

行业研究/深度研究

2018年08月07日

行业评级:

建筑 增持 (维持)
建筑装饰 II 增持 (维持)

鲍荣富 执业证书编号: S0570515120002
研究员 021-28972085
baorongfu@htsc.com

黄骥 执业证书编号: S0570516030001
研究员 021-28972066
huangji@htsc.com

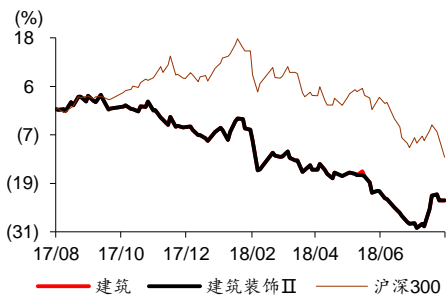
方晏荷 执业证书编号: S0570517080007
研究员 021-28972059
fangyanhe@htsc.com

王涛 021-28972059
联系人 wangtao@htsc.com

相关研究

- 1 《建筑: 行业周报 (第三十一周)》2018.08
- 2 《建筑: 从历史三次基建宽松看当前机会》2018.07
- 3 《苏文科(300284,买入): 国内咨询高增长, 海外业务整合提速》2018.07

一年内行业走势图



资料来源: Wind

公装景气向上, 业绩持续提升

公装行业 18H1 业绩前瞻

公装行业 18H1 业绩有望加速增长, 龙头表现更值得期待

公装行业 (已出 18H1 业绩预告的 14 家样本) 2018H1 归母净利润增速中枢为 24.49%, 较 2017H1 提升 16.92pct, 继续保持较高景气度, 行业龙头受益更加明显。回顾 17&18Q1 财报, 在度过 15-16 年的低谷后, 行业业绩改善明显, 盈利能力稳中有升, 回款改善。在信用环境收紧背景下, 融资成本成为影响费用率的最重要因素。我们预计公装龙头在行业复苏期业绩表现更加亮眼, 规模效应将持续体现, 市场集中度有望进一步提升。我们推荐金螳螂, 关注广田集团。

17 年板块业绩增速加快, 盈利能力保持稳定, 现金流改善明显

公装行业在 17 年延续景气度提升的状态, 20 家样本实现营收和归母净利润 1032.66 亿元/58.78 亿元, YoY+12.53%/+19.11%, 同比提升 6.36pct/11.96pct。盈利能力稳中有升, 板块毛/净利率 16.25%/5.8%, 同比升 0.24pct/0.27pct。受行业龙头现金流改善带动, 行业经营性现金流大幅改善, 净额达 16.75 亿元。行业平均资金成本为 4.83%, 呈现上升趋势, 与 17H2 融资环境收紧有关。公装行业的期间费用率增加, 主要因为财务费用率的提升。公装行业回款情况改善, 整体资产减值损失/收入大幅降低。

17 年行业龙头业绩更具弹性, 资金成本更有优势

我们把金螳螂和广田集团视为行业龙头, 龙头 17 年收入和净利润的增速更高, 分别为 12.85%/22.96%。行业龙头盈利能力也更有弹性, 净利率达 7.72%, 同比提升 0.67pct。主要因为更低的管理/财务费用率, 比行业平均水平低 1.45pct/0.92pct。行业龙头的融资优势明显, 平均资金成本为 3.7%。受金螳螂回款改善影响, 行业龙头资产减值/收入大幅降低。

18Q1 板块业绩增速持续提升, 盈利能力提高; 行业龙头盈利能力降低

18Q1 整体业绩持续提升, 实现营收和归母净利润 217.7 亿元/15.79 亿元, YoY+18.6%/33.02%。原材料和人工成本的提高使得板块毛利率较 17Q1 降 0.49pct 至 15.73%。期间费用率同比上升 0.43pct。在毛利率下降、费用率抬升的情况下, 行业平均净利率较 17Q1 提高 0.06pct 至 6.52%, 主要原因是资产减值占比较 17Q1 降低 0.97pct。18Q1 行业龙头收入/归母净利润增速为 19.06%/16.82%, 增速提升。但行业龙头盈利能力下降, 净利率领先优势显著缩小, 主要因为金螳螂的家装业务净利率较低。

投资建议: 推荐公装龙头金螳螂, 维持“买入”评级

我们认为公装龙头业绩更有弹性、规模效应明显、融资成本更低, 在行业向上的趋势中受益更加明显, 继续推荐公装龙头金螳螂, 其公装业务受地产影响较小, 且家装业务开展符合预期, 维持“买入”评级。同时, 我们建议关注广田集团, 其业务体量在公装行业排名第二, 18 年上半年新签订单增速较快。

风险提示: 订单转化及盈利能力提升不及预期, 现金流改善不及预期。

重点推荐

股票代码	股票名称	收盘价 (元)	投资评级	EPS (元)				P/E (倍)			
				2017	2018E	2019E	2020E	2017	2018E	2019E	2020E
002081	金螳螂	9.96	买入	0.73	0.90	1.06	1.30	13.64	11.07	9.40	7.66

资料来源: 华泰证券研究所

正文目录

行业概述：公装行业稳步复苏，集中度正在提升.....	4
17&18Q1 收入业绩加速增长，盈利质量稳定.....	5
17&18Q1 费用控制有待加强，资金成本抬升较快.....	9
17&18Q1 持续去杠杆，行业带息负债率走高.....	11
业绩展望：18H1 呈加速增长态势.....	16
风险提示.....	18

图表目录

图表 1： 20 个样本公司列表（截至 2018/08/07）.....	5
图表 2： 2013-2017 年公装行业营收及同比增长率.....	5
图表 3： 2013-2017 年公装行业归母净利润及同比增长率.....	5
图表 4： 2013-2017 年公装行业扣非净利润及同比增速.....	6
图表 5： 2011-2016 年公装行业总产值及同比增速.....	6
图表 6： 2014-2017 年公装行业和龙头营收增速.....	6
图表 7： 2014-2017 年公装行业和龙头归母净利润增速.....	6
图表 8： 2013-2017 年公装行业和龙头扣非净利润增速.....	7
图表 9： 2014-2017 年公装行业和龙头盈利质量.....	7
图表 10： 2014Q1-2018Q1 公装行业营收及同比增速.....	7
图表 11： 2014Q1-2018Q1 公装行业净利润及同比增速.....	7
图表 12： 2015Q1-2018Q1 公装行业和龙头营收增速.....	8
图表 13： 2015Q1-2018Q1 公装行业和龙头归母净利润增速.....	8
图表 14： 2015Q1-2018Q1 公装行业和龙头扣非后归母净利润增速.....	8
图表 15： 2014Q1-2018Q1 公装行业和龙头扣非净利润/净利润.....	8
图表 16： 2013-2017 年公装行业整体和龙头毛利率.....	8
图表 17： 2013-2017 年公装行业整体和龙头净利率.....	8
图表 18： 2014Q1-2018Q1 公装行业整体和龙头毛利率.....	9
图表 19： 2014Q1-2018Q1 公装行业整体和龙头净利率.....	9
图表 20： 2013-2017 年公装行业和龙头三项费用率.....	9
图表 21： 2013-2017 年公装行业和龙头销售费用率.....	9
图表 22： 2013-2017 年公装行业和龙头管理费用率.....	10
图表 23： 2013-2017 年公装行业和龙头财务费用率.....	10
图表 24： 2015-2017 年工资薪酬（销售费用）/收入.....	10
图表 25： 2015-2017 年工资薪酬（管理费用）/收入.....	10
图表 26： 2014Q1-2018Q1 公装行业和龙头费用率.....	10
图表 27： 2014Q1-2018Q1 公装行业整体和龙头销售费用率.....	10
图表 28： 2014Q1-2018Q1 公装行业整体和龙头管理费用率.....	11
图表 29： 2014Q1-2018Q1 公装行业整体和龙头财务费用率.....	11

图表 30: 2013-2017 年公装行业整体和龙头资金成本	11
图表 31: 2014 年以来信用利差走势 (截至 2017.12.31)	11
图表 32: 2013-2017 年公装行业和龙头资产减值损失/收入	12
图表 33: 2013-2017 年公装行业和龙头坏账损失/收入	12
图表 34: 2014Q1-2018Q1 公装行业整体和龙头资产减值损失/收入	12
图表 35: 2013-2017 公装行业及龙头存货周转率	13
图表 36: 2013-2017 公装行业及龙头应收账款周转率	13
图表 37: 2014Q1-2018Q1 公装行业及龙头存货周转率	13
图表 38: 2014Q1-2018Q1 公装行业及龙头应收账款周转率	13
图表 39: 2013-2017 公装行业及龙头资产负债率	14
图表 40: 2013-2017 公装行业及龙头带息负债率	14
图表 41: 2014Q1-2018Q1 公装行业及龙头资产负债率	14
图表 42: 2014Q1-2018Q1 公装行业及龙头带息资产负债率	14
图表 43: 2013-2017 年经营性现金流净额及其同比增速	15
图表 44: 2013-2017 年龙头经营性现金流净额及其同比增速	15
图表 45: 2014Q1-2018Q1 经营性现金流净值	15
图表 46: 2014Q1-2018Q1 龙头经营性现金流净值	15
图表 47: 2013-2017 公装行业收现比和付现比	16
图表 48: 2013-2017 公装龙头收现比和付现比	16
图表 49: 2014Q1-2018Q1 公装行业收现比和付现比差距	16
图表 50: 2014Q1-2018Q1 公装龙头收现比和付现比差距	16
图表 51: 公装行业 2018H1 业绩预增情况	17
图表 52: 2016-2018 年 14 家公司中报业绩预告中值增长	17
图表 53: 2014-2018 年 6 家公司中报业绩预告中值增长	17

