

区域布局完善，家装家装双轮驱动

奇信股份 (002781.SZ)

核心观点:

暂无评级

合理估值区间 22.5-26.3 元

分析师

鲍荣富

☎: 021-68097609

✉: baorongfu@chinastock.com.cn

执业证书编号: S0130514050003

周松

☎: 021-68596786

✉: zhousong_yj@chinastock.com.cn

执业证书编号: S0130515050001

林中琛对本报告亦有贡献

- **公司为建筑装饰行业百强企业，业务结构完整。**公司主要从事建筑装饰工程的设计与施工业务。2014 年营业收入/归母净利润 32.06/1.49 亿元。近 4 年收入 CAGR 达 24.53%。公司的业务构成以建筑装饰施工业务为核心，以装饰设计为补充，公共建筑装饰施工业务为公司核心业务。智大控股为公司控股股东，发行前持股比例为 56.54%；叶家豪为公司实际控制人，合计持有发行前公司 35.056% 的股份。
- **建筑装饰行业市场空间仍然广阔，新型城镇化与居住消费升级助推行业稳健增长。**2014 年装饰行业总产值约 3.2 万亿元，同比增长 8%。新型城镇化的不断推进，将促进城市群的迅速崛起和城市化质量的不断提升，将拉动各项基础设施建设，成为建筑装饰行业需求的主要推动力。随着人均收入的不断增长，居民对于建筑品质将更为关注，居住消费将不断升级，为建筑装饰行业创造更大的市场空间。
- **公司竞争优势：**(1) 资质与品牌优势：公司拥有装饰施工专项壹级、装饰设计专项甲级、幕墙施工专项壹级与幕墙设计专项甲级等资质证书，连续 12 年被评为装饰行业百强企业；(2) 项目与质量管理体系完善：全员、全过程、全方位质控管理；(3) 业务区域布局完整：营销网络覆盖全面，跨区域经营能力较强；(4) 人才优势：科学的培训模式和合理的薪酬激励机制。
- **公司未来成长驱动因素：**(1) 产业链延伸一体化：公司不断加强设计实力，持续进行技术研发，不断提高设计施工一体化项目比例，充分利用资本市场功能，纵横向并购扩张提升全产业链服务能力(2) 区域扩张不断推进：建立覆盖全国各区域中心城市并向周边中等城市辐射的市场格局；(3) 人才储备与信息化提升经营效率：推进内部培养和外部引进相结合的人才战略，发展信息化系统平台。
- **风险因素：**宏观经济周期性波动风险，原材料和劳务价格大幅波动风险，应收账款发生坏账的风险等。
- **合理估值区间 22.5-26.3 元：**预计公司 2015-17 年 EPS 分别为 0.75/0.8/0.91 元。可给予公司 15 年 30-35 倍 PE，合理价值区间为 22.5-26.3 元。本次拟发行对应发行理论价格不超过 12.45 元。

主要经营指标	2013	2014	2015E	2016E	2017E
营业收入 (百万)	2580	3206	3812	4079	4364
增长率 (%)	15.5	24.26	18.90	7.00	7.00
归母净利润 (百)	126.	148.95	180.10	192.15	218.50
增长率 (%)	4.87	17.51	20.91	6.69	13.71
每股收益	0.53	0.62	0.75	0.8	0.91

数据来源: wind, 中国银河证券研究部 注: 假定公司 2015 年公开发行 6000 万股, EPS 所用总股本为 24000 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	5
(一) 新型城镇化与居住消费升级助推建筑装饰行业稳健增长	5
(二) 行业竞争格局	6
三、公司分析	7
(一) 业务构成：以建筑装饰施工业务为核心，以装饰设计为补充	7
(二) 区域结构	8
(三) 公司财务分析	9
(四) 竞争优势	11
(五) 公司未来业绩驱动因素	13
四、募投项目分析	14
五、风险提示	15
六、盈利预测与估值	15

一、公司概况

(一) 公司基本情况

奇信股份成立于 1995 年，是我国建筑装饰行业处于领先地位的企业之一，连续 12 年位居中国建筑装饰行业百强企业。目前主要从事建筑装饰工程的设计与施工业务，主要客户为政府部门及事业单位、大中型企业、金融机构、星级酒店和中大型住宅开发商等。近年来，在全国承接了一大批具有影响力的精品工程：深圳市市民中心、深圳市委党校、中国湿地博物馆、山西大医院综合医疗大楼等。

表 1：公司大事记

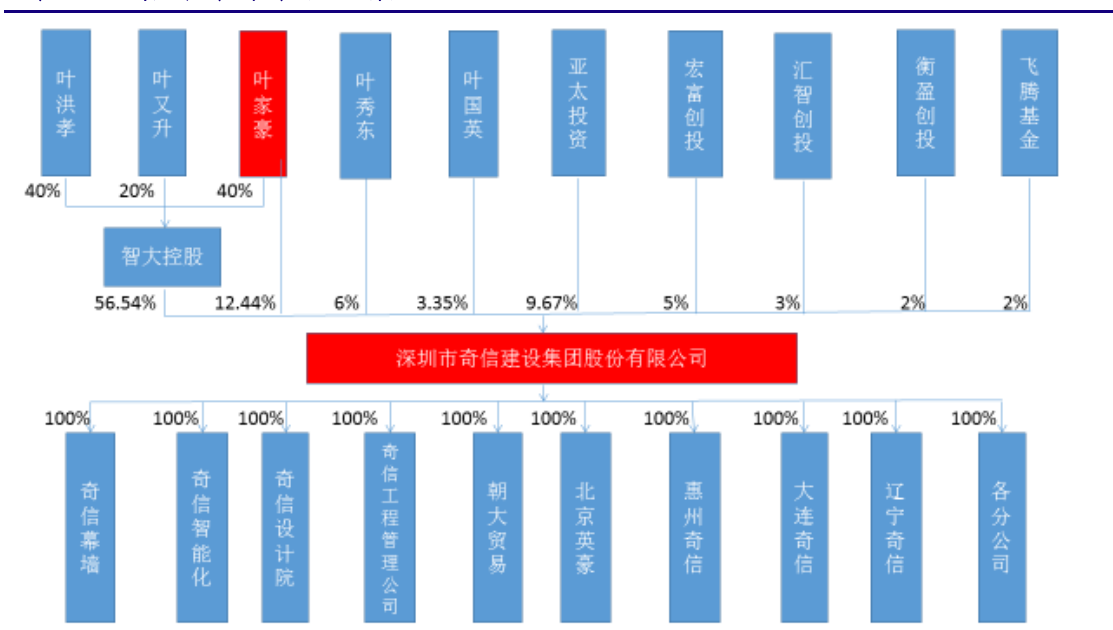
时间	事件	详细信息
1995.05	成立	于深圳成立深圳市奇信装饰设计工程有限公司，注册资本 1000 万元
2007.05	更名	名称变更为“深圳市奇信建设集团有限公司”
2011.09	改制	变更为深圳市奇信建设集团股份有限公司，注册资本 18,000 万元

