

迎腾飞契机的区域装饰龙头

2016年2月24日

投资要点

- ❖ **山东地区装饰行业龙头。**公司主要从事大型公共建筑装饰、幕墙等施工及设计业务，收入基本来自华东区域，是山东省唯一连续十五年荣获“全国建筑工程装饰奖”、连续十三年蝉联“中国建筑装饰行业百强企业”的企业，是山东地区当之无愧的行业龙头。
- ❖ **“大行业小企业”逻辑虽遭挑战，但依然有效，未来料强者恒强。**2014年全国装饰行业产值3.16万亿元，龙头企业金螳螂年收入207亿元，市占率不足1%，业内竞争非常分散。受龙头股业绩压力影响，“大行业小企业”传统逻辑目前尽管遭遇了较大挑战，但依然有效：1) 总需求增速下滑，龙头因目标市场尚未快速切换，业绩必然受影响，并非需求极度恶化原因；2) 企业数量逐年减少，集中度持续提升的路径并未改变；3) 需求低迷加速集中度提升，目标市场延伸有望扭转龙头业绩下滑趋势。
- ❖ **公司竞争力突出，成功上市助其腾飞。**品牌、资金、管理是装饰行业竞争的关键，公司工程经验丰富，多次获得国家级工程奖，是山东唯一蝉联十三年“中国建筑装饰行业百强”的装饰企业，品牌优势明显；医疗、酒店、体育场馆等专业工程能力突出，设计能力强大，而较强的盈利能力和周转能力也体现出公司较强的管理能力；公司2014年新三板上市，大大提高了公司形象和品牌知名度，也提高了资金实力，为进一步资本运作打开了空间，公司有望乘上市之机实现腾飞式发展。
- ❖ **主业成长路径清晰，涉足互联网彰显积极转型态度。**公司未来传统主业发展主要有两个方向：1) 开拓市场增加收入，一方面青岛乃至周边区域装饰市场规模超过千亿元，公司有望凭借卓越的市场口碑，拓展产品线，深挖区域市场潜力，另一方面依托以往省外乃至海外的工程经验，积极开拓阜外市场；2) 盈利能力逐步提升，单体项目规模提高、公司整体规模增加、成本控制、精细化管理等推动盈利能力提升。除此之外，公司成立青岛东亚互联网科技有限公司，开始了在互联网领域的积极探索，同时也彰显了公司积极转型的态度与决心。
- ❖ **风险因素：**区域扩张受阻、未能进入挂牌公司创新层、应收款坏账风险等。
- ❖ **盈利预测、估值及投资评级。**我们预计公司2015-2017年EPS分别为0.72元、0.95元、1.21元，目前股价对应PE估值分别为12X、9X、7X。参考同业新三板上市公司中标集团、行业龙头金螳螂、亚厦股份等公司估值，并考虑到公司规模体量较小，管理水平及成长性较为突出，传统主业成长路径清晰，转型升级态度积极，我们给予公司2016年PE12倍估值，对应目标价11.40元，首次覆盖给予“买入”评级。

主要财务指标及盈利预测

项目/年度	2013	2014	2015F	2016F	2017F
营业收入(百万元)	650	855	1128	1404	1696
增长率 YoY%	29.3	31.4	32.0	24.5	20.8
净利润(百万元)	19	35	51	67	85
增长率 YoY%	241.3	86.6	45.7	31.6	27.4
每股收益 EPS(基本)(元)	0.27	0.50	0.72	0.95	1.21
毛利率%	11.4	12.2	12.3	12.5	12.7
净资产收益率 ROE%	28.7	27.4	17.6	19.6	20.8
PE	33	18	12	9	7
PB	5.1	3.5	2.1	1.8	1.5
EV/EBITDA	36	21	14	11	8

资料来源：Wind，中信量化投资分析系统

注：股价为2016年2月23日收盘价



买入（首次）

当前价：8.78 元

目标价：11.40 元

中信证券研究部

杜市伟

电话：0755-23835426

邮件：dushiwei@citics.com

执业证书编号：S1010515070001

相对指数表现



资料来源：中信量化投资分析系统

主要数据

公司成立日期	2013-09-27
新三板挂牌日期	2014-01-24
新三板做市日期	2014-10-28
总股本/流通股本	70/37 百万股
近12月最高/最低价	16.00 元/5.21 元
近1月绝对涨幅	3.91%
近6月绝对涨幅	22.80%
今年以来绝对涨幅	1.04%
12个月日均成交额	0.58 百万元
做市以来绝对涨幅	71.15%
做市以来日均成交额	0.46 百万元
做市商家数	6
做市商价格	6.00 元
做市商	红塔、中泰、广州、招商等



目录

公司概况：成长性突出的区域装饰龙头	1
行业空间大、集中度低，转型升级成当前主流	2
市场空间巨大，“大行业小公司”逻辑依然成立	2
品牌、资金、管理是竞争关键，“上市”能极大提升企业竞争力	3
转型升级大势所趋，触网成当前主流方向	5
万事俱备，上市东风助公司腾飞	5
项目工程经验丰富、品牌优势明显	5
强大的专业工程能力和设计能力，突出的管理能力	7
体量尚小，上市为其带来腾飞新机遇	8
主业成长路径清晰，涉足互联网转型态度积极	9
深挖华东市场潜力、积极拓展阜外市场	9
在手订单充足，盈利能力有望提升	10
涉足互联网，彰显转型积极态度，寻求业务新空间	11
风险提示	11
关键假设与盈利预测	12
估值及投资评级：首次覆盖给予“买入”评级	12

插图目录

图 1: 2011-2014 年营收复合增长率 32%.....	1
图 2: 2011-2014 年净利复合增长率 87%.....	1
图 3: 东亚装饰股权结构.....	1
图 4: 国内装饰行业产值保持持续较快增长.....	2
图 5: 装饰企业数量持续下降.....	3
图 6: 百强企业年均收入不断提高.....	3
图 7: 固定资产投资增速不断下滑.....	3
图 8: 地产新开工低迷.....	3
图 9: 装饰行业竞争要素.....	4
图 10: 金螳螂上市业绩增长出现加速.....	4
图 11: 公司项目-国家海洋实验室.....	6
图 12: 公司项目-奥运会帆船中心.....	6
图 13: 公司项目-青岛地铁公共区装饰工程.....	6
图 14: 公司项目-青岛世界园艺博览会.....	6
图 15: 公司在全国装饰百强企业排名中稳步提高.....	6
图 16: 公司拥有较强的酒店、体育场馆、医疗等专业工程能力.....	7
图 17: 在新三板装饰公司中, 东亚装饰营业周期较短.....	7
图 18: 在新三板装饰公司中, 东亚装饰 ROE 相对较高.....	8
图 19: 新三板装饰公司营收规模比较.....	8
图 20: 新三板装饰公司净利润规模比较.....	8
图 21: 公司绝大部分收入来自于华东区域.....	9
图 22: 青岛固定资产投资规模高达 5766 亿元.....	9
图 23: 毛利率稳步提升.....	10
图 24: 净利率快速提升.....	10
图 25: 公司盈利能力明显低于其他 A 股装饰上市公司.....	11