行业概述：公装行业稳步复苏，集中度正在提升

公共建筑装饰市场规模总体稳步上升，但增速放缓。经过 2007-2009 年的建设高峰期，我国公共及商业建筑配备已近完善，公装行业增长的高潮开始退去，新建公共建筑增量放缓，带来装饰业务规模增速中枢下调。在中短期内公共建筑装饰市场发展趋势较为平稳，2013 年以来行业增速一直稳定在 5%-10% 之间。根据中国建筑防水协会发布的数据，2016 年公共建筑装饰完成工程总产值 1.88 万亿元，同比增速 8%。同质化竞争日益激烈促使行业集中度提升，行业内部逐步呈现两极分化趋势。2017 年，公装行业进入营改增的元年，叠加下半年原材料价格普遍上涨和信贷收紧影响，行业集中度快速提升。在这过程中，龙头企业凭借资金实力、管控能力、规模效应和品牌效应在经济结构加快调整阶段体现出越来越强的市场竞争力。

存量公共建筑的再次装修有望对冲整体增速下滑的风险。公共建筑装饰市场的发展主要受两大因素驱动：一是随固定资产投资增加而新建的公共建筑所产生的增量市场；二是随经济发展、需求升级而对已有建筑定期翻新的存量市场。近十年来，我国公共建筑市场发展迅速，商务酒店、城市商业综合体、文教体卫建筑、交通基建建筑等存量市场空间较大。公共建筑物在整个使用寿命期内需要进行多次装饰装修，一般旅游饭店、写字楼的装饰周期是 6 至 8 年，而娱乐场所、商务用房的装饰周期还会更短，其他建筑一般 10 年更新一次。存量市场的定期装饰装修，加之客户标准不断提高产生的装饰需求，这些都为上市的大型装饰企业提供了广阔的市场空间。

我们挑选了 20 只公装企业标的，尽可能避免因为样本原因产生的数据波动问题。我们的原始样本包括了申万建筑装饰板块所有 25 只标的。家装行业的经营情况与公装存在本质上的区别，且家装上市公司样本只包含东易日盛和名雕股份。所以，我们剔除这两个标的。金螳螂虽然过去 2 年在家装业务取得了长足的进步，但和其公装业务相比，占比依然较低，且某些财务数据难以拆分，我们依然将金螳螂视为传统公装企业。在剔除家装、ST、B 股后剩余 20 只标的。这些标的的最晚在 2017 年上市，2013-2017 年的数据都是完备的。由于神州长城是在 2015 年 11 月 25 日借壳上市的，我们对其 13 和 14 年的财务数据做了手动更新。所以，我们的分析结果不存在因为样本不同而产生虚假的波动。

图表1：20个样本公司列表（截至2018/08/07）

证券代码	公司简称	上市日期	总市值(亿元)
002081.SZ	金螳螂	2006-11-20	263.27
002482.SZ	广田集团	2010-09-29	91.62
601886.SH	江河集团	2011-08-18	87.48
002047.SZ	宝鹰股份	2005-05-31	77.26
603466.SH	风语筑	2017-10-20	74.97
002375.SZ	亚厦股份	2010-03-23	73.16
300506.SZ	名家汇	2016-03-24	65.13
603081.SH	大丰实业	2017-04-20	51.83
000018.SZ	神州长城	1992-06-16	52.42
002325.SZ	洪涛股份	2009-12-22	43.86
603030.SH	全筑股份	2015-03-20	36.13
002822.SZ	中装建设	2016-11-29	34.02
002781.SZ	奇信股份	2015-12-22	34.31
002856.SZ	美芝股份	2017-03-20	32.19
603828.SH	柯利达	2015-02-26	32.28
002789.SZ	建艺集团	2016-03-11	26.51
002811.SZ	亚泰国际	2016-09-08	25.61
002620.SZ	瑞和股份	2011-09-29	25.01
300621.SZ	维业股份	2017-03-16	24.58
300592.SZ	华凯创意	2017-01-20	13.51

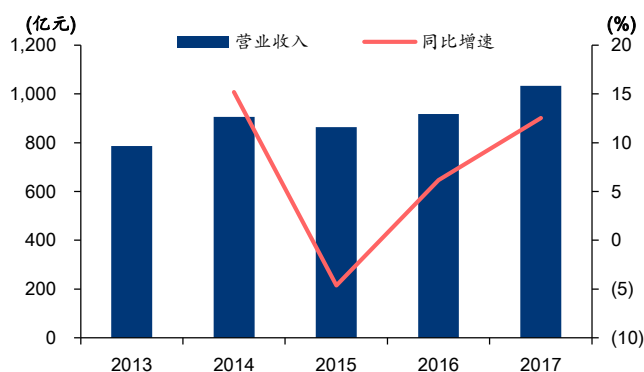
资料来源：Wind，华泰证券研究所

分析方法有别于传统模式，且挑选龙头公司作为对比组。我们的分析方法是将所有样本的原始数据加总，把加总数据视为一家公装上市企业。这样的分析方法更能够直观反映行业的经营情况，比起数据库提供的板块数据，我们认为更有参考价值。同时，为了方便对比行业平均水平和龙头的区别。我们将行业 Top2 金螳螂和广田集团的财务数据加总，标记为龙头。以下龙头皆指 Top2 合计值。

17&18Q1 收入业绩加速增长，盈利质量稳定

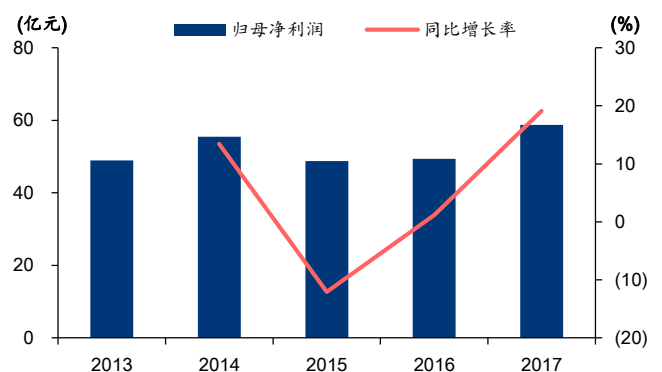
公装上市企业整体业绩 2017 年继续加速增长。2015 年受公装行业景气度下滑影响，公装上市企业营收及业绩出现下滑，之后触底反弹。2017 年 20 家公装上市企业实现营收 1032.66 亿元，YoY+12.53%，较 2016 年提高 6.36pct；实现归母净利润 58.78 亿元，YoY+19.11%，较 2016 年提高 11.96pct；实现扣非净利润 53.94 亿元，YoY+18.24%，较 2016 年提高 20.2pct。

图表2：2013-2017 年公装行业营收及同比增长率



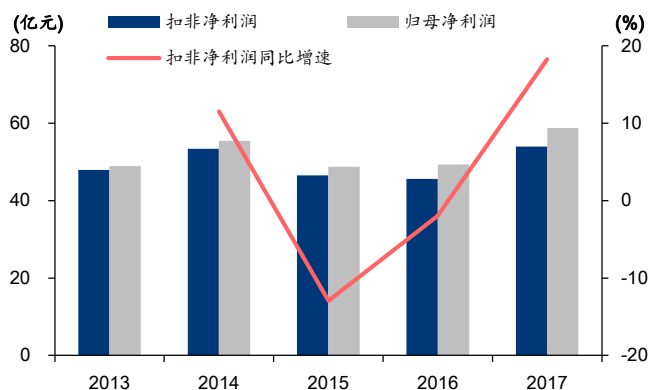
资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表3：2013-2017 年公装行业归母净利润及同比增长率



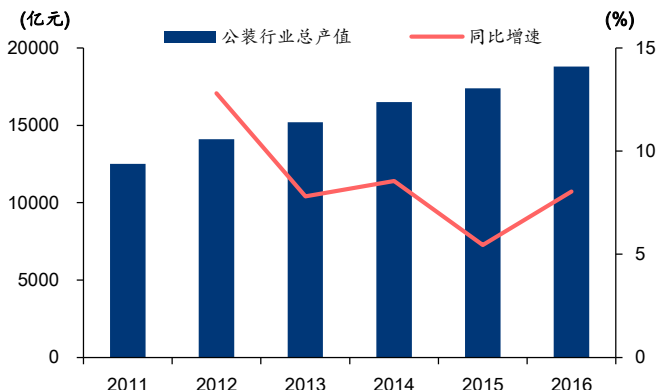
资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表4：2013-2017年公装行业扣非净利润及同比增速



资料来源：Wind、华泰证券研究所

图表5：2011-2016年公装行业总产值及同比增速

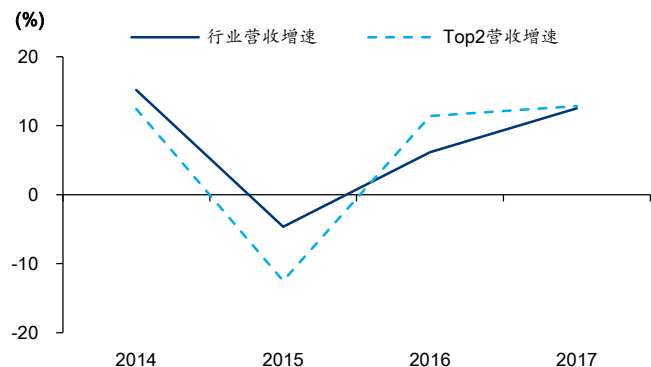


资料来源：中国建筑防水协会、华泰证券研究所

2017年龙头营收及业绩表现优于行业平均水平，盈利质量有所改善。2017年龙头实现营业收入335.31亿元，YoY+12.85%，实现归母净利润25.65亿元，YoY+22.96%，扣非净利润23.75亿元，YoY+23.29%。由于单个样本影响（洪涛股份2017年扣非净利润同比大幅下滑50.2%），行业扣非净利润/净利润较16年下降0.67pct。去除异常值后，19家样本17年扣非净利润占净利润比重较16年增加0.46pct，盈利质量保持稳定。公装龙头企业2017年盈利质量同样有所改善，扣非净利润/归母净利润为92.61%，略不及行业平均(92.91%)，较16年提升0.24pct。

