

# 全筑股份 (603030.SH) 深度报告

## 主业快速成长,拓展定制精装,立志提供人居生活服务

### 核心观点:

- **多方利益驱动,住宅全装修市场空间有望快速增长**

全装修满足消费者、房地产公司和政府三方的利益需求。全装修住宅在我国住宅总量中的占比不到 20%，政策推动下存在很大成长空间。

- **地产领军企业快速成长加速公司全装修业务增长**

尽管近些年房地产投资规模下降,但公司的合作商大部分排名前 30,它们 2013 年至 2016 年的销售金额逐年攀升,实现快速增长。因此,预计公司未来订单也会呈现快速增长趋势。同时,公司规模较小且上市不久,作为为数不多的全装修上市公司,借助上市平台实力将进一步增强,有望实现快速增长。

- **未来亮点: B2B2C 模式拓展定制精装、研制施工机器人**

公司以人居环境塑造和人居环境服务为企业愿景。除主业外,丰富的房地产商资源,为公司的 B2B2C 模式定制精装业务提供了可观的市场,未来有望成为公司第二大主业。公司与上海大学共同研制施工机器人,解决行业招工难问题,今年预计会有样机展示。

- **投资建议**

目前全装修普及率很低,随着全装修政策大力推进、主要地产商销售面积快速增长,行业未来成长空间大,公司主业将尤为受益。公司经营战略清晰、企业文化优良,募集资金、并购策略将助力其不断完善拼图。目前股价在定增、员工持股计划价格附近。我们看好公司未来发展,预计 2016-2018 年 EPS 为 0.60、0.81、1.06 元,维持公司的“买入”评级。

- **风险提示**

地产投资增速快速下行; B2B2C 模式下定制精装业务尚处于起步阶段,未来发展存在一定不确定性。

### 盈利预测:

	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入(百万元)	1,811.80	2,184.93	3,261.69	4,517.25	6,175.08
增长率(%)	8.12%	20.59%	49.28%	38.49%	36.70%
EBITDA(百万元)	131.81	157.02	208.02	268.24	384.52
净利润(百万元)	75.01	82.53	106.79	143.90	187.37
增长率(%)	12.02%	10.03%	29.39%	34.75%	30.21%
EPS(元/股)	0.469	0.516	0.602	0.811	1.056
市盈率(P/E)	-	79.62	49.09	36.43	27.98
市净率(P/B)	-	6.98	3.64	3.31	2.96
EV/EBITDA	0.99	42.90	25.37	20.86	15.37

数据来源:公司财务报表,广发证券发展研究中心

### 公司评级

买入

当前价格

29.38 元

前次评级

买入

报告日期

2017-03-06

### 基本数据

总股本/流通股本(百万股)	177/64
流通 A 股市值(百万元)	5,211
每股净资产(元)	5.31
资产负债率(%)	64.10
一年内最高/最低(元)	34.34/24.15

### 相对市场表现



分析师: 岳恒宇 S0260516080005



010-59136612



yuehengyu@gf.com.cn

### 相关研究:

全筑股份(603030.SH)公告	2017-01-05
点评: 推出 17 年股票激励计划, 不断完善激励机制	
全筑股份(603030.SH)公告	2016-09-21
点评: 签订施工机器人合作协议, 正式开启智能设备制造	
全筑股份(603030.SH)中报	2016-08-25
点评: 收入大增, 净利率下降, 定增、员工持股助力转型	

联系人: 张欣劼 010-59136612

zhangxinjie@gf.com.cn

## 目录索引

一、多方利益驱动，住宅全装修市场有望快速增长.....	4
1、全装修是大势所趋，目前处于起步阶段.....	4
2、全装修符合消费者、房产公司和政府三方利益.....	5
3、投资下行大牌地产公司规模却快速增长，全装修领军公司受益.....	6
二、公司竞争优势明显，卓越战略促进高速发展.....	9
1、提供人居环境服务，打造全产业链领军企业.....	9
2、通过市场化竞争建立了良好客户关系，主业有望持续快速发展.....	11
3、B2B2C 模式拓展定制精装，有望成为公司第二大业务.....	14
4、研制施工机器人，替代大量人力，解决行业普遍性问题.....	15
5、实际控制能力强，管理层、核心员工持股比例高，几大股东资源共享.....	16
三、财务情况.....	18
1、公司业绩稳定向好.....	18
2、剔除营改增影响后毛利率略微下降.....	18
3、期间费用小幅上涨，四季度盈利能力将显著改善.....	19
4、公司应收账款占收入比重下降，与同行业相比较低.....	19
5、收现比上升，付现比下降.....	20
四、投资建议.....	20
五、风险提示.....	20

## 图表索引

图 1: 我国全装修的发展沿革 .....	4
图 2: 国内外全装修住宅占比 .....	5
图 3: 全装修满足消费者、房地产商、政府三方利益 .....	5
图 4: 典型房地产商精装修比例 .....	6
图 5: 国内新增住宅用地及同比增速情况 .....	7
图 6: 典型房地产公司 2013-2015 收入情况 .....	7
图 7: 公司发展历史 .....	9
图 8: 公司企业文化情况 .....	9
图 9: 公司目前业务分布 .....	11
图 10: 2014 年公司前五大客户收入占比 .....	12
图 11: 2011-14 年恒大房地产业务占公司总收入比例 .....	12
图 12: 2013-2016 年典型房地产公司销售金额情况 .....	12
图 13: 公司 2013-2016 年三季度收入及其增速情况 .....	13
图 14: 2016 年半年报公司业务地区分布情况 .....	13
图 15: 公司定制精装城市合伙人区域分布情况 .....	15
图 16: 公司股权结构图 .....	16
图 17: 公司近年单季度营业收入及增速情况 .....	18
图 18: 公司近年单季度净利润及增速情况 .....	18
图 19: 公司剔除营改增影响后毛利率情况 .....	19
图 20: 公司期间费用率情况 .....	19
图 21: 公司净利率情况 .....	19
图 22: 典型装修企业 2016Q3 应收账款占收入比重 .....	20
图 23: 主要装饰公司收现比情况 .....	20
图 24: 主要装饰公司付现比情况 .....	20
表 1: 住宅全装修特点 .....	4
表 2: 国内外全装修发展现状对比 .....	5
表 3: 全装修政策一览表 .....	6
表 4: 典型房地产公司 2014-2016 年销售额及复合增速情况 .....	7
表 5: 各省市全装修相关政策推进情况 .....	8
表 6: 截止 2015 年年报公司控股子公司列表 .....	10
表 7: 公司并购 4 个维度 .....	10
表 8: 公司定增募投项目 .....	11
表 9: 公司参编的政府和行业相关全装修标准 .....	14
表 10: B2B2C 模式优势 .....	14
表 11: 目前的施工机器人种类 .....	16
表 12: 公司与上海大学的协议内容 .....	16
表 13: 截至 2015 年年报公司高管持股表 .....	17
表 14: 公司 2017 年股权激励净利润考核目标 .....	18

## 一、多方利益驱动，住宅全装修市场有望快速增长

### 1、全装修是大势所趋，目前处于起步阶段

全装修是指房地产开发商将住宅交付最终用户前，住宅内所有功能空间及固定面、管线全部作业完成，套内水、电、卫生间等日常基础配套设备部品完备，达到消费者可入住的状态，其主要客户群体是房地产开发商。装饰装修公司通过一体化设计，产业化配套部品生产、专业化施工、系统化管理、网络化服务，提供较为完整的住宅装修整体解决方案及系统服务。相比于毛坯房，全装修不需要二次装修，因而减少建筑垃圾，降低消耗排放、实现资源节约。

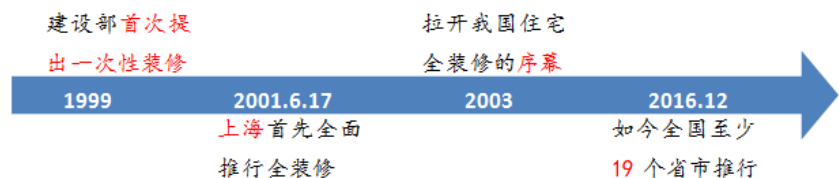
表1：住宅全装修特点

项目	住宅全装修特点
主要客户群体	房地产开发商。
行业管理	根据从事该业务的公司具有严格资质要求，行业管理较为规范。
资源节约、环境保护	全装修不需要二次装修，基本杜绝二次装修产生的粉尘、装修废弃物污染与小区住户二次装修造成的噪声交叉干扰，通过建立一体化设计的操作模式，实现建筑设计和室内设计的协调配合，从而真正达到减少建筑垃圾、降低消耗排放、实现节约资源能源的目的。
安全性	专业化设计和施工，能够有效保证房屋的结构安全、消防安全等。
成本	全装修住宅的装饰材料、部品采用集中采购、运输，规模化施工与管理，比零散化的个体装修减少了装修成本与工期。
生产组织方式	具有“整体复制和菜单式复制”的特点，统一规范的项目组织实施方式、流水化作业，可用于规模化生产和复制。
售后服务	售后是客户整体服务的重要组织部分，对于售后服务的质量要求较高，对终端客户财产人身安全保障要求较高。

