6 万亿元，比 2010 年增长 1.5 万亿元，增长幅度在 136%，年平均增长率为 18.9%。住宅装饰装修（单个家庭独立装修工程）争取达到 1.2 万亿元，比 2010 年增长 2500 亿元，增长幅度在 26.3%，年平均增长速度为 4.9%。

图表 3：建筑装饰行业产值与增速（2001-2015）



资料来源：中国建筑装饰协会 华泰证券研究所

图表 4：建筑装饰与公共装饰产值（2002-2008）

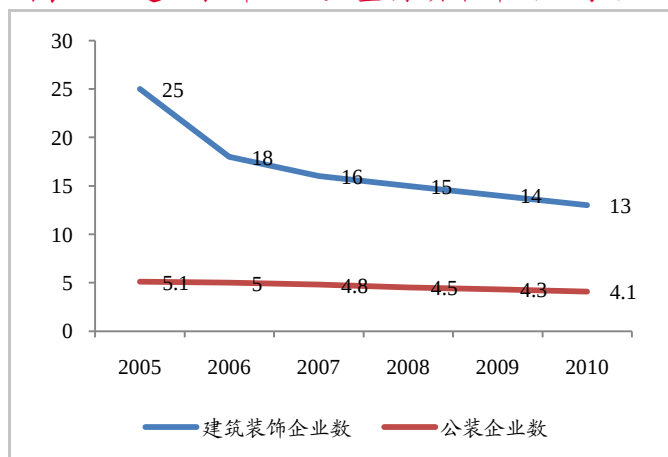


资料来源：中国建筑装饰协会 华泰证券研究所

2.2 装饰行业集中度低：为优势企业发展壮大创造良机

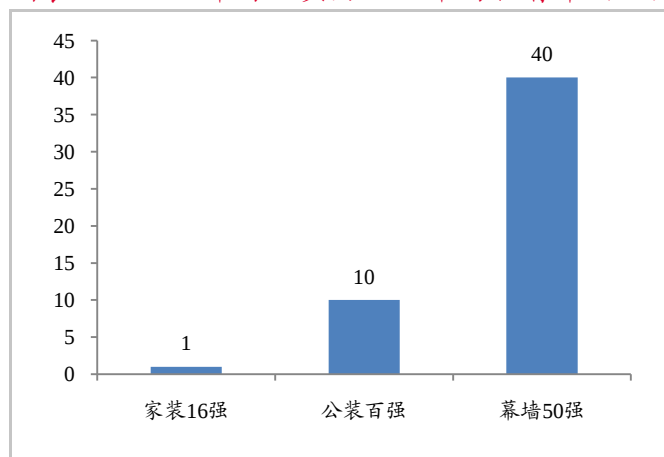
根据中国建筑装饰协会统计，2009 年度百强装饰企业平均工程总产值 11.72 亿元，排名前十的企业为 26.9 亿元，公共建筑装饰企业百强的市场占有率仅为 10%，家装企业 16 强的市场占有率仅约 1%。排名行业前几位的企业市场占有率均未达到 1%。因此，建筑装饰行业具有“大行业、小公司”典型特征，行业内市场集中度低，行业整合需求逐步加强。

图表 5：建筑装饰企业数量持续下降（万家）



资料来源：中国建筑装饰协会 华泰证券研究所

图表 6：2009 年行业实力企业市场占有率（%）



资料来源：中国建筑装饰协会 华泰证券研究所

3、瑞和股份公司分析

3.1 瑞和股份概况

瑞和股份最早设立于 1992 年，实际控制人为李介平先生，直接和间接控制公司合计 70% 的股份（IPO 之前）。公司主要从事建筑装饰、幕墙设计施工、智能化、消防、钢结构和机电设备安装工程等专业承包。

公司拥有装饰和幕墙设计甲级和施工壹级，是同时拥有此类资质为数不多企业之一，此外还拥有智能化与机电安装施工壹级和钢结构与消防施工叁级资质。

在中国建筑装饰行业百强企业评价推介活动中，瑞和股份多年来均位居行业百强前列。

图表 7：历年中国建筑装饰行业百强企业排名（2002-2009）

企业简称	2009	2008	2007	2006	2005	2004	2003	2002
金螳螂	1	1	1	1	1	1	1	1
亚厦股份	2	2	2	2	3	3	2	2
洪涛股份	3	5	5	5	11	5	9	6
广田股份	4	6	6	8	10	9	6	5
瑞和股份	9	10	12	6	5	7	3	11