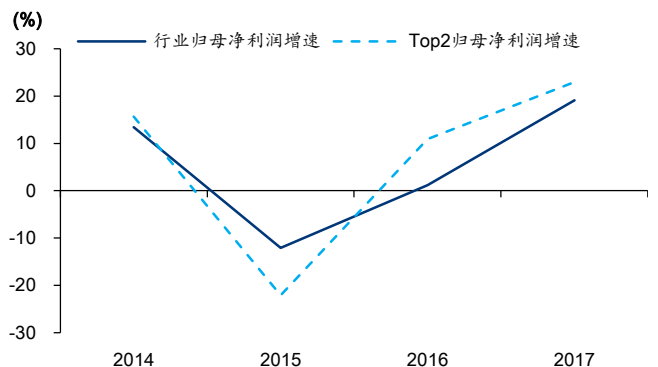
在公司层面，收入/归母净利润增速分化较明显。名家汇2017年营收增速高达63.9%，居于首位。此外，有7家公装企业17年收入增速超过20%。17年归母净利润增速超过40%的企业也达到了7家。同时，有5家公装企业归母净利润增速低于10%。

图表6：2014-2017年公装行业和龙头营收增速



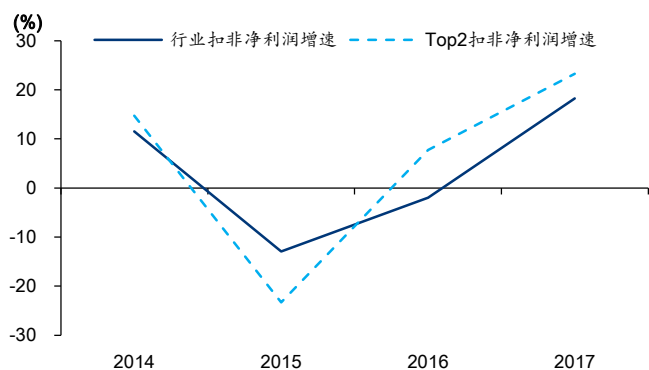
资料来源：Wind、华泰证券研究所

图表7：2014-2017年公装行业和龙头归母净利润增速



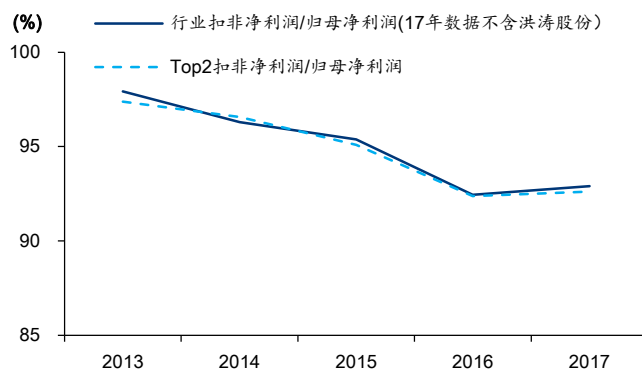
资料来源：Wind、华泰证券研究所

图表8：2013-2017年公装行业和龙头扣非净利润增速



资料来源：Wind、华泰证券研究所

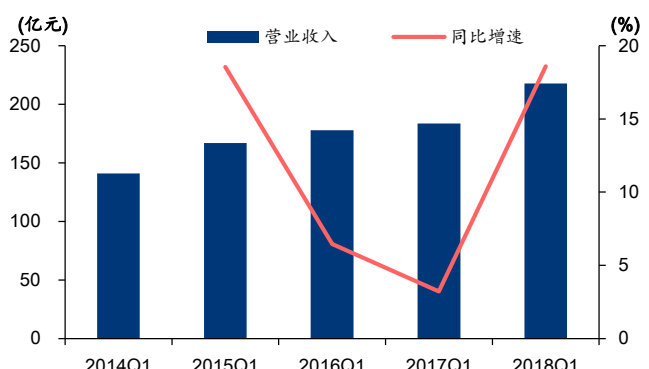
图表9：2014-2017年公装行业和龙头盈利质量



资料来源：Wind、华泰证券研究所

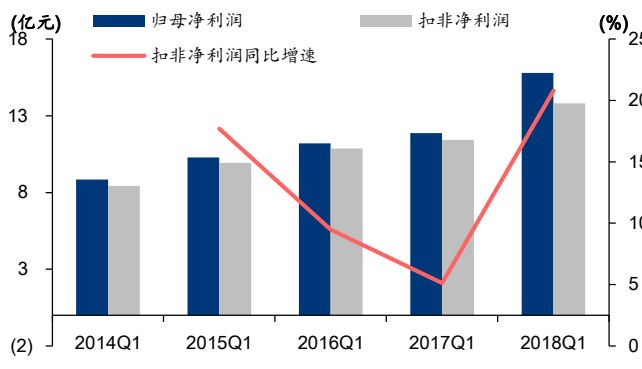
公装行业2018年一季度业绩增速大幅提升，且盈利质量较高。2018年一季度20家公装上市企业实现营收217.7亿元，YoY+18.60%，较2017年一季度大幅提高15.38pct，实现归母净利润15.79亿元，YoY+33.02%，较2017年一季度提高27.04pct，实现扣非净利润13.8亿元，YoY+20.8%，较2017年一季度提高15.67pct。我们认为一方面与2017年一季度基数较低有关，另一方面整体行业的复苏态势还在继续。

图表10：2014Q1-2018Q1公装行业营收及同比增速



资料来源：Wind、华泰证券研究所

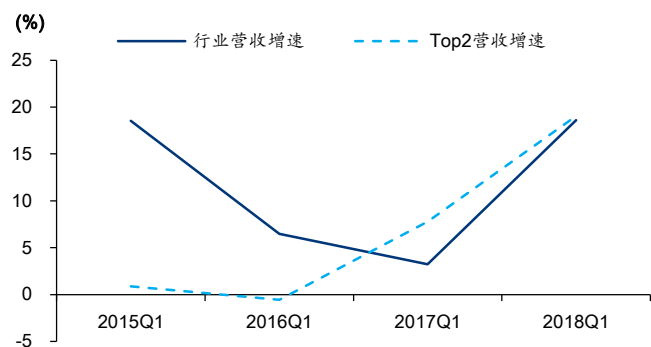
图表11：2014Q1-2018Q1公装行业净利润及同比增速



资料来源：Wind、华泰证券研究所

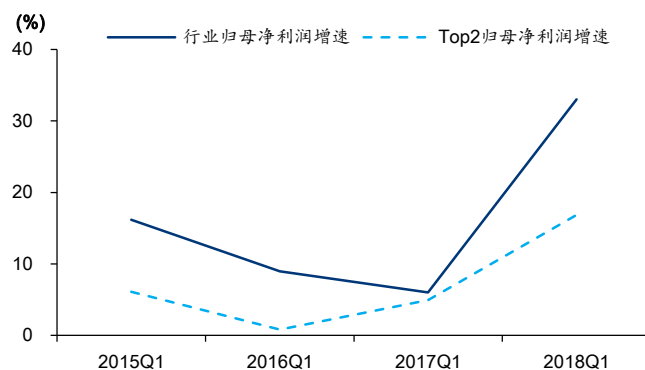
2018年一季度龙头受净利率下滑影响，业绩增速不及行业平均。2018年一季度龙头营收增速19.06%，较2017年一季度提高11.29pct，归母净利润增速16.82%，较2017年一季度提高11.92pct，扣非净利润增速14%，较2017年一季度提高11.37pct。受净利率下滑影响，龙头业绩增速不及行业平均(33.02%)。剔除神州长城和风语筑2家异常样本(海外业务不达预期，神州长城18Q1扣非净利润同比下降39.86%；业务规模持续扩大，风语筑18Q1扣非净利润同比大幅增长161.43%)，18家公司2018年一季度扣非净利润占净利润比重为97.15%，盈利质量较高。受广田集团盈利质量降低拖累，2018年一季度龙头扣非净利润占净利润比重较去年一季度下降2.38pct到96%，盈利质量低于行业平均。