数据来源：公司公告、广发证券发展研究中心

我国住宅全装修发展历史较短，尚处于起步阶段。1999年建设部发布《关于推进住宅产业现代化提高住宅质量的若干意见》，首次提出一次性装修概念。上海是全装修先行城市，自2001年6月17日开始，全面推进新建住宅全装修。2003年以后，全装修在其他城市开始推行，如北京现代城、广州星河湾等，拉开了我国住宅全装修的序幕。

图1：我国全装修的发展沿革



数据来源：《全装修住宅趋势分析及其优化策略》、广发证券发展研究中心

我国住宅全装修的历史较短，仍处于初级阶段。欧洲20世纪50年代伴随住宅工业化，住宅全装修兴起，20世纪60年代传入北美和日本。我国全装修兴起于20世纪90年代，与欧美日相比发展时间较短。

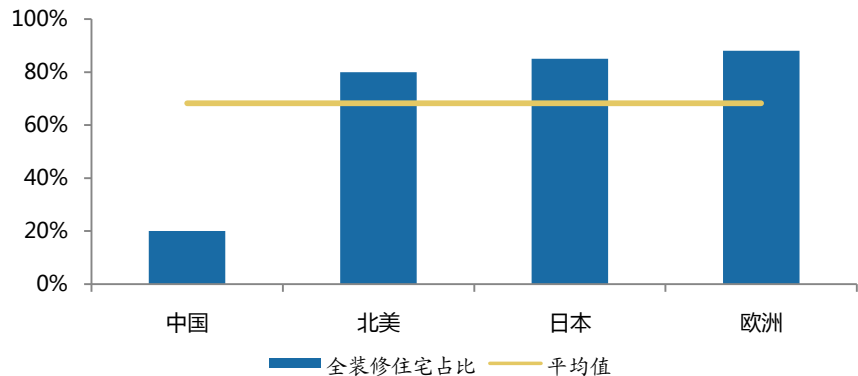
表2: 国内外全装修发展现状对比

项目	中国	欧洲	北美	日本
发展阶段	初级阶段	普及阶段	成熟阶段	成熟阶段
兴起时间	20世纪90年代	20世纪50年代	20世纪60年代	20世纪60年代

数据来源: 《全装修的背景、政策与前景》、《国内外全装修商品住宅发展透视》、广发证券发展研究中心

全装修住宅在我国住宅总量中的占比较低, 不到20%, 相比于日本、瑞典、法国、美国、德国等发达国家80%以上的住宅全装修比例, 住宅全装修仍有较大发展空间。

图2: 国内外全装修住宅占比

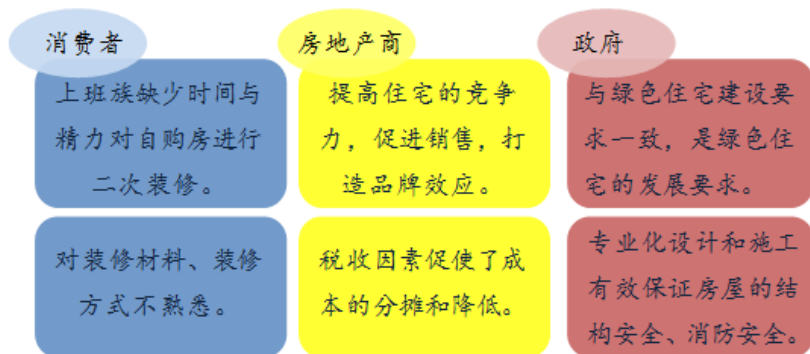


数据来源: 《全装修的背景、政策与前景》、《国内外全装修商品住宅发展透视》、广发证券发展研究中心

## 2、全装修符合消费者、房产公司和政府三方利益

全装修相较于毛坯房优势明显, 满足了消费者、房地产公司和政府三方的利益需求 (见下表)。

图3: 全装修满足消费者、房地产商、政府三方利益



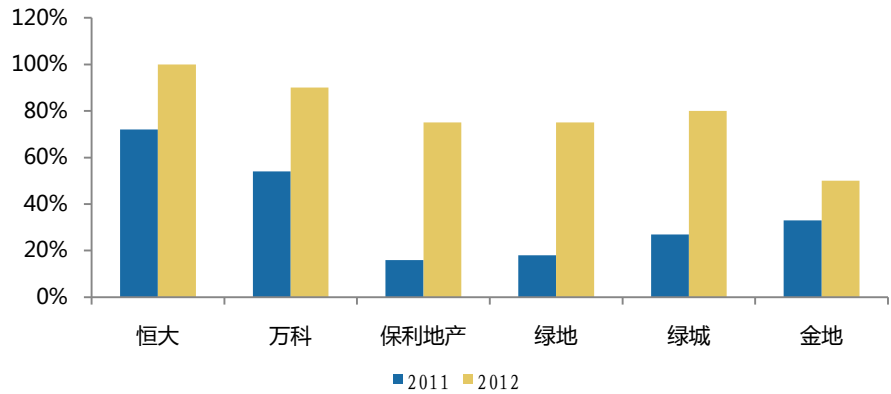
数据来源: 《全装修住宅对我国经济增长的贡献研究》、广发证券发展研究中心

**对于消费者来说,** 随着现在生活节奏的加快, 购房者中的上班族, 缺少时间与精力对自购房进行二次装修, 而且绝大多数购房者对装修材料、装修方式不熟悉, 对他们来说选择装饰材料, 管理装饰工程施工困难, 他们更希望购买全装修住宅, 以节省时间与精力。因此, 在全装修住宅质量有保障的前提下, 会有越来越多的购房者购买全装修住宅。

**对于房地产商来说,** 全装修由于税收因素促使了成本的分摊和降低, 同时开发全装修住房提高房地产商的住宅竞争力, 促进销售, 形成品牌效应。主要房地产商

的精装修比例均逐渐提升，万科2010年新开盘楼盘则全部为精装修，恒大精装修比例为行业内最高，基本实现全部精装修。保利地产、绿地、绿城、金地等也逐渐提高了精装修比例。

图4：典型房地产商精装修比例



数据来源：中国指数研究院、广发证券发展研究中心

对于政府来说，全装修住宅节能环保的特点与绿色住宅的建设要求一致，是未来住宅的发展方向。国家绿色建筑发展规划要求，从2015年起，一线城市的新建住宅力争50%能达到绿色住宅的标准，而且要逐年增加比例，扩大试点区域。因此，推进全装修住宅的发展也是发展绿色住宅的发展要求。同时，全装修是解决房屋安全隐患的低碳方式，专业化设计和施工有效保证房屋的结构安全、消防安全。

### 3、投资下行大牌地产公司规模却快速增长，全装修领军公司受益

由于全装修具有资源节约、保护环境的特点，满足社会发展的要求，因而得到政府的大力支持。自1999年建设部发布《关于推进住宅产业化提高住宅质量的若干意见》，国家对于住宅产业化、住宅全装修市场的发展一直持鼓励态度，同时在政策上给予支持（见下表）。

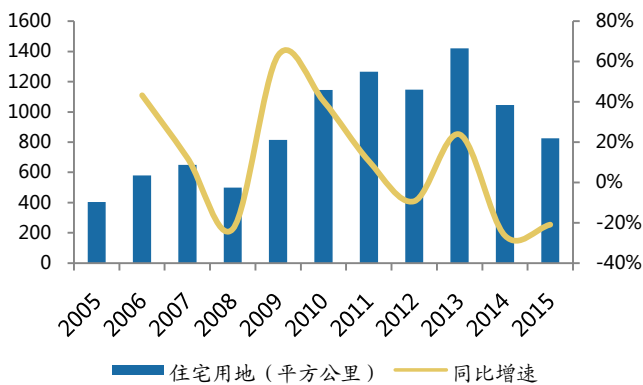
表 3：全装修政策一览表

时间	政策内容
1999 年	建设部就发布了《关于推进住宅产业化提高住宅质量若干意见（国办发（1999）72 号）》，推进住宅产业化。
2002 年	建设部发布了《商品住宅装修一次到位实施细则》及配套的《商品住宅装修一次到位材料、部品技术要点》，旨在通过规范住宅装修市场，推进住宅产业化发展，此后，各地方陆续出台相关政策，鼓励住宅全装修业务的推广。
2008 年	住房和城乡建设部发布《关于进一步加强住宅装饰装修管理的通知》，进一步完善扶持政策，推广全装修住宅，提出逐步取消毛坯房的目标。
2010 年	《建筑业“十二五”规划》鼓励和推动新建保障性住房和商品住宅菜单式全装修交房。
2013 年	国务院办公厅转发了发展改革委和住房城乡建设部的《绿色建筑行动方案》，提出要推动建筑工业化，积极推行住宅全装修，鼓励新建住宅一次装修到位或菜单式装修，促进个性化装修和产业化装修相统一。