资料来源：招股意向书，中国银河证券研究部

(二) 股权架构

公司控股股东为智大控股，持有本公司 10,177.2 万股，占发行前公司总股本的 56.54%。公司实际控制人为董事长叶家豪先生，直接持有公司 12.44% 的股份，并通过智大控股间接持有公司 22.616% 的股份，合计持有公司 35.056% 的股份。本次公开发行不超过 6,000 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）

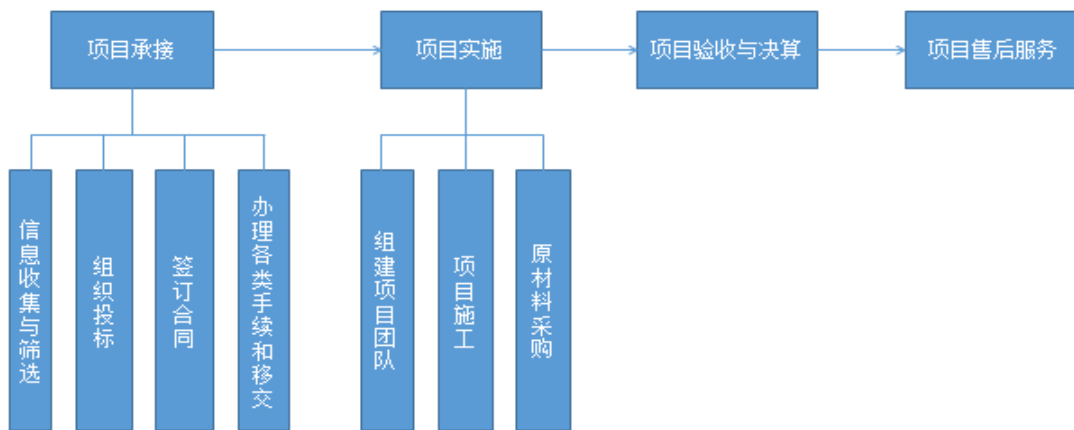


资料来源：招股意向书，中国银河证券研究部

(三) 业务模式

公司经营模式为自主经营，不挂靠、不转包。

图 2：公司经营模式



资料来源：招股意向书，中国银河证券研究部

公司主营业务包括公共建筑装饰施工、面向地产商的住宅精装修施工以及建筑装饰设计业务。公共建筑装饰施工业务为公司核心业务。

表 2：公司具体经营项目列表

1. 建筑装修装饰工程专业承包壹级
2. 建筑装饰专项工程设计甲级
3. 建筑幕墙工程专业承包壹级
4. 建筑幕墙工程设计专项甲级
5. 机电设备安装工程专业承包壹级
6. 建筑智能化工程专业承包壹级
7. 消防设施工程专业承包
8. 金属门窗工程专业承包
9. 钢结构工程专业承包、城市园林绿化（凭资质证书经营）
10. 承包境外建筑装修、建筑幕墙、建筑智能化工程和境内国际招标工程
11. 上述境外工程所需的设备、材料出口
12. 建筑材料、装饰材料、消防器材及装饰灯具的购销
13. 从事货物、技术进出口业务（不含分销、国家专营专控商品）
14. 太阳能、光伏设备安装工程（凭建设部门颁发的相关资质证书经营）
15. 许可经营项目：对外派遣实施上述境外工程所需的劳务人员

资料来源：招股意向书，中国银河证券研究部

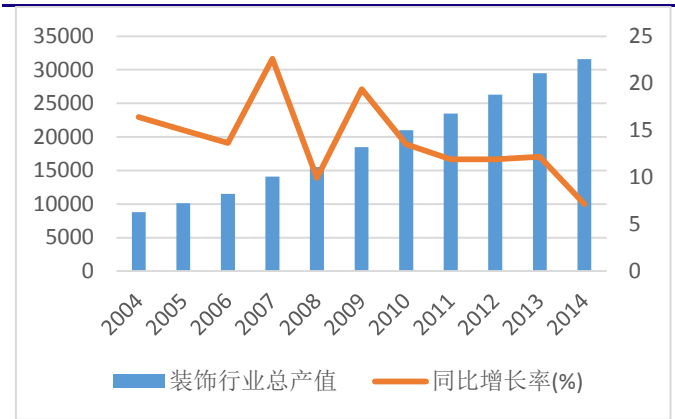
二、行业分析

(一) 新型城镇化与居住消费升级助推建筑装饰行业稳健增长

伴随着中国经济进入新常态，经济增长速度放缓，建筑装饰行业的增长速度也出现下降趋势，但整体市场空间仍然广阔。根据中国建筑装饰协会数据，2014年装饰行业总产值约3.2万亿元，2013/2014年我国装饰行业增速分别为12%/8%。

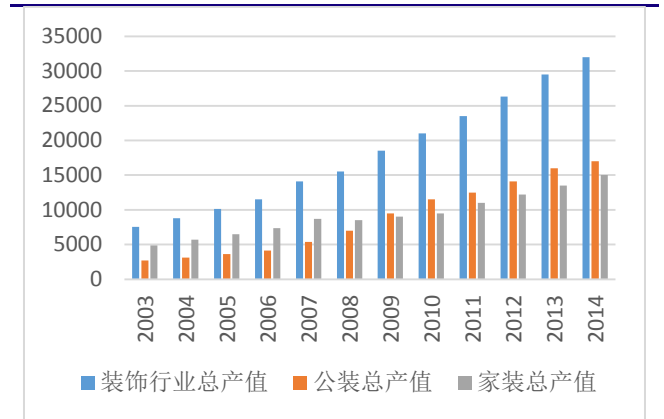
“十一五”期间，建筑装饰行业的总增长超过82.6%，平均年增长速度达13%左右，高于同期经济增长水平3%左右。根据中国建筑装饰协会“十二五”发展规划纲要：全行业2015年工程总产值力争达到3.8万亿元，比2010年增长1.7万亿元，总增长率为81%，年平均增长率为12.3%左右，其中建筑装饰业年平均增长率为18%。

图 3：中国历年装饰行业产值(亿元)



资料来源：中国建筑装饰协会，中国银河证券研究部

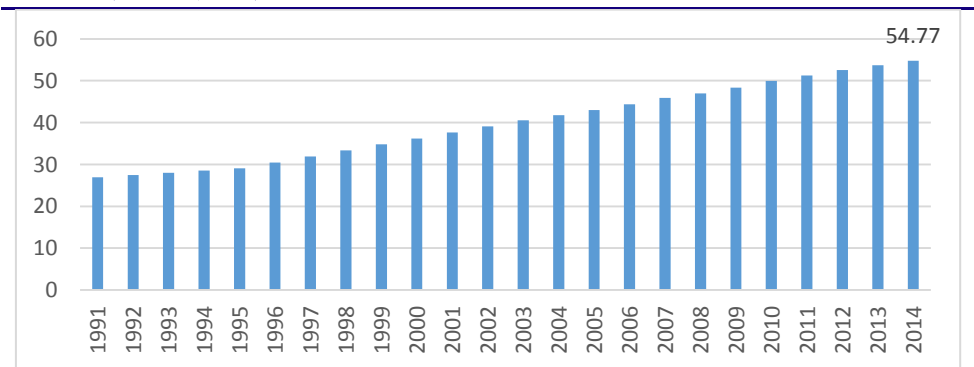
图 4：中国装饰行业细分市场产值 (亿元)