图表12: 2015Q1-2018Q1 公装行业和龙头营收增速



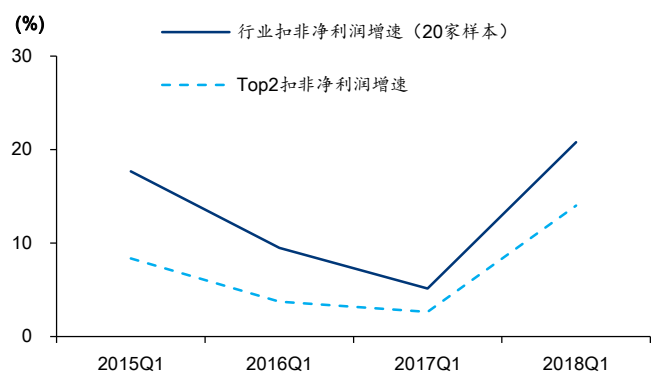
资料来源: Wind、华泰证券研究所

图表13: 2015Q1-2018Q1 公装行业和龙头归母净利润增速



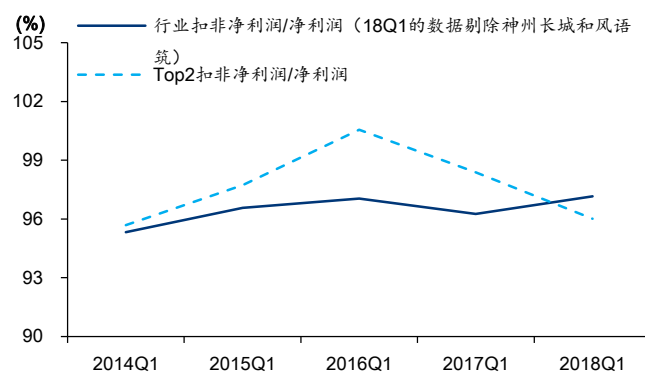
资料来源: Wind、华泰证券研究所

图表14: 2015Q1-2018Q1 公装行业和龙头扣非后归母净利润增速



资料来源: Wind、华泰证券研究所

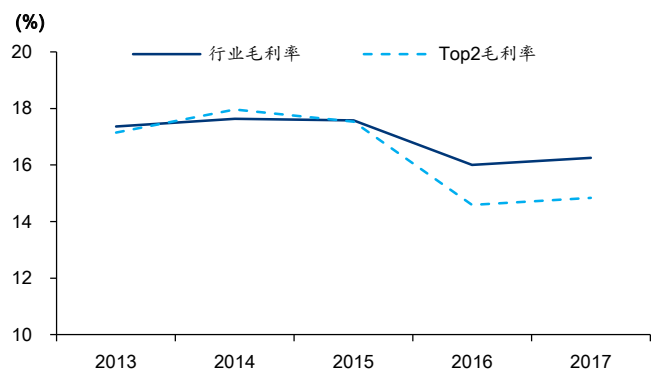
图表15: 2014Q1-2018Q1 公装行业和龙头扣非净利润/净利润



资料来源: Wind、华泰证券研究所

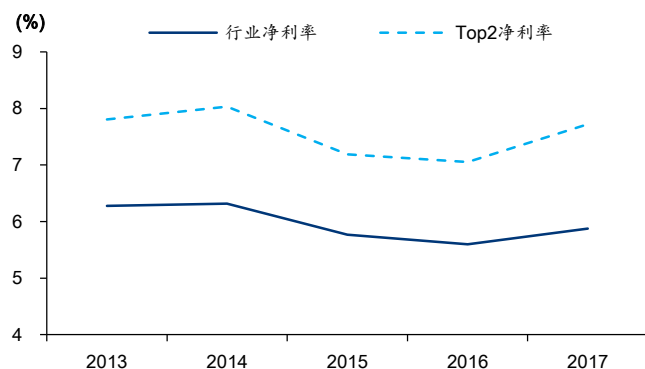
公装行业整体盈利能力 17 年较 16 年有所上升, 龙头净利率显著高于行业平均水平。2017 年公装行业平均毛利率为 16.25%, 较 16 年提高 0.24pct, 平均净利率 5.87%, 较 16 年提高 0.27pct。其中名家汇 2017 年毛利率和净利率分别为 29.91%/25.37%, 显著高于行业平均水平。龙头毛利率 14.84%, 低于公装行业整体平均毛利率, 主要原因是广田集团毛利率水平较低的土建施工业务占比不断增加。2017 年广田集团毛利率为 6.31%, 低于行业平均 9.94pct。2017 年龙头净利率 7.72%, 显著高于行业平均。2013 年-2017 年龙头和行业平均的净利率差距保持在 1.5pct 左右, 主要原因是龙头期间费用率明显偏低, 存在规模效应。

图表16: 2013-2017 年公装行业整体和龙头毛利率



资料来源: Wind、华泰证券研究所

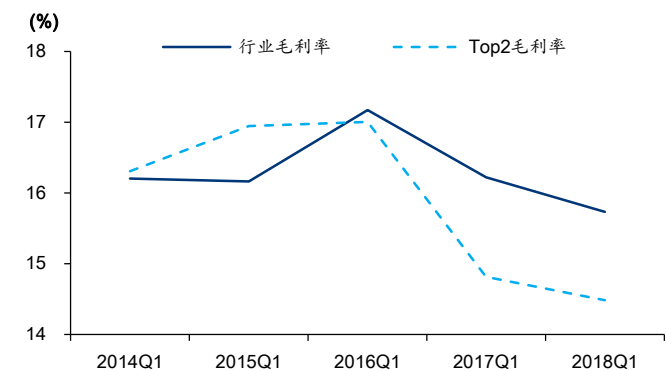
图表17: 2013-2017 年公装行业整体和龙头净利率



资料来源: Wind、华泰证券研究所

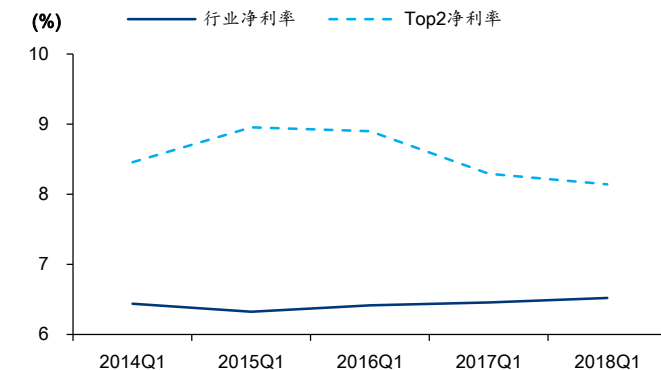
公装行业 2018 年一季度盈利能力较 2017 年一季度进一步下降，龙头与行业平均的净利率差距缩小。2018 年一季度公装行业平均毛利率为 15.73%，较 2017 年一季度下降 0.49pct，我们认为一方面是因为原材料成本和人工成本的提高，另一方面因为行业竞争加剧。行业平均净利率 6.52%（神州长城 18Q1 营业外收入 1.88 亿元，占其营收 20% 以上，属异常值，故剔除），较 2017 年一季度提高 0.06pct。在毛利率下降、费用率抬升的情况下，净利率的提升主要原因是资产减值占比较 17Q1 降低 0.97pct。龙头毛利率 14.48%，低于公装行业平均毛利率。2018 年一季度龙头净利率 8.14%，与行业平均净利率的差距缩小。我们认为主要原因是金螳螂的家装业务占比不断提高，而其业务的净利率水平依然较低。

图表18： 2014Q1-2018Q1 公装行业整体和龙头毛利率



资料来源：Wind、华泰证券研究所

图表19： 2014Q1-2018Q1 公装行业整体和龙头净利率

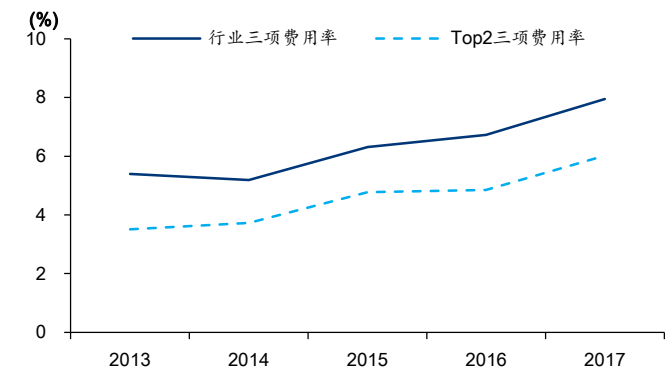


资料来源：Wind、华泰证券研究所

17&18Q1 费用控制有待加强，资金成本抬升较快

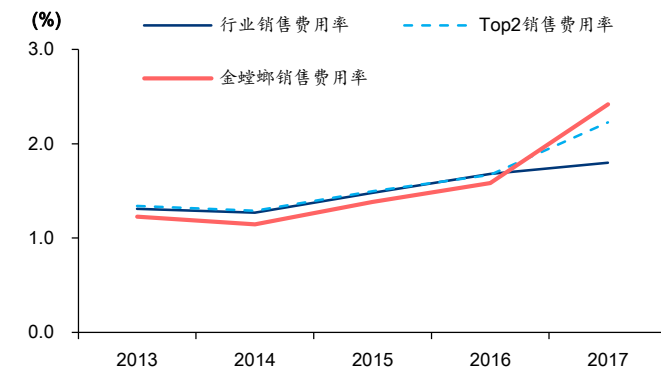
公装行业期间费用率呈不断上升趋势，2017 年财务费用率上升最为显著。2017 年公装行业期间费用率为 7.95%，较 2016 年提升 1.23pct，主要由财务费用率拉升（财务费用率较 2016 年提升 0.74pct）。销售/管理/财务费用率分别为 1.80%/4.47%/1.68%，较 2016 年分别提升 0.12pct/0.37pct/0.74pct。2017 年龙头期间费用率为 6.01%，低于行业平均 1.94pct，销售/管理/财务费用率分别为 2.23%/3.02%/0.76%，龙头规模效应在管理/财务费用率上凸显。龙头的销售费用率 2017 年高于行业平均水平，主要原因是金螳螂在家装业务不断投入，拉高了销售费用率。我们发现龙头企业销售人员的工资薪酬占比没有规模效应，而龙头企业管理人员的工资薪酬具有显著的规模效应。