表格目录

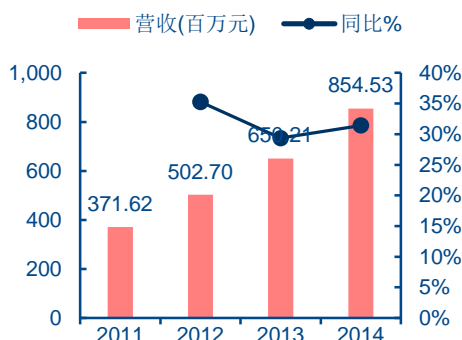
表 1: 装饰龙头纷纷转型升级.....	5
表 2: 2015 年上半年公司前十大中标项目.....	10
表 3: 公司盈利预测关键假设.....	12
表 4: 可比公司估值情况.....	12

公司概况：成长性突出的区域装饰龙头

山东地区装饰行业龙头企业。东亚装饰前身是成立于 1993 年的青岛东亚建筑装饰工程公司，2013 年股份改制，2014 年成功登陆新三板，是一家拥有建筑装饰设计甲级、施工壹级，幕墙设计与施工一体化壹级资质，同时集建筑智能、防腐保温、园林古建筑为一体的专业装饰企业，公司主要从事大型公共建筑装饰施工项目、幕墙工程施工项目及室内外建筑装饰设计、幕墙装饰设计，同时也承接少量住宅装饰项目。公司是山东省唯一连续十五年荣获“全国建筑工程装饰奖”、连续十三年蝉联“中国建筑装饰行业百强企业”的企业，业务收入绝大部分都来自于华东区域。

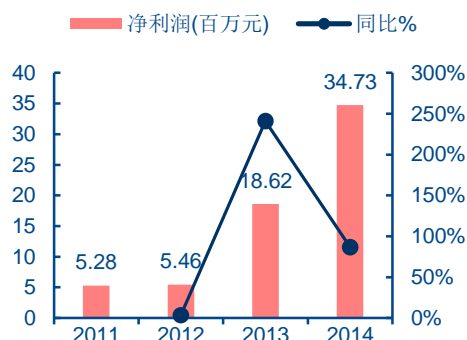
业绩高速增长。公司 2011-2014 年间，公司营业总收入从 3.72 亿元增加至 8.55 亿元，净利润从 528 万元提高到 3473 万元，年均复合增速分别达到 32.0%、87.4%，保持着快速增长态势。2015 年上半年在需求面临一定压力情况下，公司实现营业收入 3.83 亿元，归母净利润 1558 万元，分别增长 51.2%、129.4%，显著高于其他装饰公司。1 月份公司发布 2015 年业绩预告，预计归属于挂牌公司股东净利润为 5000-5200 万元，同比增长 43.9%-49.7%。

图 1：2011-2014 年营收复合增长率 32%



资料来源：公司公告、中信证券研究部

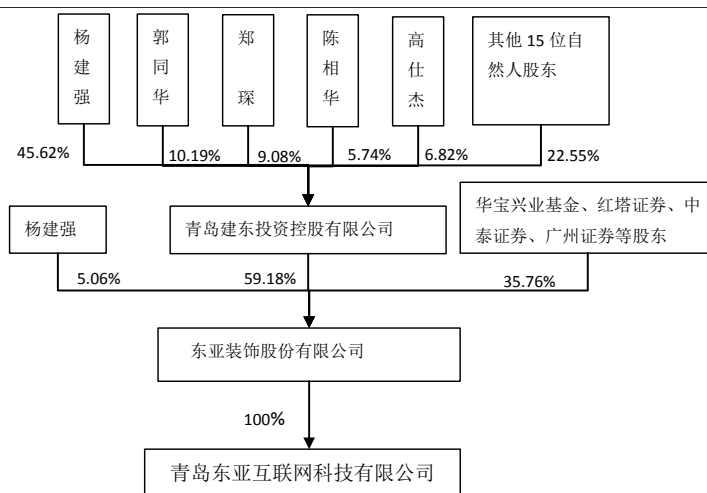
图 2：2011-2014 年净利复合增长率 87%



资料来源：公司公告、中信证券研究部

股权结构：青岛建东投资控股有限公司是公司控股股东，持有其 59.18% 股权。董事长杨建强先生直接持有东亚装饰 5.06% 股权，并持有建东投资 45.62% 股权，是公司实际控制人。

图 3：东亚装饰股权结构



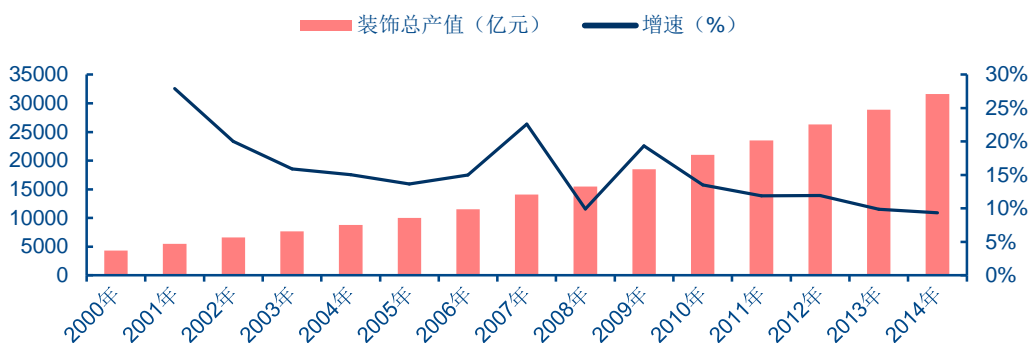
资料来源：公司公告，中信证券研究部

行业空间大、集中度低，转型升级成当前主流

市场空间巨大，“大行业小公司”逻辑依然成立

行业总产值接近 4 万亿元，成长天花板高。根据中国建筑装饰协会数据显示，2014 年全国建筑装饰行业总产值达到 3.16 万亿，根据《建筑装饰业“十二五”规划》，2015 年预计将达到 3.8 万亿元。与此同时，作为行业龙头，金螳螂年收入规模 207 亿元，市场占有率不足 1%，公装百强企业平均产值 17.6 亿元，幕墙百强企业平均年产值 15.3 亿元，占行业份额也不足 10%，说明行业空间巨大，竞争较为分散，行业天花板高。

图 4：国内装饰行业产值保持持续较快增长



资料来源：装饰协会，中信证券研究部

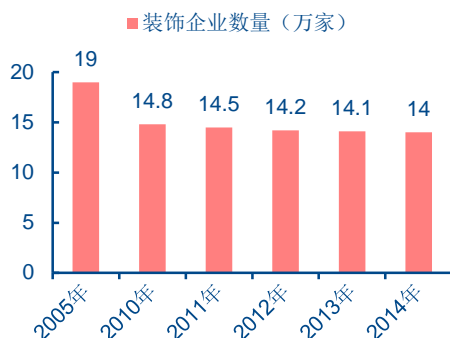
2015 年以来龙头企业业绩下行，“大行业小企业”逻辑遭遇挑战。行业的竞争格局，叠加 2006-2014 年的高速成长的业绩验证，“大行业小企业”逻辑被市场普遍接受，也就是说，装饰行业市场空间大，未来将强者恒强，优势企业有望充分受益行业集中度的提升。然而进入 2015 年以来，随着行业龙头企业的业绩压力显现，比如前三季度金螳螂、洪涛股份净利润与去年基本持平，而广田股份、亚厦股份等净利润下滑近 20%，“大行业小企业”逻辑遭遇了较大挑战。

“大行业、小企业”逻辑依然有效，目标市场延伸是可能的实现路径：

1) 需求增速下滑对龙头企业的业绩影响是短期必然，但不能否认“大行业小企业”成长逻辑。由于各种规模企业的市场定位不同，在集中度很低的装饰行业，需求增速下滑初期，龙头企业也将不可避免地承受较大压力，一方面因为对于大型企业无法短时间内将目标市场进行切换，另一方面因为本轮需求调整从停建楼堂馆所开始，地方政府财政压力、地产整体景气低迷等对高端装饰需求产生了更为不利的影响。

