

鸿鑫互联(835574)
中国幕墙五十强企业 商业模式创新带动业绩猛增
基本数据

2016年9月26日	
收盘价(元)	10.2
总股本(百万股)	142.4
流通股本(百万股)	56.0
总市值(百万元)	1452.23
每股净资产(元)	1.66
PB	6.14

财务指标

	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入(百万)	302.22	548.39	835.09	1179.14	1517.75
净利润(百万)	6.98	30.58	60.97	93.46	125.51
毛利率(%)	14.7%	18.8%	18.8%	18.7%	18.7%
净利率(%)	2.3%	5.6%	7.3%	7.9%	8.3%
EPS(元)	0.10	0.28	0.47	0.72	0.97
净资产收益率(%)	9.51%	22.39%	34.0%	52.1%	70.0%

投资评级：中性(首次)
报告要点

- 公司是新三板首批创新层企业。
- 公司是中国幕墙五十强企业之一，拥有多个国家级和省级建筑幕墙专项工程设计甲级和建筑装饰设计甲级资质。主要为地产商、总承包商、企事业建设单位等提供建筑幕墙整体解决方案。
- 2016年全面推行项目经理制施工模式，工程业务毛利率显著上升，并带来业绩猛增。2016年上半年收入2.68亿元，同比大幅增长75.42%，归母净利润1537万元，同比大幅增长4660%。
- 公司全国范围内直销体系已经基本完成，铺设了31个省区营销团队，有望进一步促进公司业绩持续高增长。

盈利预测及估值分析

我们预计公司2016-2018年的营收总额为8.35亿元、11.18亿元、15.17亿元，归属母公司的净利润为6097万元、9346万元、1.25亿元。所对应的每股收益EPS分别为0.47元、0.72元、0.97元。公司2016预期市盈率为24.5倍，合理市值水平为14.93亿元，首次覆盖给予“中性”评级。

流动性评级

代码	简称	流动性评级	每日可买金额	波动风险评估	平均每日成交笔数	上次评级
835574.00	鸿鑫互联	BC	11万~13万	III级	4.30	BC

研究员：王振亚

wangzhenya@wtneeq.com

010-85715117



目 录

风险分析	1
公司是中国幕墙五十强企业之一	2
近两年营收高速增长 毛利率上升打开更大盈利空间	3
拥有过硬的行业资质 善于商业模式不断创新	5
行业发展逐渐规范化、集中化 节能环保将是未来主题	7
盈利预测	9
估值分析	10

图表目录

图表 1 公司主要产品展示.....	2
图表 2 公司股权结构图.....	2
图表 3 公司 2013-2016 年营业收入及净利润走势（百万元）	3
图表 4 公司 2015 年营收主要来源（单位 百万）	3
图表 5 公司 2013-2016 年业务毛利率水平及三大费用占比	4
图表 6 公司主要资产科目余额占比及经营性现金流变化（单位 百万）	4
图表 7 公司拥有的主要行业资质、资格.....	5
图表 8 公司工程管理一站式云服务特点.....	6
图表 9 公司营业收入按地区占比分布（%）	6
图表 10 2007-2014 年我国建筑幕墙行业市场规模	7
图表 11 全国城市化率（%）	8
图表 12 节能环保门窗技术及幕墙示例.....	8
图表 13 公司 2016-2018 盈利预测	9
图表 14 对标公司市值及 2016 年预期市盈比较.....	10

风险分析

通过整理并分析公司的公开披露信息，我们发现以下可能的潜在风险：

公司实际控制人及管理团队方面：

1、公司在 2016 年 5 月 11 日、24 日发布高管及董事辞职公告，具体情况为：

公司总经理李毅因个人原因辞职。该辞职总经理持有公司股份 64,870,600 股，占公司股本的 45.56%。李毅辞职后继续担任公司董事长一职。

董事吴延安因个人原因辞职。该辞职董事不持有公司股份。吴延安辞职后不再担任公司其他职务。

2、公司在 2016 年 6 月 14 日、7 月 15 日发布股权质押公告，具体情况为：

公司股东李毅质押 4,067,800 股，占公司总股本 2.86%。质押期限为 2016 年 6 月 13 日起至 2017 年 6 月 12 日止。质押股份用于个人借款，质押权人为北京铭鑫小额贷款有限公司，质押权人与质押股东不存在关联关系。