图表20： 2013-2017 年公装行业和龙头三项费用率



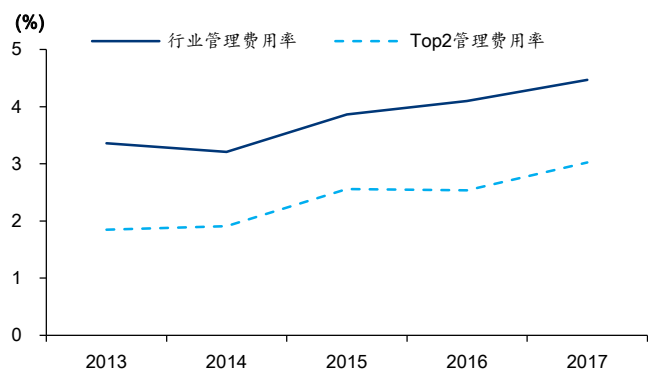
资料来源：Wind、华泰证券研究所

图表21： 2013-2017 年公装行业和龙头销售费用率



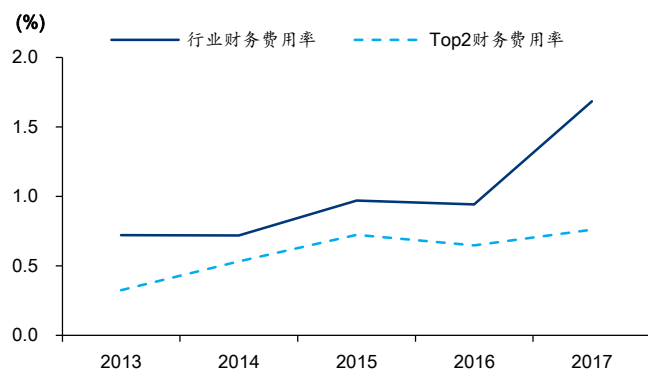
资料来源：Wind、华泰证券研究所

图表22: 2013-2017年公装行业和龙头管理费用率



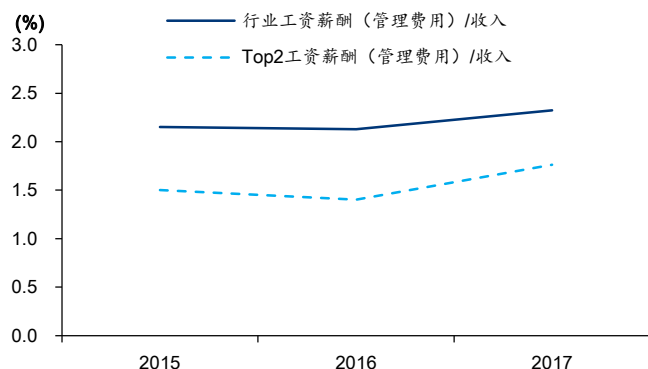
资料来源: Wind、华泰证券研究所

图表23: 2013-2017年公装行业和龙头财务费用率



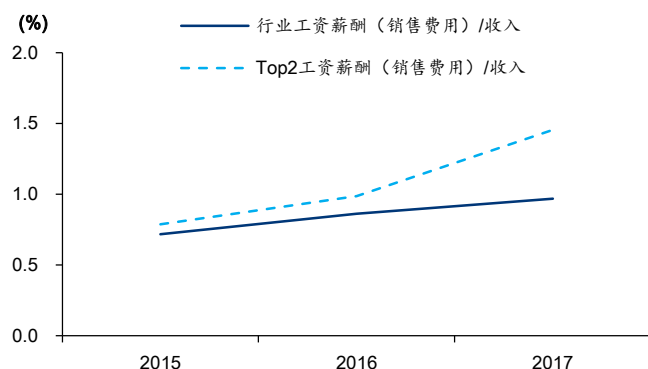
资料来源: Wind、华泰证券研究所

图表24: 2015-2017年工资薪酬(销售费用)/收入



资料来源: Wind、华泰证券研究所

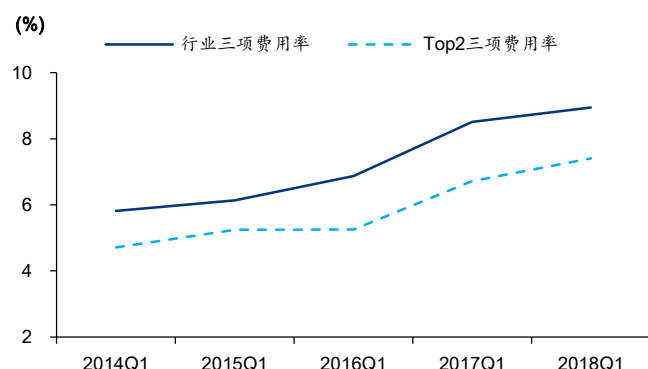
图表25: 2015-2017年工资薪酬(管理费用)/收入



资料来源: Wind、华泰证券研究所

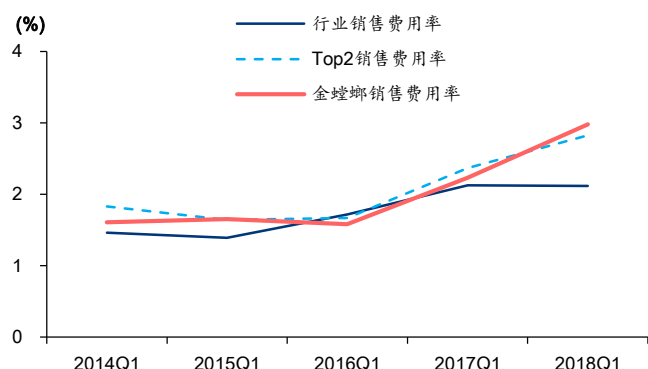
行业 2018 年一季度期间费用率延续上升趋势, 其中财务费用率上升最为显著; 龙头管理费用率优势明显, 财务费用率优势显著拉大。2018 年一季度公装行业期间费用率为 8.94%, 较 2017 年一季度提高 0.43pct, 主要由财务费用率拉升 (财务费用率较 2017 年一季度提高 0.36pct)。行业 2018 年一季度销售/管理/财务费用率分别为 2.12%/4.98%/1.84%, 较 2016 年分别提升 0pct/0.08pct/0.36pct。2018 年一季度龙头期间费用率为 7.41%, 显著低于行业平均, 销售/管理/财务费用率分别为 2.83%/3.66%/0.92%。2018 年一季度龙头和行业平均的财务费用率差距显著拉大, 龙头财务费用率低于行业平均 0.92pct (2017 年一季度为 0.34pct)。

图表26: 2014Q1-2018Q1 公装行业和龙头费用率



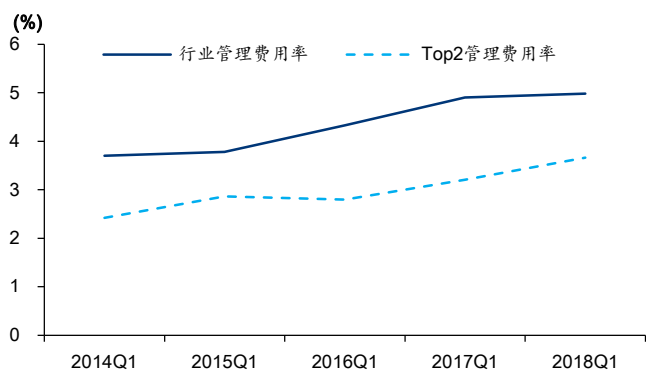
资料来源: Wind、华泰证券研究所

图表27: 2014Q1-2018Q1 公装行业整体和龙头销售费用率



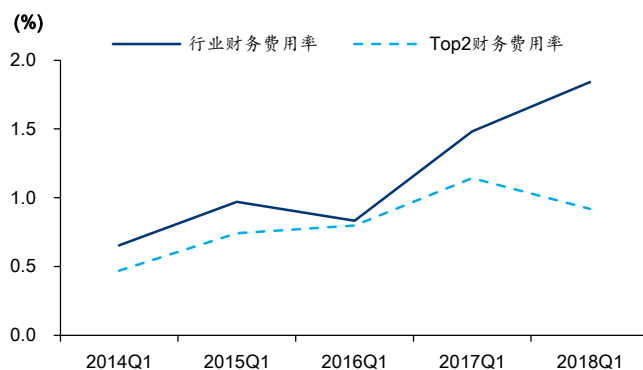
资料来源: Wind、华泰证券研究所

图表28: 2014Q1-2018Q1 公装行业和龙头管理费用率



资料来源: Wind、华泰证券研究所

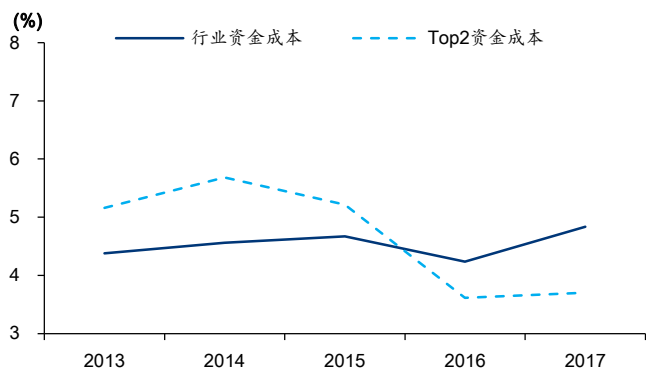
图表29: 2014Q1-2018Q1 公装行业和龙头财务费用率



资料来源: Wind、华泰证券研究所

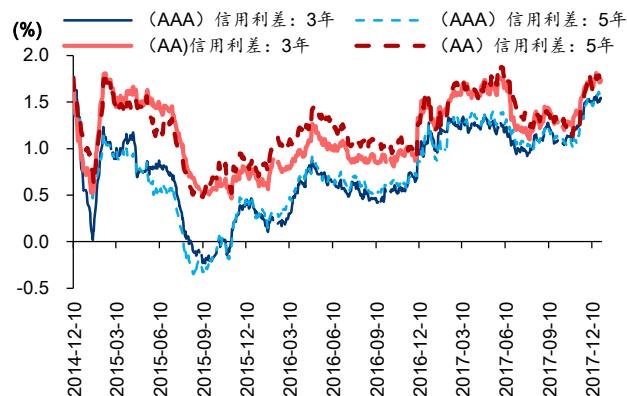
公装企业资金成本呈上升趋势，与信用环境收紧有较大关系。2017年公装行业平均资金成本为4.83%（资金成本的计算公式为： $\text{利息支出} \times 2 / (\text{期初带息负债} + \text{期末带息负债})$ ），带息负债包含：短期借款、长期借款、1年内到期的非流动负债、应付票据、应付债券以及应付利息），较2016年提高0.6pct。2017年公装行业资金成本的增加与信用利差的提升是一致的。自2016年起，龙头企业在资金成本方面拥有明显优势。2017年龙头资金成本为3.70%，低于公装行业平均资金成本1.03pct。金螳螂、广田集团2017年资金成本分别为3.87%/3.6%。风语筑、全筑股份2017年资金成本分别为11.76%/7.95%，显著高于行业平均水平。我们认为，龙头上市企业更具融资优势，资金成本相对较低。

图表30: 2013-2017年公装行业整体和龙头资金成本



注：资金成本=利息支出*2/（期初带息负债+期末带息负债），带息负债包含：短期借款、长期借款、1年内到期的非流动负债、应付票据、应付债券以及应付利息
资料来源: Wind、华泰证券研究所

