

## 住宅全装及豪宅装修领军者，携手易居打造 O2O 电商

### 核心观点：

- **住宅全装修领军者，豪宅装饰第一品牌。**公司主营业务包括住宅全装修、豪宅、公共建筑装饰，打造了汤臣一品、华府天地、檀宫等中国顶级豪宅，参与上海世博会主题馆绍兴饭店、石油馆、澳门馆，蝉联 12 届上海室内设计大赛金奖。2014 年实现营收/归母净利润 18.12/0.75 亿元，近 4 年收入 CAGR 达 18.24%，住宅全装修业务占比 86.3%，恒大地产业务占比 44.6%。公司实际控制人朱斌持股 34.26%。恒大地产董事局主席之子许智健持股 3.28%，易居中国旗下易居生源/易居生泉合计持股 3.28%。
- **住宅全装修过去 5 年 CAGR 为 24.7%，2015 年产值将达 8500 亿元，龙头公司触网已成趋势。**全国住宅平均全装修比例不足 10%，相较于发达国家 80% 以上的比例，国内全装修市场提升空间巨大。国家政策鼓励、节能环保、消费升级等都将促进住宅全装修行业的发展。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%，市场集中度极低。
- **携手易居打造家装 O2O 平台潜力较大。**公司参股 40% 的全筑易家居配套有限公司已搭建全筑易家完美入住 O2O 电商平台。易居中国（新浪持股 20.6%）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，在装修领域已搭建“抢工长”平台。我们判断，凭借易居中国的股东背景及公司自身在住宅装修领域的领先优势，公司家装电商 O2O 业务或将走上一条“大平台、专业化、差异化”的商业模式。
- **上市后全国扩张加速，持续快速成长可期。**（1）上市后公司品牌、资金及资本运作能力迅速增强，公司已设立武汉、成都、西安、珠海四大区域中心，全国化扩张将加速。（2）深耕住宅全装修，一体化产业链及产业化推动规模化扩张。公司已建立“设计-部品部件生产-现场装配施工-售后服务-网络服务平台”一体化产业链，实现全装修工业化和产业化，参与编制 9 项国家及上海标准。（3）盈利能力存较大提升空间。2014 年毛利率、净利率分别为 13.51%、4.26%，低于同业可比公司。随着公司异地拓展趋于成熟，成本管控加强，盈利能力有望不断提高。
- **风险因素：**房地产调控持续、行业政策变动、应收账款风险等。
- **盈利预测与估值：**我们预测公司 2015~17 年 EPS 分别为 0.63/0.72/0.83 元，CAGR 达 21%。参考可比公司估值，我们认为公司传统业务可给予 2015 年 30-35 倍 PE，家装电商业务可给予 40 亿权益市值，对应目标价 44.0-47.0 元。首次覆盖，给予“推荐”评级。

主要经营指标	2013	2014	2015E	2016E	2017E
营业收入(百万)	1676	1812	2179	2529	2909
增长率 (%)	27.2	8.1	20.29	16.04	15.01
净利润(百万)	67	75.01	100.16	115.45	132.45
增长率 (%)	8.5	12.0	33.54	15.26	14.73
EPS	0.42	0.47	0.63	0.72	0.83
PE	87	78	58	51	44
PB	12.7	10.5	7.1	6.4	5.7

资料来源：中国银河证券研究部。注：股价为 2015 年 4 月 22 日收盘价

## 全筑股份 (603030.SH)

**推荐** 首次评级

目标价 **44.0-47.0 元**

### 分析师

鲍荣富

☎: 021-20252629

✉: baorongfu@chinastock.com.cn

执业证书编号: S0130514050003

特此鸣谢

周松

☎: 021-68596786

✉: zhousong\_yj@chinastock.com.cn

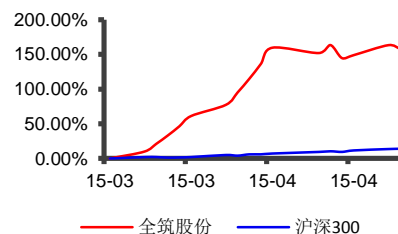
执业证书编号: S0130114120010

冉孟曦对此报告亦有贡献

### 市场数据 时间 2015.04.22

A 股收盘价(元)	35.94
A 股一年内最高价(元)	40.49
A 股一年内最低价(元)	14.18
上证指数	4135.57
市净率	7.50
总股本(万股)	16000.00
实际流通 A 股(万股)	4000.00
限售的流通 A 股(万股)	12000.00
流通 A 股市值(亿元)	14.38

### 相对指数表现图



资料来源：中国银河证券研究部

### 相关研究

《新股定价报告-全筑股份 (603030.SH): 华东住宅全装修领跑者》

2015/03/5

## 目 录

一、公司概况：住宅全装修及豪宅装修领军者.....	3
(一) 公司基本情况.....	3
(二) 股权架构.....	4
二、行业分析：住宅全装修市场空间大，龙头公司触网已成趋势.....	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：上市加快全国扩张，触网打开成长空间.....	9
(一) 业务构成.....	9
(二) 区域结构.....	10
(三) 公司财务分析.....	11
(四) 公司未来业绩驱动因素.....	12
四、风险提示.....	16
五、盈利预测与估值.....	16