资料来源：中国建筑装饰行业年鉴 华泰证券研究所

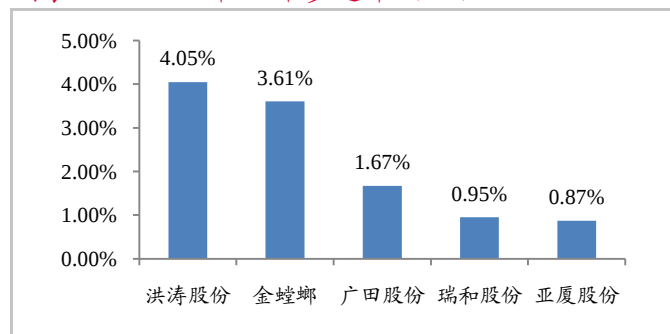
3.2 瑞和股份 SWOT 分析：与行业主要企业对比分析

(1). 设计渗透率及过往业绩

在装饰全产业链中，设计是非常重要的环节，在很大程度上决定着后续施工业务承揽。从设计渗透率（设计/（设计+施工））角度看，行业中洪涛和金螳螂较为出色，瑞和与它们相比尚存在一定差距。

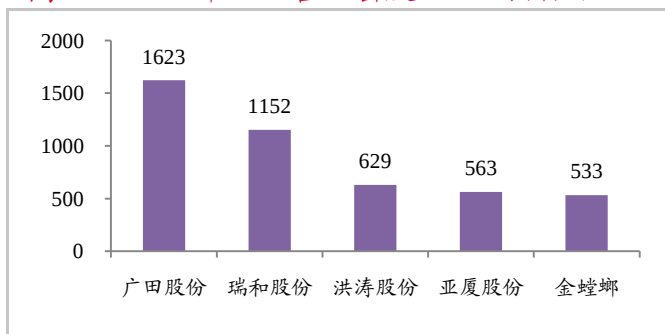
从项目管理密度 PMD（施工收入/项目管理人数）角度看，除了广田之外，瑞和高出其他三家的 PMD。需要说明的是广田以住宅精装为主，项目比较集中，并且主要客户为恒大，由此对项目管理人员数量需求要低于那些项目分散的公司。由于瑞和的住宅精装业务占比比较大，与广田更具可比性，因此其 PMD 是比较低的，项目管理水平尚有差距。

图表 8：2010 年设计渗透率（%）



资料来源：公司公告 招股说明书 华泰证券研究所

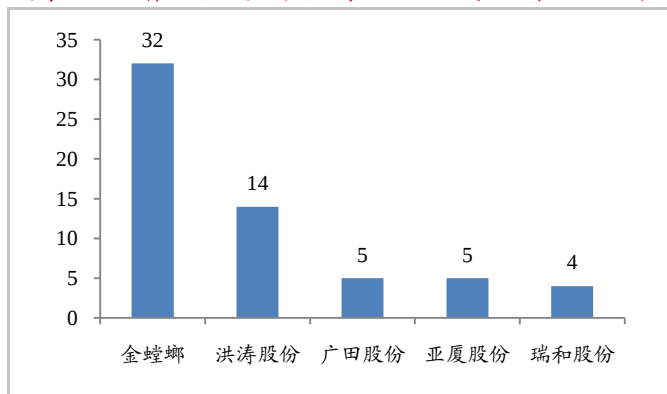
图表 9：2010 年项目管理密度 PMD 指标（万元）



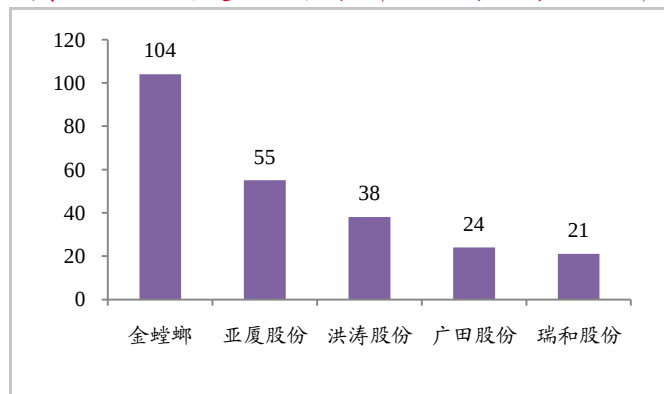
资料来源：公司公告 招股说明书 华泰证券研究所（瑞和股份为 2011H1）

我们可以通过鲁班奖和装饰奖获得次数来看各装饰公司的业绩水平。瑞和的鲁班奖是 4 项，与广田和亚厦基本接近，但与金螳螂和洪涛有较大差距。装饰奖也存在类似情况。

图表 10: 鲁班奖累计获得次数 (截止到 2011 年) 图表 11: 全国建筑工程装饰奖 (截止到 2010 年)