公司股东李毅质押 15,000,000 股，占公司总股本 10.54%。质押期限为 2016 年 7 月 13 日起至 2017 年 7 月 12 日止。质押股份用于为公司控股子公司山东省鸿鑫工程有限公司向齐鲁银行股份有限公司济南工业南路支行申请授信提供担保，质押权人为齐鲁银行股份有限公司济南工业南路支行，质押权人与质押股东不存在关联关系。

财务方面：

1、应收账款余额过高风险。截至 2016 年 6 月，公司的应收账款净额为 16521 万元，占流动资产的比例为 32.29%，较期初有所下降。由于报告期内公司的业务收入仍以传统的商品销售收入和工程收入为主，工程结算周期较长，账款回收速度慢，若无法及时收回将对公司造成较大的影响。

公司业务及行业方面：

1、厂房所在地存在瑕疵的风险。公司厂房所在地的土地使用权系公司实际控制人李毅与北京市通州区潮县镇工业总公司签订土地使用权租赁合同获取，双方约定土地用途是工业企业建设并安排本地劳动力就业。虽然公司自生产经营以来，未受到政府部门就此给予的行政处罚，但由于该块土地用途不是工业用地，仍然存在被要求终止租赁、拆迁厂房等法律风险。

2、行业竞争风险。当前的门窗幕墙行业已经进入初步成熟期，市场竞争模式已由过去的“以量取胜”、“以价取胜”转向“以质取胜”。考虑到市场需求变化和新技术革新的不确定性等因素，在未来门窗幕墙行业发展过程中，可能会出现新的规模大、技术先进、产品更符合市场需求的国内外竞争对手，对公司扩大市场份额产生不利的影响。

公司是中国幕墙五十强企业之一

➤ 核心业务为门窗、幕墙、装饰的实体工程

公司成立于 2008 年，是一家专注于建筑门窗、幕墙、装饰等细分领域的综合服务商，主要为地产商、总承包商、企事业单位等甲方提供设计方案、材料采购、加工制作、现场作业、现场管理等整体解决方案。

目前公司核心业务为工程施工，是公司收入的主要部分，同时还有部分基于门窗、幕墙、装饰及材料行业的互联网平台业务。公司收入主要来源包括工程收入、材料和产品的销售，及部分互联网平台化带来的集中采购收入。

图表 1 公司主要产品展示

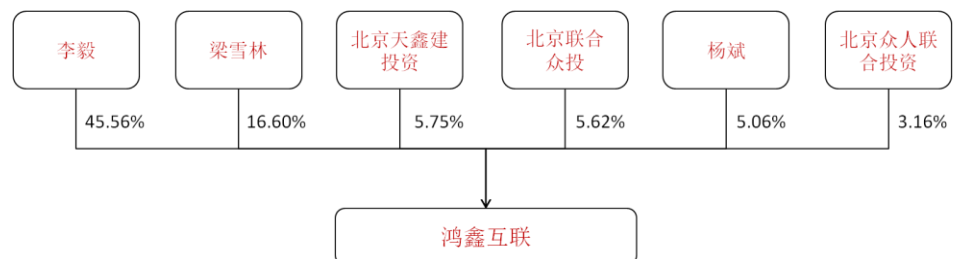


资料来源：公开转让说明书

公司在所专注的细分领域具有很强的行业资质及经验积累，拥有建筑幕墙专项工程设计甲级和建筑装饰设计甲级资质，多次荣获“中国建筑工程鲁班奖”、“全国建筑装饰奖”等奖项，是中国幕墙五十强企业，在行业内具有较高的知名度。公司旗下子公司山东鸿鑫于 1998 年成立，自成立至今 18 年来一直从事门窗、幕墙施工行业，积累了丰富的经验，成功完成了大量优质的项目。