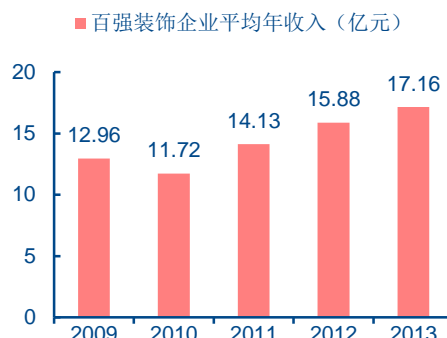
2) 集中度正在逐步提升。根据行业协会公布的数据，2005 年全国共有装饰企业 19 万家，2014 年下降至 14 万家，与此同时行业规模却从 8800 亿元增加到 3.16 万亿元，百强企业年均收入也在不断提高。

图 5：装饰企业数量持续下降



资料来源：装饰协会、中信证券研究部

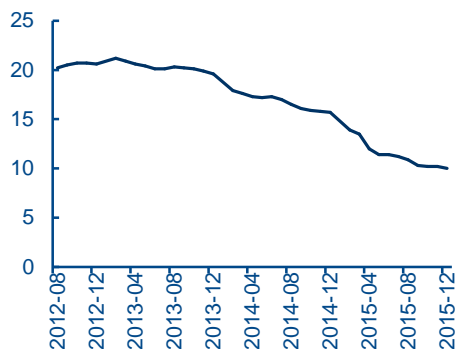
图 6：百强企业年均收入不断提高



资料来源：中装新网、中信证券研究部

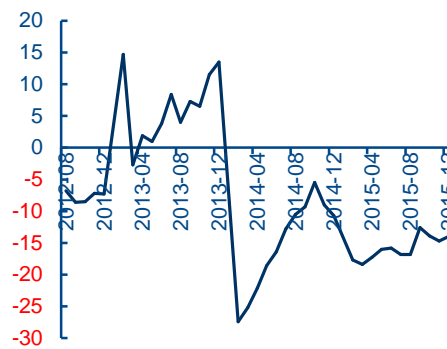
3) 需求低迷有望加速集中度提升过程，目标市场延伸是最可能实现路径。近年来经济下行压力较大，固定资产投资增速持续下行，2015 年全年投资增速下滑至 10%，创近年来最低水平，建筑装饰行业需求相对低迷，市场竞争有所加剧，这种背景下，优势企业凭借强大的资金实力、品牌、渠道等竞争力有望占领更多市场，最终加速提高行业集中度，当然在整体需求低迷背景下，对于企业占领市场的实现路径更可能是延伸其目标市场，比如金螳螂从原来的公装向定制精装等领域渗透。

图 7：固定资产投资增速不断下滑 (%)



资料来源：wind、中信证券研究部

图 8：地产新开工低迷 (新开工面积累计同比, %)



资料来源：wind、中信证券研究部

品牌、资金、管理是竞争关键，“上市”能极大提升企业竞争力

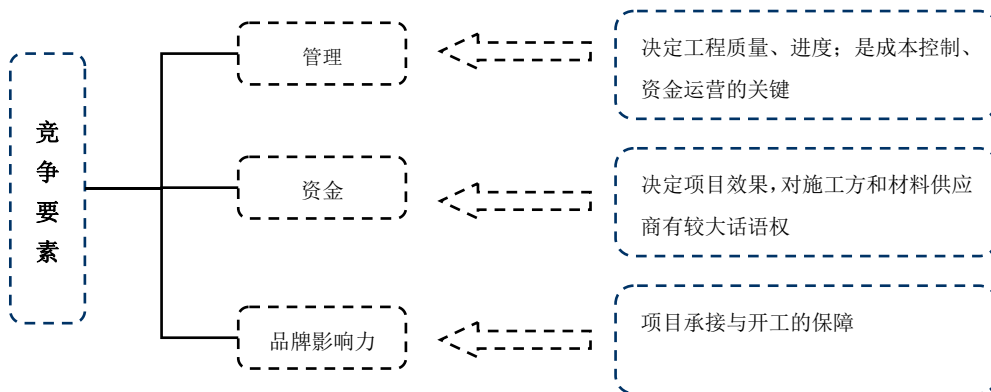
对建筑装饰企业来说，市场普遍认为竞争壁垒不高，普遍缺乏核心竞争力，这导致了行业盈利能力偏低。其实，“业务承接能力”能够集中体现一个装饰企业的竞争实力，其中最直接的指标是“中标率”，而决定这个指标的是管理能力、资金实力及品牌影响力，这些构成了装饰行业的竞争关键。

1) 品牌影响力：品牌影响力是装饰企业的综合实力的重要体现，是影响其业务承接的重要因素，因此也是装饰企业较为关键的竞争要素，一般来说是由过往工程业绩、行业排名、企业上市等因素综合评定。

2) 资金实力：装饰行业的业务承接和项目开展均需要大量的营运资金，比如各类保函以及材料预付款等，同时业主付款进度和装饰企业采购付款进度之间往往存在时间差，因此资金往往会成为企业发展的瓶颈之一。

3) 管理能力：首先，管理是工程质量和服务的保障，高质量的产品和服务是争取用户、占领市场的根本保证，而质量是通过工程管理来实现的。其次，能够保证工程进度，另外管理也是成本控制的关键。异质性特征导致相对较高的管理难度、相对较弱的原材料采购议价能力，通过有效管理可减少施工过程中材料损耗，控制成本，提升盈利。

图 9：装饰行业竞争要素



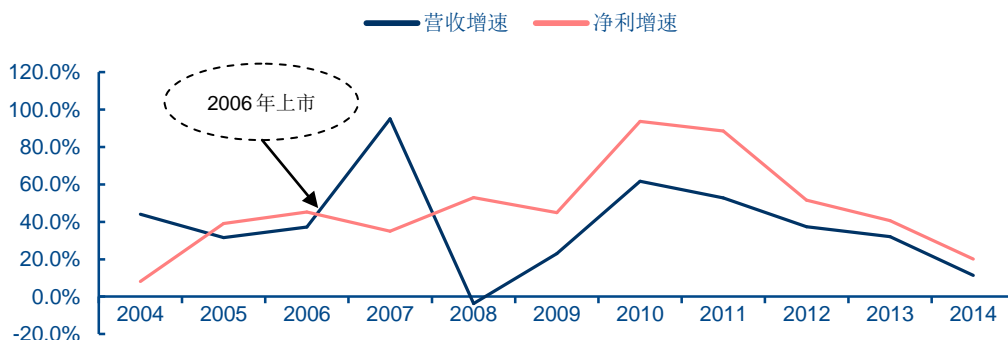
资料来源：公司公告，中信证券研究部

企业上市能大大提高其市场竞争力。企业成功登陆资本市场，能够大大提高其市场竞争力：

- 1) 显著提升其品牌影响力。全国建筑装饰企业数量达到 14 万家，但截止到目前为止成功上市的企业（包括新三板）约 20 家，凭借资本市场其品牌影响力得到大大提高。
- 2) 提高资金实力。一方面增加了直接融资等融资渠道，另一方面也有助于提高银行信贷额度。
- 3) 通过管理规范化，有助于提高企业管理水平。

