

中报业绩增长稳健，集中度提升强者愈强

半年报点评

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2018年中报，上半年公司实现营业收入60.89亿元，同比增长17.52%；归母净利润2.81亿元，同比增长30.29%。

●毛利率略降，期间费率下降：

公司2018年上半年实现毛利率11.52%（2017H1为12.07%），同比下滑0.55pct；净利率4.55%（2017H1为4.34%），较上年同期上升0.21pct；期间费用率5.80%（2017H1为6.13%），同比下降0.33pct；其中销售、管理及财务费率分别为1.98%/2.43%/1.39%，分别较上年同期下降0.02pct/下降0.38pct/上升0.07pct。此外，上半年公司经营性现金流量净额为1.33亿元，同比下滑3.96%。

●订单充裕结构合理，规模效应凸显：

2018上半年，公司新签装饰施工类订单120.83亿元，同比增长146.54%，其中住宅施工类业务订单86.66亿元，同比增长188.29%；公共建筑施工类业务订单31.50亿元，同比增长81.03%；装饰设计类业务订单2.66亿元，同比增长103.05%。截止二季度末公司已签约未完工订单金额216.42亿元，已中标尚未签约订单金额8.56亿元，在手订单充裕，为未来业绩提供有力支撑。公司未来将巩固国内批量住宅精装修市占率第一的地位，并持续提升公装领域的市场份额。随着市场竞争日趋激烈，“强者愈强”的逻辑逐渐凸显。作为行业龙头，预计公司将持续释放业绩增长活力，不断扩大市场占有率。

●定位大客户战略，优化客户结构：

公司继续以“大市场、大客户、大项目”的营销战略为核心，通过集中优势资源，发挥品牌优势，切实提高公司订单整体质量。上半年公司来自前五大客户的营业收入占比达到40.34%，而来自公司第一大客户——中国恒大集团的营业收入占比达34.43%。未来公司将着力发展更多大客户，致力于降低第一大客户占比，缩小大客户间的差距。此外，公司于今年8月13日与深圳市建安（集团）股份有限公司签署战略合作协议，未来双方将在幕墙工程、室内外装修工程、电子与智能化工程等装修工程领域深入展开合作。这是公司践行“大客户”战略的重要举措之一，此举将优化客户结构，拓展公建市场，提升公司承接政府项目的能力。

●轨道交通装饰竞争优势强，基建补短板下新的业绩发力点：

今年8月以来，发改委加快对城市轨道交通项目的批复，表明当前“基建补短板”正在路上。而公司作为最早参与轨道交通装饰装修业务的企业之一，未来将大幅受益基建后周期带来的订单增长。公司是业内承接地铁设计线路最长、参与城市最多的装饰公司之一，目前已参与了全国33座城市轨道交通装修设计项目或施工工程，参与了70多条轨道交通线路的装饰设计，包括城市全网设计4个、概念设计线路31条、装饰设计车站980余座。公司还参与编制了业内首部轨道交通车站装饰装修设计和标识设计标准，奠定了细分行业中的地位。

●财务预测与估值：

预计公司2018-2020年实现归母净利润7.8/9.0/10.26亿元，同比增长20.7%/15.3%/14.0%，对应EPS为0.51/0.59/0.67元。当前股价对应2018-2020年PE为12/10.4/9.1倍，维持“**推荐**”评级。

●风险提示：客户集中度过高，装饰主业拓展不及预期等。**财务摘要和估值指标**

指标	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	10113	12,535	16,401	20,475	24,826
增长率(%)	26.2	24.0	30.8	24.8	21.2
净利润(百万元)	402.7	647	780	900	1,026
增长率(%)	44.4	60.6	20.7	15.3	14.0
毛利率(%)	10.8	11.6	15.7	15.2	14.9
净利率(%)	4.0	5.2	4.8	4.4	4.1
ROE(%)	6.3	9.7	10.6	11.1	11.4
EPS(摊薄/元)	0.26	0.42	0.51	0.59	0.67
P/E(倍)	23.41	14.5	12.0	10.4	9.1
P/B(倍)	1.46	1.4	1.3	1.2	1.0

推荐 (维持评级)

市场数据

时间 2018.08.20

收盘价(元):

6.08

一年最低/最高(元):

5.28/10.17

总股本(亿股):

15.37

总市值(亿元):

93.47

流通股本(亿股):

13.13

流通市值(亿元):

79.83

近3月换手率:

24.07%

股价一年走势**收益涨幅 (%)**

类型	一个月	三个月	十二个月
相对	15.83	-3.47	-16.67
绝对	9.45	-19.89	-29.88

相关报告

《住宅装修爆发，新签订单加速落地》
2018-04-27

《打造“大装饰”工程产业平台，积极探索转型升级之路》2018-03-30

《业绩快报如期高成长》2018-02-28

《订单加速落地，内生外延及员工持股助力高成长》2018-02-04

《家装龙头地位不改，三季报业绩持续增长》2017-10-20

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E	利润表 (百万元)	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
流动资产	13356	12856	15321	18698	22289	营业收入	10113	12535	16401	20475	24826
现金	1555	2055	2200	2300	2400	营业成本	9020	11086	13832	17356	21124
应收账款	9680	8000	9553	11926	14460	营业税金及附加	56	55	72	90	109
其他应收款	244	404	528	659	799	营业费用	186	239	313	391	474
预付账款	193	188	207	260	316	管理费用	279	326	1148	1433	1738
存货	815	988	1232	1546	1882	财务费用	127	127	55	80	105
其他流动资产	868	1223	1600	2007	2431	资产减值损失	73	109	100	100	100
非流动资产	2489	3008	3014	3017	3021	公允价值变动收益	0	0	0	0	0
长期投资	39	548	548	548	548	投资净收益	79	183	20	20	20
固定资产	357	82	164	196	225	营业利润	451	791	900	1044	1196
无形资产	68	35	31	28	25	营业外收入	31	64	50	50	50
其他非流动资产	2025	2344	2271	2244	2223	营业外支出	1	75	10	10	10
资产总计	15845	15864	18335	21715	25311	利润总额	480	779	940	1084	1236
流动负债	8168	7460	9443	12037	14736	所得税	80	117	141	163	186
短期借款	867	761	2063	2912	3746	净利润	400	662	799	921	1050
应付账款	4086	3234	4036	5064	6163	少数股东损益	-2	15	19	21	24
其他流动负债	3215	3465	3344	4061	4828	归属母公司净利润	403	647	780	900	1026
非流动负债	1374	1525	1331	1331	1331	EBITDA	605	944	1005	1173	1346
长期借款	0	4	4	4	4	EPS (元)	0.26	0.42	0.51	0.59	0.67
其他非流动负债	1374	1521	1327	1327	1327						
负债合计	9542	8986	10774	13368	16068	主要财务比率	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
少数股东权益	-137	205	224	245	270	成长能力					
股本	1550	1537	1537	1537	1537	营业收入(%)	26.2	24.0	30.8	24.8	21.2
资本公积	2342	2317	2317	2317	2317	营业利润(%)	37.7	75.5	13.9	16.0	14.5
留存收益	2548	2819	3482	4247	5119	归属于母公司净利润(%)	44.4	60.6	20.7	15.3	14.0
归属母公司股东权益	6440	6673	7337	8102	8973	获利能力					
负债和股东权益	15845	15864	18335	21715	25311	毛利率(%)	10.8	11.6	15.7	15.2	14.9
						净利率(%)	4.0	5.2	4.8	4.4	4.1
						ROE(%)	6.3	9.7	10.6	11.1	11.4
						ROIC(%)	6.7	10.2	8.4	8.5	8.5
						偿债能力					
经营活动现金流	215	1051	-785	-494	-445	资产负债率(%)	60.2	56.6	58.8	61.6	63.5
净利润	0	647	780	900	1026	净负债比率(%)	5.5	4.8	11.3	13.4	14.8
折旧摊销	0	26	49	48	45	流动比率	1.6	1.7	1.6	1.6	1.5
财务费用	0	127	55	80	105	速动比率	1.5	1.6	1.5	1.4	1.4
投资损失	0	-183	-20	-20	-20	营运能力					
营运资金变动	0	473	-1787	-1750	-1867	总资产周转率	0.6	0.8	0.9	0.9	1.0
其他经营现金流	215	-38	138	248	267	应收账款周转率	1.2	1.4	1.9	1.9	1.9
投资活动现金流	-587	-421	-50	-60	-50	应付账款周转率	2.5	3.0	3.8	3.8	3.8
资本支出	0	216	-50	-50	-50	每股指标(元)					
长期投资	-66	-1084	0	0	0	每股收益(最新摊薄)	0.26	0.42	0.51	0.59	0.67
其他投资现金流	-653	-1290	-100	-110	-100	每股经营现金流(最新摊薄)	0.14	0.68	-0.51	-0.32	-0.29
筹资活动现金流	-447	-621	980	654	595	每股净资产(最新摊薄)	4.15	4.34	4.77	5.27	5.84
短期借款	0	0	1302	849	834	估值比率					
长期借款	0	4	0	0	0	P/E	23.41	14.45	11.98	10.39	9.11
普通股增加	0	-13	0	0	0	P/B	1.46	1.40	1.27	1.15	1.04
资本公积增加	0	-25	0	0	0	EV/EBITDA	-19.55	-12.5	-11.8	-10.1	-8.8
其他筹资现金流	-447	-587	-322	-195	-239						
现金净增加额	-819	9	145	100	100						

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提供。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	吕莜琪 销售总监
	固话：021-68865595 转 258
	手机：18221821684
	邮箱：lvyouqi@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23楼2317室

邮编：518046

公司网址：<http://www.xsdzq.cn/>