资料来源：中国建筑装饰协会，中国银河证券研究部

新型城镇化与居住消费升级助推建筑装饰行业稳健增长。2014年，中国城市化率已达54.77%，但与发达国家相比仍存在明显的差距。并且国内城市化率分布不平衡，东部明显高于中西部。新型城镇化的不断推进，将促进城市群的迅速崛起和城市化质量的不断提升，将拉动各项基础设施建设，成为建筑装饰行业需求的主要拉动力。

图 5：中国城市化率情况



资料来源：国家统计局，中国银河证券研究部

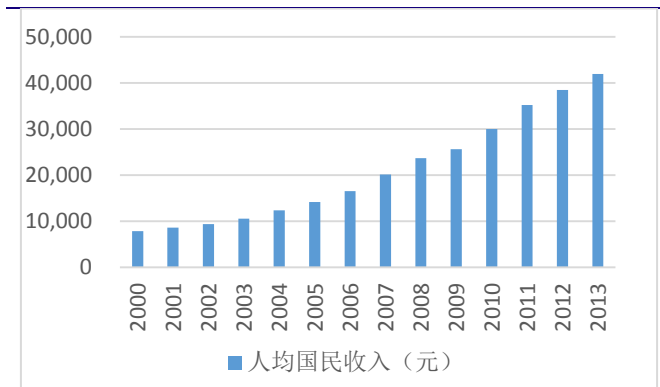
表 3：公共装修各细分领域市场需求预测

公共装饰领域	每年需求
交通基建	铁路、机场是主力，每年新增需求 500 亿元
高档酒店	每年 200 亿元市场容量
文化场馆	国家重点扶持，高端市场每年可提供 230 亿装饰需求
医院	正在成为新兴的高端装饰细分领域，市场容量为 150-400 亿元
合计	1000-1500 亿元

资料来源：中国银河证券研究部

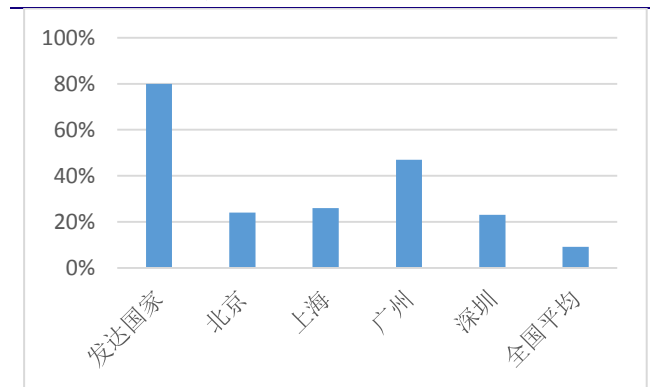
随着人均收入的不断增长，居民对于建筑品质将更为关注，居住消费将不断升级，为建筑装饰行业创造更大的市场空间。目前精装修住宅在我国的住宅总量中占比较低，全国住宅平均精装修比例不足 10%。一线发达城市如北京、上海、深圳的精装住宅占比也只有 30% 左右，而发达国家精装住宅占比均达到了 80% 以上。

图 6：我国人均国民收入情况



资料来源：国家统计局年鉴，中国银河证券研究部

图 7：我国城市住宅精装修比例与发达国家对比



资料来源：公开资料，中国银河证券研究部

(二) 行业竞争格局

中国建筑装饰行业协会发布的《2014 年中国建筑装饰行业发展报告》显示：2014 年，行业企业总数在 14.0 万家左右，企业数量较多，且中小企业数量比重较高。

行业百强企业占据市场份额较小，市场集中度较低。由于本行业市场规模大，进入门槛相对较低，使得处于高速发展期的建筑装饰行业市场集中度依然较低。根据《2014 年中国建筑装饰行业发展报告》，全国建筑装饰行业 2014 年全年完成工程总产值约为 3.16 万亿元，同期行业排名第一的金螳螂完成产值为 206.89 亿元，也仅占行业规模的 0.65%。

奇信股份作为我国建筑装饰行业处于领先地位的企业之一，竞争对手也是行业内其他主要企业特别是上市公司。

表 4：公司主要竞争对手情况

企业名称	企业介绍
金螳螂	中国建筑装饰行业首家上市公司，连续 12 年成为中国建筑装饰百强企业第一名（至 2014 年），以室内装饰为主体，融幕墙、家具、景观、艺术品、机电

	设备安装、智能、展览为一体的专业化装饰集团。
亚厦股份	中国建筑装饰行业的龙头企业，中国大型公共建筑、高端星级酒店、高档住宅精装修等细分市场的领跑者，“工厂化生产”及绿色环保装饰装修的领先者。
广田股份	以提供综合建筑装饰解决方案及综合工程承建服务为主，专注于大型公共建筑、高档星级酒店等高端建筑装饰市场，形成了住宅精装修、商业综合体等专业细分市场的领先优势，具有行业领先的技术研发优势。
宝鹰股份	全国领先的综合建筑装饰工程承建商，以建筑装饰装修为主营业务，并承接各种建筑的幕墙、智能化、消防、金属门窗、机电设备、钢结构等工程类型的设计、施工与安装，至 2014 年已连续 10 年入选中国建筑装饰行业百强之列。
洪涛股份	我国高端公共建筑装饰市场的领跑者，国内最早从事建筑装饰业务的企业之一，主要为政府机构、大型国有企业、跨国公司、高档酒店等提供建筑装饰设计、施工服务；我国公共建筑装饰行业的“大剧院专业户”、“大堂专业户”、“国宾馆专业户”。
柯利达	行业内率先采用建筑幕墙（外装业务）和公共建筑装饰（内装业务）平行推进业务模式的企业之一，连续多年同时被评为全国建筑幕墙 50 强企业和全国建筑装饰百强企业。
瑞和股份	一家集建筑装饰设计施工、建筑幕墙设计施工、机电、消防、园林及智能化为一体的大型上市企业，是行业内资质种类最全、等级最高的建筑装饰企业之一，至 2014 年已连续 12 年获得全国建筑装饰行业百强企业。