图表31: 2014年以来信用利差走势（截至2017.12.31）

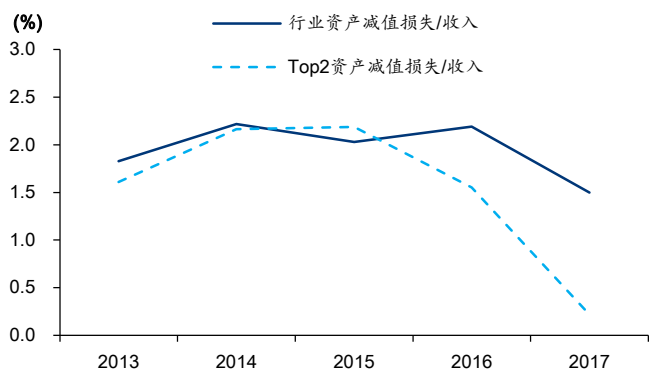


资料来源: Wind、华泰证券研究所

17&18Q1 持续去杠杆，行业带息负债率走高

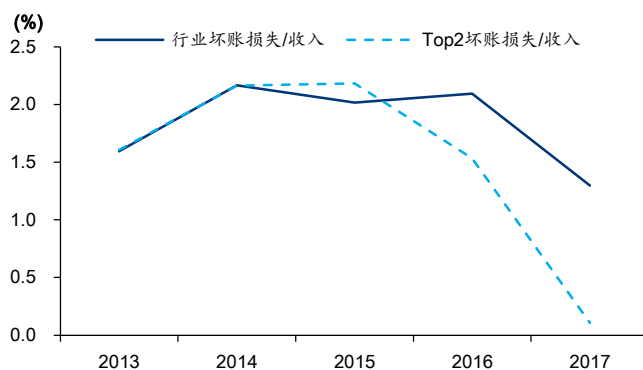
2017年公装行业回款情况改善，整体资产减值损失/收入大幅降低。2017年公装行业平均资产减值损失/收入为1.50%。我们将其中的坏账损失统计加总，平均坏账损失/收入为1.30%，相比2016年下降0.8pct，说明公装行业回款情况改善。相比于行业，2017年龙头的资产减值损失/收入和坏账损失/收入下降的幅度更大，较2016年分别下降1.33pct/1.42pct，主要原因是金螳螂在2017年加大了对应收账款的催缴，使得坏账损失冲回。

图表32: 2013-2017年公装行业和龙头资产减值损失/收入



资料来源: Wind、华泰证券研究所

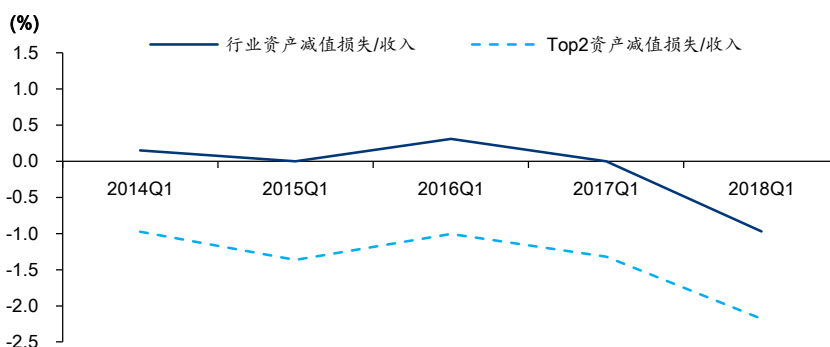
图表33: 2013-2017年公装行业和龙头坏账损失/收入



资料来源: Wind、华泰证券研究所

18年一季度公装行业回款情况持续改善,整体资产减值损失/收入大幅降低。2018年一季度公装行业平均资产减值损失/收入为-0.97%,2014年以来首次一季度为负。20家上市企业中,有7家公装上市企业2018年一季度资产减值损失为负,其中柯利达2018年一季度资产减值损失/收入最低为-9.85%。相比于行业整体,2018年一季度龙头的资产减值损失/收入下降的幅度更大,绝对水平为-2.18%,且2014年以来一季度资产减值损失/收入持续为负。

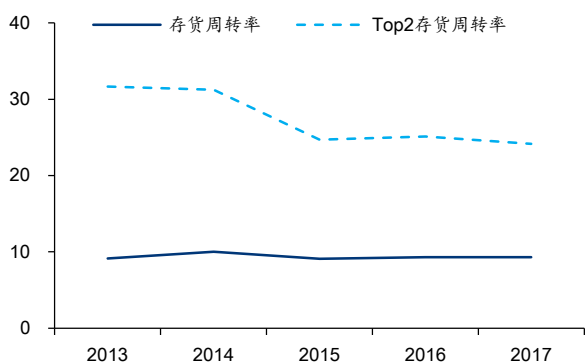
图表34: 2014Q1-2018Q1公装行业整体和龙头资产减值损失/收入



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

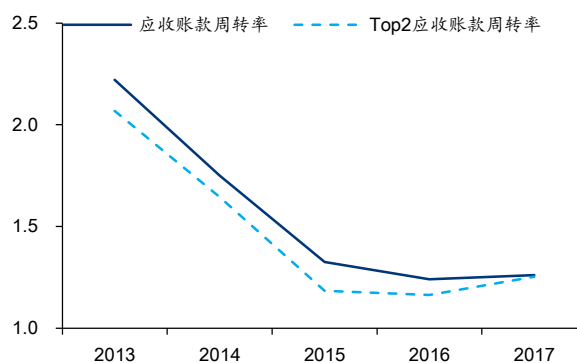
公装行业整体近两年经营指标企稳,龙头销售情况显著好于行业平均。2017年公装行业存货周转率为9.83,过去几年变化不大。行业应收账款周转率为1.26次,与2016年持平,在经历2013-2015年的大幅下滑后开始走向平稳,经营指标的平稳走势说明公装行业经营情况企稳。龙头的存货周转率显著高于行业整体,2017年为26.04,说明龙头企业的库存周转较快。公装龙头应收账款周转率略不及行业平均水平,2017年为1.25次。针对公装龙头在存货周转率和应收账款周转率的不同表现,我们认为经营管理对存货周转率的把控性较强,应收账款的周转率很大一部分取决于业主的付款,留给企业的自主性较小。

图表35: 2013-2017 公装行业及龙头存货周转率



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

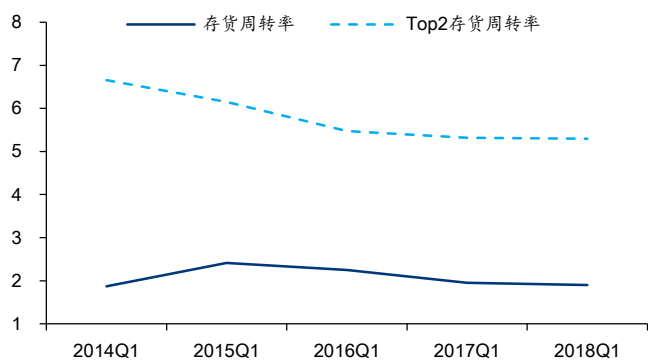
图表36: 2013-2017 公装行业及龙头应收账款周转率



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

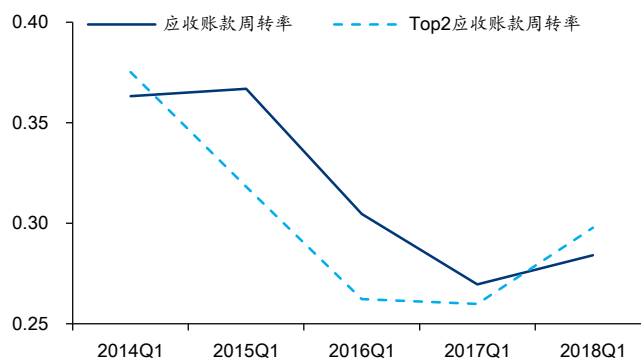
18年一季度公装行业存货周转率企稳,应收账款周转率在持续2年大幅下滑后开始回升。2018年一季度公装行业存货周转率为1.90,15年一季度以来保持稳定。行业应收账款周转率为0.28,基本与2017年一季度持平,在经历16Q1-17Q1的大幅下滑后开始走向平稳,经营指标的平稳走势说明公装行业经营情况企稳。龙头的存货周转率显著高于行业整体,2018年一季度为5.30,说明龙头企业的库存周转较快。公装龙头应收账款周转率在15年一季度之后首次超越行业平均,2018年一季度为0.30次。

图表37: 2014Q1-2018Q1 公装行业及龙头存货周转率



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

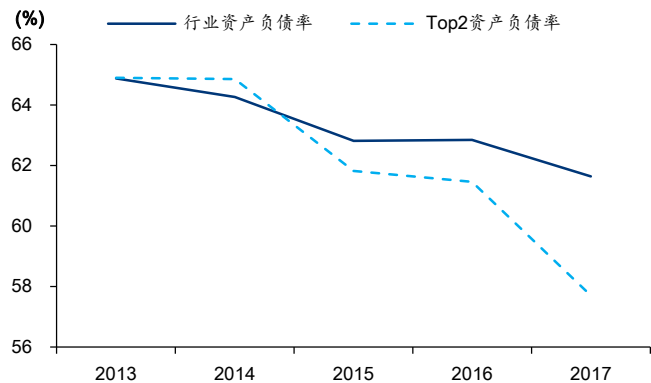
图表38: 2014Q1-2018Q1 公装行业及龙头应收账款周转率



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

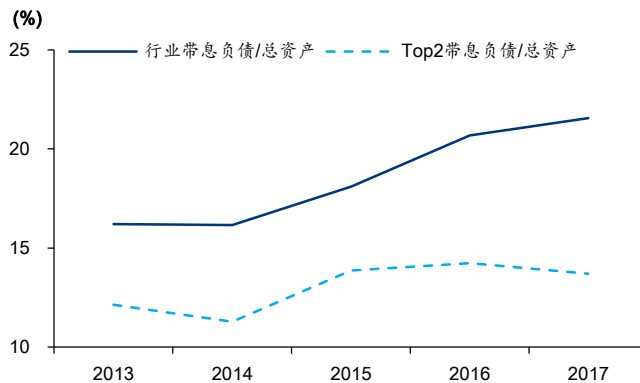
公装行业带息负债率不断提高,资产负债率不断下降。无息负债(主要是应付账款)比例下降。2017年公装行业资产负债率为61.65%,较2016年下降1.2pct,近几年呈下降趋势,行业去杠杆较明显。2017年公装行业带息资产负债率为21.56%,自2014年以来持续走高,行业偿债压力较大。龙头债务状况较行业整体优势明显,近几年资产负债率下降的幅度较行业平均更大,2017年龙头资产负债率为57.71%,较2016年降低3.75pct。龙头的带息资产负债率显著低于行业平均,且2017年开始呈下降趋势,2017年龙头带息资产负债率为13.70%,较2016年下降0.53pct,偿债压力相对较小。