➤ 公司股权结构

图表 2 公司股权结构图

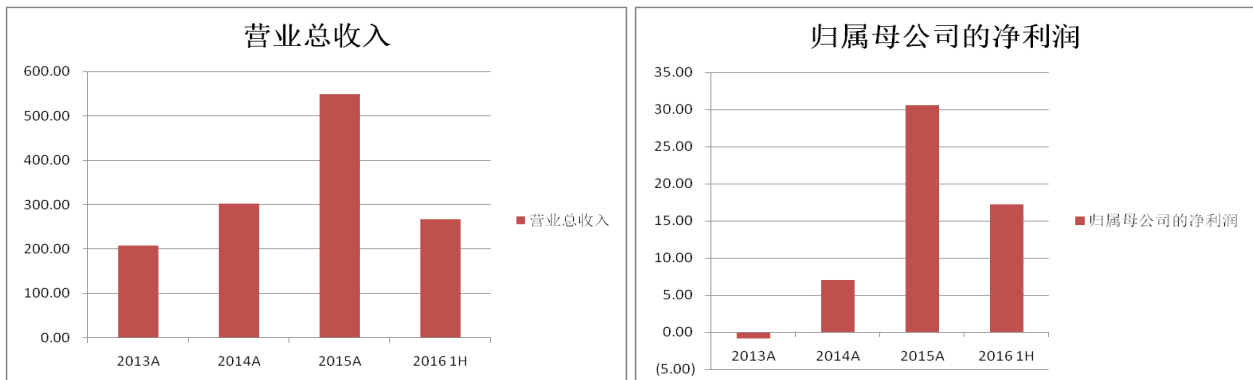


资料来源：公司公告

截止至 2016 年 6 月，公司控股股东、实际控制人为李毅先生、梁雪林女士，二人为一致行动人，两人通过直接和间接的方式合计持有公司 70.94% 股份。股东李毅、梁雪林为夫妻关系，北京联合众投投资管理中心（有限合伙）、北京众人联合投资管理中心（有限合伙）为股东李毅、梁雪林间接持股的企业。除此以外，公司前十名股东之间无关联关系。

近两年营收高速增长 毛利率上升打开更大盈利空间

图表 3 公司 2013-2016 年营业收入及净利润走势 (单位: 百万)

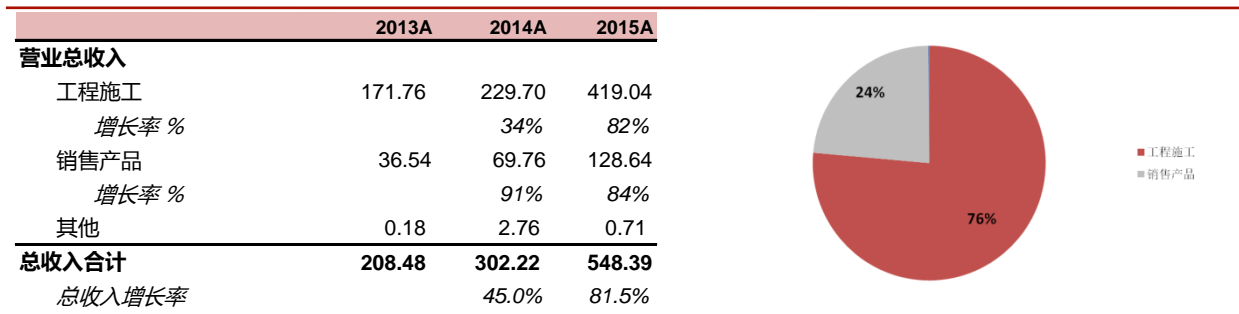


数据来源: choice 金融数据

➤ 公司加强全国范围内业务推广 保障业绩持续高速增长

公司 2015 年营业收入 5.48 亿元, 同比大幅增长 81.5%, 归属母公司的净利润为 3058 万元, 同比大幅增长 338%。在最新披露的 2016 年半年报里, 上半年收入 2.68 亿元, 同比大幅增长 75.42%, 净利润 1537 万元, 同比大幅增长 4660%。

图表 4 公司 2015 年营收主要来源 (单位: 百万)



数据来源: choice 金融数据

公司近几年业绩持续高速增长, 2015 年业绩增速达到 81.5%, 并且从 2016 年半年报数据来看, 公司业绩的增长趋势还在持续, 特别是在公司营收大幅增长的同时, 净利润也随之同步增长, 并且增速远超营收。