数据来源：住建部网站、国务院网站、广发证券发展研究中心

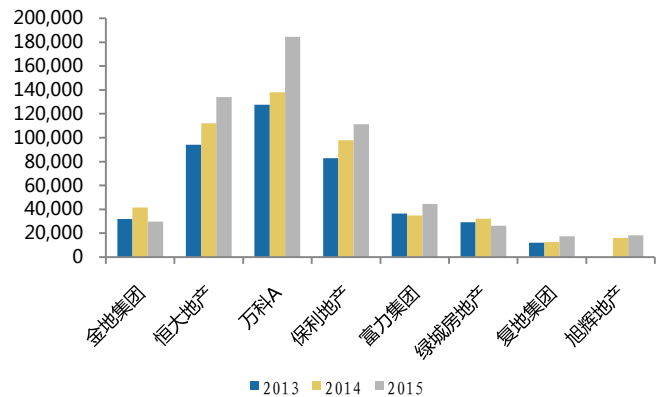
2016年国庆节以来房地产调控政策陆续出台，可能会减少开发商等对地产投资的热情。我国新增住宅用地自2013年开始出现连续负增长，2015年新增住宅用地为826平方公里，同比下降20.96%，预计2017年也不会太乐观。

图 5: 国内新增住宅用地及同比增速情况



数据来源: 国土资源部、广发证券发展研究中心

图 6: 典型房地产公司 2013-2015 收入情况



数据来源: 公司公告、公司官网、广发证券发展研究中心

虽然国内住宅用地面积下降,但是由于地产行业集中度增强,我国大型房地产公司的收入却不断上升。万科、保利地产、恒大等房地产上市公司2013至2015年公司收入呈明显上升态势。

2014年至2016年典型房地产公司的年销售额快速增长(见下表)。可见,尽管住宅用地的面积缩减,但大型地产公司的规模逐渐扩大,行业集中度提升。同时随着大型地产公司住宅全装修程度的不断提高,住宅用地的减少对于全装修市场的影响也较为有限,一些和大型地产商有着较好合作的全装修公司反而会有着不错的成长性。

表 4: 典型房地产公司 2014-2016 年销售额及复合增速情况

房地产公司	2014 年销售金额 (亿元)	2015 年销售金额 (亿元)	2016 年销售金额 (亿元)	复合增长率
恒大集团	1315.1	2013.4	3733.7	68.50%
万科地产	2151.3	2614.7	3647.7	30.21%
绿地集团	2080.2	2015.1	2513	9.91%
保利地产	1361.6	1471.1	2203.2	27.20%
融创中国	658	731.2	1500	50.98%
绿城集团	525.3	723.8	1136	47.06%
华润置地	699.8	851.1	1080	24.23%
金地集团	486.7	621.2	1006.3	43.79%
招商地产	510	570.1	735	20.05%
新城地产	251	323.8	685	65.20%
旭辉地产	223	312.5	653	71.12%
富力地产	550	535.7	609	5.23%
远洋地产	360	421.2	526	20.88%
阳光城	230.7	300.1	487	45.29%
融信集团	167	295.3	481	69.71%
泰禾集团	201	323.3	400	41.07%
复地集团	205.6	260.4	381.2	36.16%
华发集团	73.3	118	371	124.98%
融侨集团	138.3	206	363	62.01%
九龙仓	296.6	280	361.3	10.37%

建发房产	140.2	239.1	324.8	52.21%
凯德置地	72.1	121.8	149.2	43.85%

数据来源：中国房地产业行业协会、广发证券发展研究中心

同时，近年各地区政府积极推进住宅全装修，比如上海要求自2017年起，新建商品房建设用地中全装修住宅面积占新建商品住宅面积的比例为：外环线以内的城区应达到100%，除奉贤区、金山区、崇明区之外，其他地区应达到50%。各地政府对新增住宅全装修的要求比例不断提高，而目前我国全装修比率不到20%，国内住宅全装修市场有望快速增长。

表 5: 各省市全装修相关政策推进情况

地区	全装修业务相关政策推进情况
上海	2016年8月18日，上海市住建委提出，从2017年1月1日起，凡出让的本市新建商品房建设用地，全装修住宅面积占新建商品住宅面积(三层及以下的低层住宅除外)的比例为： <b>外环线以内的城区应达到100%，除奉贤区、金山区、崇明区之外，其他地区应达到50%</b> 。奉贤区、金山区、崇明区实施全装修的比例为30%，至2020年应达到50%。
北京	北京市住建委出台《北京市绿色建筑行动实施方案》，要求 <b>新建住宅要基本实现全装修</b> ，产业化住宅不少于1500万平方米，每年安排部分商品住房土地用于建设产业化住宅和全装修住宅。 <b>2015年5月1日起，对保障房建设投资中心新建、收购的保障房项目，率先全面推行全装修成品交房。</b>
四川	2016年3月23日，省政府印发《关于推进建筑产业现代化发展的指导意见》， <b>到2020年，新建住宅全装修达到50%。到2025年，新建住宅全装修达到70%。</b>
浙江	浙江省《关于推进绿色建筑和建筑工业化发展的实施意见》提出 <b>2016年10月1日起</b> ，全省各市、县中心城区出让或划拨土地上的新建住宅， <b>全部实行全装修和成品交付</b> ，鼓励在建住宅积极实施全装修。 <b>2016年全省装配式住宅和公共建筑(不含场馆建筑)面积达到300万平方米以上。</b>
辽宁	自2015年起，各地新建5万平方米以上的住宅小区将全面推行全装修住房。 <b>到2020年底，全省新建住宅中全装修面积比例不低于50%。</b>
广西	2016年8月29日自治区住建厅等12部门联合印发的《关于大力推广装配式建筑促进我区建筑产业现代化发展的指导意见》要求， <b>到2020年底，新建全装修成品房面积比率达20%以上。</b>
福建	2016年12月30日起执行《福建省全装修住宅工程技术规程》，促进全装修的规范发展。
江苏	2014年11月发布的《关于加快推进建筑产业现代化促进建筑产业转型升级的意见》提出： <b>到2025年江苏将有一半以上新房以成品房交付。</b>
河南	2016年7月，河南明确郑州航空港区、郑东新区新建商品住宅告别毛坯房， <b>到2020年河南全省新建商品住宅基本实现无毛坯房。</b>
山东	2016年12月3日，山东省政府网站发布《关于转发省住房城乡建设厅山东省建筑设计和装修服务业转型升级实施方案的通知》，要求大力推广住宅精装修，推进土建装修一体化，推广精装房和装修工程菜单式服务。 <b>2017年，设区城市新建高层住宅实行全装修；2020年，新建高层、小高层住宅淘汰毛坯房。</b>
海南	2016年12月9日，海南省下发《关于继续落实“两个暂停”政策，进一步促进房地产市场健康发展的通知》，要求 <b>从2017年7月1日起，各市(县)商品住宅项目全部实行全装修。</b>
黑龙江	2015年2月12日黑龙江省住建厅印发了《2015年全省房地产工作要点》的通知，要求引导开发建设全装修商品住房， <b>力争全装修商品房占新建商品房比例提升10%。</b>
湖北	2016年3月27日湖北省政府出台《关于推进建筑产业现代化发展的意见》，要求积极推行住宅全装修，鼓励新建住宅一次装修到位或菜单式装修，促进个性化装修和产业化装修相统一。
阜阳	阜阳市拟定《阜阳市人民政府关于推进建筑产业现代化发展的实施意见》， <b>到2017年末新建住宅全装修比例不低于30%。</b>



蚌埠	2017 年底，政府投资的新建建筑全部实施全装修，城区新建住宅全装修比例达到 20%。
成都	2016 年 12 月 11 日，成都市城建委官网发布《成都市建设行业大气污染防治十条措施》要求 2020 年底，成都中心城区、高新区和天府新区新建商品住宅中成品住宅比例要达到 80%。
大连	市政府于 2015 年 9 月 28 日正式印发《关于推进大连市建筑产业现代化实施意见》，要求至 2017 年底，中山区、西岗区、沙河口区、甘井子区、高新园区新开工住宅项目必须实施产业化全装修。至 2020 年，主城区及先导区内，新开工住宅项目必须实施产业化全装修。其他区市县可根据具体情况制定推进计划。
南昌	2016 年 6 月南昌市提出，新建住宅应当一次性装修到位，2018 年起市区禁止销售毛坯房。