我们也可以从上市公司的上市后的表现可以看出，比如金螳螂自 2006 年上市以来，营收增长提速，业绩增长提速更为明显。

图 10：金螳螂上市业绩增长出现加速



资料来源：公司公告，中信证券研究部

转型升级大势所趋，触网成当前主流方向

从当前形势下，无论是客观环境，还是主观上，装饰行业转型是大势所趋：

客观上看，装饰行业市场空间尽管很大，但增速放缓，需求压力加大是不争事实。与此同时，中国经济处于转型的窗口期，新兴产业正快速崛起，新兴产业与传统装饰行业的结合有望大大改变其服务内容、商业模式并为其打开新的市场空间，因此传统装饰企业有必要在经济转型过渡期，朝着新兴经济方向转型升级。

主观上看，对于装饰企业来说，一方面可以通过信息化技术的应用，如 ERP、BIM 等提高公司本身的工厂化水平和市场竞争力，通过“互联网+”改变其原有商业模式，另一方通过与新兴经济的结合，实现价值重估。

目前在 A 股上市的行业龙头均在积极寻求转型升级。从 2014 年开始建筑装饰企业纷纷通过自建、参股或外延并购方式进入其他新兴领域，其中以互联网家装为主，洪涛股份还积极朝互联网教育转型。

表 1：装饰龙头纷纷转型升级

公司	简介
亚厦股份	并购炫维网络，并成立未来加电子商务公司，创建[蘑菇+]互联网家装品，进入互联网家装领域
宝鹰股份	以 1.08 亿元参股上海鸿洋电子商务有限公司 20% 的股权，进入家居电商领域
洪涛股份	收购中装新网，创立优装美家互联网家装平台；收购跨考网、学尔森等教育服务公司进入职业教育领域
金螳螂	与家装 e 站分手后，创建金螳螂*家互联网家装品牌。
全筑股份	发布定增预案，拟投入建设全生态家居服务平台
神舟长城	拓展医疗产业 PPP 领域

资料来源：相关公司公告，中信证券研究部

万事俱备，上市东风助公司腾飞

项目工程经验丰富、品牌优势明显

公司承建了众多地标性建筑，省内外甚至海外工程经验非常丰富。东亚装饰承建了国家海洋实验室、第二十九届奥运会帆船中心，十一届全运会青岛游泳跳水馆、综合馆，第二十三届山东省运会综合指挥中心，青岛国际机场，青岛大剧院，青岛地铁三号线公共区域装饰工程以及 2014 青岛世界园艺博览会植物园、指挥中心、接待中心、博物馆等众多标志性项目，省外市场承建了西藏日喀则市政府办公楼、南京江宁万达广场、江苏省电力公司等标志性项目；同时公司积极开拓国外市场，承建了阿尔及利亚世界贸易中心大厦、利比亚岗福德项目等大型工程。

图 11：公司项目-国家海洋实验室



资料来源：公司网站、中信证券研究部

图 12：公司项目-奥运会帆船中心



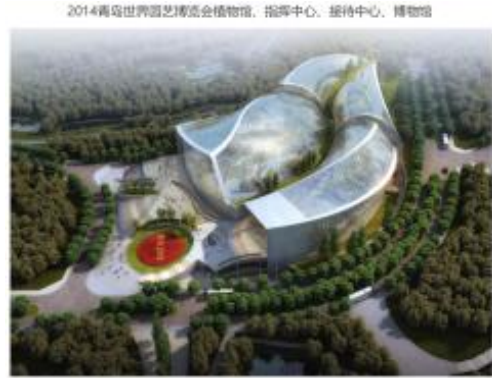
资料来源：公司网站、中信证券研究部

图 13：公司项目-青岛地铁公共区装饰工程



资料来源：公司网站、中信证券研究部

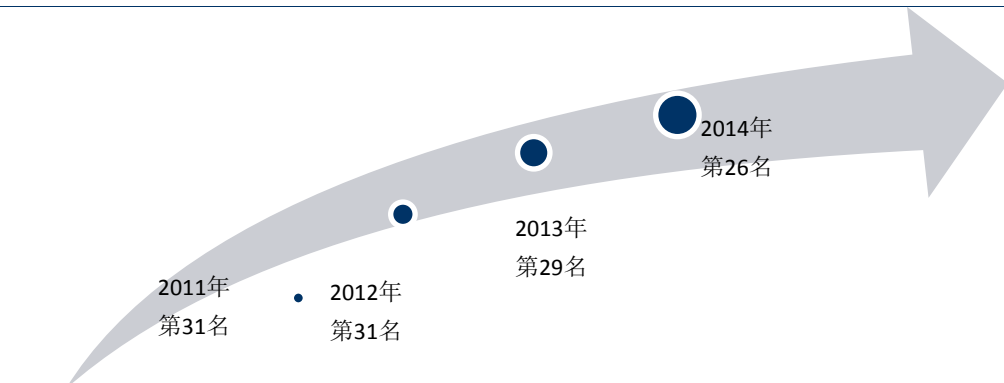
图 14：公司项目-青岛世界园艺博览会



资料来源：公司网站、中信证券研究部

国家级工程奖多次获得者，山东唯一蝉联十三年“中国建筑装饰行业百强”装饰企业。截止到 2015 年，公司累计获“国家优质工程奖” 7 项、全国建筑装饰行业科技示范工程奖、科技创新成果奖 71 项、“全国建筑工程装饰奖” 53 项，连续十五年荣获“全国建筑工程装饰奖”，还多次被授予“全国建筑工程装饰奖星级明星企业”，同时公司是山东省唯一一家连续十三年蝉联“中国建筑装饰行业百强”的装饰企业，并且排名逐年提高，在山东省及周边区域持续保持明显竞争优势。

图 15：公司在全国装饰百强企业排名中稳步提高



资料来源：装饰行业协会，中信证券研究部

强大的专业工程能力和设计能力，突出的管理能力

公司在专业工程领域拥有突出优势。近年来承接了“青岛海尔洲际大酒店（五星级）”、“青岛凯宾斯基饭店（五星级）”等多项宾馆酒店项目；“第二十九届奥运会青岛国际帆船中心”、“国家帆船帆板队海上训练基地”等多项体育场馆项目；“青岛市市立医院”、“青岛市妇女儿童医院”等多项医疗卫生系统项目。2013 年被中国装饰业协会评为“酒店类最佳专业化装饰企业”、“文体场馆类最佳专业化装饰企业”、“医疗卫生最佳专业化装饰企业”。

图 16：公司拥有较强的酒店、体育场馆、医疗等专业工程能力

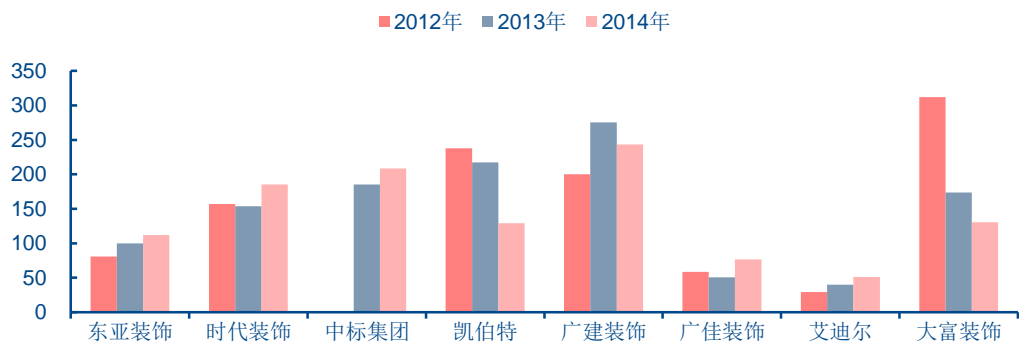


资料来源：公司网站，中信证券研究部

较强的设计能力。截至 2015 年 12 月 31 日,公司拥有装饰设计人员 40 人,其中拥有工艺美术师 6 人,助理工艺美术师 13 人;被中国装饰业协会评为资深室内设计师 4 人、高级室内建筑师 13 人、杰出中青年室内建筑师 3 人、室内建筑师 4 人;获得“全国建筑工程装饰奖”优秀项目设计师称号 12 人。参与设计青岛世界园艺博览会世园大厦、青岛地铁、青岛国际啤酒城、延边朝鲜族自治州国家质检中心、延吉长白山老年公寓等省内外重点工程,连年被中国建筑装饰协会评为“全国建筑工程装饰奖(设计类)”、“绿色环保设计五十强企业”、“中国建筑装饰设计机构五十强企业”等荣誉称号。