## 一、公司概况：住宅全装修及豪宅装修领军者

### (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。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，蝉联11届上海室内设计大赛金奖，四次荣获上海白玉兰工程奖。

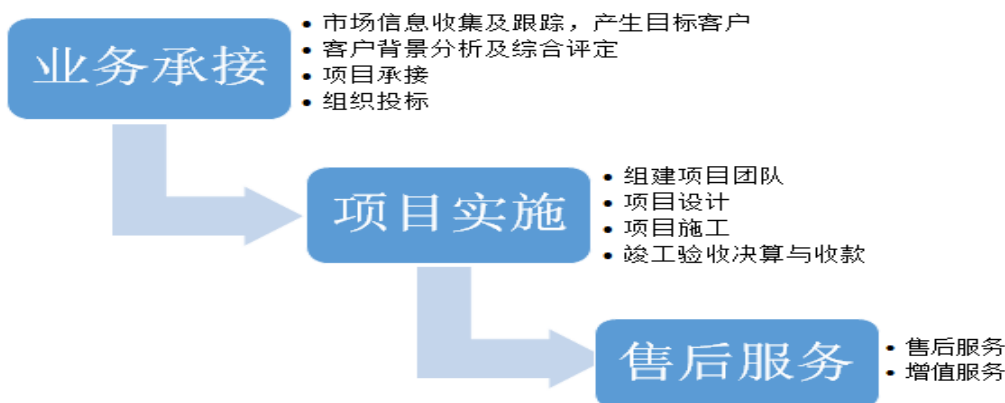
表 1:公司大事记

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

公司主营业务为建筑装饰工程设计和施工，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，提供住宅装修整体解决方案及系统服务，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，套内水、电、卫生间等日常基础配套设备，达到可入住状态。公司经营模式是直属经营，自主承揽业务并组织实施。

图 1: 公司业务模式



资料来源：招股说明书，中国银河证券研究部

全筑股份旗下有多家子公司分管设计、施工、家具制造以及电子商务等。

表 2:公司主要参股和控股公司

序号	关联方名称	主营业务	关联关系
1	全筑设计	建筑装饰设计	控股子公司，本公司持有其100%的股权

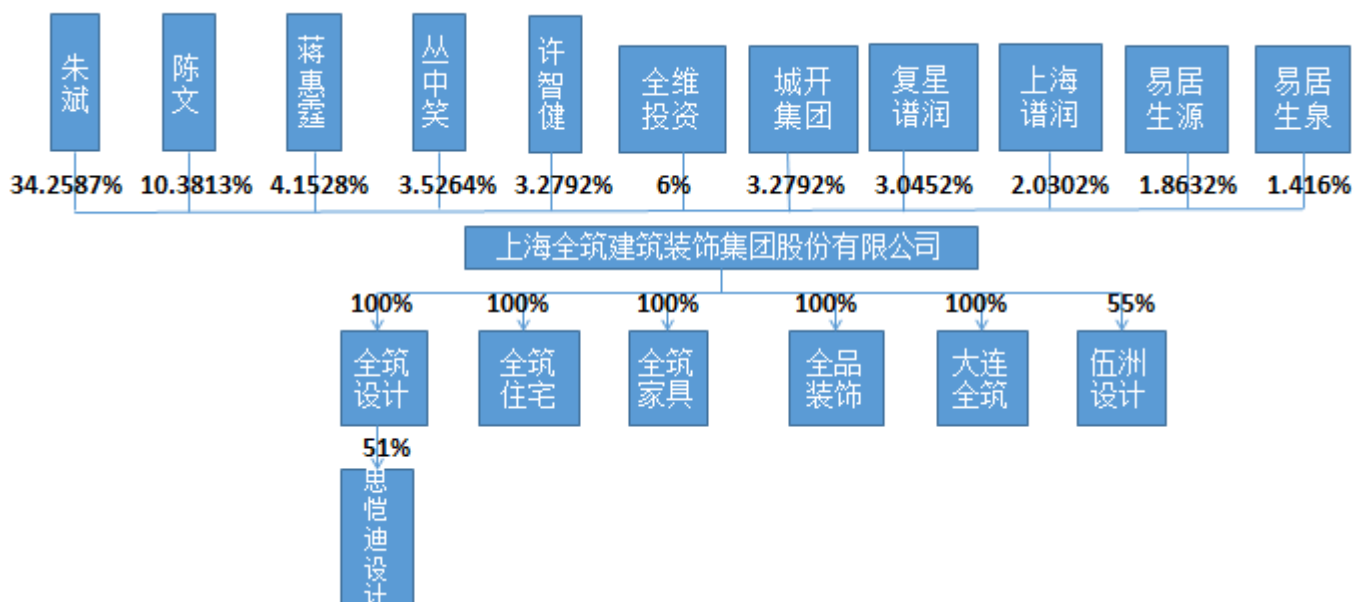
2	全筑住宅	住宅室内装饰施工	控股子公司，本公司持有其100%的股权
3	全筑家具	板式家具制造	控股子公司，本公司持有其100%的股权
4	全品装饰	全装修配套	控股子公司，本公司持有其100%的股权
5	大连全筑	建筑装饰施工	控股子公司，本公司持有其100%的股权
6	思恺迪设计	建筑设计，室内设计	控股子公司，全筑设计持有其51%的股权
7	伍洲设计	建筑装饰设计、园林设计	控股子公司、本公司持有其55%的股权
8	全筑易家居	室内装饰及设计、电子商务	参股公司、本公司持有其40%的股权