数据来源：各省人民政府网站、广发证券发展研究中心

## 二、公司竞争优势明显，卓越战略促进高速发展

### 1、提供人居环境服务，打造全产业链领军企业

#### (1) 子公司拓宽公司外延，设立两大维度企业战略

公司前身是上海全筑建筑装饰工程有限公司，成立于1998年10月，2000年进入全装修领域。2011年3月进行了股份制改革，整体变更为全筑装饰集团股份有限公司，并于2015年在上海证券交易所成功上市。

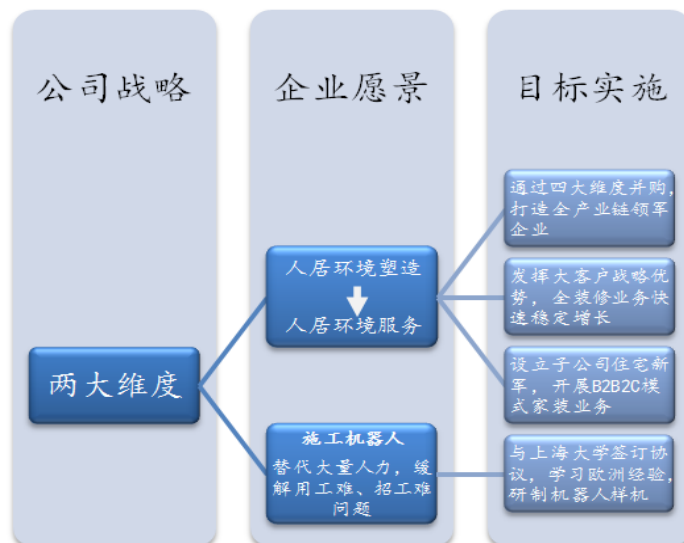
图7：公司发展历史



数据来源：公司官网、广发证券发展研究中心

公司一直秉承以人居环境塑造和人居环境服务为企业愿景，目标成为中国住宅装饰企业全产业链领军企业。为实现企业的愿景及目标，公司积极进行并购战略布局，同时与高校共同研发施工机器人，有望替代大量人力，实现行业突破。

图8：公司企业文化情况



数据来源：公司官网、广发证券发展研究中心

截止2015年年报，公司已拥有12家子公司，其中全资子公司6家，直接控股子公司10家，间接控股子公司2家。子公司业务涵盖了建筑设计、建筑装饰、家具制造、安装与销售、技术开发以及实业投资，拓宽了公司外延，完善在全产业链的业务布局，为成为全产业链领军企业奠定坚实基础。

表 6: 截止 2015 年年报公司控股子公司列表

名称	直接持股比例	间接持股比例	主营业务
上海全筑易家居配套有限公司	54%		室内装饰
上海美住家科技有限公司	65%		技术开发
上海全筑实业发展有限公司	100%		实业投资
上海全筑家具有限公司	100%		家具制造、安装、销售
上海伍洲建筑设计有限公司	55%		建筑设计
大连全筑建筑装饰工程有限公司	100%		建筑装饰
上海筑途建筑装饰工程有限公司	53%		建筑装饰
上海全筑建筑装饰设计有限公司	100%		建筑设计
上海全品室内装饰配套工程有限公司	100%		室内装饰
上海全筑住宅装饰工程有限公司	100%		住宅装饰
思恺迪设计咨询(上海)有限公司		51%	建筑设计
上海全筑多媒体科技有限公司		51%	图文设计

数据来源：公司公告、广发证券发展研究中心

### (2) 设立并购基金，布局四大维度方向

2016年9月，公司与控股股东共同出资参与设立产业并购基金，其中公司和控股股东朱斌先生作为有限合伙人分别以自有资金各认缴出资人民币5000万元。该并购基金规模为2亿元人民币，公司将根据战略规划对现有业务链进行拓展并向上下游产业链延伸，以实现全产业链领军企业的目标。

表 7: 公司并购 4 个维度

	公司并购 4 个维度	具体内容
1	打通一体化服务	在建筑设计、园林、建筑施工、室内设计等方面打通一体化服务，实现横向整合，业务链完整为客户提供整体服务。
2	同业收购家装公司	涉及 B2B2C 以及 C 端二次装修，第一阶段三个区域华中、华北、西南，收购时间持续 3-5 年，因为家装的地域属性比较强，因此公司将通过并购拓宽企业业务范围。
3	供应链、业务链整合	纵向合并，寻找材料商和设计商，如节能、循环经济、循环材料等，从而实现供应链的整合。
4	转型储备	收购家居生活方面技术服务公司，具有改善人居环境的小设备公司，新兴科技产品公司等。

数据来源：公司公告、广发证券发展研究中心

公司计划通过打通一体化服务、同业收购家装公司、供应链与产业链整合、转型储备4个维度进行并购布局，其中建筑设计院以及家装同业公司的并购事项公司会优先考虑。

### (3) 定增资金到位，助力打造人居生活服务商

此外，公司定增在去年9月完成发行，此次募集资金总计约4.99亿元，发行价格

为28.8元，发行股数为1736万股，占总股本的13.5%，锁定期1年。此次增发募投方向明确，有望助力公司从人居环境塑造向人居生活服务转型。其中，资金占比最大的募投项目是建立全生态家居服务平台，平台主要内容是成为客户终身的家居材料、产品管家，真正成为客户家庭生活不可分割的一部分，形成人居可交换数据库，进而为每个客户提供量身定制的服务。此次定增资金到位将助力向打造人居生活服务商不断推进。

表 8：公司定增募投项目

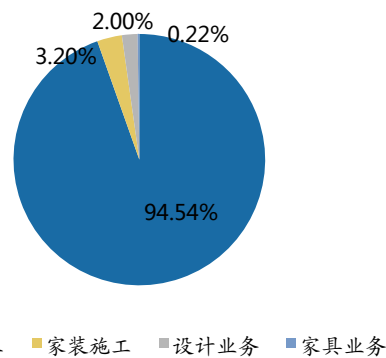
	项目名称	拟投入募集资金(万元)	主要内容
1	全生态家居服务平台(一期)	21,000	包括“定制装修服务模块”和“专业化家居服务模块”两部分，项目周期36个月。
2	设计一体化及工业化装修项目	8,150	包括“设计一体化”和“工业化装修”两部分，拓展、夯实“建筑装饰服务模块”，项目周期36个月。
3	信息化建设项目	2,350	企业现代化信息系统平台建设，包括信息化平台建设的软硬件投入。
4	区域中心建设项目	3,500	在全国四个主要城市建设区域中心。
5	偿还银行贷款及补充流动资金	15,000	偿还银行贷款，降低公司资产负债率。
	合计	50,000	

数据来源：公司公告、广发证券发展研究中心

## 2、通过市场化竞争建立了良好客户关系，主业有望持续快速发展

公司是国内领先的住宅全装修整体解决方案及系统服务提供商，主要为房地产开发商提供住宅全装修业务，2012年以来，该项业务收入占比均超过80%，而且公司近年仍将以住宅全装修为主要发展方向。

图9：公司目前业务分布

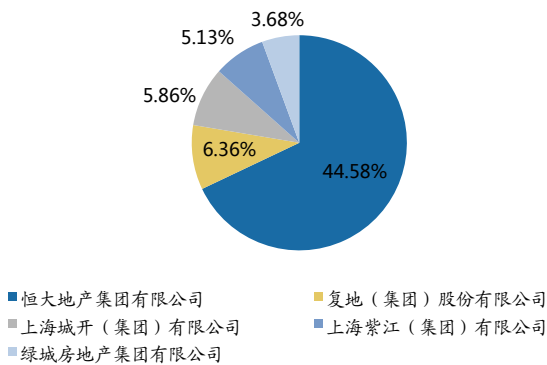


数据来源：公司公告、广发证券发展研究中心

### (1) 公司客户资源丰富，大客户战略促进收入快速增长

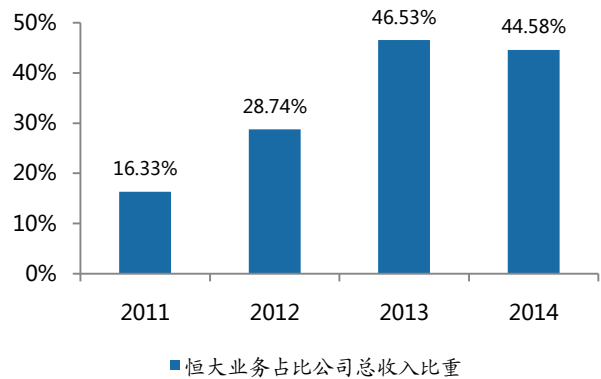
公司自1998年从事建筑装饰业务，通过市场化的竞争，积累了丰富的客户资源以及项目经验，与恒大地产、复地集团、绿城房地产建立了良好的合作关系。公司合作地产商信誉较好、资金实力较强，项目回款情况有保障。2014年公司前五大客户为恒大地产集团、复地集团、上海城开、上海紫江、绿城房地产，五大客户收入占比分别为44.58%、6.36%、5.86%、5.13%、3.68%以上。恒大地产是公司最主要的大客户，2011-14年恒大地产业务占公司总收入比例分别为16.33%、28.74%、46.53%、44.58%。