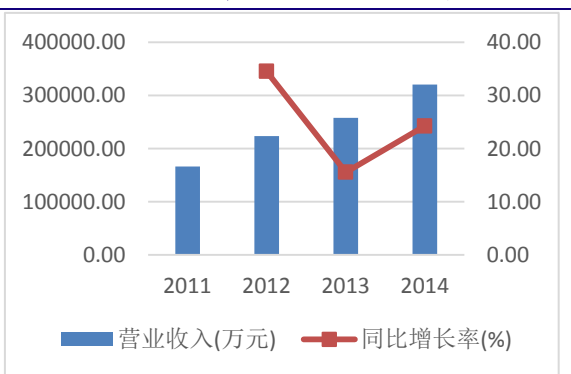
资料来源：招股意向书，中国银河证券研究部

三、公司分析

（一）业务构成：以建筑装饰施工业务为核心，以装饰设计为补充

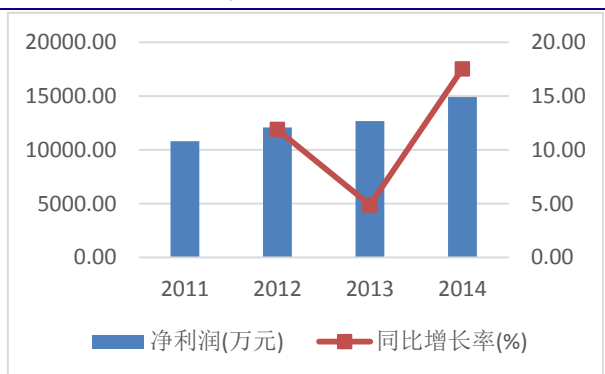
公司业务发展迅速。报告期内，营业收入从 2011 年的 165,992.51 万元增至 2014 年的 320588.10 万元，CAGR 达 24.53%；归母净利润从 2011 年的 10803.96 万元增至 2014 年的 14894.65 万元，CAGR 达 11.30%。

图 8：2011-2014 年公司营业收入及同比增速



资料来源：招股意向书，中国银河证券研究部

图 9：2011-2014 年公司净利润及同比增速

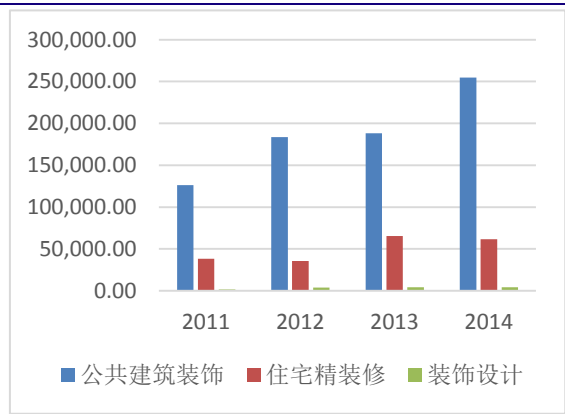


资料来源：招股意向书，中国银河证券研究部

公司营业收入绝大部分来自于装饰业务，其中 2014 年度占比达 98.62%。公共建筑装饰施工业务为公司核心业务，在公司营业收入中占比达 75%左右，由 2011 年的 126,175.07 万元增至 2014 年的 254,715.56 万元，CAGR 达 26.38%。报告期内，公司加大住宅精装修业务的承揽力度，积极调整主营业务结构，住宅精装修业务 2011-2014 年 CAGR 达 17.02%，但受商品房市场景气度的影响，2014 年同比小幅下滑 5.94%。

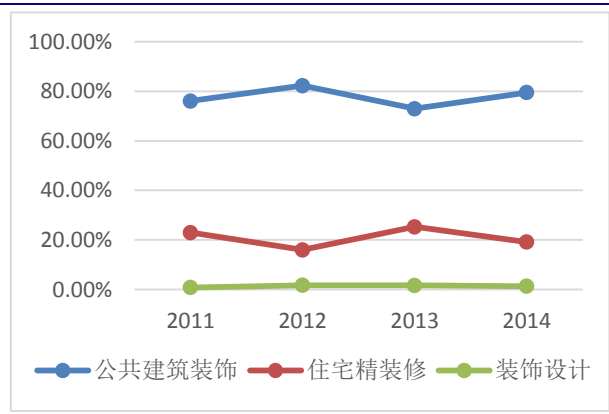
同时，公司积极发展装饰设计业务，增强公司承接设计类项目的能力，装饰设计收入由 2011 年的 1,371.36 万元增至 2014 年的 4,281.86 万元，占比由 0.83%提升至 1.34%。

图 10: 2011-2014 年公司业务板块收入 (万元)



资料来源: 招股意向书, 中国银河证券研究部

图 11: 2011-2014 年公司业务板块占比情况

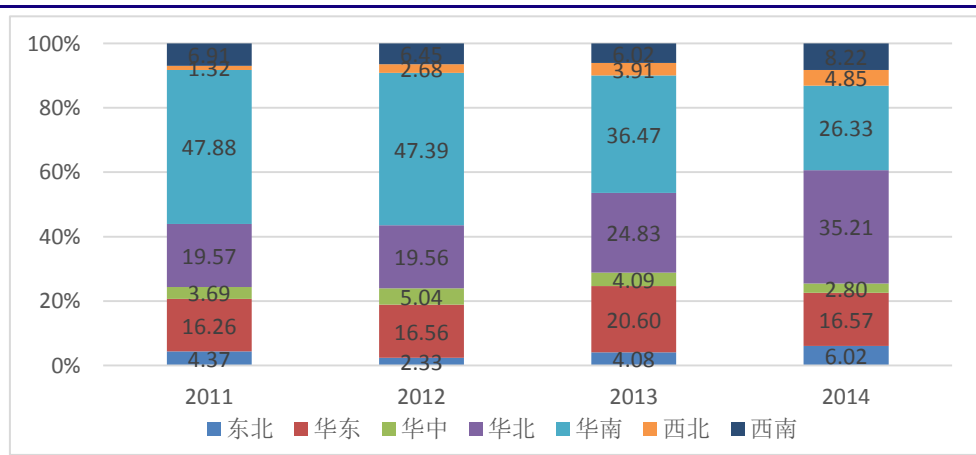


资料来源: 招股意向书, 中国银河证券研究部

(二) 区域结构

跨区域经营能力较强。总体来看，公司业务集中在华南、华北、华东三个地区，覆盖珠三角、环渤海及长江三角等经济相对发达地区，报告期内，前述三地区主营业务收入占公司主营业务收入比重分别为 83.51%、81.90%、78.11%和 74.44%，是公司开展业务的重点区域。同时，公司积极开拓其他地区业务发展，其他地区主营收入合计额由 2011 年 27,023.34 万元增至 2014 年 70,140.60 万元，所承建项目已遍布全国各主要地区。

图 12: 2011-2014 年公司业务区域占比情况



资料来源: 招股意向书, 中国银河证券研究部

(三) 公司财务分析

1. 盈利能力

报告期内，公司毛利绝大部分来自于装饰业务，2014年占比达98.37%。其中，公共建筑装饰毛利占比从2011年的75.75%上升至2014年的79.18%，住宅精装修毛利占比从2011年的23.13%降至2014年的19.18%。报告期内，公司毛利率水平较为稳定，主营业务综合毛利率均超过17.2%。

