

## 华东住宅全装修领跑者

全筑股份 (603030.SH)

### 核心观点:

暂无评级

合理估值区间 15.2-17.3 元

### 分析师

鲍荣富

☎: (8610) 6656 8837

✉: fengdajun@chinastock.com.cn

执业证书编号: S0130511080001

特此鸣谢

周松

☎: 021-68596786

✉: zhousong\_yj@chinastock.com.cn

执业证书编号: S0130114120010

- **公司是住宅全装修整体解决方案及系统服务提供商。**公司以住宅全装修业务为核心，范围涵盖设计、施工、配套部品加工及售后服务的完整产业链。2014 年收入/归母净利润 18.12/0.75 亿元。近 3 年收入 CAGR 达 17.28%，全装修业务占营业收入比例保持在 80% 以上，2014 年为 86.3%。最大单一客户为恒大，业务占比从 2011 年 16.3% 升至 2014 年 44.6%。公司实际控制人为朱斌，发行前持有公司 45.7% 股份。
- **住宅全装修过去 5 年 CAGR 为 24.66%，2015 年产值将达 8500 亿元。**目前全国住宅平均全装修比例不足 10%，相较于日本、德国等发达国家 80% 以上的全装修比例，国内全装修市场提升空间巨大。装饰行业市场分散，目前全国仍有住宅装饰公司 11 万余家，大型公司市占率不足 1%。公司主要竞争对手包括：金螳螂、亚厦股份、广田股份、东易日盛等。
- **公司竞争优势：**（1）资质与品牌优势：公司具有建筑装饰工程设计专项甲级和建筑装饰装修工程专业承包一级资质，先后荣获上海室内设计大赛金奖、上海白玉兰工程奖等。（2）标准化优势：公司编制了住宅全装修标准体系，并参与政府多项系列标准的制定。（3）工业化优势：公司提出并建立了“全装修工业化流水施工作业法”，打破传统装饰装修施工分工。（4）客户资源优势：公司大型客户资源丰富，稳定性和抗风险能力较强。
- **未来成长驱动因素：**（1）业务领域拓展：逐步从单一商品住宅扩展到廉租房、公租房、经适房等保障性住房。（2）区域扩张，管理效率提升：加大全国业务拓展力度，尤其是二三线城市及中西部地区。各大区域中心负责业务的实施，增强各地业务承接能力。（3）强化优势与产能扩张：强化公司设计和研发核心优势，募投项目投产实现产能扩张。
- **风险因素：**房地产调控持续、行业政策变动、应收账款风险等。
- **合理估值区间 21.3-25.5 元：**预计公司 2015-17 年 EPS 分别为 0.69/0.80/0.89 元。我们认为可给予公司 15 年 22-25 倍 PE，合理价值区间为 15.2-17.3 元。本次拟发行对应发行理论价格不超过 9.85 元。

主要经营指标	2013	2014	2015E	2016E	2017E
营业收入 (百万)	1708	1844	2123	2441	2807
增长率 (%)	50.5	8.0	15.10	15.00	14.97
归母净利润 (百万)	97	92.07	101.72	117.57	137.56
增长率 (%)	50.3	-5.0	10.48	15.58	17.00
每股收益	0.81	0.77	0.85	0.98	1.15

注：假定公司 2015 年公开发行 4000 万股，EPS 所用总股本为 16000 万股

## 目录

一、公司概况 .....	3
(一) 公司基本情况 .....	3
(二) 股权架构 .....	3
(三) 业务模式 .....	4
二、行业分析 .....	4
(一) 住宅全装修行业容量不断扩大 .....	4
(二) 行业产值 2015 年将达 8500 亿元，2010-2015 CAGR 达 24.66% .....	7
(三) 行业竞争格局 .....	8
三、公司分析 .....	9
(一) 业务构成 .....	9
(二) 区域结构 .....	10
(三) 公司财务分析 .....	10
(四) 竞争优势 .....	14
(五) 公司未来业绩驱动因素 .....	16
四、募投项目分析 .....	17
五、风险提示 .....	17
六、盈利预测与估值 .....	18

## 一、公司概况

### (一) 公司基本情况

全筑装饰成立于1998年，是住宅全装修整体解决方案及系统服务提供商。公司业务范围涵盖设计、施工、配套部品加工及售后服务的完整产业链，是一家专业从事建筑装饰工程服务的综合性企业集团。

表 1 公司大事记

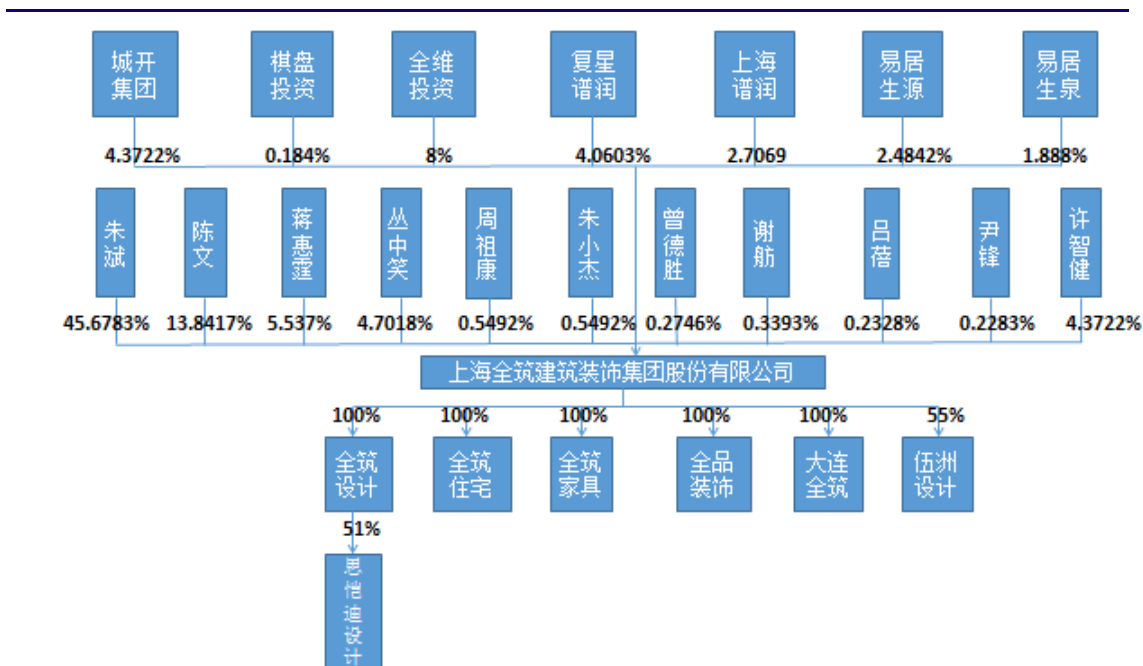
时间	事件	详细信息
1998.10	成立	于上海成立上海全筑建筑装饰工程有限公司，注册资本 100 万元
2011.04	改制	变更为上海全筑建筑装饰集团股份有限公司，股本总额 12,000 万股

资料来源：招股说明书，中国银河证券研究部

### (二) 股权架构

公司控股股东、实际控制人为朱斌，现任公司董事长兼总经理，持有公司 54,813,960 股，占公司发行前总股本的 45.6783%。本次公司拟发行新股不超过 4,000 万股，公司股东拟公开发售股份不超过 3,000 万股，发行后股权结构未有重大变化。

图 1 公司股权架构图 (IPO 前)