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，持有公司发行后总股本的34.26%。其中恒大地产董事局主席之子许智健为第六大股东，持有3.28%的股份。易居生源、易居生泉委派人均均为易居中国控股有限公司董事局主席兼总裁周忻，合计持股3.28%。上海城开集团持股3.28%，复星谱润持股3.05%，上海谱润持股2.03%。

图 2：公司股权架构图



资料来源：招股说明书，中国银河证券研究部

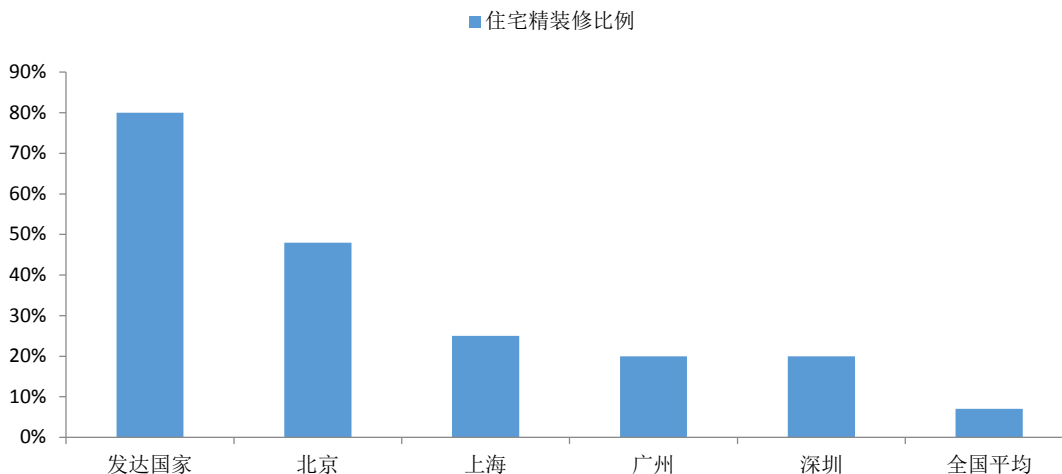
## 二、行业分析：住宅全装修市场空间大，龙头公司触网已成趋势

### （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：中国主要城市住宅精装修比例



资料来源：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 3：住宅精装修推广相关政策

年份	文件名称	主要内容
1999	《关于推进住宅产业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菜单式全装修交房。
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》	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

**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，并宣布退出毛坯房市场。

图 4：万科精装修住宅历年占比

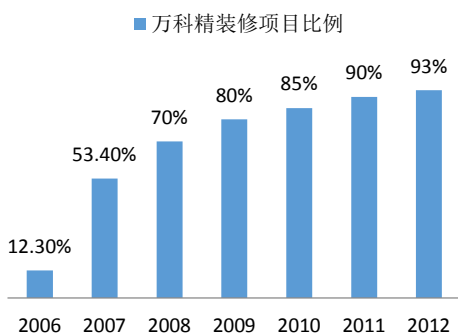
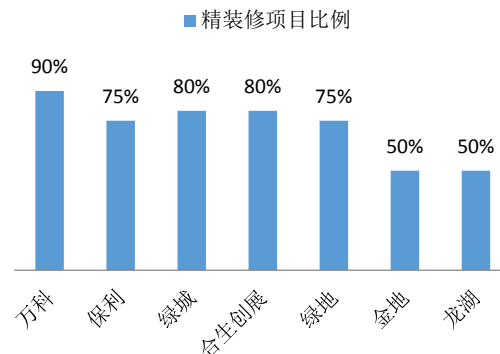


图 5：2012 年主要开发商精装修比例



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 1000 美元是城镇化的“起飞点”，人均国民收入在 800-3000 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）

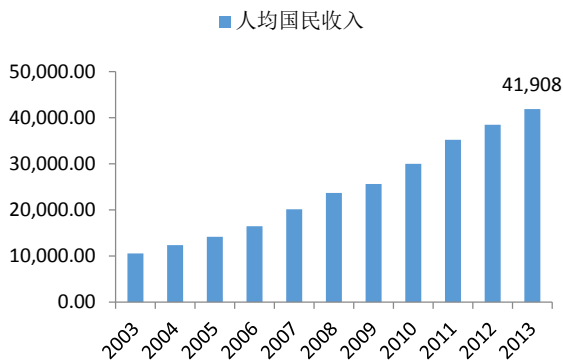
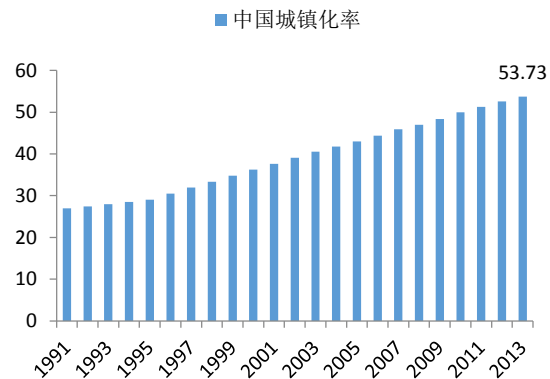