图 13：2011-2014 年主营业务毛利占比情况

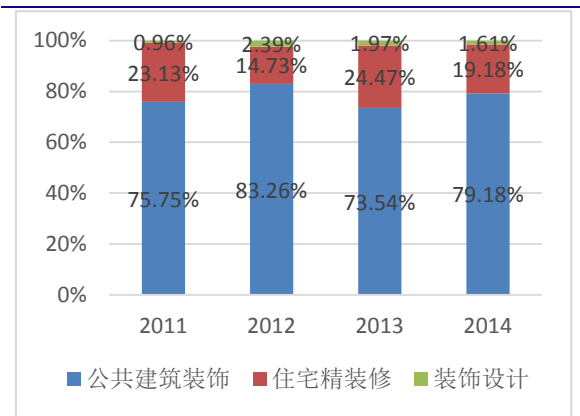
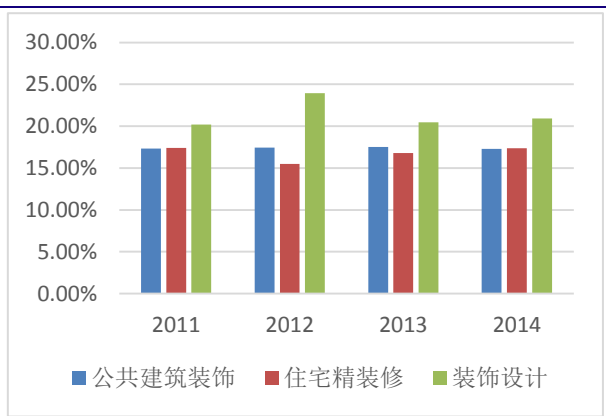


图 14：2011-2014 年主营业务毛利率情况

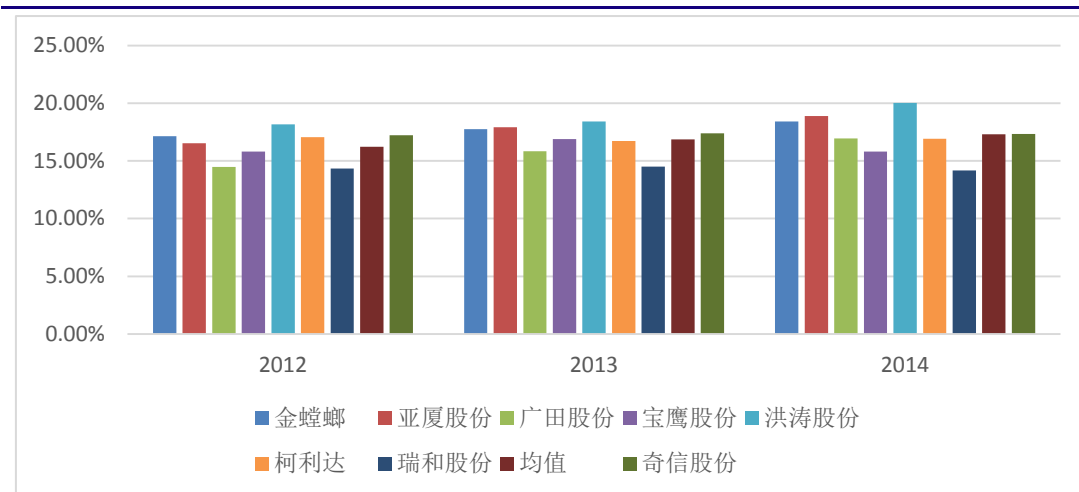


资料来源：招股意向书，中国银河证券研究部

资料来源：招股意向书，中国银河证券研究部

公司与同行业上市公司均为中国建筑装饰行业的领军企业，报告期内毛利率水平整体差异不大。公司毛利率水平在2012-2014年度略高于可比上市公司平均水平。

图 15：2012-2014 年同行业上市公司毛利率比较



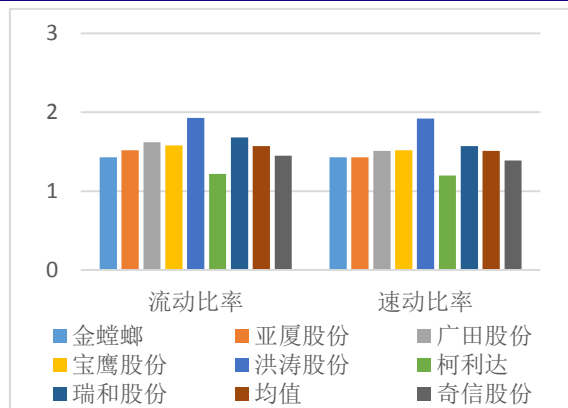
资料来源：Wind，中国银河证券研究部

2. 偿债能力

报告期内，公司根据经营状况及资产配置情况，逐步优化调整负债结构，偿债能力指标略低于同行业上市公司平均水平，但差异不大。产生上述差异的主要原因是可比上市公司通过首

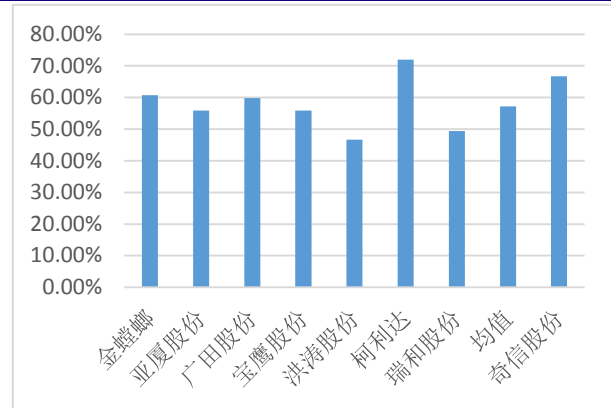
次公开发行股票、非公开发行等股权融资方式对资本金进行了有力补充。

图 16: 2014 年同行业流动比率、速动比率



资料来源: 招股意向书, 中国银河证券研究部

图 17: 2014 年同行业资产负债率



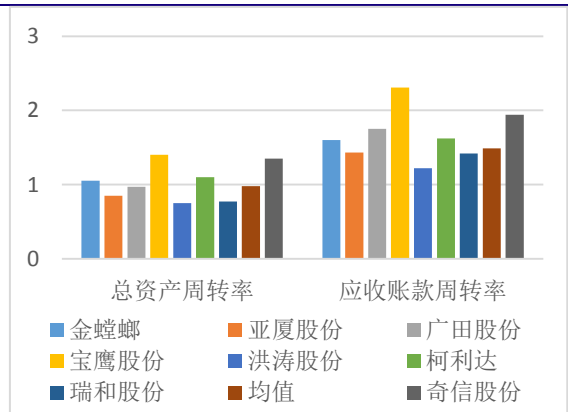
资料来源: 招股意向书, 中国银河证券研究部

3. 资产周转能力

公司总资产周转率和应收账款周转率要高于同行业公司, 具有相对成熟的资产管理体制和稳定的经营模式。报告期内, 公司应收账款周转率有所下降主要系公司业务规模扩大, 工程项目施工过程中已决算未收回的应收账款出现明显增加。

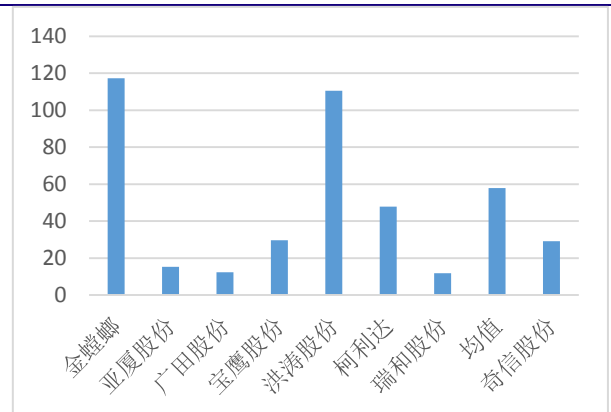
同行业公司存货周转率差异较大, 主要是由于各公司在收入和工程结算上所采用的会计核算方式不同所致。