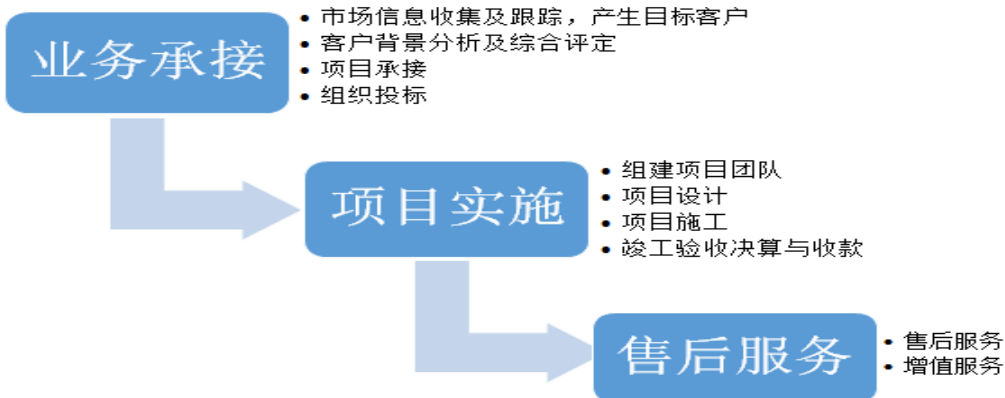


资料来源：招股说明书，中国银河证券研究部

### （三）业务模式

公司经营模式是直属经营，自主承揽业务并组织实施。

图 2 公司业务模式



资料来源：招股说明书，中国银河证券研究部

（特别说明：增值服务主要包括提供软装配饰咨询、设计服务。）

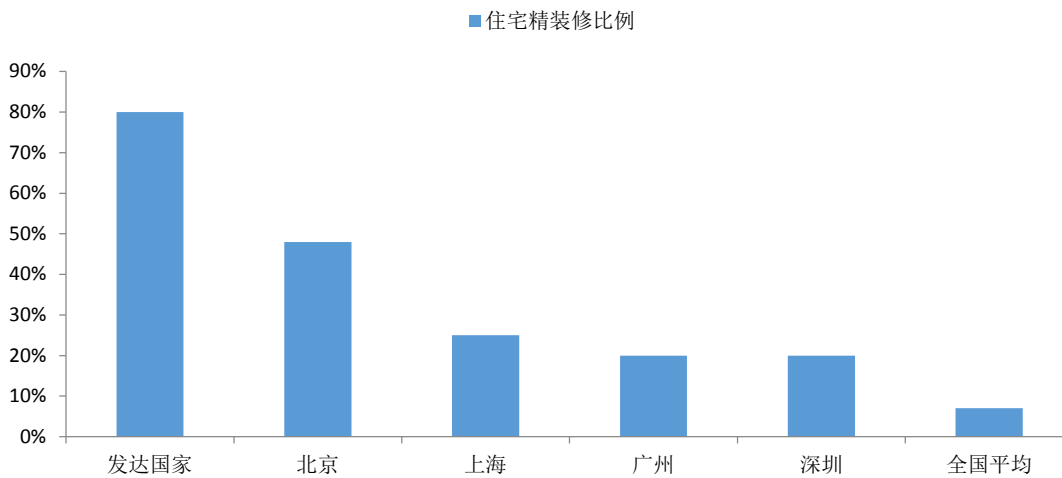
公司主营业务为建筑装饰工程的设计和施工，具体包括住宅全装修、公共建筑装饰、家装施工、设计和家具业务。住宅全装修为核心业务，公司通过一体化设计，专业化施工，产业化配套部品生产，系统化管理，网络化服务，提供较为完整的住宅装修整体解决方案及系统服务，能够在住宅交付最终用户前，完成住宅内多有功能空间及固定面、管线全部作业完成，套内水、电、卫生间等日常基础配套设备部品完备，达到可入住状态。

## 二、行业分析

### （一）住宅全装修行业容量不断扩大

目前精装修住宅在我国的住宅总量中占比较低，全国住宅平均精装修比例不足 10%。一线发达城市如北京、上海、深圳的精装住宅占比也只有 30%左右。而国外从上世纪 50 年开始就进行住宅产业化发展，至今发达国家诸如日本、瑞典、法国、美国、德国等精装住宅占比均达到了 80%以上。如此巨大的差距一方面印证了发达国家住宅产业化的优势，另一方面也意味着我国住宅精装修前景十分广阔，市场发展潜力巨大，可期待未来快速成长。

图 3 2009 年中国主要城市住宅精装修比例



资料来源：广田股份招股说明书，中国银河证券研究部

### 1. 住宅全装修比例提升

**节能环保，国家政策大力推动。**我国政府一直鼓励和支持住宅精装修发展，并出台了一系列相关鼓励政策。近年来，深圳、广州、上海、山西、南京等地区出台了大量推进住宅精装修发展的鼓励性政策要求。

此外，随着建设部及各地方政府一系列推进工作的开展，未来国内住宅全装修市场将呈现一线城市向一线郊区、二三线城市及中西部地区辐射的局面，带动国内全装修住宅比例的全面提升。以上海和北京为例，上海于 2012 年提出外环线以内 60%以上、其他地区 30%以上的全装修住宅比例要求；北京市住建委要求 2015 年新建保障性住房基本采用产业化方式建造，新建住宅要几本实现全装修，产业化住宅不少于 1,500 万平方米。

表 2 住宅精装修推广相关政策

年份	文件名	主要内容
1999	《关于推进住宅产业现代化提高住宅质量的若干意见》	加强对住宅装修的管理，积极推广一次性装修或菜单式装修模式，避免二次装修造成的破坏结构、浪费和扰民等现象。
2002	《商品住宅装修一次到位实施细则》	鼓励全国范围内取消毛坯房，推行装修房。
2005	《商品住宅装修一次到位实施细则》	明确规定：新建城镇商品住宅中的集合式住宅，在房屋交钥匙前，所有功能空间的固定面全部铺装或粉刷完成，厨房和卫生间的基本设备全部安装完成。
2008	《关于进一步加强住宅装饰装修管理的通知》	各地要制定出台相关扶持政策，逐步达到取消毛坯房、直接向消费者提供全装修成品房的目标。
2010	《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

2013	《商品住宅装修一次到位实施细则》和《商品住宅装修一次到位材料、部品技术要点》	菜单式全装修交房。  明确规定：确立开发单位为住宅装修质量的第一责任人，承担住宅装修工程质量责任，负责相应的售后服务。住宅开发单位必须向购房者提交装修质量保证书，在装修中，住宅开发单位负责装修工程的全过程，不允许购房者个人聘请施工单位自行装修。
------	--	--

资料来源：招股说明书，中国银河证券研究部

**供给不断加强。**住宅全装修具有节能环保的特点，符合国家产业发展政策。目前包括万科地产、恒大地产等大型房地产商均大力推行精装房，规模和力度日益加大，精装房比例明显增加，目前已经成为大型房地产商的主要产品。目前，万科地产已基本实现新建住宅项目 100%全装修，并宣布推出毛坯房市场。

图 4 万科精装修住宅历年占比

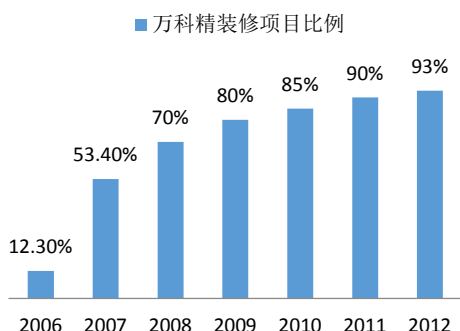
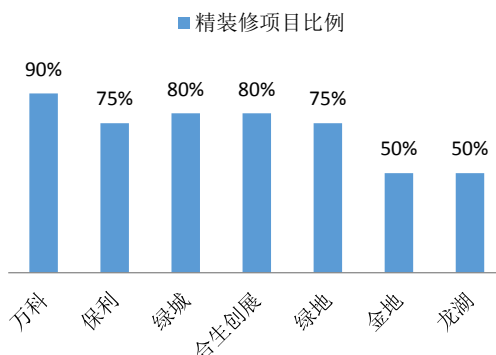


图 5 2012 年主要开发商精装修比例



资料来源：公司资料，中国银河证券研究部

资料来源：公司资料，中国银河证券研究部

**消费升级，居民倾向全装修房。**据世界银行的统计，人均国民收入达到 1,000 美元是城镇化的“起飞点”，人均国民收入在 800-3,000 美元时是住房消费的旺盛期。2013 年我国人均国民收入为 5414 美元，正处于消费结构升级带动产业结构升级阶段，这将为住宅装饰市场带来巨大的需求。