资料来源: 中国建筑业协会 (注: 未考虑参建情况)



资料来源: 中国建筑装饰协会 (注: 包括设计与幕墙)

(2). 发展战略: 追赶策略最务实

公司发展目标是打造一体化装饰产业格局, 涵盖装饰设计与施工、部品部件工厂化生产与装配化施工以及景观园林。

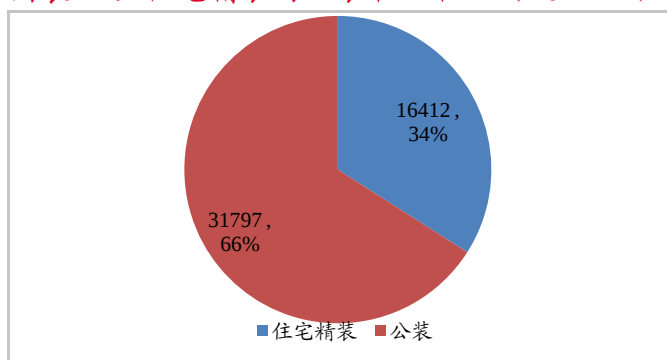
目前已上市的四家装饰类公司现在发展战略基本上就是覆盖装饰全产业链, 无论是金螳螂和洪涛“大装饰”战略、还是亚厦“对上下游产业链资源的整合”, 以及广田“综合建筑装饰工程承建商”的目标, 均体现出装饰行业全产业链的发展趋势。

因此, 公司采取类似发展战略既是响应行业发展大趋势, 又可降低战略风险。

(3). 业务结构及在手订单分析: 公司对住宅精装及大客户存在依赖性

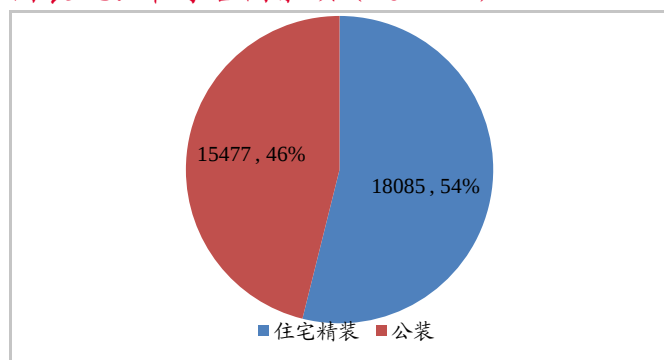
对于合同金额 500 万元且当期收入 100 万元以上的项目, 2011 中期住宅精装收入 1.64 亿元, 占比 34%, 公装 3.18 亿元。截止到 2011 中期末, 在手合同余额 3.36 亿元, 其中住宅精装在手合同余额 1.8 亿元, 占比超过 50%, 恒大业务在住宅精装合同余额占比接近 80%。目前, 公司对住宅精装以及大客户存在一定依赖性。

图表 12: 住宅精装与公装收入占比 (2011H1)



资料来源: 招股意向书 (注: 合同金额 500 万元以上且当期确认收入 100 万元以上)

图表 13: 在手合同余额 (2011H1)



资料来源: 招股意向书 (注: 合同金额 500 万元以上且当期确认收入 100 万元以上)

图表 14: 住宅精装在手合同 (2011H1)