图 18: 2013 年同行业总资产、应收账款周转率



资料来源: 招股意向书, 中国银河证券研究部

图 19: 2014 年同行业存货周转率



资料来源: 招股意向书, 中国银河证券研究部

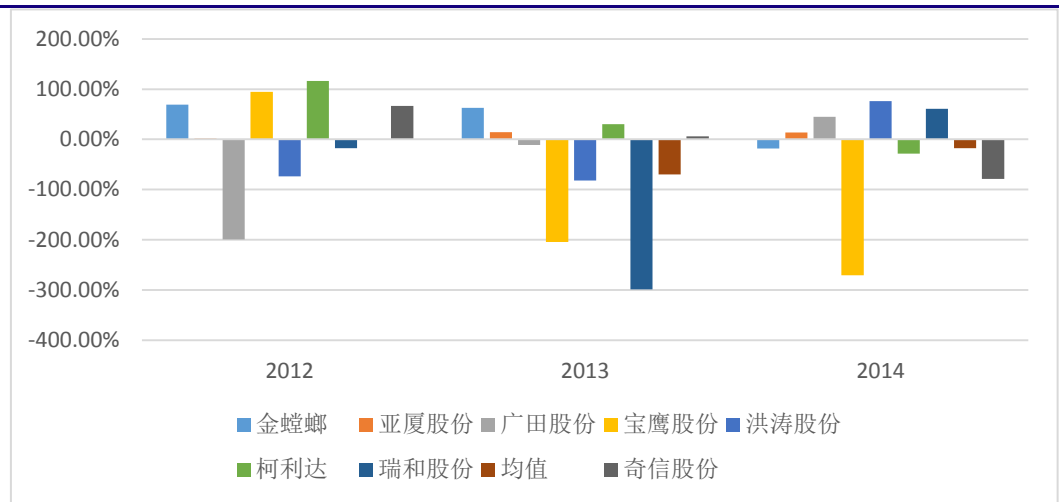
4. 现金流量

由于发包方工程结算、竣工决算的时滞影响, 工程建设进度一般大于工程回款进度。在经济增速持续下滑的大环境下, 受近年来建筑装饰行业保持持续发展态势以及建筑装饰行业结算模式的综合影响, 2012-2014 年度, 可比上市公司经营活动产生的现金流量净额总体看大幅低于净利润。

报告期内, 公司经营活动产生的现金流入累计 749, 127.84 万元, 经营活动产生的现金流

量净额累计-10,396.34 万元，现金及现金等价物净增加额累计 26,078.72 万元，现金流量状况正常，符合建筑装饰行业的特点。

图 20：2012-2014 年同行业上市公司经营活动现金净额/净利润指标比较



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

公司拥有装饰施工专项壹级、装饰设计专项甲级、幕墙施工专项壹级与幕墙设计专项甲级等资质证书，连续 12 年位居中国建筑装饰行业百强企业。公司自成立开始，十分重视公司企业形象和公司品牌建设，“奇在创新、信于守诺”不但是公司内部企业文化建设的核心，更是公司在市场拓展与施工业务中坚守的信念。

表 5：公司拥有的资质列表

1. 建筑装修工程专业承包壹级
2. 建筑装饰专项工程设计甲级
3. 建筑幕墙工程专业承包壹级
4. 建筑幕墙工程设计专项甲级
5. 建筑智能化工程专业承包壹级
6. 机电设备安装工程专业承包壹级
7. 消防设施工程设计与施工贰级
8. 对外承包工程资格证书
9. 城市园林绿化叁级
10. 金属门窗工程专业承包贰级
11. 钢结构工程专业承包叁级
12. 安全技术防范系统设计、施工、维修资格

资料来源：招股意向书，中国银河证券研究部

公司各类建筑项目经验丰富，承建的装饰工程遍布全国各地，项目类型覆盖范围广泛，包

括政府机关建筑、写字楼等商业建筑、星级酒店、文教体卫等公共建筑，承接的项目荣获国家、省市级大奖百余项。如“鲁班奖”、“全国建筑工程装饰奖”、“全国建筑装饰科技创新奖”、“全国建筑装饰行业科技示范工程”、“全国室内装饰优质工程”“广东省优秀建筑装饰工程奖”、“广东省建设工程金匠奖”、“浙江省建设工程钱江杯奖”、“云南省建筑装饰工程优质奖”、“湖南省优质工程奖”等。

2. 项目与质量管理体系完善

全员、全过程、全方位质控管理。公司具有完善的质量管理体系，先后通过了GB/T19001-2008质量管理体系、GB/T24001-2004环境管理体系、GB/T28001-2011职业健康安全管理体系的标准认证，建立了以经营流程为管理轴心的内部管理制度体系，编订了《质量控制管理制度》。在项目施工管理方面，具体包括：工程施工进度管理、工程变更管理、工程质量及安全管理、工程事故管理、成本控制管理、档案管理。

表 6：公司主要质量控制标准

1. 建设工程项目管理规范
2. 建筑装饰装修工程质量验收规范
3. 建筑施工安全检查标准
4. 建筑机械使用安全技术规程
5. 建筑工程施工质量验收统一标准
6. 建筑地面工程施工质量验收规范
7. 建筑电气工程施工质量验收规范
8. 钢结构工程施工质量验收规范
9. 砌体结构工程施工质量验收规范
10. 建筑给水排水及采暖工程施工质量验收规范
11. 木结构工程施工质量验收规范
12. 屋面工程质量验收规范
13. 建筑幕墙行业规范
14. 玻璃幕墙工程质量检验标准
15. 玻璃幕墙工程技术规范
16. 建筑内部装修设计防火规范（2001年修订）
17. 民用建筑工程室内环境污染控制规范
18. 职业健康安全管理体系规范

资料来源：招股意向书，中国银河证券研究部

3. 业务区域布局完整

业务营销网络覆盖全面。近年来公司的区域营销优势不断加强，业务覆盖区域逐步扩大。目前，公司已经在全国各地设立 30 多家分子公司，覆盖广东、北京、辽宁、山东、山西、陕西、宁夏、甘肃、浙江、安徽、江西、湖南、福建、海南、四川、重庆、贵州、云南、河南、江苏等省市。

在已经建立分支机构区域中，公司装饰施工业务量不断增加，覆盖范围包括企事业单位办公大楼、商业中心、旅游地产、科教文卫设施、住宅精装修等。

图 21：公司分支机构全国覆盖范围



资料来源：Wind，中国银河证券研究部

4. 人才优势

科学的培训模式和合理的薪酬激励机制。公司制定了人才“选、用、育、留”机制，建立了行业人才库、人才测评库和标杆企业人才资源信息库。同时搭建了阶梯式的员工培训体系和后备人才队伍建设。引进专家开展在岗培训；鼓励员工在职学习，帮助员工参加各类技能考证，并给与相关奖励；与深圳大学、广东工业大学、深圳职业技术学院等多所搞懂院校建立校企合作，成立实习基地和培训基地。