图 10: 2014 年公司前五大客户收入占比



数据来源: 公司公告、广发证券发展研究中心

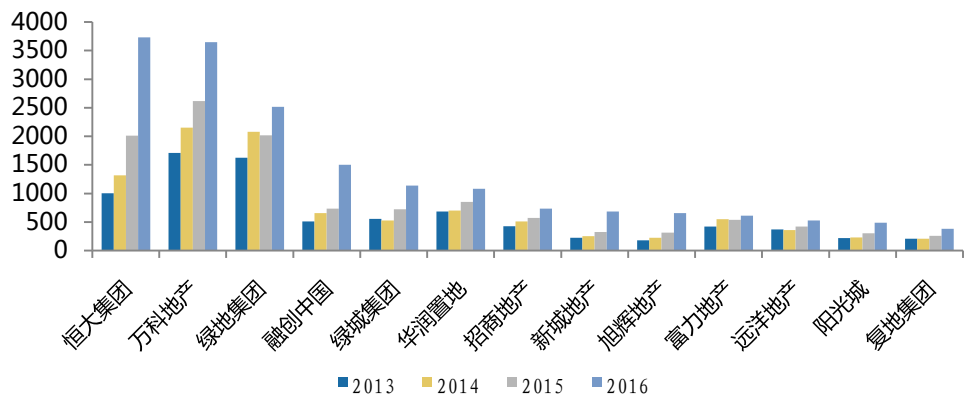
图 11: 2011-14 年恒大房地产业务占公司总收入比例



数据来源: 公司公告、广发证券发展研究中心

尽管近些年房地产投资规模下降, 但公司的合作商如恒大地产、万科、绿地、绿城、复地集团、富力集团等2013年至2016年的销售金额逐年攀升(见下表), 实现快速增长。公司的业务绝大部分来自于这些地产商, 预计未来订单也会呈现快速增长趋势。同时, 公司规模较小且上市不久, 作为为数不多的全装修上市公司, 借助上市平台实力将进一步增强, 有望实现快速增长。

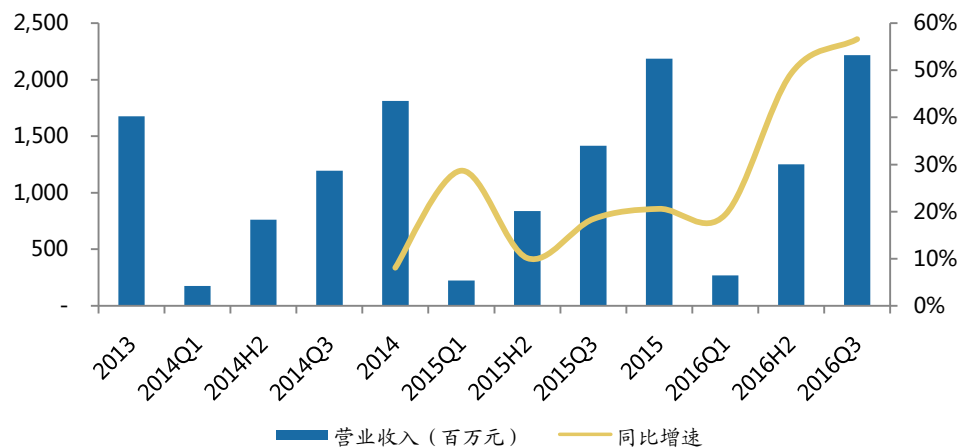
图 12: 2013-2016 年典型房地产公司销售金额情况



数据来源: 中国房地产行业协会、广发证券发展研究中心

由于公司秉承与优质客户执行大客户战略的理念, 大型房地产公司经营状况的稳定攀升也使得公司经营稳健。2013至2016年三季度, 公司营业收入同比增速受行业回款的季节性影响, 具有一定波动性。但总体来看, 营业收入持续稳定增长, 2016年前三季度营业收入约为22.17亿元, 同比增速为56.57%。

图13: 公司2013-2016年三季度收入及其增速情况

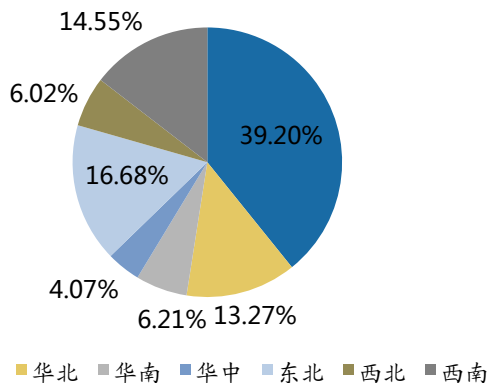


数据来源: 公司公告、广发证券发展研究中心

## (2) 华东地区收入占比高, 全装修政策支持力度大

公司的注册地和办公地均位于上海, 以上海为业务发展中心, 逐渐向全国各地辐射。公司收入主要分布在华东地区, 截止到2016年半年报, 华东地区收入占总收入的39.2%。除华东地区外, 公司在华北、东北、西南的收入占总收入的比重分别为13.27%、16.68%、14.55% (见下表)。

图14: 2016年半年报公司业务地区分布情况



数据来源: 公司公告、广发证券发展研究中心

上海是华东地区经济发展的中心城市, 同时上海是全国全装修的先行城市。2001年6月17日起上海全面推进新建住宅全装修。自2017年1月1日起, 上海全装修住宅面积占新建商品住宅面积的比例为: 外环线以内的城区应达到100%, 至2020年其他地区应达到50%。除上海之外, 华东地区的江苏省、浙江省、福建省、山东省均在全装修上同样给予了较强的政策支持。

华北地区以北京为中心, 全装修政策迅猛推进。2015年5月北京已率先全面推荐全装修成品房交付。随着京津冀一体化的发展规划, 北京周围省市全装修政策将逐步落地, 华北地区在北京带动下, 全装修比例有望快速攀升。

同时, 华东、华北地区的经济发展程度较高, 就业机会较多, 年轻人比重大。由于生活节奏较快, 年轻人缺乏时间自行进行装修, 全装修的市场需求较大。因而公司于华东、华北地区发展全装修业务在政策上、市场上均具有较强的优势。

### (3) 通过标准化装修体系与项目管理经验建立行业优势

全装修领域的行业壁垒主要来源于标准化的装修体系以及出众的管理经验。公司建立了全装修标准化体系，打通上下游企业以实现工厂生产标准化，部品部件通用化。同时，公司参编了上海地区《上海市全装修住宅（开发企业）组织管理导则》、《上海市新建全装修住宅设计导则》和《上海市新建全装修住宅施工设计文件编制深度及审查要点》等地区性全装修政策标准（见下表），公司在上海全装修的行业标准化过程中起到权威作用。

表 9：公司参编的政府和行业相关全装修标准

参编政府和行业相关全装修标准	
上海市节能省地型住宅实用技术指南	上海市全装修住宅（开发企业）组织管理导则
上海市新建全装修住宅设计导则	上海市新建全装修住宅施工设计文件编制深度及审查要点
上海市住宅工程套内质量验收实施细则	上海市保障性住房设计导则（公共租赁住房篇）（试行）

数据来源：公司官网、广发证券发展研究中心

住宅装饰相对于传统公装来讲，作业单元变小，管理难度增强。装饰装修的管理控制分为质量控制、进度控制、成本控制三个环节。家装相对于公装来讲需要更高的质量控制能力，在监管过程中需要更多的人力物力。公司在1998年进入家装市场，对于家装的管理和控制具有丰富的经验，通过管理能力建立起行业壁垒，同时打造出品牌效应。

### 3、B2B2C 模式拓展定制精装，有望成为公司第二大业务

B2B2C模式是指公司通过房地产公司，给予消费者多样且可选择的标准化套餐，给住宅用户进行统一装修。B2B2C模式定制精装对消费者、房地产商、公司均具有明显的优势。

对消费者：一是性价比高，公司一般单独装修只做豪宅，不做普通公寓；二是客户的话语权提高；三是售后维护、保养能够得到保证；总的来讲，B2B2C使得消费者拥有众多便利因素。

对房地产商：提高房地产商的住宅的竞争力，促进销售，提高利润，打造品牌效应。

对公司：B2B2C收款、现金流状况良好，发展该业务对公司财务报表会有很大改善。通过B2B2C模式拓展定制精装业务，降低了管理难度，实现了业务拓展。

表 10：B2B2C 模式优势

对消费者	对房地产商	对公司
性价比高：公司一般单独装修只做豪宅，不做普通公寓	提高房地产商的住宅的竞争力，促进销售，打造品牌效应。	B2B2C 管理难度小，收款、现金流状况良好，发展该业务对公司财务报表会有很大改善。
消费者的话语权提高		
售后维护、保养能够得到保证		