合同主要内容	合同金额 (或结算 价)	当期收 入	合同余 额	剩余百分 比
恒大绿洲一期住宅首批装修工程施工合同	17,207.62	2,925.29	6,538.90	38%
沈阳恒大江湾 7#、12#、13#、14#楼住宅室内装修	4,869.40	1,217.35	3,652.05	75%
新华锦爱丁堡国际公寓 (南区) 精装修工程	2,400.00	480	1,920.00	80%
西安恒大名都二期住宅室内、首层电梯大堂及电梯厅标准层电梯间装修工程	7,890.05	2,367.01	1,578.01	20%
惠东碧桂园一期酒店裙楼精装修工程	2,296.07	918.43	1,377.64	60%
仁恒星园二期 (二标段 C 组团) S28 住宅装修工程	908.89	227.22	681.67	75%
沈阳恒大绿洲二期 (第三标段) 住宅套内、首层大堂及电梯厅、标准层电梯间、电梯轿箱、住宅入户门及配 套门锁门吸安装等装修工程	1,358.23	679.11	679.12	50%
包头恒大华府首二期 A25\A27 住宅室内、首层电梯大堂及电梯间、标准层电梯间装修	1,863.19	1,304.23	558.96	30%
汉中恒大城综合楼 6 及主入口大门室内外装修工程	1,241.12	868.78	372.34	30%
深圳潜龙曼海宁项目入户大堂及标准层电梯间装修工程	629.51	377.71	251.80	40%
高速·滨湖时代广场二期高层住宅石材幕墙及入户大厅装饰施工 I 标段工程	951.62	761.29	190.33	20%
包头恒大华府首一期 (第一标段) 住宅室内、首层电梯大堂及电梯间、标准层电梯厅、电梯轿厢装修工程	5,693.17	1,821.82	170.79	3%
包头恒大华府首一期 (第一标段) 住宅衣柜安装	654.11	556	98.11	15%
包头恒大华府首一期 (一标段) 住宅内, 首层电梯大堂及电梯间, 标准层电梯厅、电梯轿厢装修工程补充协议	514.68	499.24	15.44	3%
仁恒星园二期 (二标段 AB 组团) S23、S27 住宅装修工程	1,130.78	169.62	0.00	0%
石嘴山恒大绿洲综合楼、大门室内外装修工程	1,239.32	1,239.32	0.00	0%
合计	50,847.76	16,412.42	18,085.16	36%

资料来源: 招股意向书 华泰证券研究所 (注: 合同金额 500 万元以上且当期确认收入 100 万元以上)

图表 15: 公装在手合同 (2011H1)

合同主要内容	合同金额 (或结算价)	当期收入	合同余额	剩余百分比
深圳证券交易所营运中心项目室内装饰	7,778.19	1,166.73	6,611.46	85%
安徽阜阳逸景大酒店项目	3,000.00	900.00	2,100.00	70%
解放军总医院海南分院服务保障区室内金装修工程	4,841.05	3630.79	1,210.26	25%
山西瑞光电厂办公楼装修项目	1,276.50	255.30	1,021.20	80%
山西省柳林县煤炭大厦写字楼、洗浴中心精装修	5,000.00	4000	1,000.00	20%
滨海旅游科技产业园地铁一、二、中厂房一内部精装修工程	4006.92	3205.54	801.38	20%
盛德大厦智能化安装工程	890.70	267.21	623.49	70%
广州市 K1 商场、K 区样板房售楼中心室内装修	3,000.00	2,400.00	600.00	20%
广州银行大厦建筑室内装修	1,641.25	1230.94	410.31	25%
福建石狮鸿山热电厂 2*600MW 超临界抽凝供热机组厂前区装修工程	2214.2	1882.07	332.13	15%
中国建设银行股份有限公司深圳市分行南山支行装修 (含空调) 工程	1166.76	933.41	233.35	20%
陕西信息大厦室内装饰装修工程 III 标段	1,999.78	1,199.87	199.98	10%
成都电力生产调度基地 (A 区)	3883	1359.05	194.15	5%
胶南鲁中酒店	618	504	114.00	18%
中国移动创新大楼	514.11	488.4	25.71	5%

深圳珠江广场皇冠假日酒店室内装饰装修工程（第四标段）	2,252.06	900.82	0.01	0%
西安市地铁二号线车站设备安装、装修工程施工	7,155.22	2,146.57	0.00	0%
山西天美新天地购物中心有限公司室内装修工程	1830.76	1006.92	0	0
深圳市腾讯计算机系统有限公司万利达办公区第一标段	1,210.00	605.00	0.00	0%
遂川伟业大酒店室内装饰工程补充合同（原合同 09094）	1,093.92	218.78	0.00	0%
遂川伟业大酒店室内装饰工程	993.24	198.65	0.00	0%
云南海埂会议中心项目商务别墅型酒店内装工程四标段（游泳馆）	879.33	263.80	0.00	0%
中国民生银行中武大厦民生银行办公楼装修改造工程	741.03	741.03	0.00	0%
沈阳市地铁一号线一期装饰工程第八标段	2536.09	253.61	0.00	0%
金岭尚座室内装修	1,560.00	957.3	0.00	0%
塘厦骏豪商务中心商务楼 4 号公寓装饰	1,081.23	1,081.23	0.00	0%
合计	63,163.34	31797.02	15,477.43	25%