公司专业人才队伍中 98 人具备注册建造师资格，4 人次先后获得“鲁班奖工程项目经理”荣誉称号，53 人次荣获“全国建筑工程装饰奖获奖工程项目经理”称号，43 人次荣获“全国建筑装饰行业优秀项目经理”称号，12 人次荣获“全国建筑幕墙优秀项目经理”称号；公司长期重视设计人才的引进和培养，并提供各类学习、交流与创新的平台，不断促进设计师全方面的提升。

目前，公司拥有中国建筑装饰协会评选的“资深室内建筑师”1 名、“高级幕墙设计师”2 名、“年度杰出设计师”3 名，中国建筑学会（室内设计分会）评选的“全国百名优秀室内建筑师”1 名、“中国室内设计二十年杰出设计师”1 名、“高级室内建筑师”14 名。

（五）公司未来业绩驱动因素

公司将紧紧围绕装饰一体化产业，重点实施“核心产业链一体化战略”和“创建一流品牌战略”加大设计研究中心、产品技术开发、营销网络、产业基地等方面的投入，加快创新型企业文化、品牌和信息化建设。公司将充分整合企业资源，通过技术、工艺、材料和管理等方面的创新，不断开发新技术、新工艺、新材料和新产品，提供优质、安全、健康和舒适的室内外设计、装饰工程服务，巩固并提高公司在国内行业中的领先地位。

1. 驱动因素之一：产业链延伸一体化

请务必阅读正文最后的中国银河证券股份公司免责声明。

提升奇信设计业务运作模式，加强技术研发能力。1) 装饰设计方面，以室内装饰设计为主导、兼顾室外和环境设计，重点是写字楼、星级酒店、酒楼、音乐厅、剧院、景观设计、大卖场、机场和精装修商品房设计。2) 技术研发和产品开发方面，对绿色装饰设计、新型装饰材料（环保、防火、隔音、易加工）、新型施工工艺和技术、装饰行业信息化智能化技术的整合应用等关键领域加大研发力度并推进孵化应用。本次募集项目之一“设计研发中心建设项目”，依托公司设计、研发团队承担建筑装饰设计、前沿技术研发、新产品开发等职能，增强公司设计与研发能力。

部品部件产品开发，业务一体化发展。通过本次募集项目之一“建筑装饰部品部件模块化生产项目”，购置先进生产加工设备，新建或改建木制品生产车间、幕墙生产车间和节能铝合金门窗生产车间，构建技术先进而高效的生产系统，实现建筑装饰部品部件和材料工厂化生产、装配化施工方向发展。

合理的融资与并购计划。公司将以上市为契机，充分利用资本市场的功能，在合适时机进行纵横向并购扩张，加快公司主营业务的发展，不断提升公司核心竞争力和市场地位。

2. 驱动因素之二：区域扩张不断推进

全国化业务发展。全方位扩建和完善公司营销网络，大幅度推动分公司业务，大力拓展国内建筑装饰市场区域，逐步形成覆盖全国各区域中心城市并向周边中等城市辐射的市场格局。具体包括组建部分区域营运管理中心，以管辖周边市场分公司；对北京、太原、海口、武汉、武汉、南宁、南京等地分公司的扩建或新建。同时改进对分公司的管控模式，加强对分公司的动态管控，在发展中进行动态调整。

3. 驱动因素之三：人才储备与信息化提升经营效率

推进内部培养和外部引进相结合的人才战略。坚持“独立运作、整体协调、目标明确、激励到位”的人才发展机制，逐步搭建阶梯式的员工培训体系，建立一支专业能力强、综合素质高、结构合理的人才队伍。

信息化系统平台发展。本次募投项目之一“信息化系统建设项目”，将构建以基础平台建设为起点，应用系统建设为主体，能够适应公司未来发展的安全、稳定、高效、完整的系统平台，充分发挥信息化平台与公司内部管理、业务开发及运营的匹配和支持作用。

四、募投项目分析

建筑装饰部品部件模块化生产项目，建设地点位于广东省惠州市惠阳区平潭镇怡发工业园。项目建成后第一年实现设计产能的 80%，预计总收入 45,728 万元；建成后第二年实现设计产能的 100%，预计总收入 57,160 万元。

营销网络建设项目，拟新建（甘肃）兰州、（宁夏）银川、贵州、重庆、武汉、南宁、（海南）海口、龙岩和南京 9 家分公司，并对北京、太原和武汉 3 家分公司进行扩建。

设计研发中心建设项目，将建设集设计中心、材料研发中心、声光电专项技术研发小组、智能化专项工程设计研发小组以及成果推广中心于一体的综合性设计研发基地，建设地点位于广东省惠州市惠阳区平潭镇怡发工业园。

信息化系统建设项目，将建设配套支撑平台、基础管理平台、经营运作管理平台、决策平台和企业信息门户为一体的信息管理平台，并在此基础上建设网络安全平台、基础平台、协同办公管理平台、人力资源管理系统、财务资金管理系统、工程运营项目管理系统、客户关系管理系统、商业智能/决策分析系统、企业信息门户等信息管理体系。

表 7：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	建设期
1	建筑装饰部品部件模块化生产项目	22,102	2 年
2	营销网络建设项目	6,376	2 年
3	设计研发中心建设项目	4,551	2 年
4	信息化系统建设项目	2,084.25	2 年
5	补充运营资金项目	18,000	-
合计		53,113.25	

资料来源：招股意向书，中国银河证券研究部

（特别说明：“建筑装饰部品部件模块化生产项目”、“设计研发中心建设项目”由公司全资子公司惠州奇信投资并组织实施建设。）

五、风险提示

宏观经济周期性波动风险：公司所从事行业与经济发展周期有着较强的相关性。近年来，国民经济增速放缓，经济下行压力较大。2012 年至 2015 年一季度，我国 GDP 分别较上年增长 7.7%、7.7%、7.4%、7%。如若未来几年我国宏观经济出现较大波动，将对建筑装饰行业的整体需求产生影响，进而对公司经营环境造成一定影响。

原材料和劳务价格大幅波动风险。报告期内，除钢材类、铝材类价格波动较大外，陶瓷类、木材类、石材类、玻璃类等主要材料价格较为平稳，但不排除未来建筑装饰材料价格有大幅波动的可能。未来，如若原材料价格出现较大波动或人工成本大幅上升，将给公司成本控制能力带来一定的压力。

应收账款发生坏账的风险。虽然公司承接的建筑装饰工程一般是国家、省、市重点工程，多数客户具有良好的信誉，但随着公司业务规模的扩大，应收账款可能继续保持在较高水平。当宏观经济增速持续回落，或者建筑装饰行业的外部经营环境出现恶化，公司每实现单位营业收入所形成的应收账款规模存在进一步上升的风险。

六、盈利预测与估值

2012-2014 年公司主营业务收入分别为 22.3/25.8/32.1 亿元，2013、2014 年的同比增速分别为 15.5%和 24.3%。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 18.9%/7%/7%。

经模型测算，公司 2015 年、2016 年和 2017 年归母净利润分别为 1.80 亿元、1.92 亿元和 2.19 亿元，按发行后总股本 24000 万股计算的 2015/16/17 年 EPS 分别为 0.75/0.80/0.91 元。