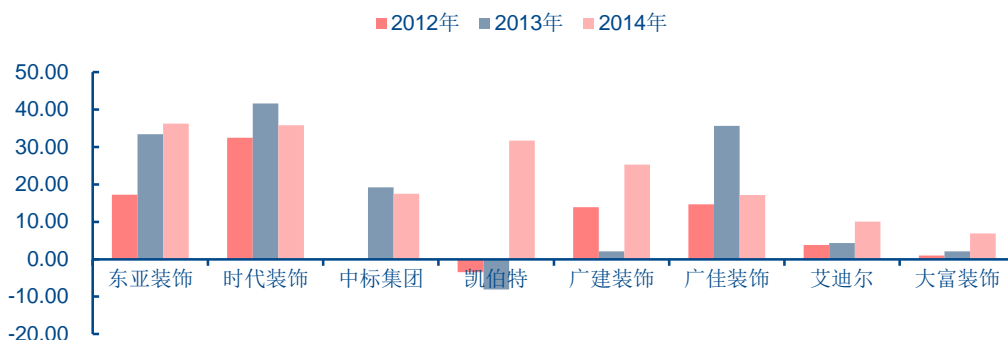
突出的盈利能力和周转能力体现其管理能力。管理能力对于装饰企业是极为关键的,但它是一个较为综合的指标,我们这里主要考察两个指标,一是净资产收益率,二是营业周期。我们可以看到,在图 17、18 显示的 8 家新三板装饰公司中,2014 年东亚装饰净资产收益率达到 36%,高于其他所有公司;公司营业周期为 112 天,明显低于其中 5 家公司,这体现了公司较为突出的管理能力。

图 17：在新三板装饰公司中，东亚装饰营业周期较短



资料来源：wind，中信证券研究部

图 18：在新三板装饰公司中，东亚装饰 ROE 相对较高

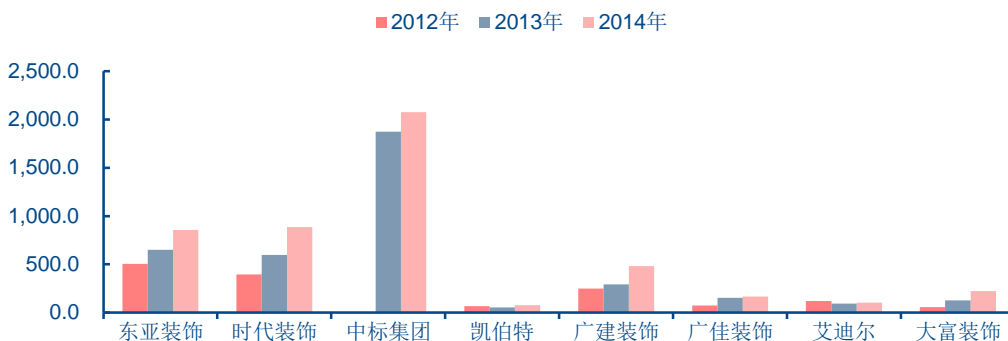


资料来源：wind，中信证券研究部

体量尚小，上市为其带来腾飞新机遇

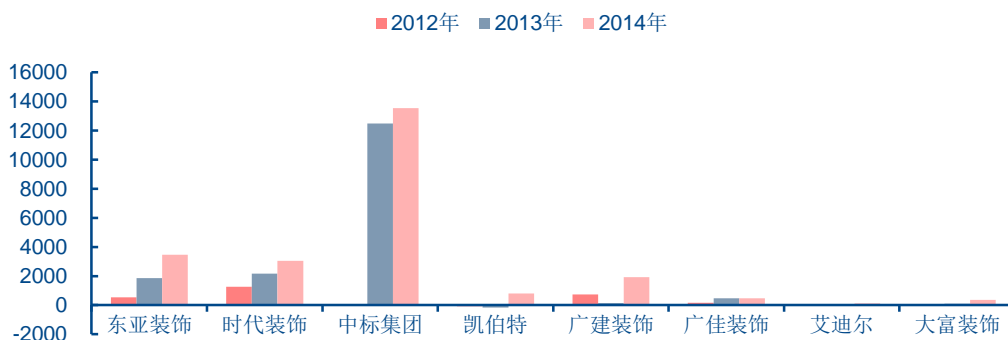
行业空间巨大，年市场规模接近 4 万亿元，尽管行业需求增速面临着一定压力，但公司作为品牌影响力、资金实力、管理能力等竞争力突出的企业，目前体量尚小。在新三板上市公司中，公司营收规模目前低于中标集团，与 A 股上市公司相比，公司体量相对更小，营收规模仅为金螳螂 5% 左右，公司发展潜力巨大。

图 19：新三板装饰公司营收规模比较（百万元）



资料来源：wind，中信证券研究部

图 20：新三板装饰公司净利润规模比较（万元）



资料来源：wind，中信证券研究部

公司于 2014 年成功在新三板上市，首先大大提高了公司形象和品牌知名度，增强了其市场竞争力，另一方面提高了公司资金实力。公司上市以来，先后在 2014 年 8 月、2015 年 7 月完成了两次定增，共募集资金 1.5 亿元，并且后续融资渠道畅通。除此之外，我们认为企业上市也为公司进一步的资本运作打开了空间，公司有望通过上市实现新一轮的腾飞式发展。

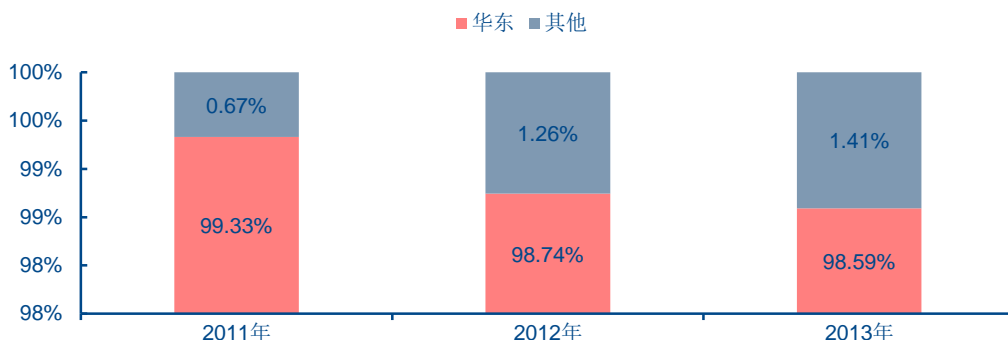
主业成长路径清晰，涉足互联网转型态度积极

深挖华东市场潜力、积极拓展阜外市场

东亚装饰主要从事青岛地区高端公共建筑装饰市场的设计与施工业务，在山东其他重点城市如济南、烟台、威海等地方也具备较强的市场影响力。依托公司丰富的项目经验、突出的品牌优势、强大设计及工程管理能力，我们认为公司未来业务发展潜力主要来自于两个方面：