资料来源：招股意向书 华泰证券研究所（注：合同金额 500 万元以上且当期确认收入 100 万元以上）

(4). 瑞和股份 SWOT 分析

图表 16：瑞和股份 SWOT 分析

内部因素	优势（Strength）	劣势（Weakness）
	品牌号召力 “一体化”发展战略清晰 追随策略降低成长风险	设计力量短板 住宅精修与大客户：依赖性 跨区域经营：管理半径
外部因素	消费结构升级 住宅产业化：全装修 市场容量大：存量与新增 行业集中度低	FAI 周期性波动与增速下降 WTO 要求设计服务开放 龙头企业竞争与挤压
	机会（Opportunities）	威胁（Threats）

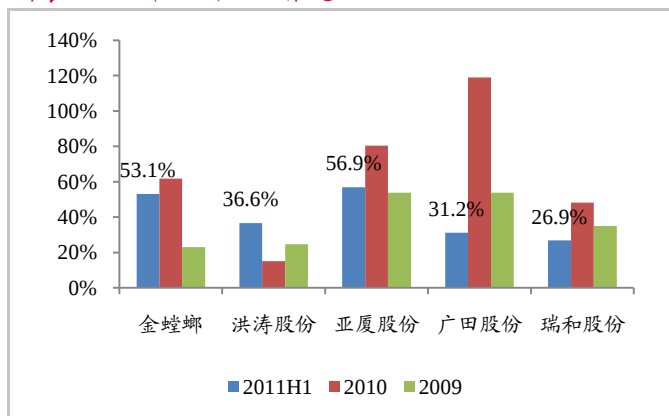
资料来源：华泰证券研究所

3.3 财务指标分析：与主要上市公司对比分析

(1). 成长性分析：IPO 前后一年比较

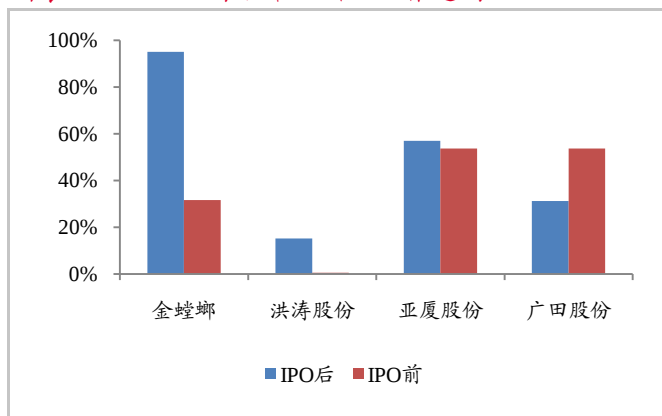
已上市四家公司 2011 中期营收平均增速为 44.45%，最低的是广田，为 31.2%，瑞和 2011 中期增速为 26.87%，存在一定差距。不过，从 IPO 效应看，公司在 IPO 之后，资金实力与公司品牌会有较大提升，公司成长受益颇大。

图表 17: 营业收入增速



资料来源: 公司公告 招股意向书

图表 18: IPO 前后营业收入增速对比

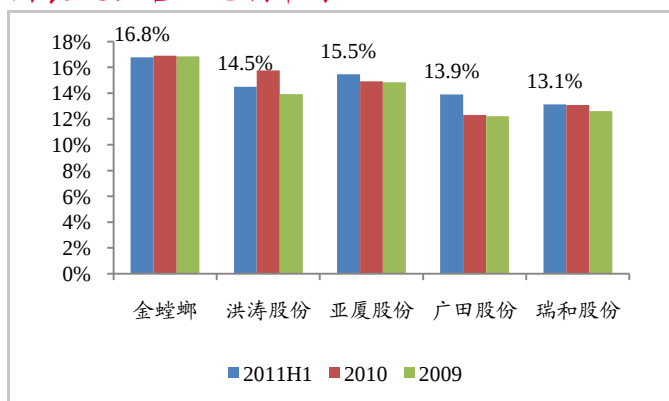


资料来源: 公司公告 招股意向书 (注: 亚厦及广田的 IPO 后营收增速为 2011 中报数据)

(2). 盈利能力分析: 营业毛利率与营业净利率

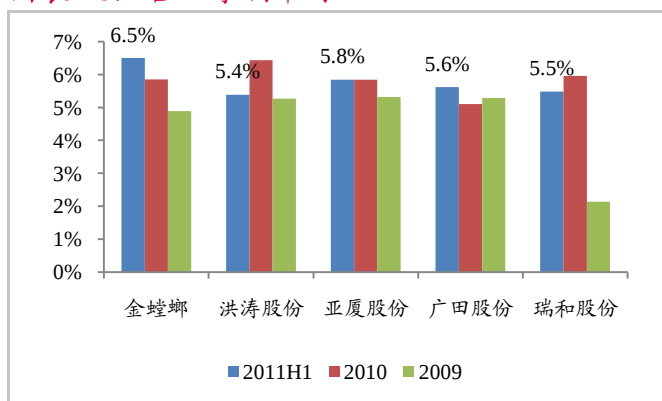
金螳螂、洪涛和亚厦的毛利率高于广田与瑞和的毛利率, 主要差异在于后者的住宅精装占比较大, 对应毛利率水平要低于公装毛利率。从 2011 中期的净利率水平看, 除了金螳螂比较高之外, 其他四家水平相当。此外, 广田业务结构与瑞和比较接近, 两者比较接近的毛利率水平和净利率水平均反映出这种类似性。