请务必阅读正文最后的中国银河证券股份公司免责声明。

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 30-35 倍 PE，相对合理价值区间为 22.5-26.3 元。

公司本次拟发行新股数量和发行人股东公开发售股份数量之和不超过 6000 万股，发行后总股本不超过 24000 万股。

表 8：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)			
			2014	2015E	2016E	2017E	2014	2015E	2016E	2017E
002081	金螳螂	28.19	1.07	1.21	1.42	1.68	26.35	23.37	19.88	16.78
002375	亚厦股份	29.21	1.18	0.90	1.05	1.23	24.75	32.57	27.80	23.76
002482	广田股份	27.30	1.04	1.12	1.35	1.61	26.25	24.32	20.26	16.94
002047	宝鹰股份	12.78	0.22	0.34	0.48	0.63	58.09	37.09	26.64	20.34
002504	东光微电	27.09	0.69	0.73	0.97	1.26	39.26	37.04	27.82	21.51
行业平均								30.88	24.48	19.86

资料来源：wind，中国银河证券研究部 注：表中收盘价为 2015 年 6 月 30 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)					
指标名称	2013	2014	2015E	2016E	2017	指标名称	201	201	2015	2016	2017
营业收入	2580	3206	3812	4079	4364	货币资金	540	506	1144	1224	1309
营业成本	2131	2650	3164	3385	3622	存货	84	98	124	113	141
毛利率	17.38	17.34	17.00	17.00	17.00	应收账款	127	170	1838	1952	2103
营业税金及附加	90	112	133	142	152	其他流动资产	0	0	0	0	0
营业费用	18	22	26	28	30	流动资产	197	238	3216	3379	3678
营业费用率	0.70%	0.68%	0.68%	0.68%	0.68	固定资产	100	91	347	254	126
管理费用	69	76	101	108	115	长期股权投资	0	0	0	0	0
管理费用率	2.68%	2.37%	2.64%	2.64%	2.64	无形资产	20	19	17	15	13
财务费用	29	44	40	49	39	其他长期资产	0	0	0	0	0
财务费用率	1.12%	1.38%	1.05%	1.21%	0.90	非流动资产	100	91	347	254	126
投资收益	0	0	0	0	0	资产总计	207	247	3563	3634	3804
营业利润	187	225	269	287	326	短期借款	460	610	1520	1257	1201
营业利润率	7.25%	7.01%	7.05%	7.03%	7.47	应付账款	861	979	918	1111	1060
营业外收入	0	0	0	0	0	其他流动负债	0	0	0	0	0
营业外支出	0	0	0	0	0	流动负债	136	160	2516	2394	2346
利润总额	187	225	269	287	326	长期负债	0	2	2	2	2
所得税	62	77	89	95	108	其他长期负债	0	0	0	0	0
所得税率	33.16	34.22	33.00	33.00	33.00	非流动性负债	0	2	2	2	2
少数股东损益	0	0	0	0	0	负债合计	136	161	2518	2397	2348
归母净利润	127	149	180	192	218	股本	180	180	240	240	240
净利率	4.91%	4.65%	4.72%	4.71%	5.01	资本公积	221	221	221	221	221
EPS (元)	0.53	0.62	0.75	0.8	0.91	股东权益合	716	865	1045	1237	1456
						少数股东权	0	0	0	0	0
						负债权益总	207	247	3563	3634	3804
现金流量表(百万)						主要财务指					
指标名称	2013	2014	2015E	2016E	2017	增长率(%)	201	201	2015	2016	2017
净利润	127	149	180	192	218	营业收入	15.5	24.2	18.90	7.00	7.00
少数股东权益	0	0	0	0	0	营业利润	3.78	18.4	22.13	6.69	13.7
折旧和摊销	13	13	13	13	48	净利润	4.87	17.5	20.91	6.69	13.7
营运资金变动	8	-116	116	390	179	利润率(%)					
其他	0	0	0	0	0	毛利率	17.3	17.3	17.00	17.00	17.0
经营现金流	8	-116	116	390	179	EBIT Margin	8.44	8.42	8.05	8.19	8.32
资本支出	0	0	-350	0	0	EBITDA	8.95	8.83	8.39	8.51	9.42
投资收益	0	0	0	0	0	净利率	4.91	4.65	4.72	4.71	5.01
资产变卖	0	0	0	0	0	回报率(%)					
其他	0	0	0	0	0	净资产收益	17.7	17.2	17.23	15.53	15.0
投资现金流	-5	-6	-350	0	0	总资产收益	6.10	6.02	5.05	5.29	5.74
发行股票	0	0	553	0	0	其他(%)					
负债变化	-11	-11	-42	-31	-17	资产负债率	65.5	65.0	70.67	65.96	61.7
股息支出	0	0	-10	-13	-15	所得税率	33	33	33	33	33
其他	-25	0	2	4	5	股利支付率	0	0	0	0	0
融资现金流	110	108	872	-310	-93						
现金及等价物	626	506	1144	1224	1309						

表格目录

表 1: 公司大事记.....	3
表 2: 公司具体经营项目列表.....	4
表 3: 公共装修各细分领域市场需求预测.....	6
表 4: 公司主要竞争对手情况.....	6
表 5: 公司拥有的资质列表.....	11
表 6: 公司主要质量控制标准.....	12
表 7: 募投项目介绍 (万元)	15

插图目录

图 1: 公司股权架构图 (IPO 前)	3
图 2: 公司经营模式.....	4
图 3: 中国历年装饰行业产值(亿元)	5
图 4: 中国装饰行业细分市场产值 (亿元)	5
图 5: 中国城市化率情况.....	5
图 6: 我国人均国民收入情况.....	6
图 7: 我国城市住宅精装修比例与发达国家对比	6
图 8: 2011-2014 年公司营业收入及同比增速.....	7
图 9: 2011-2014 年公司净利润及同比增速.....	7
图 10: 2011-2014 年公司业务板块收入 (万元)	8
图 11: 2011-2014 年公司业务板块占比情况.....	8
图 12: 2011-2014 年公司业务区域占比情况.....	8
图 13: 2011-2014 年主营业务毛利占比情况.....	9
图 14: 2011-2014 年主营业务毛利率情况.....	9
图 15: 2012-2014 年同行业上市公司毛利率比较.....	9
图 16: 2014 年同行业流动比率、速动比率.....	10
图 17: 2014 年同行业资产负债率.....	10
图 18: 2013 年同行业总资产、应收账款周转率	10
图 19: 2014 年同行业存货周转率.....	10
图 20: 2012-2014 年同行业上市公司经营活动现金净额/净利润指标比较.....	11
图 21: 公司分支机构全国覆盖范围	13

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、傅盈，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

公司网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

上海地区：何婷婷 021-20252612 hetingting@chinastock.com.cn

深广地区：詹璐 0755-83453719 zhanlu@chinastock.com.cn

北京地区：王婷 010-66568908 wangting@chinastock.com.cn

海外机构：刘思瑶 010-83571359 liusiyao@chinastock.com.cn