从收入占比看, 截止至 2015 年末, 工程施工占比达到 76%, 产品销售业务占 24%。目前从增速上看, 两项业务都处于高速增长阶段, 并且过去两年这两项业务的增速相当。

业绩增长的主要原因, 一方面公司在多个省市组建了招商业务团队, 全国范围内积极开展新的业务模式的推广, 获得了良好效果。另一方面, 公司自 2016 年以来, 全面推动项目经理制施工模式, 在成本控制方面得到了非常大的改善, 增强了公司盈利能力。

➤ 工程施工业务毛利率上升带动业绩持续猛增

成本方面，公 2016 年实行了项目经理制施工模式，由项目经理全面负责项目进度，质量和成本，公司监理部负责监督执行施工过程，并负责将各项目施工数据反馈给人力部门负责绩效考核。建立了成本相关的考核制度后，使得公司工程施工业务毛利率有明显上升，从 2015 年的 12.6% 上升到 18.8%，由于工程施工业务在公司总营收总占比超过七成，该业务毛利率明显增长大幅提高了公司盈利水平。

三大费用方面，公司近几年各项费用比较稳定。作为工程类企业，主要开支和成本都体现在营业成本中，管理费用和销售费用占比较小。

从成本及费用看，公司核心业务工程施工的毛利率明显上升是公司近年来业绩持续高速增长的主要因素。

图表 5 公司 2013-2016 年业务毛利率水平及三大费用占比

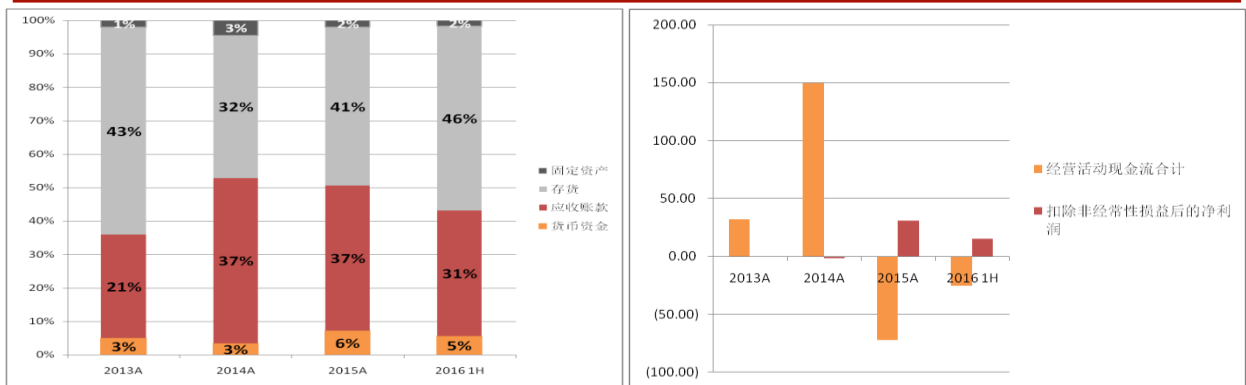


数据来源: choice 金融数据

➤ 现金流状态保持稳定 近两年业务扩张资金需求较大

从各资产科目占比看，公司固定资产在总资产中占比在 2% 左右，作为工程类企业需要采购大量的原材料，并加工成品，所以存货科目占比较高，目前大约在 40% 左右。其他资产科目中，应收账款余额占比也比较大，公司所处行业与房地产有较强的相关性，客户企业一般资金周转较慢。不过从过去 3 年数据来看，应收账款余额占比基本都在 35% 左右，并没有增长，说明公司业务回款状态比较稳定。

图表 6 公司主要资产科目余额占比及经营性现金流变化 (单位: 百万)



数据来源: choice 金融数据

从经营性现金流上看，公司 2015 年后经营性现金流表现为持续流出，主要是因为公司在这一期间在全国范围内加强推广力度，扩张团队铺设直销网络，各方面的投入和资金需求较大，目前公司直销网络已经基本完善，预计后期经营性现金流状况将大幅好转。