数据来源：公司调研纪要、广发证券发展研究中心

公司于2016年12月设立了子公司全筑住宅新军科技有限公司，在现有住宅全装修业务的基础上利用B2B2C模式拓展定制精装业务。公司本次对外投资定位住宅装饰存量市场，通过房地产开发商资源平台实现向终端即个人小业主的导入，为个人小业主提供个性化定制装修服务。子公司设立的同时引入核心骨干员工持股，聘用

B2B2C模式的专业人才，形成良好的激励机制，促进B2B2C模式的快速成长，定制精装业务将成为公司现有主营住宅全装修业务的有力补充。

2017年定制精装业务正式开启全国战略布局，引入城市合伙人机制，共享定制精装红利。截至2月底已和上海、杭州、南京、郑州、武汉、成都等重点城市合伙人达成合作意向，以上海为中心，与华东、华中、西南地区建立起联系（见下表）。子公司住宅新军建立起标准化的业务实操体系，从售前、售中、售后三方面解决地产商的痛点。售前提供定制精装套餐产品场景化体验；售中满足C端不同客户的装修档次要求，助力B端房地产商销售；售后通过两次签约、两次法律主体变更、两次交房，解决精装修售后问题。（资料来源：中外涂料网，<http://www.27580.cn/news-detail-120397.html>）

图15：公司定制精装城市合伙人区域分布情况



数据来源：中外涂料网、广发证券发展研究中心

公司的大客户战略为B2B2C模式定制精装奠定基础。公司以全装修为主业，与大型房地产商形成稳固的合作关系。丰富的房地产商资源，为公司的B2B2C模式定制精装业务提供了稳定的市场，抵消了由于房地产政策调控导致新建楼盘减少所带来的风险，相较于公装为主的装饰企业，拥有明显的市场优势。未来B2B2C模式定制精装业务收入将快速增长，三年内有望成为仅次于全装修业务的第二大优势业务。

同时，公司运用出众的设计实力及后端供应链能力在B2B2C模式的定制精装行业建立起行业壁垒。B2B2C模式下的定制精装，通过房地产商公司需要提供给消费者多样化的设计套餐，需要较强的设计实力支持。公司拥有独立的设计品牌，专业的设计人员500多名，蝉联十四届上海室内设计大赛金奖、先后获得七届上海建筑工程质量最高奖项白玉兰奖，擅长在产品研发中添加人性化的细节设计亮点来满足客户更高的居住要求，享有“设计梦工厂”美誉。公司成立中国住宅装修领先供应商联盟体系，以供应链去中间化为主要原则，拥有全国领先的供应链体系。公司运用优秀的设计理念和完备的供应链体系树立了良好的品牌效应，在定制精装市场中占据优势地位。

#### 4、研制施工机器人，替代大量人力，解决行业普遍性问题

建筑装饰属于劳动密集型行业，需要大量的施工工人进行现场手工作业。一方

面，随着国内劳动力成本的提升，建筑装饰企业在人工费支出方面逐年大幅增加；另一方面，越来越少的年轻群体愿意从事诸如建筑施工类比较辛苦的工作，出现技术工人断层及短缺的现象。未来，这两方面原因将严重制约装饰行业和企业的发展。因此，运用施工机器人替代大量人力是大势所趋。目前市面上的机器人主要分为涂装、铺装、安装和搬运四大类（见下表）。在工业上大范围应用的机器人主要采用工业机械臂的原理，其缺点是不能随意进行位置移动。公司通过购买欧洲的技术和硬件，吸取国外优秀经验，同时上海大学进行合作。

**表 11: 目前的施工机器人种类**

种类	功能特性
涂装机器人	可进行自动喷漆或喷涂其他涂料的工业机器人，该类型机器人利用率高，可达 90%。
铺装机器人	可进行地板、墙壁等的铺装作业，不需要其他专业工具进行辅助。
安装机器人	可替代人力按照程序进行家具等家具、家电的安装工作。
搬运机器人	通过特殊地标导航自动将物品运输至指定地点，常见的引导方式为磁条引导，激光引导，磁钉导航、惯性导航。

数据来源：中国机器人网、广发证券发展研究中心

公司与上海大学签订研制施工机器人的合作协议标志着公司正式地、实际地开启了建筑装饰智能施工设备的研发及制造。协议主要以研发为主，后续机器人的生产、营销还未进行具体规划，上海大学负责研制样机一台，并为公司相关人员提供技术培训。虽然在短时间内很难看到施工机器人的大面积应用，但有望在今年上半年进行施工机器人的样机实验室展示，下半年进行施工机器人施工现场实操展示。

**表 12: 公司与上海大学的协议内容**

	协议内容
1	公司向上海大学提供研发施工机器人所需必要的技术资料、数据，指派相关工程师作工艺指导，对研发系统提出改进意见
2	上海大学负责研制“智能移动建筑装饰施工机器人”样机一台，完成样机的机械结构设计、软件设计和系统集成以及样机调试。并为公司相关人员提供技术培训
3	施工机器人研发的整机知识产权（包括机械图纸和控制系统软、硬件）归公司所有，上海大学具有署名权
4	双方在此技术基础上，具有后续合作研发的优先权利

数据来源：公司公告、广发证券发展研究中心

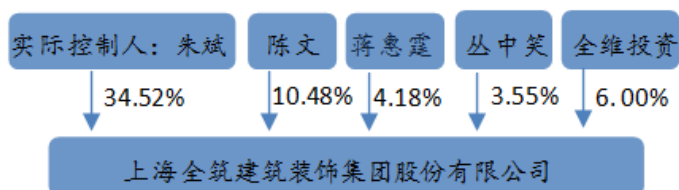
施工机器人在建筑施工行业有很强的需求和动力。目前建筑人工费用为14-15万/年，工人每天可工作时长最长为10小时，一台施工机器人的成本为30万左右，机器每天的施工时间可达20小时，且施工机器人的后续成本只有少量的维修维护费用，相较人工具有很强的成本优势。未来有望实现使用智能机器人替代传统作业工人，解决行业技术工人短缺及人力成本攀升的问题。

### 5、实际控制能力强，管理层、核心员工持股比例高，几大股东资源共享

截至2015年年报，公司实际控制人、控股股东为朱斌直接持有公司5523.92万股，占总股本的34.52%。并且，朱斌、陈文、蒋惠霆、丛中笑、全维投资为一致行动人，朱斌在表决时实际控制的表决权比例达到58.73%。

**图 16: 公司股权结构图**





数据来源：公司公告、广发证券发展研究中心

公司高管大多直接持有上市公司股权，而且全维投资是公司员工出资设立的公司，截至2015年年报，全维投资是公司第三大股东，持股6%，管理层持股比例较高，核心员工利益与公司趋于一致。

表 13：截至 2015 年年报公司高管持股表

职务	姓名	持股总数（万股）	占总股本比例
董事长	朱斌	5523.92	34.52%
总经理、董事	陈文	1676.31	10.48%
副总经理	蒋惠霆	668.8	4.18%
副董事长、副总经理	丛中笑	568.62	3.55%
监事会主席	周祖康	65.9	0.41%
监事	朱小杰	65.9	0.41%
副总经理、财务总监	李福刚	3.24	0.02%
副总经理、董事会秘书	李勇	2.99	0.18%
公司核心员工	全维投资	960	6%

数据来源：公司公告、广发证券发展研究中心

恒大集团许家印之子许智健曾持有公司3.27%的股份，目前已减持完毕。公司的快速增长使许智健的财务投资获得了较大的收益。恒大集团作为公司的第一大合作商，实力雄厚，与公司一直保持较为密切的合作。未来，公司将持续与恒大集团保持密切的联系，双方合作有望进一步加强。

易居中国旗下的易居生源、易居生泉分别持有公司1.68%、1.28%的股份，是公司前十名无限售条件股东。公司参股40%的全筑易已进军O2O电商平台。易居中国是中国领先的地产全产业链平台，乐居（易居持股69.7%）则是领先的电商O2O平台，覆盖全国超过20万个楼盘。易居中国将为公司在O2O电商领域的发展给予较大支持，结合公司自身在住宅装修领域的实力，公司家装电商O2O业务有望实现进一步突破。

近日，公司公布了第二期股票激励计划草案，激励对象共计192人，包括公司的董事、高级管理人员、中层管理人员及核心业务（技术）人员。此次股票激励授予价格为每股15.31元，授予权益总量为251.5万份，约占总股本的1.42%，锁定期为1年，之后按30%、30%、40%的比例分三年解锁。解锁的公司业绩条件为以2016年业绩为基准，2017年、2018年、2019年公司实现的净利润较2016年增长分别不低于20%、40%、60%。

