

东亚装饰（430376）2015 年年报点评

# 业绩表现突出，转型升级值得期待

2016 年 4 月 5 日

## 投资要点

- 业绩符合预期，成长性在业内领先。**2015 年营业收入和归母净利润分别为 11.2 亿元和 5101 万元，分别同增 30.7%、50.2%，EPS 0.85 元（按股本加权摊薄），业绩符合预期。尽管公司业绩增速相比 2013、2014 年有所回落，但与同业相比表现依然突出，原因有：1）大行业小企业背景下，公司规模相对较小，在企业生命周期中处于快速成长阶段；新三板上市增强其品牌效应、1.2 亿元融资提高了其业务承接能力；2）精细化管理提升盈利水平；3）控股股东支持力度加强，2013-2015 青岛建安集团贡献收入比重分别为 11.6%/15%/30.5%。
- 盈利能力创新高。**与主板上市的装饰公司类似，上市后盈利能得到了持续提升。2015 年公司毛利率 12.75%、净利率 4.57%，相比 2014 年分别提高 0.6PCT 和 0.52PCT，与此同时期间费用率从 4.25%下降至 4.05%，尽管受应收账款增长 39%影响，公司 2015 年资产减值损失 1161 万元，同比增 57%，但管理水平和规模效应显现使得公司盈利能力呈现不断提升的态势。
- 经营现金流改善明显，现金储备充足。**公司 2015 年经营现金净流入 2150 万元，而 2014 年净流出 3154 万元，经营现金流明显改善，主要得益于收现比提升；2015 年增发使得公司筹资活动现金流净流入 1.13 亿元；与此同时，投资现金流小额流出 343 万元，以上因素共同作用下，2015 年末公司现金及等价物余额达到 2.13 亿元，现金储备充足，为业绩继续高速增长提供强力支撑。
- 我们看好的逻辑——地产复苏、成长性突出且可持续、积极转型。**1）地产销售向好，全国范围内去库存政策持续发酵，行业需求有望改善；2）公司主营业务有望继续维持高速增长，一是通过省内外市场业务开拓，规模尚小的东亚装饰有望快速做大，二是单体项目规模提高、整体规模增加、精细化管理等有望提升其盈利能力，与主板上市的装饰龙头继续靠拢；3）积极转型升级。公司成立青岛东亚互联网科技有限公司，积极探索互联网+经营模式，打造装饰业务线上线下（O2O）一体化的整合交易服务平台，培育公司新的利润增长点。
- 风险提示：**区域扩张不达预期、未能进入挂牌公司创新层、应收款无法回收风险等。
- 盈利预测、估值及投资评级。**2015 年年报符合预期印证我们逻辑判断，维持 2016/17 年公司 EPS 分别为 0.95/1.21 的预测，并新增 18 年 EPS 预测 1.48 元，目前股价对应 2016/2017 年 PE 估值 9/7 倍。受益地产去库存政策及复苏，考虑公司成长性突出，且积极布局转型升级，我们认为给予公司 2016 年 PE12 倍合理估值，对应目标价 11.40 元，维持公司“买入”评级。

项目/年度	2014	2015	2016F	2017F	2018F
营业收入(百万元)	855	1117	1390	1696	2001
增长率 YoY%	31.4	30.7	24.5	22.0	18.0
净利润(百万元)	35	51	67	85	103
增长率 YoY%	86.6	46.9	30.5	27.1	22.3
每股收益 EPS(基本)(元)	0.50	0.73	0.95	1.21	1.48
毛利率%	12.2	12.8	12.7	12.7	12.7
净资产收益率 ROE%	27.4	17.6	19.4	20.6	20.9
PE	18	12	9	7	6
PB	3.4	2.1	1.8	1.5	1.2
EV/EBITDA	23	16	12	9	8