图表39: 2013-2017 公装行业及龙头资产负债率



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

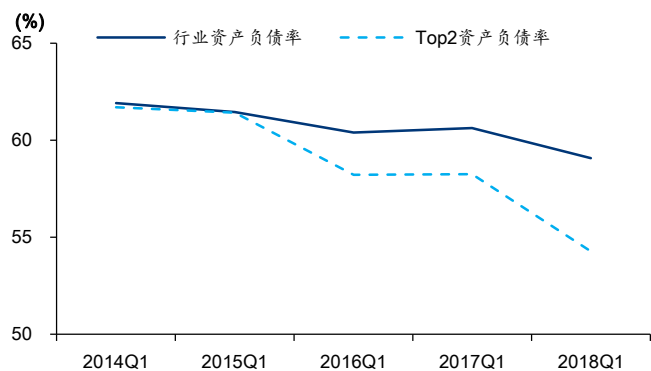
图表40: 2013-2017 公装行业及龙头带息负债率



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

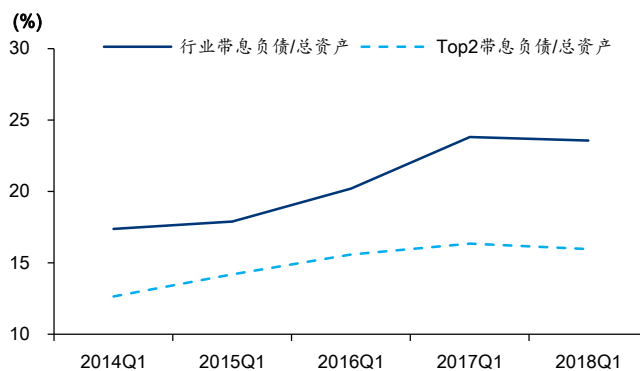
18年一季公装行业整体资产负债率延续下降趋势，带息资产负债率稳中有降。2018年一季公装行业资产负债率为59.07%，同比下降1.56pct，行业去杠杆较明显。2018年一季公装行业带息资产负债率为23.56%，较2017年一季降低0.24pct，行业偿债压力有所缓解。龙头债务状况较行业整体优势明显，近几年资产负债率下降的幅度较行业平均更大，2018年一季龙头资产负债率为54.27%，较去年一季降低3.97pct。龙头的带息资产负债率显著低于行业平均，且2017年一季开始呈下降趋势，2018年一季龙头带息资产负债率为15.97%，较去年下降0.37pct，偿债压力较小。

图表41: 2014Q1-2018Q1 公装行业及龙头资产负债率



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

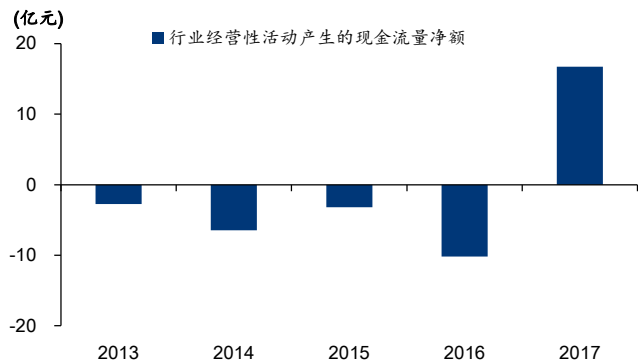
图表42: 2014Q1-2018Q1 公装行业及龙头带息资产负债率



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

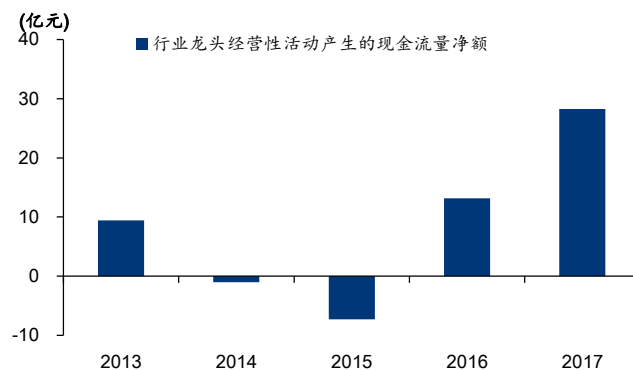
公装行业回款转好，经营性现金流近5年首次为正。2017年公装行业经营性活动产生的现金流净额为16.75亿元，相比较2016年的-10.16亿元，改善明显，为2013年来首次转正。金螳螂/江河集团/广田集团2017年经营活动产生的现金流量净额分别为17.77/13.89/10.51亿元。除神州长城现金流恶化，2017年经营现金流净流出17.82亿元，其他公装上市企业经营现金流状况均较为良好。龙头经营性现金流情况较行业平均更优，2017年龙头经营性活动产生的现金流净额为28.28亿元，同比增速为114.89%。龙头的经营性现金流先行行业整体于2016年实现转正，说明景气度回暖的情况下，龙头的回款能力更强。

图表43: 2013-2017年经营性现金流净额及其同比增速



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

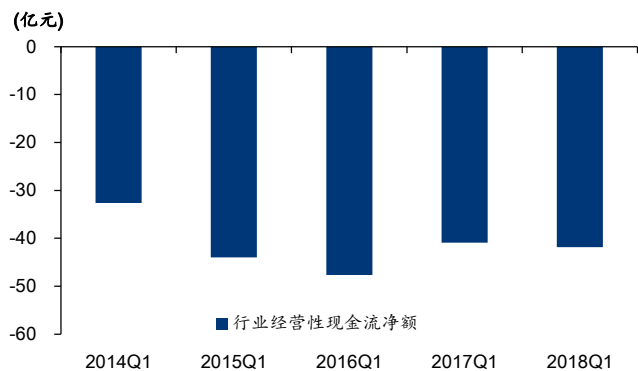
图表44: 2013-2017年龙头经营性现金流净额及其同比增速



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

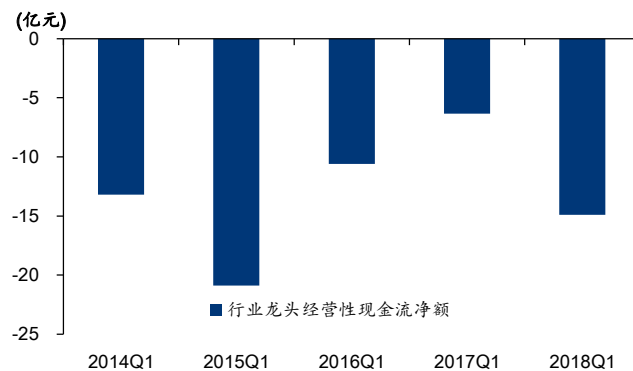
受季节性因素影响, 18年一季度公装行业回款情况不佳, 经营性现金流净额持续为负。2018年一季度公装行业经营性现金流净流出41.85亿元, 2017年一季度净流出40.92亿元, 相比2017年一季度, 2018年一季度现金流有所恶化。除神州长城和洪涛股份2018年一季度经营性现金流为正(分别实现经营性现金流净额8.1/2.8亿元), 其他均为负。2014Q1-2018Q1行业经营性现金流净额持续为负。龙头15Q1-17Q1经营性现金流净额在持续改善, 但2018年一季度下滑明显, 为-14.91亿元(2017年一季度为-6.35亿元)。其中金螳螂经营性现金流净流出10.7亿元。

图表45: 2014Q1-2018Q1经营性现金流净值



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

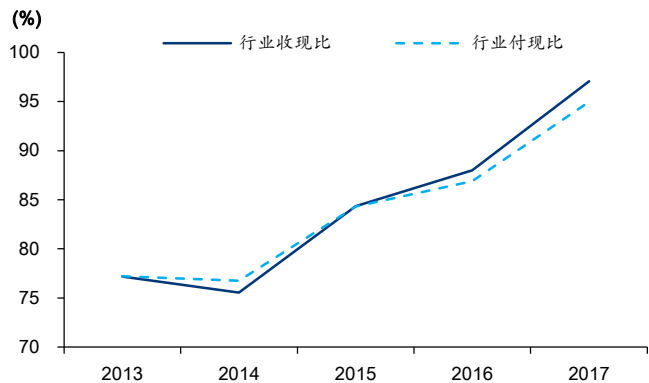
图表46: 2014Q1-2018Q1龙头经营性现金流净值



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

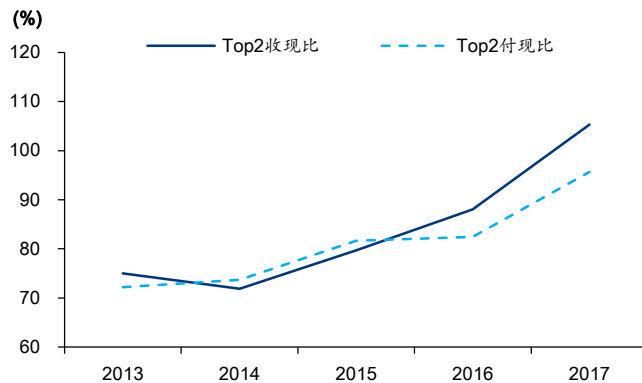
公装行业2017年收现比/付现比均加速增长, 龙头的收现比增长相对更快。2015年以来, 公装行业收现比提升速度大于付现比, 2017年公装行业平均收现比为97.06%, 较2016年提升9.04pct, 平均付现比为94.97%, 较2016年提升8.09pct。行业收现比提升速度大于付现比提升速度可以部分解释2017年经营性现金流净额转正。在行业景气度提升的情况下, 公司向下游供应商押款的能力相对提升。龙头的押款能力更强, 付现比和收现比的差距不断拉大, 2017年达9.67pct。