图 7：我国城镇化率情况



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

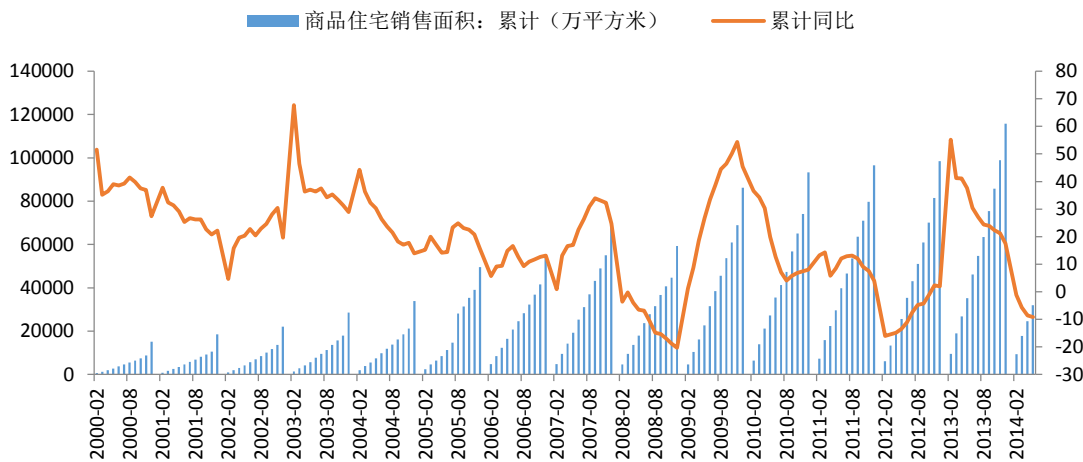
**人口结构 20 年内刚性需求。**数据显示，2013 年年末，中国 16-59 岁的人口数量约达到 91,954 万人，占全国总人口的 67.6%，而这部分人口构成了住宅消费的主力军。同时，我国建国以来第三次生育高峰（1980-1991 年）出生的人群逐渐开始步入“消费旺盛期”，他们对住宅消费量正在释放。

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

**住宅精装修主要集中在增量需求部分，预计在未来二十年城镇化快速发展阶段，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 年商品住宅销售较为平稳，销售面积从 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，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，预计 2015 年楼盘整体精装修产值将达 8500 亿元。**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 4：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。2014 年全国装饰装修企业超过 14 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 5：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

### **建筑装饰行业龙头金螳螂、亚厦、广田、洪涛等纷纷布局互联网家装，触网已成为行业趋势。**

我们认为，装修作为痛点非常多的“心塞行业”，在行业深度耕耘的传统装饰公司借助互联网手段，将带来行业标准、供应链、施工人员等深度变革，有望实现行业新一轮的整合与洗牌。

表 6：主要上市进军家装电商案例

上市公司	电商名称	参股/收购价格（万元）	持股比例
洪涛股份	中装新网	3600	53.00%
亚厦股份	炫维网络	11976	56.22%
金螳螂	家装 e 站	4100	41.00%
宝鹰股份	我爱我家	10800	20.00%

资料来源：公司公告，中国银河证券研究部

## 三、公司分析：上市加快全国扩张，触网打开成长空间

### （一）业务构成

**公司客户资源多元化，大型客户资源丰富。**经过多年住宅全装修市场的积累，全筑股份与恒大地产、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了合作关系，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。

**2011-2014 年公司营业收入 CAGR 达 18.24%，全装修业务占比超过 80%。**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 年公司主营收入利润及增长率

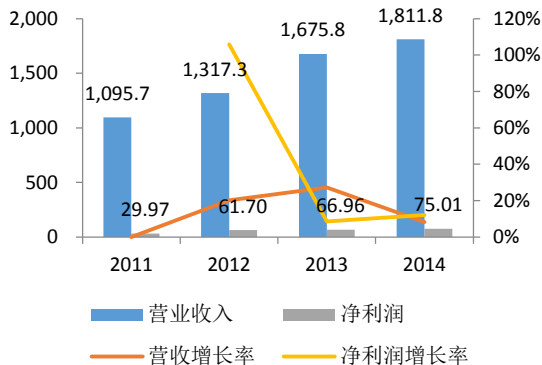
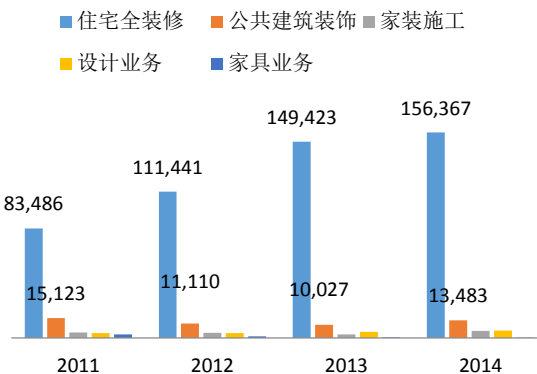