## 2. 住宅全装修数量增加

**城市化进程持续增量需求。**中国城市化率由 1990 年的 26.41% 上升到 2013 年的 53.73%，从欧美住宅建设成熟市场发展轨迹来看，随着城市化进程快速推进，住宅产业化将成为未来国内房地产开发的主流趋势。

图 6 我国人均国民收入情况 (元)

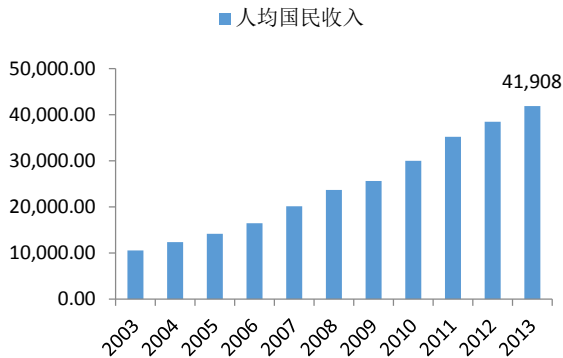
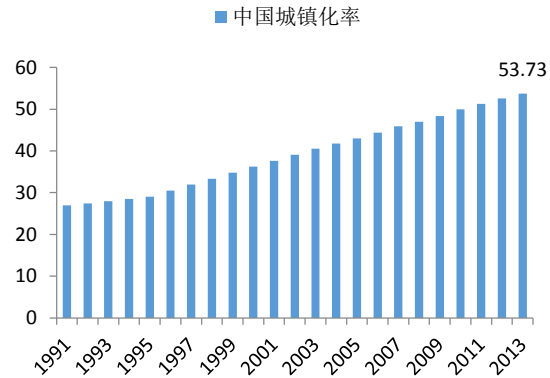


图 7 我国城镇化率情况



资料来源: Wind, 中国银河证券研究部

资料来源: Wind, 中国银河证券研究部

**人口结构 20 年内刚性需求。**数据显示, 2013 年年末, 中国 16-59 岁的人口数量约达到 91,954 万人, 占全国总人口的 67.6%, 而这部分人口构成了住宅消费的主力军。同时, 我国建国以来第三次生育高峰(1980-1991 年)出生的人群逐渐开始步入“消费旺盛期”, 他们对住宅消费量正在释放。

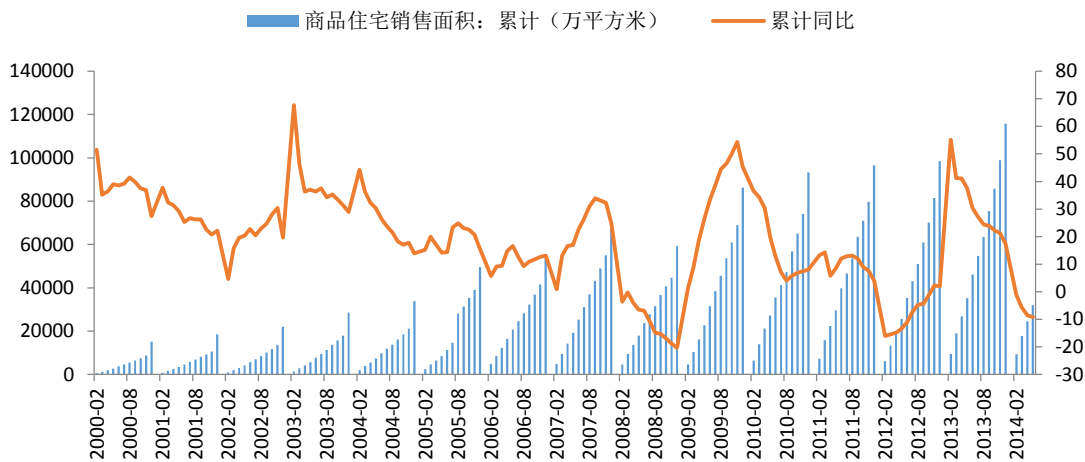
## (二) 行业产值 2015 年将达 8500 亿元, 2010-2015 CAGR 达 24.66%

我们将家装行业总体需求划分增量需求和存量需求两个部分。住宅精装修主要集中在增量需求部分, 我们将增量住宅带来的行业产值分为楼盘整体精装修和家庭散装两个部分, 楼盘整体精装修类似于公装业务, 可通过历年住宅销售面积来测算。

基于未来二十年是城镇化快速发展阶段的判断, 预计在此阶段新增住宅面积会保持稳定增长。地产调控在短期内对新增住宅面积产生影响, 但是长期来看, 城镇化背景下的刚性需求以及随着消费升级带来的改善型需求较为稳定。2010-2013 年商品住宅销售面积较为平稳, 从 9.3 亿平方米上升至 10.1 亿平方米, CAGR 达 2.87%。预计至 2015 年新增房屋销售面积将达 11.5 亿平方米, 由于 2013 年销售面积增速较快, 需求有所透支, 我们预计未来两年销售面积增速略有放缓。

目前楼盘整体精装修比例在各级城市发展状况不一, 一二线城市是新建住宅精装修市场的需求主要来源。随着城市化的进展, 我们预计一二线城市的销售面积占比会逐年提升, 此外, 一二线城市的住宅精装修比例将保持平稳提升, 以 2010 年住宅精装修每平方米成本 1000 元为基数, 每年价格涨幅为 5% 计算, 至 2015 年楼盘整体精装修产值将达 8500 亿元。

图 8 2000-2014 年商品住宅销售面积 (万平方米)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究部

表 3 住宅精装修产值测算

	2010	2011	2012	2013	2014E	2015E
商品房销售面积 (万平方米)	93,052	97,030	98,468	115,723	104,200	107,190
装饰单价 (元/平方米)	1000	1050	1102.5	1157.6	1215.5	1276.3
住宅装修总产值(亿元)	93,052	101,882	108,561	133,964	126,656	136,805
一二线城市销售面积占比	15.15%	13.04%	19.80%	20.33%	22.44%	24.82%
新建楼盘精装比例	20%	21%	22%	23%	24%	25%
开发商楼盘整体精装修产值	2819.48	2789.92	4728.92	6264.02	6821.17	8488.73

资料来源: Wind, 中国银河证券研究部

### (三) 行业竞争格局

**行业竞争激烈，区域性明显。**建筑装饰行业划分为公共建筑装饰装修业和住宅装饰装修业。2012 年全国装饰装修企业共 14.2 万家，其中从事住宅装饰的就有 11 万家，占比超过 70%。从全国区域布局来看，行业内百强家居企业主要分布在珠三角经济区、长三角经济区以及环渤海经济区等东部沿海区域。其中，珠三角地区的企业起步较早，占据了全国约十分之一的装饰市场规模；尤其是深圳，是中国室内装饰行业的发源地。

**行业三梯队竞争格局。**行业内企业总体形成三个梯队的竞争格局：第一梯队为一体化住宅装饰企业；二梯队为传统住宅装饰企业、大型家居卖场的家装企业或部门；第三梯队为小规模设计公司、无资质的装修施工游击队。但从整体看，一体化、集成化是装饰行业未来发展趋势。公司主要竞争对手为各经济区域内的一体化住宅装饰企业，规模较大，品牌知名度较高

表 4 公司主要竞争对手

区域	企业名称
珠三角经济区	广东星艺装饰集团股份有限公司、深圳市居众装饰设计工程有限公司
长三角经济区及华中	聆海建筑装饰工程有限公司、上海百姓装潢有限公司、上海星杰设计



	装饰工程有限公司、浙江九鼎装饰股份有限公司、武汉嘉禾装饰集团有限公司、江苏红蚂蚁装饰设计工程有限公司
环渤海经济区	东易日盛家居装饰集团股份有限公司、北京业之峰诺华装饰股份有限公司、北京龙发装饰集团、北京元洲装饰有限责任公司