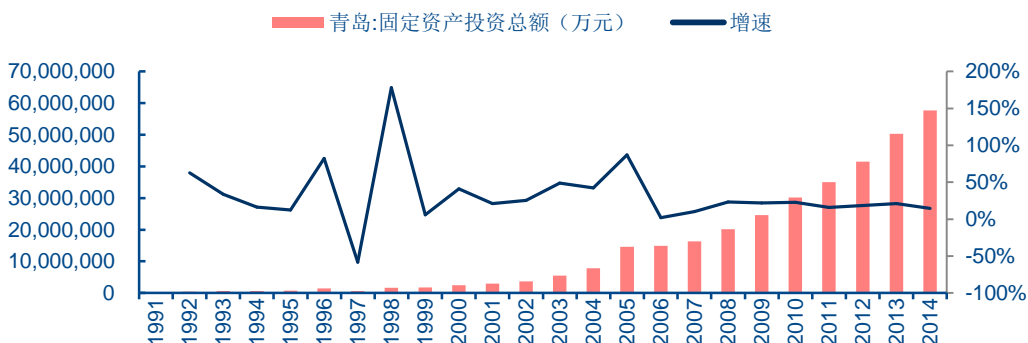
1) 在华东区域深挖市场潜力，拓展公司产品线。我们在前文中已经阐述，“大行业小企业”逻辑遭遇挑战的重要原因，是行业需求下滑已经开始，企业目标市场还未来得及切换。公司作为山东省内唯一蝉联十三年“中国建筑装饰行业百强”的装饰企业，品牌优势明显。同时 2014 年青岛固定资产投资规模达到 5766 亿元，假设 60%通过建筑工程进行转化，装饰专业工程占建筑工程比重 30%，那么青岛地区年装饰行业规模达到 1038 亿元，而公司 2014 年营业收入不足 10 亿元，因此深度挖掘本地市场潜力对东亚装饰来说也大有可为。我们认为凭借多年工程业绩积累市场口碑，公司有望通过产品线的拓展，更为深度地挖掘市场潜力。

图 21：公司绝大部分收入来自于华东区域（万元）



资料来源：wind，中信证券研究部

图 22：青岛固定资产投资规模高达 5766 亿元



资料来源：wind，中信证券研究部

2) 积极拓展阜外市场。尽管公司目前外地收入占比比较低，但阜外市场有望成为支撑公司持续快速发展的关键，一方面公司已经在省外，甚至是海外承接并完成了具有影响力的工程项目，比如南京江宁广播中心、西藏日喀则行政中心，阿尔及利亚世贸中心大厦、中国驻莱索托王国大使馆等，具备阜外市场开拓和项目管理经验；另一方面公司成功上市，有助于切入外地的高端装饰市场。

在手订单充足，盈利能力有望提升

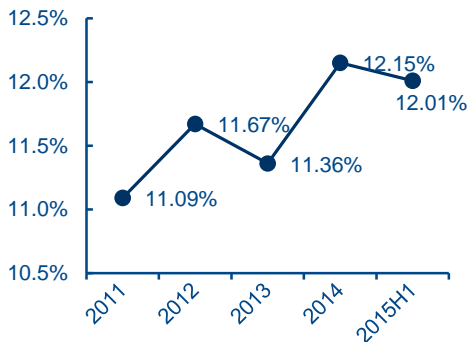
2015 年上半年公司新签订单 6.7 亿元，占 2014 年公司营业收入的 78%，在手订单充足为公司业绩增长奠定了坚实基础。2015 年公司预计营业收入达到 11—11.5 亿元，同比增长 28.7%-34.6%，归属于挂牌公司股东净利润为 5000-5200 万元，同比增长 43.9%-49.7%。

表 2：2015 年上半年公司前十大中标项目

序号	工程名称	合同价款（元）
1	青岛市地铁运营控制中心装饰工程、幕墙工程	169,870,188.50
2	海军潜艇学院 1817 办公楼精装修工程	65,000,000.00
3	青岛第三十九中学规划建设项目装饰工程	55,688,000.00
4	山东大学青岛校区一期博物馆装饰工程、幕墙工程	48,479,321.65
5	中国石油化工股份有限公司青岛安全工程研究院新址建设工程装饰装修工程	45,503,589.36
6	青岛崂山湾酒店装修改造工程	37,962,125.09
7	国家（青岛）通信产业园装修装饰及智能化工程	27,180,119.86
8	李沧区广水路小学装饰装修工程	23,715,879.59
9	金融中心大厦项目户内精装修工程	22,948,195.69
10	枣庄市体育馆游泳馆精装修工程	15,000,000.00
合计		511,347,420

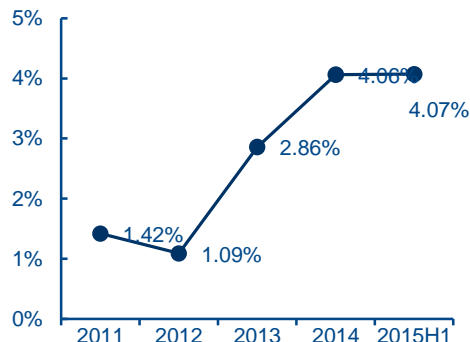
资料来源：公司公告，中信证券研究部

图 23：毛利率稳步提升（%）



资料来源：公司公告，中信证券研究部

图 24：净利率快速提升



资料来源：公司公告，中信证券研究部

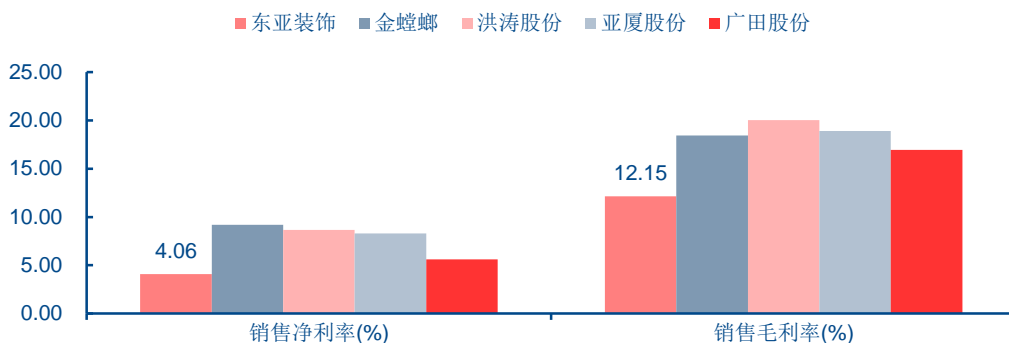
2011-2014 年间，公司毛利率从 11.09% 提高至 12.15%，净利率从 1.42% 提高至 4.06%，我们预计公司未来收入继续保持较快增长的同时，其盈利能力也有望提高，增长质量也有望提升：

1) 目前公司盈利能力与其他 A 股上市装饰企业相比，明显偏低。2014 年金螳螂净利润率高达 9.18%，远远高于东亚装饰；

2) 随着公司快速发展，其单体项目规模和公司规模有望增加，规模效应逐步明显；

3) 成本控制的进一步加强以及精细化管理增强。公司一方面通过实施全面预算、材料比价、内部审计等措施提高项目盈利能力，另一方面公司积极推进项目属地自主采购权，与优质供应商进行战略合作，提高规模化议价和采购能力。