■ 拥有过硬的行业资质 善于商业模式不断创新

➤ 具备较强的行业影响力 重视商业模式的创新和互联网拓展

公司管理团队在门窗、幕墙行业拥有 20 余年从业经历，在工程设计、施工等领域有着丰富的项目及管理经验，多年来成功完成了大量优质的项目，多次荣获“中国建筑工程鲁班奖”、“全国建筑装饰奖”等奖项，成为中国幕墙五十强企业，在行业内具备了较强的影响力。

行业资质方面，公司拥有多个国家级和省级建筑幕墙专项工程设计甲级和建筑装饰设计甲级资质。

图表 7 公司拥有的主要行业资质、资格

序号	资质/证书名称	颁发机构	有效日期
1	建筑装修装饰工程专业承包壹级	山东省建筑工程管理局	该等资质每年年检一次
2	建筑幕墙工程专业承包壹级		
3	金属门窗工程专业承包壹级		
4	钢结构工程专业承包贰级		
5	建筑装饰工程设计专项甲级	中华人民共和国住房和城乡建设部	2018.10.18
6	建筑幕墙工程设计专项甲级		
7	高新技术企业证书	北京市科学技术委员会	2016.12.5
8	中关村高新技术企业书	中关村科技园区管理委员会	2018.3.13
9	职业健康安全管理体系 OHSAS18001:2007	北京大陆航星质量认证中心有限公司	2018.6.7
10	环境管理体系 ISO14001:2004		
11	质量管理体系 ISO9001:2008		

资料来源：公开转让说明书

为保障公司在行业内技术实力的领先地位，公司极为重视团队建设，目前已建立有效的人才引进、学习、培养及晋升激励体制。吸纳了行业顶尖的高学历技术人员（包括采购、施工、质检、财务以及互联网等专业人才），通过企业文化、完善的激励机制等方式，将各个领域的人才凝聚在一起，打造了一支稳定而又富有战斗力的团队。

虽然公司主要业务属于传统建材领域，但公司在商业模式创新等方面具有极强的意识，多年来不断完善自身业务结构及管理能力，在行业内首创新型服

务模式。比如公司 2016 年开始施行的项目经理制施工模式，由项目经理全面负责项目进度，质量和成本，公司监理部负责监督执行施工过程，建立了成本相关的考核制度，使得公司工程施工业务毛利率有明显上升，大幅提高公司盈利能力。

同时公司也非常重视传统业务与最新的移动互联、云计算等技术结合，在建材行业信息化方面取得了大量的成果，打造“互联网+工程管理”的新模式。公司开发了一套完整的行业管理模块系统，将过去传统的管理方式升级为信息化管理，优化了公司内部业务管理体系，同时将此体系系统延伸形成了线上的工程管理一站式云服务平台产品，为整个行业服务。

图表 8 公司工程管理一站式云服务特点



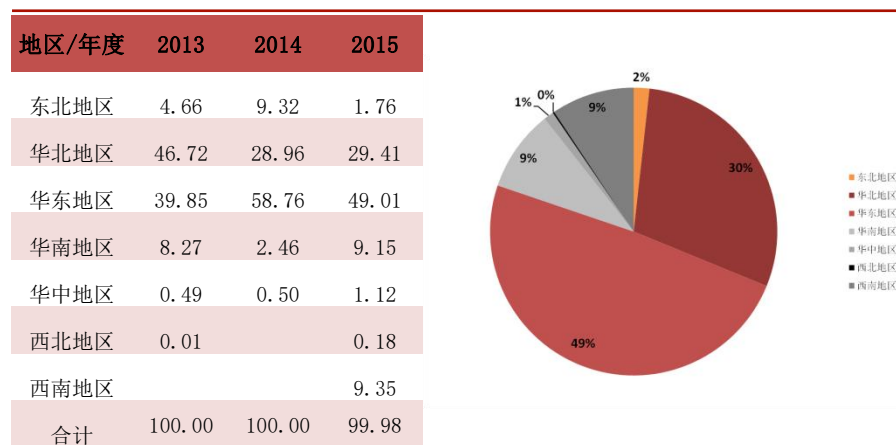
数据来源：公司官网

目前公司线上业务可以实现项目招投标和工程施工项目的全程监控管理等，未来还将拓展到原材料、工程众包、技术培训等领域。公司在“互联网 + 实体工程”领域有比较深入的布局，未来有望为公司带来更多的业务增长点。