表 14: 公司 2017 年股权激励净利润考核目标

解锁期	业绩考核指标	每年净利润增速目标
第一个解锁期	以 2016 年净利润为基准, 2017 年公司实现的净利润较 2016 年增长不低于 20%。	2017 年: 20.00%
第二个解锁期	以 2016 年净利润为基准, 2018 年公司实现的净利润较 2016 年增长不低于 40%。	2018 年: 16.67%
第三个解锁期	以 2016 年净利润为基准, 2019 年公司实现的净利润较 2016 年增长不低于 60%。	2019 年: 14.29%

数据来源: 公司公告、广发证券发展研究中心

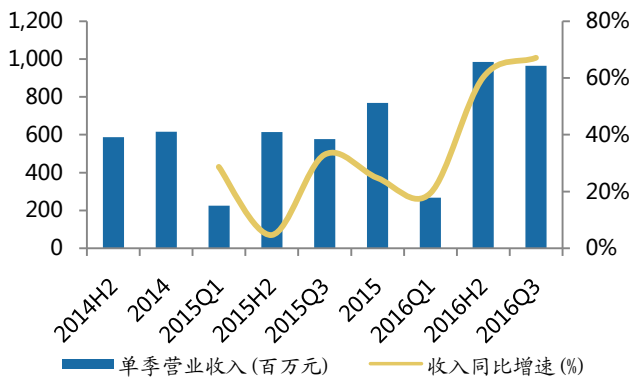
公司于2016年12月13日完成第一期员工持股计划, 参加此次员工持股计划人员总人数不超过40人, 资金总额2979.81万元, 成交均价约为人民币30.22元/股, 占公司总股本的0.5559%。公司通过第一期员工持股计划和2017年股票激励计划与核心员工进行利益绑定, 建立起完善的激励机制。

### 三、财务情况

#### 1、公司业绩稳定向好

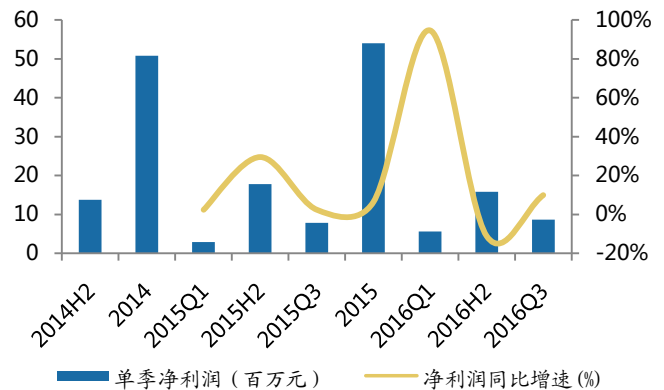
公司近年主营业务稳定向好, 公司2016前三季度营业收入为22.17亿元, 同比增加56.57%。单季来看, 第三季度单季收入同比增加67.15%, 较二季度的60.22%有所上升。营业收入的稳定增长受益于公司的大客户战略, 房地产商的强势增长带动公司业绩稳定向好。

图 17: 公司近年单季度营业收入及增速情况



数据来源: 公司公告、广发证券发展研究中心

图 18: 公司近年单季度净利润及增速情况



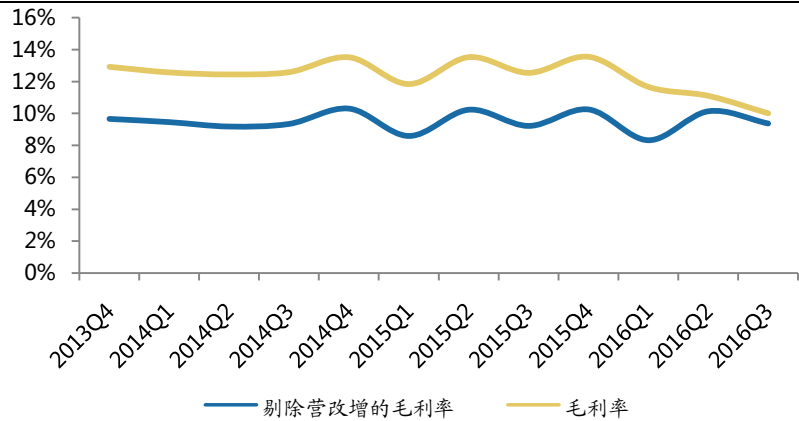
数据来源: 公司公告、广发证券发展研究中心

2016年公司二季度单季净利润增速为-11.14%, 三季度为9.87%, 增速由负转正, 呈明显上升趋势。净利润增速与收入增速差距较大, 主要因为公司回款具有明显的季节波动性, 预计四季度公司回款情况将大幅度改善。

#### 2、剔除营改增影响后毛利率略微下降

公司毛利率小幅下降, 2016三季度毛利率为10.02%, 同比下降2.52个百分点, 主要是受建筑行业营改增及回款的季节性特征影响。若以“毛利-营业税金及附加”来计算毛利率以剔除营改增的影响, 公司剔除营改增影响后的毛利率为9.37%, 小幅下降0.76个百分点。

图19: 公司剔除营改增影响后毛利率情况



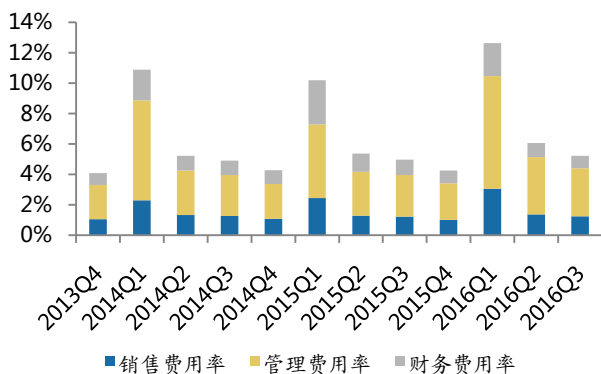
数据来源: 公司公告、广发证券发展研究中心

### 3、期间费用小幅上涨，四季度盈利能力将显著改善

费用方面，销售费用率同比上升0.03个百分点；管理费用率同比上升0.41个百分点，主要因为公司业务规模增加、新业务研发等人员增加所致；财务费用率同比下降0.17个百分点。虽然公司期间费用率上升了0.26个百分点，长期来看将助力公司提升行业竞争力。

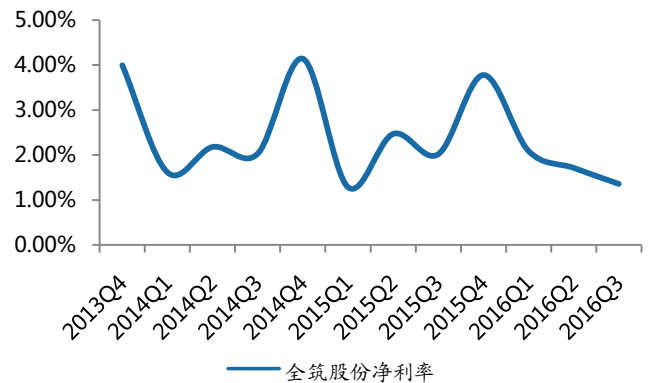
2016第三季度公司净利率1.35%，同比下降0.73个百分点。

图20: 公司期间费用率情况



数据来源: wind、广发证券发展研究中心

图21: 公司净利率情况

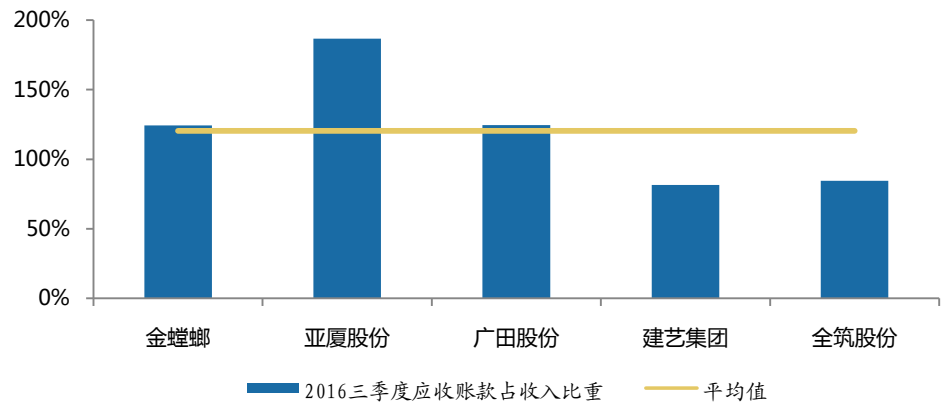


数据来源: wind、广发证券发展研究中心

### 4、公司应收账款占收入比重下降，与同行业相比较低

公司2016年三季度应收账款占收入比重为84.56%，同比下降5.65个百分点。与同行业其他企业相比，公司的应收账款占收入比重较低。虽然公司的回款具有一定季节性，但回款状况优于行业平均水平。