图 10 2011-2014 年公司业务板块收入情况 (万元)



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

受益于国家政策利好及公司全装修“一体化产业链”的发展，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，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%。公共建筑装饰、家装施工、家具业务增长幅度较小，占比较低。

图 11: 2012-2014 年主营业务收入增长情况

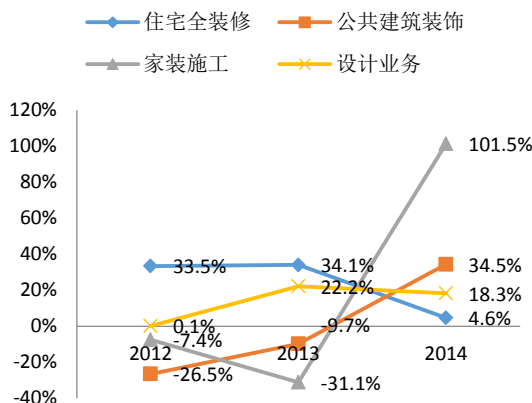
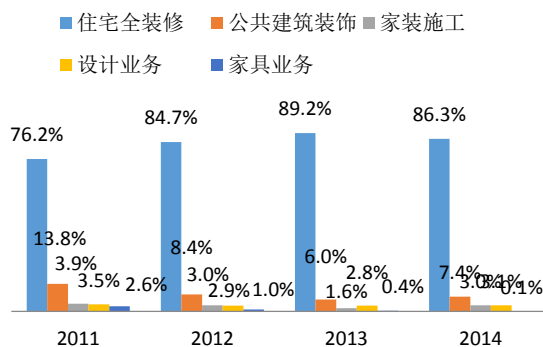


图 12: 2011-2014 年主营业务收入占比情况



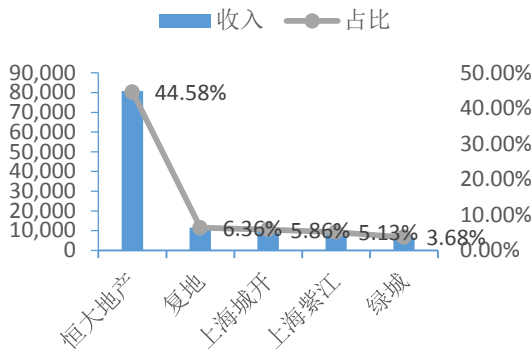
资料来源: 招股说明书, 中国银河证券研究部

资料来源: 招股说明书, 中国银河证券研究部

## (二) 区域结构

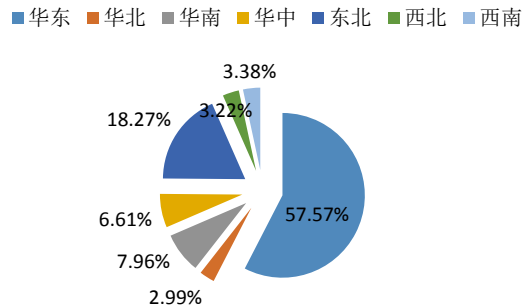
以华东为起点，逐步全国化扩展。公司目前主要客户为恒大地产公司，占比不断上升，从 2012 年的 28.74% 上升至 2014 年的 44.58%。公司总部为上海，早期业务主要集中在华东地区。报告期内，公司逐步加大全国业务拓展力度，成立了海南、成都、北京、天津等分公司，华南、华中、西南、华北、东北地区的业务量逐步增大。

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

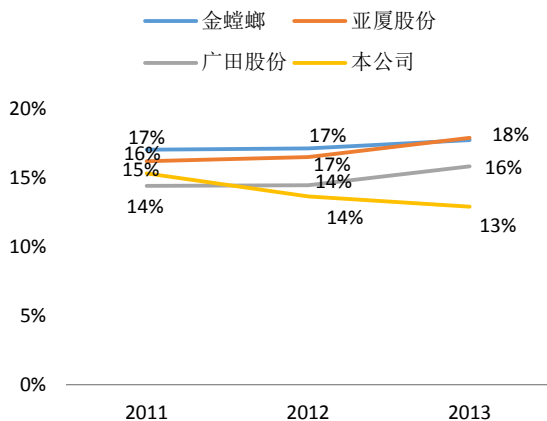


资料来源：招股说明书，中国银河证券研究部

### （三）公司财务分析

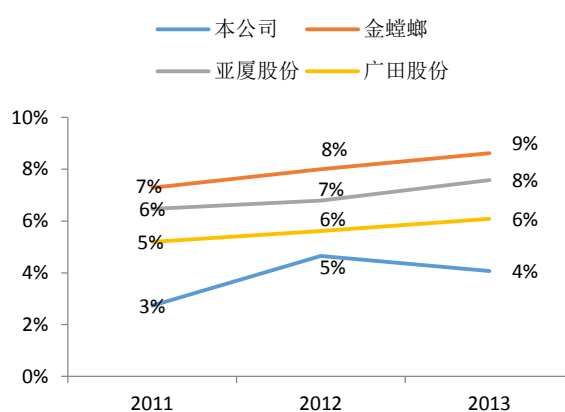
公司毛利率、净利率均低于同行业上市，上市之后存在较大的改善空间。2014 年度，公司综合毛利率和净利率分别为 13.51%和 4.26%，较 2013 年度有所提升。2014 年公司住宅全装修业务毛利贡献快速上升，全装修毛利占比从 2011 年的 72.85%上升至 89.18%，成为公司利润的主要来源。随着公司与恒大地产的合作趋于稳定，异地项目的拓展趋于成熟，未来采用信息化管理体系，上市之后不断加强异地管控能力，公司综合毛利率水平、净利润或将不断提高。