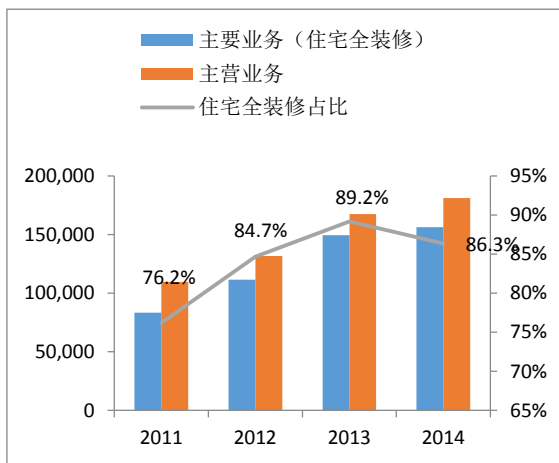
资料来源：招股说明书，中国银河证券研究部

### 三、公司分析

#### (一) 业务构成

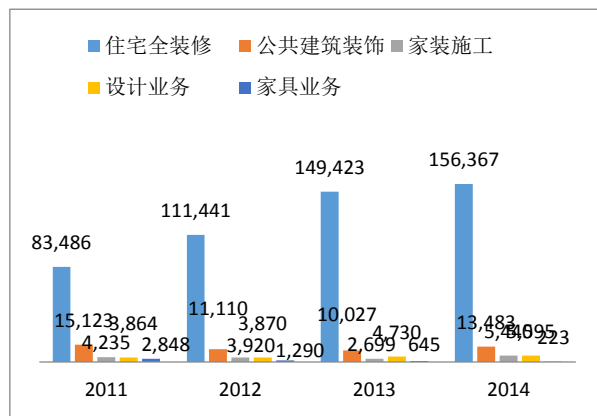
公司主营业务收入逐年增长，全装修业务占最大比重。报告期内，公司主营业务总体呈增长趋势，2012年和2013年增速分别为20.15%和27.27%。全装修业务规模大幅扩张成为主动力。其中，报告期内全装修施工业务占比均保持在80%以上，2014年全装修施工业务较2012年度增长了40.31%。

图 9 2011-2014 年公司主营收入及占比（万元）



资料来源：招股说明书，中国银河证券研究部

图 10 2011-2014 年公司业务板块收入情况（万元）

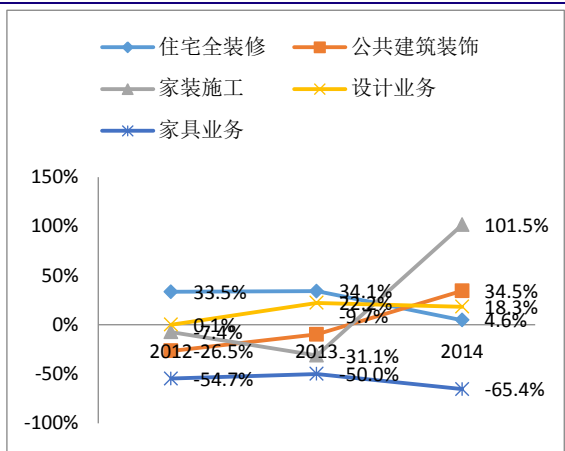


资料来源：招股说明书，中国银河证券研究部

(特别说明：公司将住宅全装修和公共建筑装饰归入公装施工范畴)

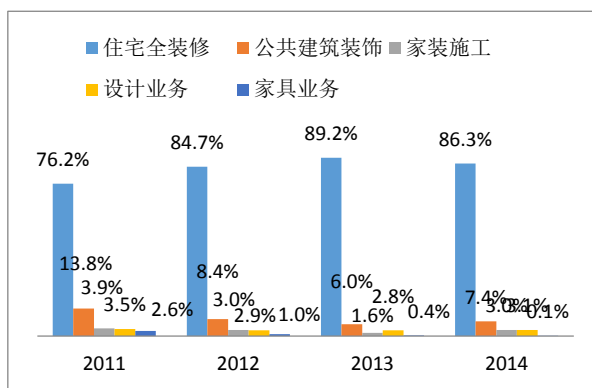
业务板块增长情况各异。报告期内，住宅全装修施工业务保持快速增长，营业收入由2011年的83,486万元提升至2014年的156,367万元，2012、2013、2014年年增长33.5%、34.1%、4.6%，CAGR达23.26%；设计业务由2011年的3,864万元增至2014年的5,595万元，CAGR为13.13%，主要得益于国家政策利好及公司全装修“一体化产业链”的发展。公共建筑装饰、家装施工、家具业务增长弧度较小，并且占比较小。

图 11 2012、2013、2014 主营业务收入增长情况



资料来源：招股说明书，中国银河证券研究部

图 12 2011-2014 年主营业务收入占比情况

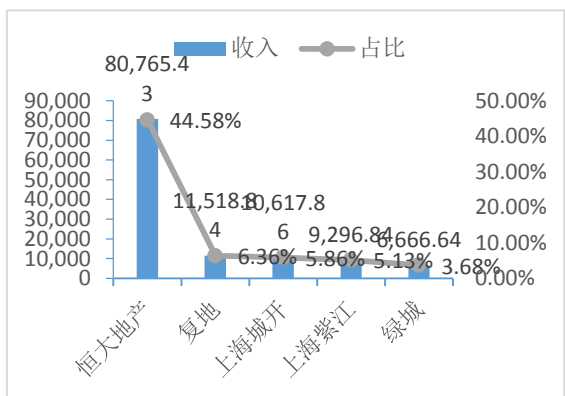


资料来源：招股说明书，中国银河证券研究部

## (二) 区域结构

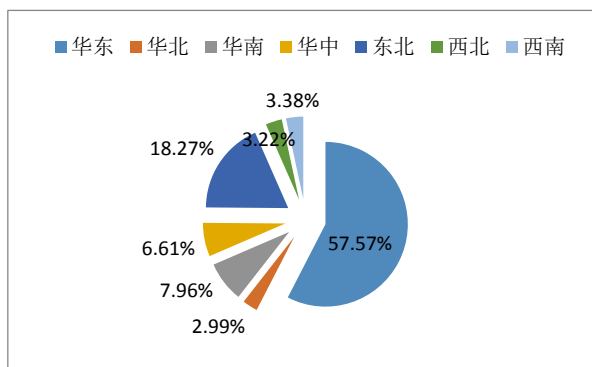
以华东为起点，逐步全国化扩展。公司总部为上海，早期业务主要集中在华东地区。报告期内，公司逐步加大全国业务拓展力度，成立了海南、成都、北京、天津等分公司，华南、华中、西南、华北、东北地区的业务量逐步增大。

图 13 2014 年公司前五大客户（万元）



资料来源：招股说明书，中国银河证券研究部

图 14 2014 年公司主营业务区域分布情况



资料来源：招股说明书，中国银河证券研究部

## (三) 公司财务分析

报告期内，公司营业收入增幅均超过 20%，2014 年度营业收入较 2011 年度增长了 65.35%，CAGR 为 18.24%，主要系公司住宅全装修业务规模快速扩张。公司综合毛利率逐步下降，此外，2012 年扣非归母净利润出现 7.94% 的下降。主要原因：一是住宅全装修业务规模快速扩张，而全装修毛利率低于家装、设计业务，导致综合毛利率下降；二是公司住宅全装修逐步从高端楼盘向中高端楼盘转移，尤其是恒大地产业务量的大幅增长，拉低了全装修的毛利率；三是异地项目

占比提高及业务发展员工等管理费用的上升。

未来因产品结构变化导致公司毛利率下降的空间有限，同时，公司采用信息化管理体系，不断加强异地管控能力，综合毛利率水平、净利润将稳中有升。

(特别说明:恒大项目低毛利率原因系项目主材由甲方恒大地产指定的供应商广州恒大进行采购,恒大地产按施工合同约定的材料采购价格的10%支付材料管理费,“甲指乙供”材料毛利率约为10%。)

表 5 盈利能力分析 (万元)