➤ 业务优势区域为华北及华东地区 将逐渐向全国范围拓展

从公司业务分布来看，目前公司大部分收入分布在华北及华东地区，占总收入的八成左右，虽然这两项业务的占比在 2013-2015 年间各自都有变化，但所占总和一直保持在 80% 以上，2015 年公司加强了全国范围内的业务拓展，华北及华东地区收入占比有一定下降，预计随着其他地区业务的拓展进一步展开，其他区域的收入占比将上升，而华北及华东地区收入占比会继续下降。2015 年西南地区业务拓展取得较大成果，收入占比达到 9.35%。

图表 9 公司营业收入按地区占比分布 (%)



数据来源：公司公告

目前公司已在全国多个省市组建了招商业务团队，在销售上采用直销模式与分销模式结合。直销模式方面通过铺设全国 31 个省区营销团队，采用签订年度战略合同和开拓新市场两种方式，公司团队直接对接上地产商、总承包商、企事业单位的工程项目；分销模式在全国范围内招募销售代理，以销售成单返佣的机制，为公司带来更多工程项目信息，签订的工程项目由公司落地实施。

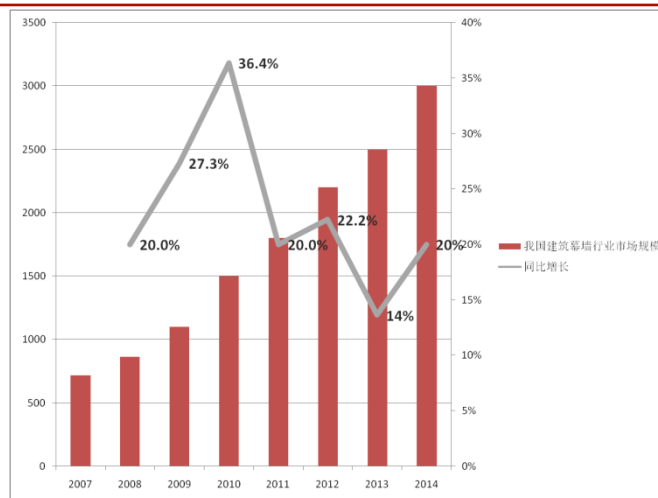
随着华北、华东、西南、西北、华南五大区域业务开展，公司全国直销体系已经基本布局完成，直销模式相比分销将整个服务的链条缩短，给公司带来更大的盈利空间，公司后期的营收快速增长可以预期。

■ 行业发展逐渐规范化、集中化 节能环保将是未来主题

➤ 建筑幕墙市场规模持续增长 2015 年有望突破 4000 亿元

随着我国居民消费的升级、城镇化的加速，房地产市场获得了巨大的发展，同时带动门窗、幕墙市场的增长。根据中国建筑装饰行业“十二五”发展规划纲要数据，建筑幕墙行业市场规模从 2007 年的 720 亿元增长至 2014 年的 3000 亿元左右，7 年复合增长率为 22.6%。2015 年行业工程总产值将力争达 3.8 万亿元，较 2010 年增长 1.7 万亿元，其中建筑幕墙有望达到 4000 亿元。

图表 10 2007-2014 年我国建筑幕墙行业市场规模（单位 亿元）



数据来源：中国建筑装饰协会

门窗幕墙行业的下游行业为房地产行业，因此房地产市场的冷暖直接影响了门窗幕墙行业的增长速度。从数据上看，2008-2010 年间我国房地产市场飞速发展，对门窗幕墙的需求剧增，拉动行业以 30% 左右的增速增长，2011 年以后房地产市场开始进入宏观调控期，建筑幕墙行业增速明显下滑，逐渐回落到 20% 左右。