图表 19: 营业毛利率对比



资料来源: 公司公告 招股意向书

图表 20: 营业净利率对比

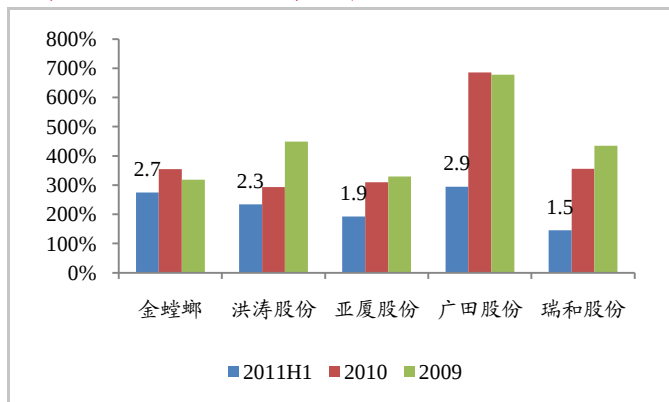


资料来源: 公司公告 招股意向书

(3). 营运能力分析: 应收账款与存货周转率

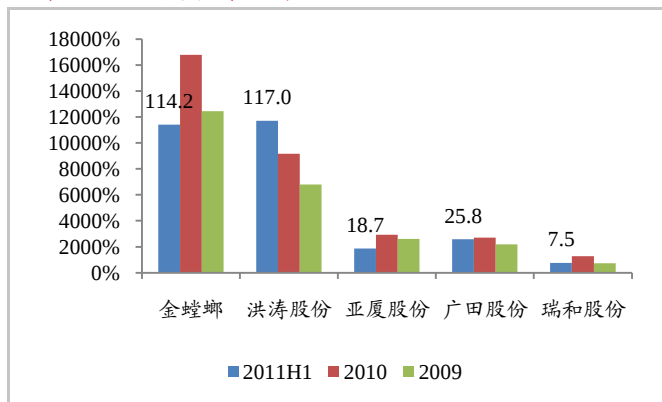
四家已上市 2011 中期应收账款周转率平均为 2.5 次, 瑞和略低, 为 1.5 次。鉴于收入和工程结算的确认方法差异, 金螳螂和洪涛的存货周转率与瑞和不具有可比性。不过, 广田与公司的收入确认方法相同, 但是广田最近两年一期的存货周转率均高出不少, 表明公司营运能力方面尚有差距。