图 15：2013 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 16：2013 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

图 17：2014 年主营业务毛利占比情况

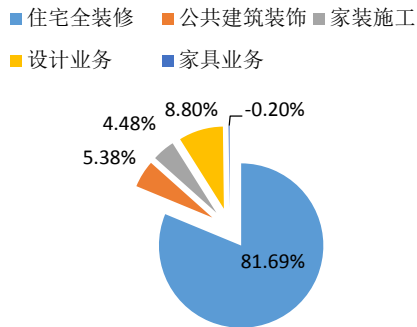
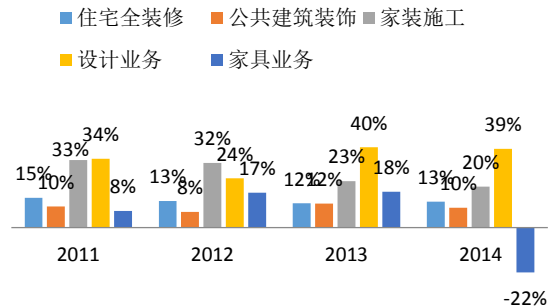


图 18：2011-2014 年主营业务毛利率情况

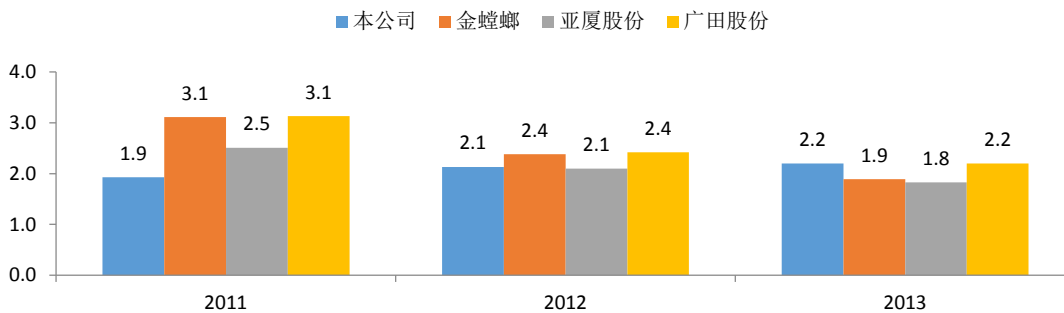


资料来源：招股说明书，中国银河证券研究部

资料来源：招股说明书，中国银河证券研究部

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 19：2013 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

## （四）公司未来业绩驱动因素

### 1、与易居中国合作触网家装 O2O

上海全筑易家居配套有限公司，是由纽交所上市的易居中国房商集团、新浪乐居和上海全筑装饰集团合资成立的全新商业模式企业，是目前国内首家全装修住宅家居配套 O2O 模式电商企业。全筑股份拥有联营企业全筑易家居 40% 的股份。

图 20：易居中国商业模式及电商布局



资料来源：公司网站，中国银河证券研究部

易居中国（新浪持股 20.6%）中国领先的房地产全产业链服务商，是同时拥有营销代理、互联网电商、数据信息等在内的大平台。乐居（易居中国持股 69.7%、腾讯持股 15.8%）作为易居中国旗下互联网及电商 O2O 平台，服务于新房、二手房、家居三大领域，已覆盖全国 256 座城市，85%以上品牌房地产客户、超过 20 万个楼盘项目。

在装修领域，乐居目前已投资互联网装修服务生态平台——抢工长。与金螳螂、亚厦股份等传统装饰公司切入点不同，传统装修公司去中介化仅仅涉足设计师、材料销售环节，但在施工环节仍然是“加盟商/装修公司-工长-装修工人”，而乐居抢工长搭建的是“工长-装修工人”产业链，客户可直接选择工长，施工环节费用可节约 30%。