图22: 典型装修企业2016Q3应收账款占收入比重

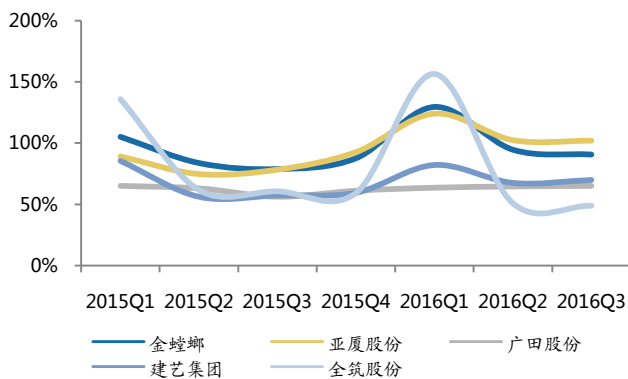


数据来源: 公司公告、广发证券发展研究中心

### 5、收现比上升，付现比下降

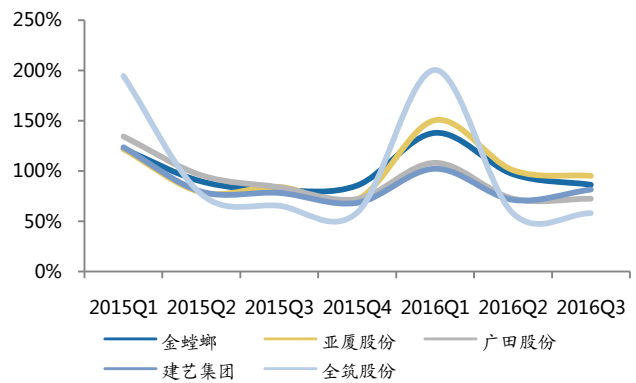
2016年三季度公司收现比较去年同期下降0.12个百分点，付现比下降0.07个百分点，均低于同行业企业。虽然地产投资对公司未产生较大影响，回款仍存在一定恶化的情况。但是公司上市后资信状况良好，现金流有望转好。现阶段该因素并不是需要考虑的问题，未来公司现金流状况有望得到解决。

图23: 主要装饰公司收现比情况



数据来源: wind、广发证券发展研究中心

图24: 主要装饰公司付现比情况



数据来源: wind、广发证券发展研究中心

## 四、投资建议

目前全装修普及率很低，随着全装修政策大力推进、主要地产商销售面积快速增长，行业未来成长空间大，公司主业将尤为受益。公司经营战略清晰、企业文化优良，募集资金、并购策略将助力其不断完善拼图。目前股价在定增、员工持股计划价格附近。我们看好公司未来发展，预计2016-2018年EPS为0.60、0.81、1.06元，维持公司的“买入”评级。

## 五、风险提示

地产投资增速快速下行；B2B2C模式下定制精装业务尚处于起步阶段，未来发展存在一定不确定性。

资产负债表						现金流量表					
单位: 百万元						单位: 百万元					
至12月31日	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E	
<b>流动资产</b>	1503	1918	3039	3932	5380	<b>经营活动现金流</b>	-58	-5	-287	-192	-245
货币资金	197	220	457	357	494	净利润	77	82	106	143	186
应收及预付	1192	1558	2388	3307	4520	折旧摊销	6	8	4	9	15
存货	114	139	194	268	365	营运资金变动	-167	-149	-454	-412	-551
其他流动资产	0	0	0	0	0	其它	25	55	57	68	104
<b>非流动资产</b>	137	497	548	640	652	<b>投资活动现金流</b>	-59	-372	-44	-94	-19
长期股权投资	2	0	0	0	0	资本支出	-57	-368	-44	-94	-19
固定资产	21	7	24	66	77	投资变动	-2	-4	0	0	0
在建工程	55	419	449	499	499	其他	0	0	0	0	0
无形资产	39	40	41	42	43	<b>筹资活动现金流</b>	199	401	567	186	401
其他长期资产	21	30	34	34	34	银行借款	392	485	118	218	451
<b>资产总计</b>	1640	2415	3586	4572	6032	债券融资	-176	-428	-13	0	0
<b>流动负债</b>	1189	1481	2061	2903	4177	股权融资	0	409	486	0	0
短期借款	299	305	423	642	1093	其他	-17	-66	-23	-32	-50
应付及预收	888	1162	1637	2262	3084	<b>现金净增加额</b>	82	25	237	-100	137
其他流动负债	2	13	0	0	0	<b>期初现金余额</b>	82	197	220	457	357
<b>非流动负债</b>	27	67	67	67	67	<b>期末现金余额</b>	164	222	457	357	494
长期借款	27	67	67	67	67						
应付债券	0	0	0	0	0						
其他非流动负债	0	0	0	0	0						
<b>负债合计</b>	1216	1548	2128	2971	4244						
股本	120	160	177	177	177						
资本公积	28	343	811	811	811						
留存收益	272	347	454	597	785						
归属母公司股东权	420	849	1442	1585	1773						
少数股东权益	4	18	17	16	15						
<b>负债和股东权益</b>	1640	2415	3586	4572	6032						

利润表					
单位: 百万元					
至12月31日	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
<b>营业收入</b>	1812	2185	3262	4517	6175
营业成本	1567	1889	2904	4009	5465
营业税金及附加	58	72	33	45	62
销售费用	19	22	33	46	63
管理费用	42	52	88	158	216
财务费用	16	19	27	34	69
资产减值损失	11	31	45	43	62
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	-2	0	0	0	0
<b>营业利润</b>	96	101	132	181	238
营业外收入	9	10	10	10	10
营业外支出	0	2	2	2	2
<b>利润总额</b>	105	109	140	189	246
所得税	28	27	34	46	60
<b>净利润</b>	77	82	106	143	186
少数股东损益	2	-1	-1	-1	-1
<b>归属母公司净利润</b>	75	83	107	144	187
EBITDA	132	157	208	268	385
EPS (元)	0.47	0.52	0.60	0.81	1.06

主要财务比率					
至12月31日	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
<b>成长能力(%)</b>					
营业收入增长	8.1	20.6	49.3	38.5	36.7
营业利润增长	17.9	4.2	31.7	36.8	31.5
归属母公司净利润增长	12.0	10.0	29.4	34.7	30.2
<b>获利能力(%)</b>					
毛利率	13.5	13.5	11.0	11.3	11.5
净利率	4.3	3.8	3.3	3.2	3.0
ROE	17.9	9.7	7.4	9.1	10.6
ROIC	16.7	11.1	10.4	10.1	11.4
<b>偿债能力</b>					
资产负债率(%)	74.2	64.1	59.3	65.0	70.4
净负债比率	0.3	0.2	-	0.2	0.4
流动比率	1.26	1.30	1.47	1.35	1.29
速动比率	1.16	1.18	1.36	1.24	1.18
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	1.29	1.08	1.09	1.11	1.16
应收账款周转率	1.95	1.91	1.74	1.74	1.74
存货周转率	15.31	14.96	14.96	14.96	14.96
<b>每股指标(元)</b>					
每股收益	0.47	0.52	0.60	0.81	1.06
每股经营现金流	-0.36	-0.03	-1.62	-1.08	-1.38
每股净资产	3.50	5.31	8.13	8.94	10.00
<b>估值比率</b>					
P/E	-	71.8	49.1	36.4	28.0
P/B	-	7.0	3.6	3.3	3.0
EV/EBITDA	1.0	42.9	25.4	20.9	15.4

## 广发建筑行业研究小组

- 岳恒宇： 分析师，CPA 非执业会员，对外经济贸易大学会计硕士，2015 年加入广发证券发展研究中心，2015 年新财富最佳分析师建筑与工程行业第二名团队成员。
- 张欣劼： 联系人，俄亥俄州立大学金融硕士，2016 年加入广发证券发展研究中心。

## 广发证券—行业投资评级说明

- 买入： 预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 10%以上。
- 持有： 预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。
- 卖出： 预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 10%以上。

## 广发证券—公司投资评级说明

- 买入： 预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 15%以上。
- 谨慎增持： 预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 5%-15%。
- 持有： 预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。
- 卖出： 预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 5%以上。

## 联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市
地址	广州市天河区林和西路 9 号耀中广场 A 座 1401	深圳福田区益田路 6001 号 太平金融大厦 31 楼	北京市西城区月坛北街 2 号 月坛大厦 18 层	上海市浦东新区富城路 99 号 震旦大厦 18 楼
邮政编码	510620	518000	100045	200120
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn			
服务热线				

## 免责声明

广发证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本报告只发送给广发证券重点客户，不对外公开发布。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券股份有限公司认为可靠，但广发证券不对其准确性或完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券或其附属机构的立场。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

本报告旨在发送给广发证券的特定客户及其它专业人士。未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。