图 25：公司盈利能力明显低于其他 A 股装饰上市公司



资料来源：wind，中信证券研究部

涉足互联网，彰显转型积极态度，寻求业务新空间

公司 2015 年成立了青岛东亚互联网科技有限公司，开始了在互联网领域的积极探索。公司在这方面布局的主要目的是，优化公司战略布局，打造装饰业务线上线下（O2O）一体化的整合交易服务平台。通过涉足互联网，一方面，为公司注入互联网基因，开启电商业务与装饰业务的蓝海市场；另一方面，充分利用公司在品牌、管理、资金、技术等方面的优势，通过崭新的业务承接模式，拓展装饰业务，培育新的利润增长点。

尽管从目前看公司在互联网方面还没有进一步的明确动作，但这至少说明了，作为中小民营装饰企业，公司顺应行业转型大势，积极探索转型升级的态度。同时考虑公司规模尚且不大，但市场知名度较高，管理水平较好，我们预计公司有望在不久的将来迈出转型升级的实质性步伐。

风险提示

区域扩张受阻。公司过往业绩显示了极佳成长性，但全国范围看，装饰行业需求面临着一定压力，除了深挖本地市场潜力外，区域外市场拓展将成为支撑其持续发展的重要条件之一。尽管公司已经具备了较强的资金、品牌、管理等方面能力，但由于地方保护等因素建筑市场存在一定的区域壁垒，如果公司区域扩张不达预期，那么高成长持续性有可能受阻。

未能进入挂牌公司创新层风险。全国股转系统 5 月将对新三板公司进行分层筛选，按照目前公司的各项指标看，基本满足“创新层”分层标准。如果 4 月底之前股价出现下跌或其他因素导致公司未能进入创新层，那么可能会对公司未来融资、交易等方面产生不利影响，对其估值也不利。

应收款坏账风险。截止 2015 年 6 月底，公司应收款余额达到 2.87 亿元，占资产总额 50.45%。尽管公司应收款绝大多数处于合同约定的期限之内，但如果经济下滑导致下游客户资金状况恶化，公司应收款将面临一定的无法回收风险，届时将对公司业绩造成较大压力。

关键假设与盈利预测

关键假设

- 1、假设公司阜外市场开拓和本地市场潜力挖掘顺利，2015-2017 年营收增速分别为 32%、24.5%、20.3%；
- 2、单体项目规模增加和公司营收规模扩大后，毛利率稳步提升，预计 2015-2017 年分别为 12.3%、12.5%、12.7%；
- 3、销售费用率保持稳定，管理费用率和营业税率稳步下滑。

表 3：公司盈利预测关键假设

	2014	2015E	2016E	2017E
装饰收入(万元)	85,453	112,797	140,433	169,643
增速	31.4%	32.0%	24.5%	20.8%
毛利率	12.15%	12.30%	12.50%	12.70%
营业税及附加	2.39%	2.24%	2.20%	2.20%
销售费用率	0.11%	0.10%	0.10%	0.10%
管理费用率	4.24%	4.10%	4.10%	4.00%

资料来源：wind，中信证券研究部

预计公司 2015-2017 年净利润复合增速 34.7%

我们预计公司 2015-2017 年归属于挂牌公司股东净利润分别为 5062 万元、6661 万元、8488 万元，同比增速分别为 45.7%、31.6%、27.4%，对应 EPS 分别为 0.72 元、0.95 元、1.21 元，目前股价对应 PE 估值分别为 12X 倍、9X 倍、7X 倍。

估值及投资评级：首次覆盖给予“买入”评级

公司主要从事公共建筑装饰、幕墙等专业工程，公司积极涉足互联网，但互联网业务模式尚未清晰，我们认为其估值可以参考新三板中从事装饰业务的公司中有一致盈利预期的中標集团（833014），由于新三板中有一致盈利预测标的个股仅一家，可以参考 A 股行业龙头金螳螂（002081.sz）、亚厦股份（002375.sz），可比公司 2016-2017 年预测 PE 均值分别为 12 倍、10 倍。我们预计公司 2015-2017 年 EPS 分别为 0.72 元、0.95 元、1.21 元，目前股价对应 PE 估值分别为 12X、9X、7X，考虑到公司规模体量较小，管理水平及成长性较为突出，传统主业成长路径清晰，转型升级态度积极，我们给予公司 2016 年 PE12 倍估值，对应目标价 11.40 元，首次覆盖给予“买入”评级。

表 4：可比公司估值情况

股票代码	公司简称	收盘价 (元)	总市值 (亿元)	EPS (元/股)				PE (倍)				EPS CAGR (%)	PEG (倍)
				2014A	2015E	2016E	2017E	2014A	2015E	2016E	2017E		
002081.sz	金螳螂	13.81	243	1.07	1.07	1.17	1.31	13	13	12	11	6.98	1.85
002375.sz	亚厦股份	13.22	177	0.77	0.72	0.82	0.95	17	18	16	14	7.25	2.53
833014	中標集团	6.84	21.86	0.48	0.57	0.79	1.17	14	12	9	6	34.58	0.35
002842.SZ											25		
平均								15	14	12	10		2
430376	东亚装饰	8.78	6.15	0.5	0.72	0.95	1.21	18	12	9	7	34.26	0.35

资料来源：Wind，中信证券研究部预测

注：股价为 2016 年 2 月 23 日收盘价；可比公司盈利预测使用 Wind 一致预期

指标名称	2013	2014	2015F	2016F	2017F
营业收入	650	855	1,128	1,404	1,696
营业成本	576	751	989	1,229	1,481
毛利率	11.36%	12.15%	12.30%	12.50%	12.70%
营业税金及附加	20	20	25	31	37
营业费用	1	1	1	1	2
营业费用率	0.13%	0.11%	0.10%	0.10%	0.10%
管理费用	29	36	46	58	68
管理费用率	4.47%	4.24%	4.10%	4.10%	4.00%
财务费用	0	-1	-2	-2	-3
财务费用率	0.07%	-0.10%	-0.14%	-0.18%	-0.16%
投资收益	0	0	0	0	0
营业利润	22	40	60	78	100
营业利润率	3.36%	4.65%	5.28%	5.57%	5.88%
营业外收入	0	1	0	0	0
营业外支出	0	0	0	0	0
利润总额	22	41	60	78	100
所得税	3	6	9	12	15
所得税率	14.68%	15.08%	15.00%	15.00%	15.00%
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属于母公司股东的净利润	19	35	51	67	85
净利率	2.86%	4.06%	4.49%	4.74%	5.00%
每股收益(元)(摊薄)	0.27	0.50	0.72	0.95	1.21

指标名称	2013	2014	2015F	2016F	2017F
净利润	19	35	51	67	85
少数股东损益	0	0	0	0	0
折旧和摊销	1	1	0	1	1
营运资金变动	3	-14	-18	-41	-39
其他	68	-54	7	7	9
经营现金流	90	-32	39	34	56
资本支出	-20	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	0	0
资产变卖	0	0	0	0	0
其他	0	0	0	0	0
投资现金流	-20	0	0	0	0
发行股票	0	31	120	0	0
负债变化	50	31	0	0	0
股息支出	-50	-31	-10	-13	-17
其他	-13	-4	2	2	3
融资现金流	-13	27	111	-11	-14
现金净增加额	57	-5	151	23	41