图 21：乐居“抢工长”装修服务流程

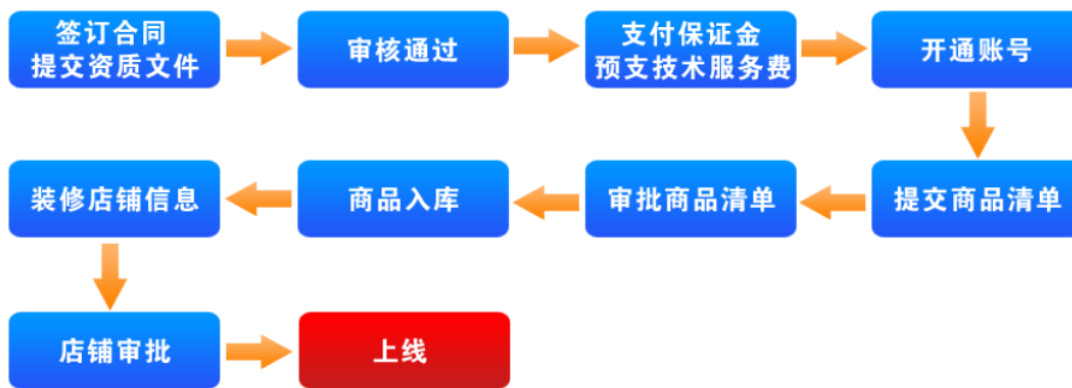
STEP1.	赏案例	100%真实的工长装修案例全部展现，业主自由鉴赏选择。
STEP2.	抢工长	根据工长口碑、成功案例，在线抢选心仪工长。
STEP3.	免费服务	备选工长提供量房、设计、报价一条龙免费服务。
STEP4.	方案确认	消费者满意后与抢工长平台签订三方合同。
STEP5.	付款	业主付款给平台，装修开始，监督过程开启。
STEP6.	施工	可通过装修宝APP实时监控装修进度，随时与工长沟通。
STEP7.	验收	装修完成，免费提供专业监理服务，保障装修质量。
STEP8.	放款	业主对装修满意之后，在线确认支付。
STEP9.	晒单好评	分享装修精彩，成为平台全新案例，传递新浪家居抢工长。

资料来源：公司网站，中国银河证券研究部

易家居专为新建精装修住宅楼盘服务，是全国首家促进售楼与交房的线上线下家居整合服务商；为新建楼盘开发商提供售楼样板房设计与整体家居产品配套，为新建楼盘销售商提供全户型、多方案全效果图在线样板房设计，为新建楼盘购房业主提供买房与入住前的整体家居方案线上线下专业设计顾问服务。公司计划三年内为全国 1000 个新建住宅楼盘提供入住系统服务。

全筑易家完美入住平台链接和新浪家居合作的家居就建材商城，在给用户按照户型设计之后会列出相关家居装饰品清单，节约了用户自己寻找的时间，并有多种方案可以替代，让用户的选择更加广泛。家居就属于 B2C 领域的开放式交易平台，其提供家装设计、装饰建材、精品家具、家用电器、家饰家纺、居家生活等六大类商品交易与服务，为商家提供多维度、自主经营的交易空间。商家入驻并开通自己的店铺，通过家居就-广域的客户群体达成商品交易，依托家居就-的统一经营、统一营销、统一管理，延伸品牌的影响力。

图 22：商家入驻家居就商城流程



资料来源：Wind，中国银河证券研究部

我们判断，凭借易居中国的股东背景，携手易居已搭建的合资电商 O2O 平台，公司自身在住宅全装修、豪宅装修领域的领军优势，公司家装电商 O2O 或将走上一条“大平台、专业化、差异化”的商业模式。

## 2、领先行业的一体化产业链及工业化

公司以“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，积极完善产业链，实现全装修业务的工业化和产业化。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。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、公共租赁放、经济适用房等保障性住房。

公司研发并出台全装修实施指导性标准，内容涵盖了设计、施工、部品配套、售后服务等环节。公司采用设计一体化战略，目前设计团队规模近 200 人。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。

**表 7：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

**公司还参与了全国和上海市政府多项课题研究，并参与制定了全装修、保障房、节能环保系列标准。**

**表 8：公司参与制定国家及上海标准列表**

- |                                  |
|----------------------------------|
| 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、上市后全国扩张加速

**全国化扩张加速，建立四大区域中心。公司 IPO 募投项目之一为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而由区域中心消化，增强全国范围内的业务承接能力，提高项目运作能效。**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。未来公司将进一步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。

**公司募投资金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、材料和项目的高效管理，管理效率及业绩提升空间较大。**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。

**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

## 四、风险提示

**经营环境变化风险：**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。

**房地产调控风险：**房地产调控政策对于公司的影响主要体现在公司应收款项的增加以及部分住宅全装修项目收入确认周期和决算周期的延长。

**下游客户订单减少或放缓导致公司业绩波动的风险：**如果未来出现公司主要客户订单大幅减少或者放缓，导致公司按照完工百分比法无法确认收入或者难以得到甲方确认的情形，将导致公司业绩出现大幅下降。

**对重大客户恒大地产存在单一客户依赖的风险：**由于目前恒大地产项目占比较高，短期内恒大地产项目变动将对公司业绩产生重要影响，如果公司与恒大地产的合作关系不能持续，或者恒大地产经营发生重大变化，或者来自恒大地产的项目订单出现大幅减少或停滞，将对公司经营及业绩造成重大不利影响。

## 五、盈利预测与估值

我们预测公司 2015~17 年 EPS 分别为 0.63/0.72/0.83 元，CAGR 达 21%。参考可比公司估值，我们认为公司传统业务可给予 2015 年 30-35 倍 PE，家装电商业务可给予 40 亿权益市值，对应目标价 44.0-47.0 元。首次覆盖，给予“推荐”评级。