资料来源：中信量化投资分析系统

注：股价为 2016 年 4 月 1 日收盘价


**买入（维持）**

当前价：8.73 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

沪深 300 指数	3221.89 点
总股本/流通股本	70/37 百万股
近 12 月最高/最低价	16 元/5.21 元
近 1 月绝对涨幅	-4.07%
近 6 月绝对涨幅	22.10%
今年以来绝对涨幅	0.46%
12 个月日均成交额	0.52 百万元

利润表(百万)

指标名称	2014	2015	2016F	2017F	2018F
营业收入	855	1,117	1,390	1,696	2,001
营业成本	751	974	1,214	1,481	1,747
毛利率	12.15%	12.75%	12.70%	12.70%	12.70%
营业税金及附加	20	26	31	36	42
营业费用	1	1	1	2	2
营业费用率	0.11%	0.10%	0.10%	0.10%	0.10%
管理费用	36	46	57	68	78
管理费用率	4.24%	4.15%	4.10%	4.00%	3.90%
财务费用	-1	-2	-2	-1	-1
财务费用率	-0.10%	-0.20%	-0.15%	-0.07%	-0.03%
投资收益	0	0	0	0	0
营业利润	40	60	78	99	122
营业利润率	4.65%	5.35%	5.63%	5.86%	6.08%
营业外收入	1	0	0	0	0
营业外支出	0	0	0	0	0
利润总额	41	60	78	100	122
所得税	6	9	12	15	18
所得税率	15.08%	15.09%	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	35	51	67	85	103
净利率	4.06%	4.57%	4.79%	4.99%	5.17%
每股收益(元)(摊薄)	0.50	0.73	0.95	1.21	1.48

现金流量表 (百万元)

指标名称	2014	2015	2016F	2017F	2018F
净利润	35	51	67	85	103
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	-14	-6	-65	-85	-43
其他	-54	-25	9	10	10
经营现金流	-32	21	11	10	72
资本支出	0	-3	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	0	-3	0	0	0
发行股票	31	120	0	0	0
负债变化	31	120	0	47	-5
股息支出	-31	-120	-13	-17	-21
其他	-4	-8	2	1	1
融资现金流	27	113	-11	31	-25
现金净增加额	-5	131	0	40	46

资产负债表(百万)

指标名称	2014	2015	2016F	2017F	2018F
货币资金	85	215	214	254	300
存货	30	34	49	59	70
应收账款	297	413	543	712	839
其他流动资产	20	17	33	40	47
流动资产	433	679	839	1,066	1,256
固定资产	2	4	4	4	3
长期股权投资	0	0	0	0	0
无形资产	1	1	1	1	1
其他长期资产	23	25	26	27	28
非流动资产	26	30	31	31	32
资产总计	458	709	869	1,097	1,288
短期借款	0	0	0	47	41
应付账款	280	366	456	556	656
其他流动负债	52	53	70	83	97
流动负债	332	419	526	686	795
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	332	419	526	686	795
股本	50	70	70	70	70
资本公积	31	131	131	131	131
股东权益合计	127	290	343	411	494
少数股东权益	0	0	0	0	0
负债股东权益总计	458	709	869	1,097	1,288

  

主要财务指标	2014	2015	2016F	2017F	2018F
增长率 (%)					
营业收入	31.4	30.7	24.5	22.0	18.0
营业利润	81.7	50.2	31.0	27.1	22.3
净利润	86.6	46.9	30.5	27.1	22.3
利润率 (%)					
毛利率	12.2	12.8	12.7	12.7	12.7
EBIT Margin	5.4	6.2	6.3	6.5	6.6
EBITDA Margin	5.5	6.3	6.3	6.5	6.6
净利率	4.1	4.6	4.8	5.0	5.2
回报率 (%)					
净资产收益率	27.4	17.6	19.4	20.6	20.9
总资产收益率	7.6	8.7	8.4	8.6	8.7
其他 (%)					
资产负债率	72.4	59.1	60.5	62.5	61.7
所得税率	15.1	15.1	15.0	15.0	15.0
股利支付率	0.0	26.1	20.0	20.0	20.0

资料来源: 公司公告, 中信证券研究部预测

## 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/或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](mailto: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。