	2011	2012	2013	
营业收入	109,574.96	131,727.71	167,578.87	
yoy	N/A	20.22%	27.22%	
毛利	16,805.70	18,004.04	21,644.65	92,769.26
yoy	N/A	7.13%	20.22%	
净利润	2,996.52	6,121.31	6,815.00	
yoy	N/A	104.28%	11.33%	
扣非归母净利润	5,630.26	5,182.98	5,910.42	
yoy	N/A	-7.94%	14.04%	
毛利率	15.34%	13.67%	12.92%	
净利率	2.73%	4.65%	4.07%	
收现比	0.81	0.91	0.90	
收付比	0.80	0.92	0.94	

资料来源:招股说明书,中国银河证券研究部

## 1. 盈利能力

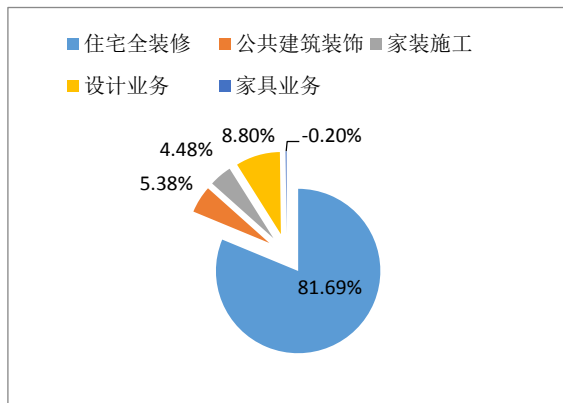
报告期内,公司住宅全装修业务毛利贡献快速上升,全装修毛利占比从2011年的72.85%上升至89.18%,成为公司利润的主要来源。

公共建筑装饰业务毛利下降主要系为配合开发全装修业务,承接部分与住宅配套的售楼处、会所业务,此类业务毛利率较低,但为公司核心业务的发展起到积极作用。

公司2012年设计业务承接向全装修业务高度倾斜,此类业务毛利率较低,拉低了设计业务的整体毛利率,但2012年以来,公司投资设立伍洲设计、思恺设计等设计类子公司,增强了公司设计能力,2013年毛利、毛利率均明显增长。随着公司与恒大地产的合作趋于稳定,异地项目的拓展趋于成熟,2014年度,公司综合毛利率较2013年度有所回升。目前公司装饰装修业务中住宅全装修业务比重已超过85%,因此,未来因产品结构变化导致公司毛利率下降的

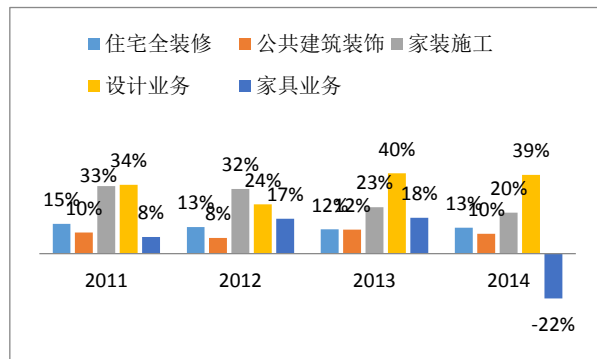
空间有限，公司综合毛利率水平将趋于稳定。家具业务毛利率逐年增长，公司除了为全装修业务提供部品配套服务，还销售了部分较高端的软装家具。

图 15 2014 年主营业务毛利占比情况



资料来源：招股说明书，中国银河证券研究部

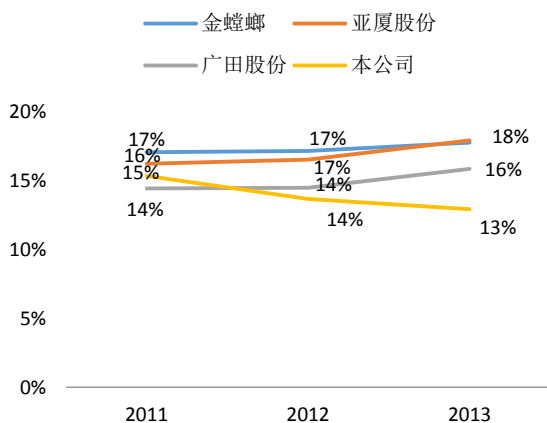
图 16 2011-2014 年主营业务毛利率情况



资料来源：招股说明书，中国银河证券研究部

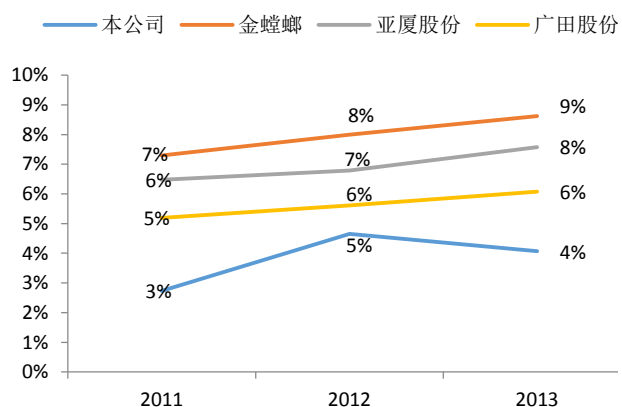
公司毛利率、净利率均低于同行业上市公司且差距较大。主要原因：（1）业务类型差异所致。公司主要致力于全装修业务，同行业上市公司均存在一定程度的公共建筑装饰业务；（2）客户结构所致。报告期内，公司恒大地产项目占比不断上升，从 2012 年的 28.74% 上升至 2014 年的 44.58%，恒大地产项目毛利率较低。