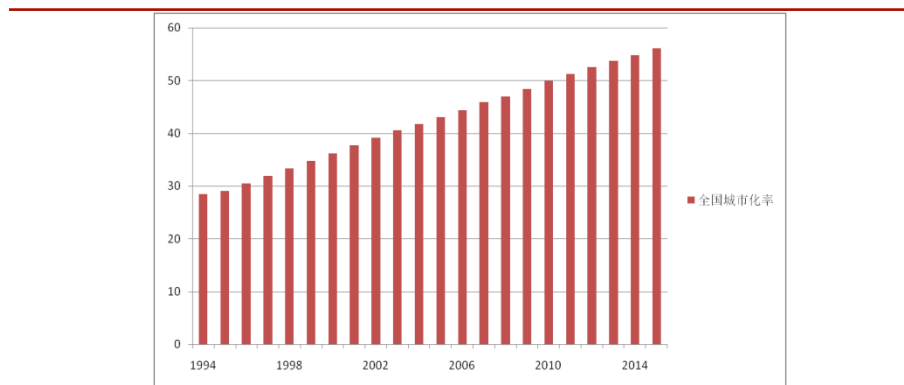
从国内市场来看，目前门窗幕墙行业已经进入初步成熟期，各类新技术、新产品不断出现，市场的竞争环境日益激烈。建筑幕墙行业与其他建筑行业细分领域相比，有着较高的技术含量，行业集中度更高，行业内逐渐形成了以 100

多家大型企业为主体,以 50 多家产值过亿元的骨干企业为代表的技术创新体系,这类骨干企业完成的工业产值约占全行业工业总产值的 50%左右。并且,近年来国外企业纷纷介入国内市场,国内门窗幕墙企业也积极向国际市场拓展,行业的国际化趋势比较明显。

➤ **城市化进程发展及节能环保大趋势是行业发展的两大驱动因素**

根据中国建筑金属结构协会的数据,我国建筑幕墙的年产量从 2001 年的 1600 万平方米增至 2012 年的 10200 万平方米,年均复合增长率 18.34%,目前已成为世界建筑幕墙第一生产大国。目前行业增长的驱动因素,主要来自我国城市化进程的发展带来的市场增量以及用户对建筑环保、节能等需求的增强带来的产品升级。

图表 11 全国城市化率 (%)



数据来源: choice 金融数据

建筑幕墙行业属于“都市型”行业,市场主要集中于经济总量大、城市人口密集的大中城市。城市化进程中商务办公楼、城市商业综合体、星级酒店等城市商业空间以及机场、车站、轨道交通、博物馆、图书馆、体育场馆、学校、医院等城市高端建筑、高层住宅项目纷纷开始采用幕墙,催生了对建筑幕墙的大量需求。

中国城市化率由 1990 年的 26.4%上升到 2013 年的 53.7%,多年来保持持续上升。根据发达国家的城市化经验,城市化率水平在 30%-70%期间是加速城市化的时期,预计我国城市化率将持续保持较快的增长速度。

图表 12 节能环保门窗技术及幕墙示例



数据来源: 网络整理

环保节能方面，随着消费者对居住环境要求的提高，绿色消费将成为建筑消费市场的主导观念。满足绿色消费需求，发展高性能、高技术的生态节能门窗、幕墙，将门窗、幕墙的整体设计与生态环境相联系，减少环境污染和能源消耗，将是门窗、幕墙企业未来发展的主要方向。

过去我国大多数建筑门窗、幕墙保温隔热性能差，密封不良，阻隔太阳辐射能力薄弱。在多数建筑中，通过门窗、幕墙损失的采暖和制冷热能，往往占到建筑围护结构能耗的 50%左右，门窗、幕墙是建筑节能的关键部位。

近年来国家政策法规开始大力推动建筑节能，国家发改委《节能中长期发展规划》和建设部《关于发展节能省地型住宅和公共建筑的指导意见》中提出了建筑节能目标：到 2020 年北方、沿海经济发达地区和特大城市新建建筑实现节能 65% 的目标；新建建筑对不可再生资源的总消耗比 2010 年下降 20%。相关节能降耗政策为建筑幕墙与门窗，尤其是新型节能幕墙与门窗的发展提供了契机。