指标名称	2013	2014	2015F	2016F	2017F
货币资金	88	85	236	259	300
存货	18	30	40	49	59
应收账款	180	297	391	506	625
其他流动资产	36	20	32	42	49
流动资产	322	433	699	855	1,033
固定资产	2	2	2	1	1
长期股权投资	0	0	0	0	0
无形资产	0	1	1	1	1
其他长期资产	2	23	24	25	26
非流动资产	5	26	27	27	28
资产总计	326	458	725	883	1,061
短期借款	0	0	0	0	0
应付账款	197	280	369	458	552
其他流动负债	64	52	70	84	100
流动负债	261	332	438	542	653
长期负债	0	0	0	0	0
其他长期负债	0	0	0	0	0
非流动性负债	0	0	0	0	0
负债合计	261	332	438	542	653
股本	38	50	70	70	70
资本公积	13	31	131	131	131
股东权益合计	65	127	287	340	408
少数股东权益	0	0	0	0	0
负债股东权益总计	326	458	725	883	1,061

指标名称	2013	2014	2015F	2016F	2017F
增长率 (%)					
营业收入	29.3	31.4	32.0	24.5	20.8
营业利润	238.8	81.7	49.6	31.5	27.5
净利润	241.3	86.6	45.7	31.6	27.4
利润率 (%)					
毛利率	11.4	12.2	12.3	12.5	12.7
EBIT Margin	3.7	5.4	5.9	6.1	6.4
EBITDA Margin	3.9	5.5	5.9	6.1	6.4
净利率	2.9	4.1	4.5	4.7	5.0
回报率 (%)					
净资产收益率	28.7	27.4	17.6	19.6	20.8
总资产收益率	5.7	8.9	8.6	8.3	8.7
其他 (%)					
资产负债率	80.1	72.4	60.4	61.4	61.5
所得税率	14.7	15.1	15.0	15.0	15.0
股利支付率	40.3	29.1	20.0	20.0	20.0

资料来源：中信量化投资分析系统

分析师声明

主要负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此声明：(i) 本研究报告所表述的任何观点均精准地反映了上述每位分析师个人对标的证券和发行人的看法；(ii) 该分析师所得报酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来均不会直接或间接地与研究报告所表述的具体建议或观点相联系。

评级说明

投资建议的评级标准	评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的 6 到 12 个月内的公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A 股市场以沪深 300 指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅 20%以上；
	增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 5%~20%之间
	持有	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~5%之间
	卖出	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅 10%以上；
行业评级	强于大市	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅 10%以上；
	中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~10%之间；
	弱于大市	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅 10%以上

其他声明

本研究报告由中信证券股份有限公司或其附属机构制作。中信证券股份有限公司及其全球的附属机构、分支机构及联营机构（仅就本研究报告免责条款而言，不含 CLSA group of companies），统称为“中信证券”。

法律主体声明

中国：本研究报告在中华人民共和国（香港、澳门、台湾除外）由中信证券股份有限公司（受中国证券监督管理委员会监管，经营证券业务许可证编号：Z20374000）分发。

新加坡：本研究报告在新加坡由 CLSA Singapore Pte Limited（下称“CLSA Singapore”）分发，并仅向新加坡《证券及期货法》s.4A（1）定义下的“机构投资者、认可投资者及专业投资者”提供。上述任何投资者如希望交流本报告或就本报告所评论的任何证券进行交易应与 CLSA Singapore 的新加坡金融管理局持牌代表进行交流或通过后者进行交易。如您属于“认可投资者或专业投资者”，请注意，CLSA Singapore 与您的交易将豁免于新加坡《财务顾问法》的某些特定要求：（1）适用《财务顾问规例》第 33 条中的豁免，即豁免遵守《财务顾问法》第 25 条关于向客户披露产品信息的规定；（2）适用《财务顾问规例》第 34 条中的豁免，即豁免遵守《财务顾问法》第 27 条关于推荐建议的规定；以及（3）适用《财务顾问规例》第 35 条中的豁免，即豁免遵守《财务顾问法》第 36 条关于披露特定证券利益的规定。

针对不同司法管辖区的声明

中国：根据中国证券监督管理委员会核发的经营证券业务许可，中信证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。

新加坡：监管法规或交易规则要求对研究报告涉及的实际、潜在或预期的利益冲突进行必要的披露。须予披露的利益冲突可依照相关法律法规要求在特定报告中获得，详细内容请查看 <https://www.clsa.com/disclosures/>。该等披露内容仅涵盖 CLSA group, CLSA Americas 及 CA Taiwan 的情况，不反映中信证券、Credit Agricole Corporate & Investment Bank 及其各自附属机构的情况。如投资者浏览上述网址时遇到任何困难或需要过往日期的披露信息，请联系 compliance_hk@clsa.com。

美国：本研究报告由中信证券编制。本研究报告在美国由中信证券（CITIC Securities International USA, LLC（下称“CSI-USA”）除外）和 CLSA group of companies（CLSA Americas, LLC（下称“CLSA Americas”）除外）仅向符合美国《1934 年证券交易法》下 15a-6 规则定义且分别与 CSI-USA 和 CLSA Americas 进行交易的“主要美国机构投资者”分发。对身在美国的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所载任何观点的背书。任何从中信证券与 CLSA group of companies 获得本研究报告的接收者如果希望在美国交易本报告中提及的任何证券应当分别联系 CSI-USA 和 CLSA Americas。

英国：本段“英国”声明受英国法律监管并依据英国法律解释。本研究报告在英国须被归为营销文件，它不按《英国金融行为管理手册》所界定、旨在提升投资研究报告独立性的法律要件而撰写，亦不受任何禁止在投资研究报告发布前进行交易的限制。本研究报告在欧盟由 CLSA（UK）发布，该公司由金融行为管理局授权并接受其管理。本研究报告针对《2000 年金融服务和市场法 2005 年（金融推介）令》第 19 条所界定的在投资方面具有专业经验的人士，且涉及到的任何投资活动仅针对此类人士。若您不具备投资的专业经验，请勿依赖本研究报告的内容。

一般性声明

本研究报告对于收件人而言属高度机密，只有收件人才能使用。本研究报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许该研究报告发送、发布的人员。本研究报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为出售任何证券或金融工具的要约，或者证券或金融工具交易的要约邀请。中信证券并不因收件人收到本报告而视其为中信证券的客户。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具的分析，本报告的收件人须保持自身的独立判断。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但中信证券不保证其准确性或完整性。中信证券并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他损失承担任何责任。本报告提及的任何证券均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适用所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

本报告所载的资料、观点及预测均反映了中信证券在最初发布该报告日期当日分析师的判断，可以在不发出通知的情况下做出更改，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与中信证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。中信证券并不承担提示本报告的收件人注意该等材料的责任。中信证券通过信息隔离墙控制中信证券内部一个或多个领域的信息向中信证券其他领域、单位、集团及其他附属机构的流动。负责撰写本报告的分析师的薪酬由研究部门管理层和中信证券高级管理层全权决定。分析师的薪酬不是基于中信证券投资银行收入而定，但是，分析师的薪酬可能与投行整体收入有关，其中包括投资银行、销售与交易业务。

若中信证券以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构为此发送行为承担全部责任。该机构的客户应联系该机构以交易本报告中提及的证券或要求获悉更详细信息。本报告不构成中信证券向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议，中信证券以及中信证券的各个高级职员、董事和员工亦不为（前述金融机构之客户）因使用本报告或报告载明的内容产生的直接或间接损失承担任何责任。

未经中信证券事先书面授权，任何人不得以任何目的复制、发送或销售本报告。

中信证券 2016 版权所有。保留一切权利。