图 17 2013 年同行业上市公司毛利率比较



资料来源：Wind，中国银河证券研究部

图 18 2013 年同行业上市公司净利率比较

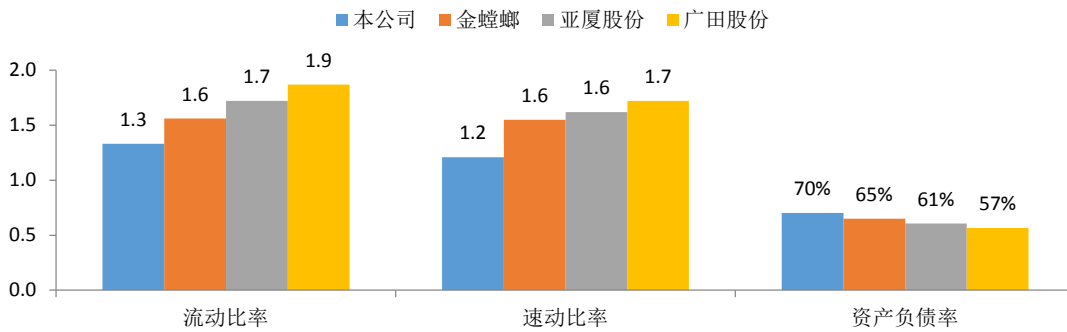


资料来源：Wind，中国银河证券研究部

## 2. 偿债能力

公司的流动比率速动比率低于同行业上市公司、资产负债率高于工行业上市公司，主要系同行业上市公司通过 IPO 后续再融资等方式筹集较多资金加强偿债能力所致。

图 19 2013 年同行业上市公司偿债能力相关比率比较

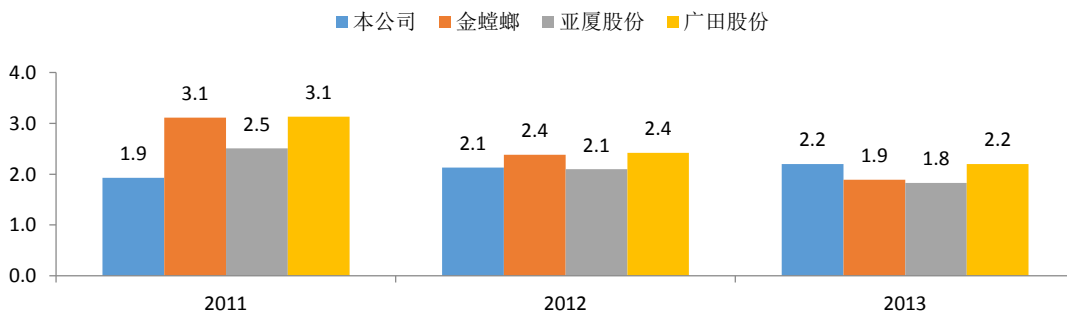


资料来源: Wind, 中国银河证券研究部

### 3. 资产周转能力

公司应收账款周转率略低于同行业上市公司,主要是公司以住宅全装修业务为主,客户主要为房地产开发商,同公共建筑装饰业务相比,项目周期较长,结算进度较慢。

图 20 2013 年同行业上市公司应收账款周转率比较

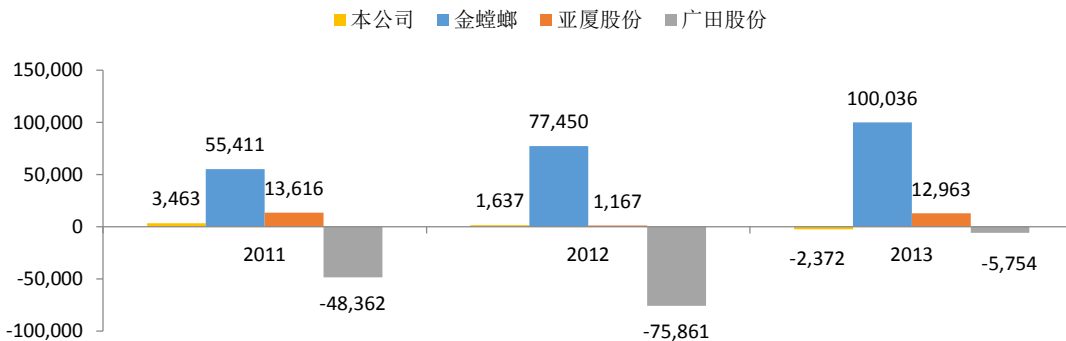


资料来源: Wind, 中国银河证券研究部

### 4. 现金流量

公司经营活动产生的现金流量净额较低,主要是公司正处于快速扩张期。随着公司项目不断竣工决算,资金将陆续收回。

图 21 2011-2013 年同行业上市公司经营活动现金净额比较



资料来源: Wind, 中国银河证券研究部

## (四) 竞争优势

### 1. 资质与品牌优势

公司具有建筑装饰工程设计专项甲级和建筑装饰装修工程专业承包一级“双甲”资质，蝉联十一届上海室内设计大赛金奖，四次荣获上海白玉兰工程奖。

公司在 2010 年中国房地产测评中心“2009 中国住宅全装修(公装)企业实力榜”中排名第二，是上海市装饰装修行业协会副会长单位、全国住宅装饰装修行业 AAA 级诚信企业。2011 年获得上海市优秀建筑装饰设计与施工企业；2012 年获得上海市建筑装饰金奖、全国建筑装饰奖等一系列荣誉称号。

### 2. 标准化优势

研发并出台全装修实施指导性标准。公司成立专门的研发部门，出台了住宅全装修标准体系(企业标准)，内容涵盖了设计、施工、部品配套、售后服务等环节的工艺、技术和管理标准。公司目前以住宅全装修一体化、标准化、产业化为研发方向，形成研发——培训——应用的有效研发模式，积极开发绿色、节能、环保、创新的行业装饰材料和工艺，用于全装修施工。

表 6 公司主要研发成果

1. 全装修工业化施工工艺标准
2. 全装修工业施工管理手册
3. 全装修木制品设计标准
4. 全装修木制品制作及安装工艺标准
5. 全装修木制品管理手册

资料来源: 招股说明书, 中国银河证券研究部

表 7 公司主要在研项目

1. 全装修产业化半自动墙面喷涂技术

- 
2. 全装修石、砖铺装技术
  3. 重建豪宅设计装修标准体系
- 

资料来源：招股说明书，中国银河证券研究部

公司还参与了全国和上海市政府多项关于住宅建设、装修、节能环保等课题的研发，并会同制定了系列标准。

**表 8 公司参与制定系列标准列表**

- 
1. 《住宅室内装饰装修工程质量验收规范》（国家标准）
  2. 《上海市节能省地型住宅实用技术应用指南》
  3. 《上海市全装修住宅（开发企业）组织管理导则》
  4. 《上海市新建全装修住宅设计导则》
  5. 《上海市新建全装修住宅室内装修设计文件审查要点及编制深度》
  6. 《上海市新建全装修住宅质量验收操作细则》
  7. 《上海市保障性住房建设导则》
  8. 《上海市保障性住房设计导则（公共租赁住房篇）》
  9. 《上海市保障性住房设计导则（经济适用房篇）》
- 

资料来源：招股说明书，中国银河证券研究部

### 3. 工业化、产业化优势

设计一体化。作为公司的核心竞争力，目前的设计团队规模近 200 人。公司室内设计在建筑设计的初始阶段就介入其中，通过建筑设计与室内设计协同工作，充分规划功能区、功能点布置，实现土建施工完成后，墙体不再拆改建切水电管线点位不再作调整变动，避免二次装修带来的污染和浪费。此外，公司建立设计资源共享平台（设计资源库）和网络协同制图平台，实现不同设计师之间的协同制图、同步更新、资源共享。

施工标准化、专业化。公司整个全装修施工过程全面执行《全装修工业化施工工艺标准》和《全装修工业施工管理手册》的相关准则。同时，公司提出并建立了“全装修工业化流水施工作业法”，打破传统装饰装修行业中水工、电工、木工、泥工、油漆工五大工种的分类，对施工作业全过程进行细分和排列组合，共划分为 18 个作业时段、86 个工作节点，每个工作节点，配置产业工人进行专项作业，提高住宅精装修生产效率和工程质量。

配套装饰部品产业化。目前住宅全装修领域的部品生产工厂化率较低，仍以现场量做为主。但公司现已拥有自己的木制品加工生产基地为住宅全装修进行工程配套，主要生产板式柜体、套装门、装配式护墙板、装饰木线条、踢脚线等，以配套装饰部品工厂化生产和现场装配为基础，有效提高劳动效率

### 4. 客户资源优势

多元化客户资源。公司经过多年住宅全装修市场的积累，与恒大地产、城开地产、上海置业、陆家嘴集团、华发集团、复地集团、万科地产、恒盛地产、绿地集团、龙湖地产、华润置地、世茂集团、凯德置地、格力地产等在内的国内多家一流房地产开发商建立合作关系。大型客户资源丰富，在经营稳定性、抗风险能力以及资金交付实力方面较有保障。

## （五）公司未来业绩驱动因素

公司的整体发展战略是秉承专业设计、专业施工和专业服务的经营理念，以涵盖住宅全装修设计、施工、配套部品加工和售后服务的全装修综合服务体系为依托，同时兼提供豪宅和公共建筑的装修装饰施工，努力成为中国领先的住宅全装修系统服务提供商，打造国内住宅全装修系列服务第一品牌。

### 1. 驱动因素之一：业务领域拓展

**完整住宅全装修产业链。**以“设计、部品部件生产、现场装配施工、售后服务加网络服务平台”模式，积极完整产业链，实现全装修业务的工业化和产业化，提升经济效益。本次募投项目之一建设装配式部品部件生产工厂，能够加快全装修工业化进程，大幅提高公司全装修项目的施工效率，缩短工期，扩大业务规模。

**拓展业务范围。**公司将积极配合城市化进程，通过协助政府，提供不同层次住宅的全装修服务而吸收大量的业务。公司目前全装修业务针对单一的商品住宅，计划逐步扩展到廉租房、公共租赁房、经济适用房等保障性住房。

### 2. 驱动因素之二：区域扩张，管理提升

**扩张经营区域。**近年来公司已在全国重点省市（华南、华中、西南、东北等地区）承接了大量住宅全装修项目，异地项目占比提高。未来公司将继续加大全国各地业务拓展力度，尤其是二、三线城市和中西部地区；将在全国范围内建立多个分支机构，便于各地的业务承接。本次募投项目之一设立全国四大区域中心（武汉、成都、西安、珠海），可将原本必须有上海总部消化的工作转由区域中心消化，增强全国范围内的业务承接能力，提高项目运作能效。