图表47: 2013-2017 公装行业收现比和付现比



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

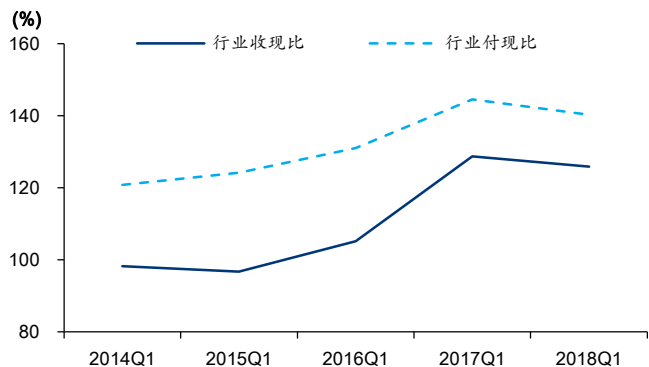
图表48: 2013-2017 公装龙头收现比和付现比



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

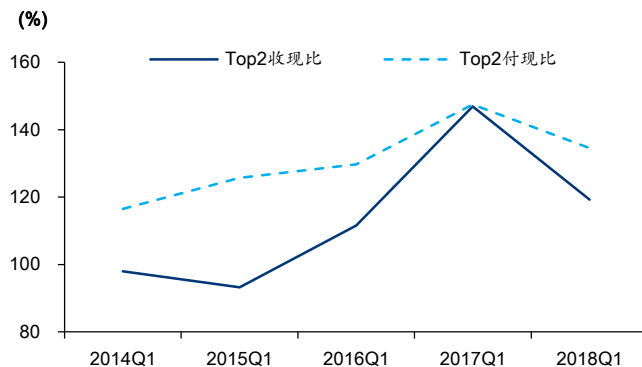
信用环境收紧，付款/收款能力均受到负面影响。公装行业 2018 年一季度结束上升势头，收现比/付现比均下降，龙头下降更快。2018 年一季度公装行业出现自 2014 年以来首次一季度收现比/付现比均下降，为 125.9%/140.24%，2017 年一季度的收现比/付现比为 128.75%/144.53%，说明 2018 年一季度公装行业收款能力降低、押款能力提高。近 5 年一季度行业的付现比一直高于收现比，说明在每年的一季度公司的还款压力较大。行业收现比小于付现比可以部分解释近 5 年一季度经营性现金流净额持续为负。龙头 2018 年一季度收现比下降得更快，在 2017 年一季度收现比/付现比基本持平后二者的差距再次拉大，2018 年一季度龙头收现比/付现比为 119.24%/134.55%（2017 年一季度为 146.87%/147.46%）。

图表49: 2014Q1-2018Q1 公装行业收现比和付现比差距



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表50: 2014Q1-2018Q1 公装龙头收现比和付现比差距



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

业绩展望：18H1 呈加速增长态势

我们预计 2018 年已披露中报业绩预告的 14 家公司业绩增长中枢在 24.5%左右，延续加速态势。行业近 3 年中报业绩增速呈大幅提升趋势，龙头增速基本与行业持平。针对已出 2018 年上半年业绩预告范围的 14 家公装上市公司，我们按照均值计算其 2018 年上半年的归母净利润。我们将其 14 家公司归母净利润加总，预计 2018 年上半年归母净利润增速 24.49%，较 2017 年中报提升 16.92pct。如果剔除缺乏 2013H1 和 2014H1 归母净利润的 8 家公装上市企业，我们依然能得到 2018H1 业绩加速增长的结论。

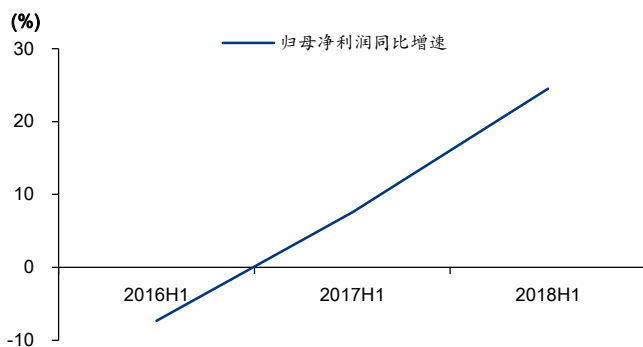
图表51: 公装行业 2018H1 业绩预增情况

证券代码	证券简称	2013H1 归母净 利润 (亿元)	2014H1 归母净 利润 (亿元)	2015H1 归母	2016H1 归母	2017H1 归母	2018H1 业绩	2018H1 业		2018H1 业绩预 期中值 (亿元)
				净利润 (亿元)	净利润 (亿元)	净利润 (亿元)	预告 (亿元)	绩预告 (亿元)	绩预告 上限	
002620.SZ	瑞和股份	0.50	0.32	0.38	0.54	0.71	0.92	1.13		1.03
002482.SZ	广田集团	1.97	2.05	1.66	1.63	2.15	2.58	3.23		2.91
002375.SZ	亚厦股份	3.60	4.72	4.83	1.59	1.78	1.96	2.31		2.13
002781.SZ	奇信股份	0.00	0.00	0.75	0.60	0.70	0.73	1.01		0.87
002081.SZ	金螳螂	5.98	8.13	8.54	8.88	8.96	9.41	11.21		10.31
002047.SZ	宝鹰股份	-0.02	1.19	1.58	1.81	1.92	1.92	2.49		2.20
002789.SZ	建艺集团	0.00	0.00	0.40	0.40	0.44	0.44	0.62		0.53
002822.SZ	中装建设	0.00	0.00	0.00	0.63	0.66	0.66	0.86		0.76
002325.SZ	洪涛股份	1.05	1.48	1.52	1.25	1.04	1.04	1.35		1.19
002811.SZ	亚泰国际	0.00	0.00	0.33	0.43	0.38	0.34	0.49		0.41
002856.SZ	美芝股份	0.00	0.00	0.00	0.26	0.24	0.17	0.26		0.21
300506.SZ	名家汇	0.00	0.00	0.22	0.24	0.67	1.71	1.91		1.81
300592.SZ	华凯创意	0.00	0.00	0.00	0.09	0.11	0.09	0.11		0.10
300621.SZ	维业股份	0.00	0.00	0.00	0.36	0.38	0.55	0.65		0.60
14 家公司加总 (亿元)		13.08	17.89	20.20	18.72	20.14	22.52	27.63		25.07
14 家公司的 YOY					-7.32%	7.57%				24.49%
6 家公司加总 (亿元)		13.08	17.89	18.51	15.71	16.56	17.83	21.72		19.77
6 家公司的 YOY			36.77%	3.47%	-15.15%	5.41%				19.42%

样本为已出 18H1 业绩预告的 14 家公司，其中 8 家公司 2013H1、2014H1 数据不全，我们分别对包含数据不全的 14 家公司和数据齐全的 6 家公司进行计算

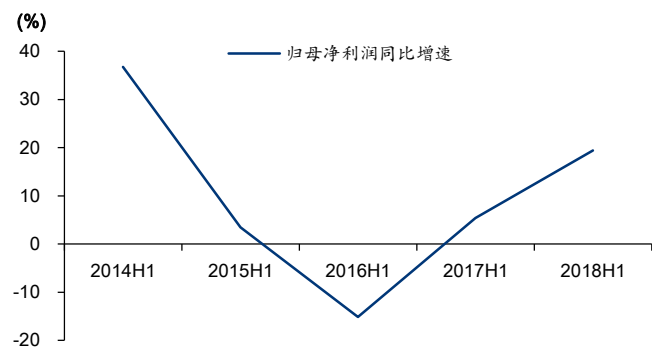
资料来源: wind、华泰证券研究所

图表52: 2016-2018 年 14 家公司中报业绩预告中值增长



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表53: 2014-2018 年 6 家公司中报业绩预告中值增长



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

综合分析公装行业 2017 年年报和 2018 年一季报情况，我们发现在行业整体业绩持续提升的背景下，龙头的业绩增速显著高于行业平均。由于具有规模效应，龙头的费用率较行业平均水平更低，且规模效应主要体现在对管理费用和财务费用的管控上。此外，由于龙头公司的市场认可度更高，因而资金成本相对较低。综合以上，我们认为公装龙头业绩更有弹性、规模效应明显、融资成本更低，在行业向上的趋势中受益更加明显，继续推荐公装龙头金螳螂，其公装业务受地产影响较小，且家装业务开展符合预期，维持“买入”评级。同时，我们建议关注广田集团，其业务体量在公装行业排名第二，18 年上半年新签订单增速较快。

风险提示

订单转化及盈利能力提升不及预期:工程项目存在过程受气候、经济环境及产业政策影响,推进进度不及预期的可能,若原材料价格持续上涨,对建筑企业盈利能力的提升也会产生不利影响。

现金流改善不及预期:PPP项目现金流改善的关键条件是由项目外部融资所带来的回款超过新项目的资本金投入,若项目融资落地不及预期,外部融资到位不足,则经营活动现金流改善程度可能不及预期。

免责声明

本报告仅供华泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或征价。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为之提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本公司的资产管理部、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许范围内使用，并注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权力。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：91320000704041011J。

全资子公司华泰金融控股（香港）有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格，经营许可证编号为：A0K809

©版权所有 2018 年华泰证券股份有限公司

评级说明

行业评级体系

一 报告发布日后的 6 个月内的行业涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

一 投资建议的评级标准

增持行业股票指数超越基准

中性行业股票指数基本与基准持平

减持行业股票指数明显弱于基准

公司评级体系

一 报告发布日后的 6 个月内的公司涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

一 投资建议的评级标准

买入股价超越基准 20% 以上

增持股价超越基准 5%-20%

中性股价相对基准波动在 -5%~5% 之间

减持股价弱于基准 5%-20%

卖出股价弱于基准 20% 以上

华泰证券研究

南京

南京市建邺区江东中路 228 号华泰证券广场 1 号楼/邮政编码：210019

电话：86 25 83389999/传真：86 25 83387521

电子邮件：ht-rd@htsc.com

深圳

深圳市福田区深南大道 4011 号香港中旅大厦 24 层/邮政编码：518048

电话：86 755 82493932/传真：86 755 82492062

电子邮件：ht-rd@htsc.com

北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同 28 号太平洋保险大厦 A 座 18 层
 邮政编码：100032

电话：86 10 63211166/传真：86 10 63211275

电子邮件：ht-rd@htsc.com

上海

上海市浦东新区东方路 18 号保利广场 E 栋 23 楼/邮政编码：200120

电话：86 21 28972098/传真：86 21 28972068

电子邮件：ht-rd@htsc.com