图表 21: 应收账款周转率对比



资料来源: 公司公告 招股意向书

图表 22: 存货周转率对比

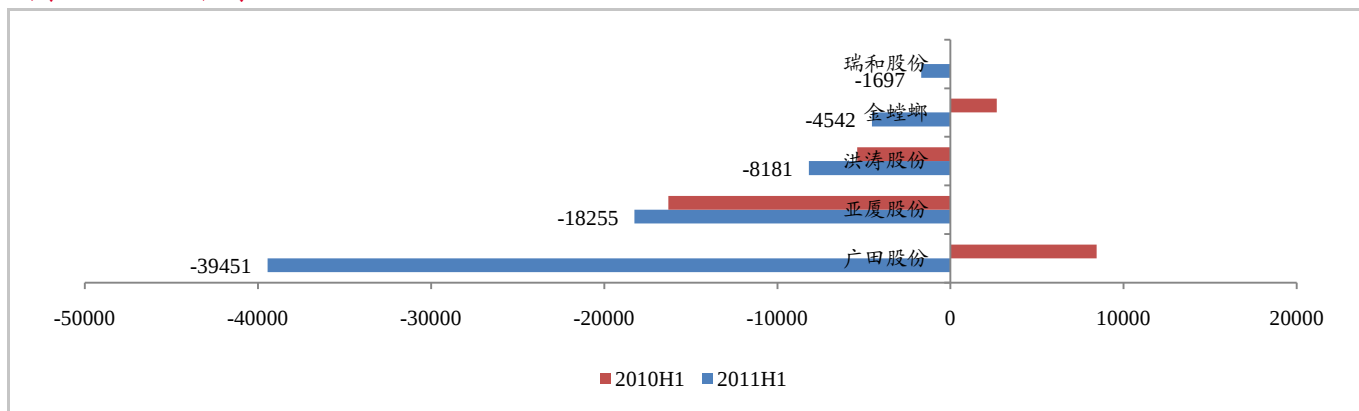


资料来源: 公司公告 招股意向书

(4). 经营净现金流: 装饰类上市公司均为负值

2010 下半年年以来货币政策持续收紧, 地产调控政策没有丝毫放松, 多数项目业主资金压力较大, 付款速度与及时性均受很大影响, 由此导致装饰类公司经营净现金流出现负值。从当前货币政策和地产政策的发展趋势看, 短期内不存在明显放松可能性, 但是考虑到 IPO 及超募可能性, 公司财务压力会得到一定缓解。

图表 23: 经营净现金流 (2011H1 vs. 2010H1)



资料来源: 公司公告 招股意向书 (注: 瑞和缺少 2010H1 数据)

3.4 募投项目分析

(1). 募投项目推动“一体化”战略实施

实施募投项目可从三个方面为“一体化”战略打下坚实基础。通过部品部件工厂化生产, 可助装配化施工, 提升项目品质。设计研发中心改善工作环境, 缩短沟通距离。企业 ERP 可以帮助提高管理效率, 减少管理盲区。

图表 24: 募集资金投向及建设周期 (万元)

募投项目	项目投资总额	固定资产	流动资金 (无形或待摊)	项目建设期 (年)
建筑装饰材料综合加工项目	19898	13959	5939	1
设计研发中心	5110.56	4871.76	238.8	2
企业信息化建设项目	1983	1220	763	1
合计	26991.56	20051	6941	

资料来源: 招股意向书 华泰证券研究所

(2). 部品部件工业化生产

建筑装饰材料综合加工项目建设期为 1 年, 投产期 2 年。预计 2012 年将完成项目基建建设并逐步投产, 2012 年项目达产 70%, 2013 年项目达产 85%, 2014 年项目达产 100%。从公司规模和发展速度看, 木、石材以及铝制品的产能均可实现内部消化。

4、主要假设与盈利预测

4.1 主要假设

(1). 宏观环境

假设 2011-2013 年国内经济环境、政策环境保持稳定, 地产调控政策以及货币政策没有重大收紧, 固定资产投资保持稳步增长。

(2). 募投项目顺利实施

假设公司部品部件生产线于 2012 年建设完成并逐步达产, 产能瓶颈得到缓解。

(3). 毛利率水平

假设公司毛利率水平逐步接近行业上市公司的平均水平。公司过去几年项目毛利率比较低, 主要是为竞争项目, 比对手报价低。公司 IPO 之后, 资金实力和品牌效应得到提升, 募投项目改善公司盈利能力和管理水平, 公司毛利率水平会有所提高。

4.2 盈利预测

公司 2011-2013 年营业收入、营业成本及毛利率如下:

图表 25: 营业收入及营业成本预测 (百万元)

项目	2008A	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入	506	683	1012	1478	2217	3148
收入增速		35%	48%	46%	50%	42%
营业成本	436	597	880	1277	1890	2675
毛利率	13.9%	12.6%	13.1%	13.6%	14.7%	15.0%

资料来源: 招股意向书 华泰证券研究所

5、投资风险提示

5.1 客户相对集中风险

公司目前营业收入比较集中于少数大客户，2011 中期在手合同余额（合同总额 500 万元且当期确认收入 100 万元以上）中约 41% 的占比集中于恒大，公司需要逐步改变过度依赖大客户的局面。

5.2 应收账款坏账风险

公司应收账款余额比较大，2011 中期 4.73 亿元，占到公司总资产 63.74% 和营业收入 78.6%。尽管公司大部分客户信用较好，且公司不断加强客户信用管理，但如果宏观经济环境发生较大波动，客户财务状况恶化，应收账款的回收难度加大或应收账款坏账准备计提不足，公司业绩和生产经营将会受到较大影响。

5.3 住宅精装业务风险

由于国内住宅精装修市场的发展存在不确定性，且公司能否继续维持住宅精装修老客户或开拓住宅精装修新客户存在不确定性，将给公司未来业务的快速发展带来一定的风险。

5.4 宏观经济风险

目前国内经济增长存在一定不确定性，通胀压力比较大。货币政策紧缩态势短期内不易放松，地产调控短期内同样不会轻易放松。因此，住宅精装和商业、酒店等公装业务增长存在不确定性。