**改变公司管理架构。**随着公司业务全国化发展，异地管理水平需不断加强。目前公司主要采取集中式管理，由统一的管理总部、市场营销总部和建装本部等构成，同时拥有若干子公司和分公司。未来公司将采用官网格式管理，有母公司统一负责全国和各区域内的方案设计、原材料采购、市场推广、品牌宣传、标准制定、部件生产、质量监督、骨干培训和财务审核等工作，由各业务子公司负责业务的实施、现场管理、客户服务和售后维护。

同时还将筹资建设信息化工作平台，加强内部职能部门的运作和事业部内外双向管理的对接，提高公司整体运作效能，实现对人力、彩礼和项目的高效管理。

### 3. 驱动因素之三：强化优势与产能扩张

**扩充人员规模。**根据公司的发展计划，预计在未来三年内，通过各种招聘渠道引入优秀人才，以内部培养、梯队建设、管理培训生机制培养或者专业学校培训（自建或外包）来培育所需的设计、施工、技术和管理人员。截至 2013 年底，公司共有 863 名员工，高级管理人员占 3.71%。

本次募投项目之一综合楼建设项目主要包括设计创意中心建设、研发培训中心建设和总部办公楼建设。设计创意中心及研发培训中心的建立，帮助公司对所有设计、研发资源进行优化整合和重新配置，通过整合管理来发掘相关技术研究人员的潜能，强化公司在设计和研发方面的专业优势和技术优势。



## 四、募投项目分析

装配式部品部件生产工厂建设项目。根据公司目前业务增长速度的测算，预计 2015 年，公司对木制品的需求量将达到 48,000 万元，而本项目生产的木制品产值为 22,000 万元，公司自身需求将能够消化本项目生产的木制品。本项目预计第一、二年的达成系数为 75%、90%，第三年可以达产 22,000 万元，预计可实现收入 22,000 万元，可实现利润总额 5,500 万元。

综合楼建设项目，主要包括设计创意中心建设、研发培训中心建设和总部办公楼建设。设计创意中心员工人数拟定为 320 人，目前公司的设计团队规模近 200 人，拟继续增加 100 人，建筑面积达 3,530 平方米；研发培训中心人数拟定为 35 人，建筑面积达 1,720 平方米；总部办公楼建筑面积达 5,430.39 平方米。本项目建成后主要收入来自设计创意中心，预计每年 9,000 万元的收入，且能保持一定的增长。

信息化建设项目。信息化建设可降耗提效，公司每年用于各地分支机构内部信息交流的交通费用高达 400 万元；提升整体营销管理能力，整合资源优化生产流程。

四大区域中心建设项目（武汉、成都、西安、珠海）。区域中心建设将对扩大公司知名度和品牌辐射范围起到推动作用。

表 9 募投项目介绍（万元）

序号	募集资金项目使用	募集资金使用量	项目建设期（月）
1	装配式工厂建设项目	21,685.59	26
2	综合楼建设项目	24,668.16	14
3	信息化建设项目	3,610.27	18
4	区域中心建设项目	3,836.02	12
5	补充公司流动资金	36,199.96	-
合计		90,000	-

资料来源：招股说明书，中国银河证券研究

## 五、风险提示

**经济周期波动风险：**公司所从事行业与经济发展周期有着较强的相关性。公司的发展在很大程度上依赖于国民经济运行状况及国家固定资产投资规模，特别是基础设施投资规模，工业化、城市化进程等因素。

**原材料价格波动风险：**公司产品的原材料为钢材，包括钢板、型钢、焊管等，国内钢材价格波动幅度较大，如果公司工程投定价未能根据钢材价格波动做出适时调整，将对公司业绩带来负面影响。

**募集资金投资项目风险：**本次募集资金将投资于装配式工厂建设项目。上述投资项目的建成投产，将显著提高公司生产能力。若市场增速低于预期、竞争激烈或发行人市场开拓不力，该

项目将给发行人带来产能不能及时消化的风险。

**经营性净现金流波动的风险：**公司未能对经营性活动现金流进行有效管理，发行人经营活动和项目承接可能因经营活动现金流入不足而受到限制，从而对发行人的经营情况造成重大不利影响。

## 六、盈利预测与估值

2012-2014 年公司主营业务收入分别为 13.2/16.8/18.1 亿元，2013、2014 年的同比增速分别为 27.2%和 8.1%。结合公司业务发展情况，我们预测公司 2015-17 年营业收入分别增长 20%/16%/15%。

经模型测算，公司 2015 年、2016 年和 2017 年归母净利润分别为 1.10 亿元、1.28 亿元和 1.42 亿元，按发行后总股本 16000 万股计算的 2015/16/17 年 EPS 分别为 0.69/0.80/0.89 元。

参考相近公司的估值情况，结合公司未来的成长性，我们认为可给予一定的估值溢价，可给予公司 15 年 22-25 倍 PE，相对合理价值区间为 15.2-17.3 元。

公司本次拟发行不超过 4000 万股，不进行老股转让，发行后总股本不超过 16000 万股。预计募集资金 39400 万元，在没有超募且足额发行的情况下，对应发行理论价格不超过 9.85 元。

表 10：A 股可比公司估值情况

证券代码	证券简称	收盘价 (元)	EPS (元)				PE (X)				
			2013	2014E	2015E	2016E	2013	2014E	2015E	2016E	
002081.SZ	金螳螂	26.74	1.33	1.16	1.44	1.85	20.2	23.1	18.6	14.5	
002713.SZ	东易日盛	50.90	1.05	1.02	1.25	1.59	49.3	50.8	41.2	32.5	
002482.SZ	广田股份	19.43	1.02	1.03	1.18	1.46	19.2	19.0	16.6	13.5	
002375.SZ	亚厦股份	24.01	1.41	1.22	1.51	1.88	17.1	19.8	16.0	12.8	
行业平均								26.4	28.2	23.1	