■ 盈利预测

目前公司主要业务处于高速增长时期，随着全国范围内直销体系的建立，预计将为公司带来更多的盈利空间，业绩增速也将保持较快速度。

根据以上观点，我们预计公司 2016-2018 年的营收总额为 8.35 亿元、11.18 亿元、15.17 亿元，归属母公司的净利润为 6097 万元、9346 万元、1.25 亿元。所对应的每股收益 EPS 分别为 0.47 元、0.72 元、0.97 元。

图表 13 公司 2016-2018 盈利预测（单位 百万）

	2013A	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
总收入合计	208.48	302.22	548.39	835.09	1,179.14	1,517.75
总收入增长率		45.0%	81.5%	52.3%	41.2%	28.7%
营业成本合计	179.49	257.83	445.33	678.46	958.21	1,233.44
综合毛利率	13.9%	14.7%	18.8%	18.8%	18.7%	18.7%
营业税金及附加	6.01	5.68	13.64	13.64	13.64	13.64
销售费用	6.52	3.23	4.87	7.42	10.47	13.48
管理费用	13.52	15.70	27.83	42.38	59.84	77.02
EBIT	2.94	19.78	56.72	93.20	136.98	180.17
资产减值损失	3.26	4.02	6.77	6.77	6.77	6.77
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
财务费用合计	3.00	4.01	4.59	4.59	4.59	4.59
其他非经营性损益合计	0.01	0.01	0.26	0.30	0.30	0.30
利润总额	(3.31)	11.76	45.62	82.14	125.92	169.11
所得税	(2.47)	3.80	11.76	21.17	32.46	43.59
净利润	(0.84)	7.96	33.86	60.97	93.46	125.51
净利润增长率			325%	80%	53%	34%
少数股东权益	(0.02)	0.98	3.28	0.00	0.00	0.00
归属母公司的净利润	(0.82)	6.98	30.58	60.97	93.46	125.51
归母净利润增长率			338%	99%	53%	34%

数据来源：梧桐理想、choice 金融数据

■ 估值分析

公司在主板的同类型对标企业为江河集团、方大集团、亚夏股份等。其中江河集团是一家集研发设计、生产制造、工程施工与技术服务于一体的幕墙企业，在建筑幕墙领域有较强影响力。方大集团是一家新型建材、节能环保产品生产商，主要产品为建筑幕墙系统及材料、轨道交通设备。亚夏股份是一家从事建筑装饰行业的企业，被评为中国建筑装饰百强企业第二名，具有较高的行业地位。

上述公司 2016 年预期市盈率水平大约在 20-30 倍左右，我们将其作为参考标准为标的公司估值。考虑到鸿鑫互联公司业绩处于高速发展期、在商业模式方面的创新能力等因素，我们给予公司预期市盈率基准值为 35 倍，另外由于新三板流动性不足，扣除 30% 的流动性溢价，得到其预期市盈率为 24.5 倍，对应其 2016 年预测净利润，其合理的市值水平为 14.93 亿元，与基于当前股价的市值相当，首次覆盖给予“中性”评级。

图表 14 对标公司市值及 2016 年预期市盈比较

	江河集团	方大集团	亚夏股份
市值(亿元)	124	111	164
预期市盈率	26	19	29

数据来源：choice 金融数据

【分析师声明】

本报告中所表述的任何观点均准确地反映了其个人对该行业或公司的看法,并且以独立的方式表述,研究员薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来,均与其在本研究报告中所表述的观点无直接或间接的关系。

【免责声明】

本报告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。本报告所载的观点、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断,不保证该信息未经任何更新,也不保证我公司做出的任何建议不会发生任何变更。在任何情况下,报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或询价,亦不构成个人投资建议。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示,否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权,本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品,或再次分发给任何其他人,或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的转载,本公司不承担任何转载责任。

【评级说明】

- 买入 — 未来 6 个月的投资收益率领先三板成分指数指数 15%以上;
- 中性 — 未来 6 个月的投资收益率与三板成分指数的变动幅度相差-15%至 15%;
- 卖出 — 未来 6 个月的投资收益率落后三板成分指数 15%以上。

梧桐研究公会

电 话: 010-85715117

传 真: 010-85714717

电子邮件: wtlx@wtnee.com