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	2,179	2,529	2,909	货币资金	82	197	545	632	727
营业成本	1,459	1,567	1,874	2,175	2,501	存货	91	114	136	158	182
毛利率	12.9%	13.5%	14.0%	14.0%	14.0%	应收账款	765	963	1,075	1,247	1,434
营业税金及附加	55	58	70	82	93	其他流动资产	142	228	274	318	365
营业费用	17	19	23	27	31	<b>流动资产</b>	<b>1,080</b>	<b>1,503</b>	<b>2,030</b>	<b>2,355</b>	<b>2,709</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	50	58	67	长期股权投资	1	2	2	2	2
管理费用率	2.26%	2.30%	2.30%	2.30%	2.30%	无形资产	34	37	71	69	67
财务费用	13	16	19	22	25	其他长期资产	25	78	54	43	39
财务费用率	0.78%	0.89%	0.86%	0.86%	0.86%	<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>2,220</b>	<b>2,561</b>	<b>2,937</b>
<b>营业利润</b>	<b>82</b>	<b>96</b>	<b>131</b>	<b>152</b>	<b>176</b>	短期借款	111	299	384	515	652
营业利润率	4.88%	5.32%	6.01%	6.02%	6.04%	应付账款	571	702	840	975	1,121
营业外收入	11	9	9	9	9	其他流动负债	132	188	155	155	158
营业外支出	0	0	0	0	0	<b>流动负债</b>	<b>815</b>	<b>1,189</b>	<b>1,379</b>	<b>1,645</b>	<b>1,932</b>
<b>利润总额</b>	<b>92</b>	<b>105</b>	<b>139</b>	<b>160</b>	<b>184</b>	长期负债	0	27	0	0	0
所得税	24	28	36	42	48	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	3	3	4	<b>负债合计</b>	<b>815</b>	<b>1,216</b>	<b>1,379</b>	<b>1,645</b>	<b>1,932</b>
<b>归母净利润</b>	<b>67</b>	<b>75</b>	<b>100</b>	<b>115</b>	<b>132</b>	股本	120	120	160	160	160
净利率	4.00%	4.14%	4.60%	4.57%	4.55%	资本公积	28	28	312	312	312
EPS (元)	0.42	0.47	0.63	0.72	0.83	<b>股东权益合计</b>	<b>345</b>	<b>420</b>	<b>824</b>	<b>917</b>	<b>1,023</b>
						少数股东权益	2	4	7	10	14
						<b>负债权益总计</b>	<b>1,161</b>	<b>1,640</b>	<b>2,220</b>	<b>2,561</b>	<b>2,937</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	100	115	132	<b>增长率 (%)</b>					
少数股东权益	1	2	3	3	4	营业收入	27.22	8.12	20.29	16.04	15.01
折旧和摊销	5	6	51	82	81	营业利润	17.80	17.94	35.67	16.25	15.54
营运资金变动	-122	-169	-56	-83	-90	净利润	8.51	12.02	33.54	15.26	14.73
其他	25	28	22	25	29	<b>利润率 (%)</b>					
<b>经营现金流</b>	<b>-24</b>	<b>-58</b>	<b>120</b>	<b>143</b>	<b>156</b>	毛利率	12.92	13.51	14.00	14.00	14.00
资本支出	-6	-57	-102	-95	-100	EBIT Margin	6.36	6.93	7.42	7.40	7.41
投资收益	0	0	0	0	0	EBITDA Margin	6.67	7.28	9.78	10.64	10.20
资产变卖	0	0	0	0	0	净利率	4.00	4.14	4.60	4.57	4.55
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	16.10	13.26	13.66
发行股票	67	0	324	0	0	总资产收益率	5.77	5.37	5.20	4.85	4.84
负债变化	-20	199	43	84	90	<b>其他 (%)</b>					
股息支出	0	0	-20	-23	-26	资产负债率	70.17	74.17	62.13	64.24	65.77
其他	-66	0	-19	-22	-25	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>329</b>	<b>40</b>	<b>38</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>347</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：公司业务模式.....	3
图 2：公司股权架构图.....	4
图 3：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 年公司主营收入利润及增长率.....	10
图 10 2011-2014 年公司业务板块收入情况（万元）.....	10
图 11：2012-2014 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）.....	11
图 14：2014 年公司主营业务区域分布情况.....	11
图 15：2013 年同行业上市公司毛利率比较.....	11
图 16：2013 年同行业上市公司净利率比较.....	11
图 17：2014 年主营业务毛利占比情况.....	12
图 18：2011-2014 年主营业务毛利率情况.....	12
图 19：2013 年同行业上市公司应收账款周转率比较.....	12
图 20：易居中国商业模式及电商布局.....	13
图 21：乐居“抢工长”装修服务流程.....	13
图 22：商家入驻家居就商城流程.....	14

## 表格目录

表 1:公司大事记.....	3
表 2:公司主要参股和控股公司.....	3
表 3:住宅精装修推广相关政策.....	5
表 4:住宅精装修产值测算.....	8
表 5:公司主要竞争对手.....	8
表 6:主要上市进军家装电商案例.....	9
表 7:公司主要研发成果.....	15
表 8:公司参与制定国家及上海标准列表.....	15
表 9:募投项目介绍(万元).....	15

## 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**，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)