资料来源：wind，中国银河证券研究部 注：表中收盘价为 2015 年 3 月 4 日价格，各公司未来三年 EPS 取自万得一致预测

利润表(百万元)						资产负债表(百万元)					
指标名称	2013	2014	2015E	2016E	2017E	指标名称	2013	2014	2015E	2016E	2017E
营业收入	1,676	1,812	2,174	2,522	2,900	货币资金	82	197	544	631	725
营业成本	1,459	1,567	1,859	2,156	2,486	存货	91	114	135	157	181
毛利率	12.9%	13.5%	14.5%	14.5%	14.3%	应收账款	765	963	1,072	1,244	1,430
营业税金及附加	55	58	70	81	93	其他流动资产	142	228	273	317	364
营业费用	17	19	23	27	31	<b>流动资产</b>	<b>1,080</b>	<b>1,503</b>	<b>2,024</b>	<b>2,348</b>	<b>2,700</b>
营业费用率	1.04%	1.08%	1.08%	1.08%	1.08%	固定资产	20	21	64	92	120
管理费用	38	42	49	57	65	长期股权投资	1	2	2	2	2
管理费用率	2.26%	2.30%	2.25%	2.25%	2.25%	无形资产	34	37	71	69	67
财务费用	13	16	18	21	24	其他长期资产	25	78	54	43	39
财务费用率	0.78%	0.89%	0.85%	0.83%	0.83%	<b>非流动资产</b>	<b>81</b>	<b>137</b>	<b>190</b>	<b>206</b>	<b>228</b>
投资收益	-1	-2	0	0	0	<b>资产总计</b>	<b>1,161</b>	<b>1,640</b>	<b>2,214</b>	<b>2,554</b>	<b>2,928</b>
<b>营业利润</b>	<b>82</b>	<b>96</b>	<b>143</b>	<b>166</b>	<b>186</b>	短期借款	111	299	377	500	629
营业利润率	4.88%	5.32%	6.56%	6.59%	6.43%	应付账款	571	702	833	966	1,114
营业外收入	11	9	9	9	9	其他流动负债	132	188	156	157	160
营业外支出	0	0	0	0	0	<b>流动负债</b>	<b>815</b>	<b>1,189</b>	<b>1,367</b>	<b>1,623</b>	<b>1,903</b>
<b>利润总额</b>	<b>92</b>	<b>105</b>	<b>151</b>	<b>174</b>	<b>195</b>	长期负债	0	27	0	0	0
所得税	24	28	39	45	51	其他长期负债	0	0	0	0	0
所得税率	26.1%	26.5%	26.0%	26.0%	26.0%	<b>非流动性负债</b>	<b>0</b>	<b>27</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
少数股东损益	1	2	1	2	2	<b>负债合计</b>	<b>815</b>	<b>1,216</b>	<b>1,367</b>	<b>1,623</b>	<b>1,903</b>
<b>归母净利润</b>	<b>67</b>	<b>75</b>	<b>110</b>	<b>128</b>	<b>142</b>	股本	120	120	160	160	160
净利率	4.00%	4.14%	5.08%	5.06%	4.91%	资本公积	28	28	312	312	312
EPS (元)	0.42	0.47	0.69	0.80	0.89	<b>股东权益合计</b>	<b>345</b>	<b>420</b>	<b>832</b>	<b>935</b>	<b>1,048</b>
						少数股东权益	2	4	5	7	8
						<b>负债权益总计</b>	<b>1,161</b>	<b>1,640</b>	<b>2,214</b>	<b>2,554</b>	<b>2,928</b>
现金流量表 (百万元)						主要财务指标					
指标名称	2013	2014	2015E	2016E	2017E	指标名称	2013	2014	2015E	2016E	2017E
净利润	67	75	110	128	142	<b>增长率 (%)</b>					
少数股东权益	1	2	1	2	2	营业收入	27.22	8.12	20.00	16.00	15.00
折旧和摊销	5	6	51	82	81	营业利润	17.80	17.94	47.85	16.47	12.20
营运资金变动	-122	-169	-56	-83	-89	净利润	8.51	12.02	47.16	15.55	11.61
其他	25	28	21	25	28	<b>利润率 (%)</b>					
<b>经营现金流</b>	<b>-24</b>	<b>-58</b>	<b>128</b>	<b>153</b>	<b>164</b>	毛利率	12.92	13.51	14.50	14.50	14.30
资本支出	-6	-57	-102	-95	-100	EBIT Margin	6.36	6.93	7.97	7.95	7.76
投资收益	0	0	0	0	0	EBITDA Margin	6.67	7.28	10.33	11.19	10.55
资产变卖	0	0	0	0	0	净利率	4.00	4.14	5.08	5.06	4.91
其他	-2	-2	0	0	0	<b>回报率 (%)</b>					
<b>投资现金流</b>	<b>-8</b>	<b>-59</b>	<b>-102</b>	<b>-95</b>	<b>-100</b>	净资产收益率	19.42	19.62	17.63	14.44	14.36
发行股票	67	0	324	0	0	总资产收益率	5.77	5.37	5.74	5.36	5.21
负债变化	-20	199	36	76	83	<b>其他 (%)</b>					
股息支出	0	0	-22	-26	-28	资产负债率	70.17	74.17	61.73	63.57	64.98
其他	-66	0	-18	-21	-24	所得税率	26.09	26.46	26.00	26.00	26.00
<b>融资现金流</b>	<b>-19</b>	<b>199</b>	<b>320</b>	<b>29</b>	<b>30</b>	股利支付率	0.00	0.00	20.00	20.00	20.00
<b>现金及等价物</b>	<b>-51</b>	<b>82</b>	<b>346</b>	<b>87</b>	<b>95</b>						

资料来源：中国银河证券研究部

## 插图目录

图 1 公司股权架构图 (IPO 前)	3
图 2 公司业务模式	4
图 3 2009 年中国主要城市住宅精装修比例	5
图 4 万科精装修住宅历年占比	6
图 5 2012 年主要开发商精装修比例	6
图 6 我国人均国民收入情况 (元)	7
图 7 我国城镇化率情况	7
图 8 2000-2014 年商品住宅销售面积 (万平方米)	8
图 9 2011-2014 年公司主营收入及占比 (万元)	9
图 10 2011-2014 年公司业务板块收入情况 (万元)	9
图 11 2012、2013、2014 年主营业务收入增长情况	10
图 12 2011-2014 年主营业务收入占比情况	10
图 13 2014 年公司前五大客户 (万元)	10
图 14 2014 年公司主营业务区域分布情况	10
图 15 2014 年主营业务毛利占比情况	12
图 16 2011-2014 年主营业务毛利率情况	12
图 17 2013 年同行业上市公司毛利率比较	12
图 18 2013 年同行业上市公司净利率比较	12
图 19 2013 年同行业上市公司偿债能力相关比率比较	13
图 20 2013 年同行业上市公司应收账款周转率比较	13
图 21 2011-2013 年同行业上市公司经营活动现金净额比较	14

## 表格目录

表 1 公司大事记	3
表 2 住宅精装修推广相关政策	5
表 3 住宅精装修产值测算	8
表 4 公司主要竞争对手	8
表 5 盈利能力分析 (万元)	11
表 6 公司主要研发成果	14
表 7 公司主要在研项目	14
表 8 公司参与制定系列标准列表	15
表 9 募投项目介绍 (万元)	17
表 10: A 股可比公司估值情况	18

## 评级标准

### 银河证券行业评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

**推荐：**是指未来 6—12 个月，行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 20% 及以上。该评级由分析师给出。

**谨慎推荐：**行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报。该评级由分析师给出。

**中性：**行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）与交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报相当。该评级由分析师给出。

**回避：**行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）低于交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 10% 及以上。该评级由分析师给出。

### 银河证券公司评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

**推荐：**是指未来 6—12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 20% 及以上。该评级由分析师给出。

**谨慎推荐：**是指未来 6—12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%—20%。该评级由分析师给出。

**中性：**是指未来 6—12 个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。该评级由分析师给出。

**回避：**是指未来 6—12 个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10% 及以上。该评级由分析师给出。

**鲍荣富，建筑与工程行业证券分析师。**本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接受到任何形式的补偿。（本人承诺不利用自己的身份、地位和执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利）。

### 覆盖股票范围：

**港股：**中国铁建（01186.HK）、中国中铁（00390.HK）、中国交建（01800.HK）

**A 股：**中国建筑（601668.SH）、中国海诚（002116.SZ）、苏交科（300284.SZ）、达实智能（002421.SZ）、延华智能（002178.SZ）、赛为智能（300044.SZ）、中国化学（601117.SH）、三维工程（002469.SZ）、围海股份（002586.SZ）、东华科技（002140.SZ）、金螳螂（002081.SZ）、洪涛股份（002325.SZ）、亚厦股份（600237.SZ）、尚荣医疗（002551.SZ）、普邦园林（002663.SZ）、棕榈园林（002431.SZ）、蒙草抗旱（300355.SZ）等。

## 免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券，银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。银河证券认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。客户不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

银河证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。银河证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部份，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给银河证券客户的，属于机密材料，只有银河证券客户才能参考或使用，如接收人并非银河证券客户，请及时退回并删除。

所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为银河证券的商标、服务标识及标记。

银河证券版权所有并保留一切权利。

## 联系

### 中国银河证券股份有限公司 研究部

上海浦东新区富城路 99 号震旦大厦 15 楼  
深圳市福田区福华一路中心商务大厦 26 层  
北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座  
北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座  
北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座  
公司网址：[www.chinastock.com.cn](http://www.chinastock.com.cn)

### 机构请致电：

上海地区：何婷婷 021-20252612 [hetingting@chinastock.com.cn](mailto:hetingting@chinastock.com.cn)  
深广地区：詹璐 0755-83453719 [zhanlu@chinastock.com.cn](mailto:zhanlu@chinastock.com.cn)  
海外机构：李笑裕 010-83571359 [lixiaoyu@chinastock.com.cn](mailto:lixiaoyu@chinastock.com.cn)  
北京地区：王婷 010-66568908 [wangting@chinastock.com.cn](mailto:wangting@chinastock.com.cn)  
海外机构：刘思瑶 010-83571359 [liusiyao@chinastock.com.cn](mailto:liusiyao@chinastock.com.cn)