附表：财务报表与预测

资产负债表

单位: 百万元

会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
流动资产	576	1668	1958	2425
现金	132	451	234	280
应收账款	358	887	1219	1416
其他应收款	16	59	89	110
预付账款	10	41	76	110
存货	60	230	340	508
其他流动资产	0	0	0	1
非流动资产	43	47	210	265
长期投资	0	0	0	0
固定资产	19	18	170	214
无形资产	10	15	25	35
其他非流动资产	14	14	15	16
资产总计	619	1715	2169	2690
流动负债	413	856	1168	1473
短期借款	30	0	0	78
应付账款	306	766	1040	1204
其他流动负债	76	90	129	192
非流动负债	10	5	0	0
长期借款	0	0	0	0
其他非流动负债	10	5	0	0
负债合计	422	861	1168	1474
少数股东权益	0	0	0	0
股本	60	80	80	80
资本公积	61	611	611	611
留存收益	75	163	309	526
归属母公司股东权益	197	854	1000	1217
负债和股东权益	619	1715	2169	2690

现金流量表

单位: 百万元

会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
经营活动现金流	73	-216	-52	34
净利润	60	87	146	217
折旧摊销	0	1	5	10
财务费用	1	-0	-2	2
投资损失	0	0	0	0
营运资金变动	0	-305	-201	-195
其他经营现金流	11	1	-1	0
投资活动现金流	-6	-5	-167	-64
资本支出	3	0	157	54
长期投资	0	0	0	0
其他投资现金流	-3	-5	-10	-10
筹资活动现金流	-4	540	2	76
短期借款	0	-30	0	78
长期借款	0	0	0	0
普通股增加	0	20	0	0
资本公积增加	0	550	0	0
其他筹资现金流	-4	0	2	-2
现金净增加额	64	319	-217	46

利润表

单位: 百万元

会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	1012	1478	2217	3148
营业成本	880	1277	1890	2675
营业税金及附加	34	50	74	105
营业费用	1	3	6	9
管理费用	20	27	44	66
财务费用	1	-0	-2	2
资产减值损失	-2	3	3	2
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	0	0	0	0
营业利润	78	119	200	288
营业外收入	0	0	1	0
营业外支出	0	3	1	2
利润总额	78	115	199	287
所得税	18	28	53	70
净利润	60	87	146	217
少数股东损益	0	0	0	0
归属母公司净利润	60	87	146	217
EBITDA	79	119	203	301
EPS (元)	1.01	1.09	1.83	2.71

主要财务比率

会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
成长能力				
营业收入	48.1%	46.0%	50.0%	42.0%
营业利润	273.0%	52.2%	68.6%	44.3%
归属于母公司净利润	312.7%	44.9%	67.4%	48.1%
获利能力				
毛利率 (%)	13.1%	13.6%	14.7%	15.0%
净利率 (%)	6.0%	5.9%	6.6%	6.9%
ROE (%)	30.7%	10.2%	14.6%	17.8%
ROIC (%)	72.9%	22.7%	19.2%	21.8%
偿债能力				
资产负债率 (%)	68.2%	50.2%	53.9%	54.8%
净负债比率 (%)	7.11%	0.00%	0.00%	5.28%
流动比率	1.40	1.95	1.68	1.65
速动比率	1.25	1.68	1.39	1.30
营运能力				
总资产周转率	1.91	1.27	1.14	1.30
应收账款周转率	4	2	2	2
应付账款周转率	3.66	2.38	2.09	2.38
每股指标 (元)				
每股收益 (最新摊薄)	0.75	1.09	1.83	2.71
每股经营现金流 (最新摊薄)	0.91	-2.70	-0.65	0.43
每股净资产 (最新摊薄)	2.46	10.67	12.50	15.21
估值比率				
P/E	0.00	0.00	0.00	0.00
P/B	0.00	0.00	0.00	0.00
EV/EBITDA	-1	-1	-1	-0

资料来源：公司公告 华泰证券研究所

华泰证券上市公司投资价值等级评判标准

- 报告发布日后的6个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准;

- 投资建议的评级标准

买入: 相对强于市场表现20%以上;

推荐: 相对强于市场表现5% ~ 20%;

观望: 市场表现在-5% ~ +5%之间波动;

卖出: 相对弱于市场表现5%以下。

免责声明:

本报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司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，不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告中所评价或推荐的证券没有利害关系。在法律许可的情况下，本公司及其所属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，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

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翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：Z23032000。