

住宅全装修专家，超高标准股权激励彰显信心

■住宅全装修领域的领先企业。公司为华东地区领先的住宅全装修整体解决方案及系统服务商，以住宅全装修为主业，另外涉及公共建筑装饰、家装施工、设计和家具业务等。公司2014年收入/盈利分别为18.1/0.75亿元，2011-2014年收入/净利润CAGR分别为18.2%/35.8%。目前收入主要来源为住宅全装修业务，2014年占比86.3%。公司实际控制人为朱斌，持股34.26%，恒大、复地、上海城开等重要客户亦为公司股东。

■装饰市场规模庞大，环保观念促精装修比例提升。城镇化进程加速和全社会消费升级同步带动了装饰行业的发展。当前3万亿规模的市场为装饰企业提供了广阔成长空间，具备双甲资质的大型装饰企业通过市占率提升将加速成长。精装修住房由于装修的前置性和批量性，减少了资源浪费和噪音污染，随着公众环保意识日益增强，未来选择精装修住房的客户占比有望不断提高。

■大客户战略、跨区域扩张及并购转型加速未来成长。公司资质齐全，在住宅全装修领域积累了多项口碑工程和荣誉，并与国内多家大型房地产企业稳定合作，通过股权与前几大客户绑定利益。公司2014年来源于恒大地产的收入占44.6%，截至2014年底与恒大待确认收入超过12亿元，为未来业绩提供了保障。公司未来将以华东为基础拓展全国市场，扩大订单和收入规模。此外，公司借助住宅全装修业务积淀转型互联网家装具备天然优势，当前在手资金充裕，未来有望通过并购等手段持续布局互联网家装，潜力极大。

■股权激励高行权价/高要求彰显信心。公司拟向中高层管理人员及核心业务骨干共29人授予107.5万份股票期权，行权价格49.1元，较停牌前价格高出142%；业绩考核目标折合2015/2016/2017年收入及扣非净利润同比增长30%/38.5%/39%，超高标准表明公司管理层对长期发展的信心和对公司价值的强烈预期。

■投资建议：我们预计公司2015/2016/2017年EPS分别为0.61/0.85/1.18元，当前市值仅36亿元，对应三年PE分别为37/26/19倍，考虑到公司未来外延扩张及转型升级具有较大潜力，给予34元目标价（2016年40倍PE），买入-A评级。

■风险提示：新业务开拓不达预期风险、应收账款坏账风险。

摘要(百万元)	2013	2014	2015E	2016E	2017E
营业收入	1,675.8	1,811.8	2,355.8	3,265.7	4,550.4
净利润	67.0	75.0	97.6	135.4	188.7
每股收益(元)	0.42	0.47	0.61	0.85	1.18
每股净资产(元)	2.15	2.62	5.49	6.33	7.51

盈利和估值	2013	2014	2015E	2016E	2017E
市盈率(倍)	53.3	47.5	36.5	26.3	18.9
市净率(倍)	10.3	8.5	4.1	3.5	3.0
净利润率	4.0%	4.1%	4.1%	4.1%	4.1%
净资产收益率	19.4%	17.9%	11.1%	13.4%	15.7%
股息收益率	0.0%	0.2%	0.0%	0.0%	0.0%
ROIC	19.8%	15.6%	13.4%	14.0%	14.2%

数据来源：Wind 资讯，安信证券研究中心预测

投资评级

买入-A

首次评级

6个月目标价

34元

股价(2015-07-13)

22.29元

交易数据

总市值(百万元)	3,566.40
流通市值(百万元)	891.60
总股本(百万股)	160.00
流通股本(百万股)	40.00
12个月价格区间	14.18/68.19元

股价表现



资料来源：Wind 资讯

%	1M	3M	12M
相对收益	-45.17	-35.56	
绝对收益	-66.22	-40.29	

杨涛

分析师

SAC 执业证书编号：S1450514050002
yangt@essence.com.cn
021-68765859

夏天

分析师

SAC 执业证书编号：S1450514110001
xiatian@essence.com.cn
021-68763692

报告联系人

宋易璐

021-68766750
songyl@essence.com.cn

相关报告

目录

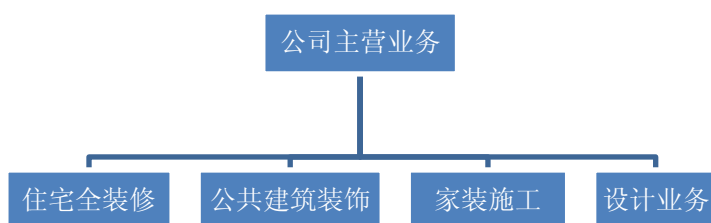
目录.....	2
1. 公司概况：住宅全装修领域的领先企业.....	3
2. 行业分析.....	4
2.1. 装饰行业规模庞大，市场集中度低.....	4
2.2. 城镇化及环保观念促精装修占比提升.....	5
2.3. “互联网+装修家居”风口日益强劲.....	5
3. 公司分析.....	6
3.1. 主营业务分析.....	6
3.2. 品牌及产业化实力突出，客户资源优质.....	7
3.2.1. 建筑装饰资质齐全，品牌实力出众.....	7
3.2.2. 优质客户资源.....	8
3.2.3. 具备标准化装修体系，工业化、产业化优势突出.....	9
3.3. 互联网家装转型、跨区域扩张及大客户战略驱动成长.....	9
3.3.1. 与易居强强联合开拓互联网家居定制平台，极具潜力.....	9
3.3.2. 跨区域市场拓展.....	11
3.3.3. 大客户战略.....	11
3.4. 财务分析.....	12
3.4.1. 收入稳定增长，盈利波动较大.....	12
3.4.2. 毛利率与期间费用率有所下降.....	12
3.4.3. 现金流状况大体良好，收现比有所下降.....	13
3.4.4. 负债率偏高，应收账款回款能力较好.....	13
4. 高行权价高标准股权激励彰显信心.....	14
5. 风险因素.....	15
6. 盈利预测.....	15

1. 公司概况：住宅全装修领域的领先企业

公司是住宅全装修整体解决方案及系统服务商，产业链包括设计、施工、配套部品加工及售后服务等一系列工程。主要业务为住宅全装修，亦有公共建筑装饰、家装施工、设计和家具业务等。

公司专注于住宅全装修领域的系统研发，并出台了住宅全装修标准体系，具有产业化优势。承接项目获得全国建筑工程装饰奖、上海市优秀建筑装饰设计与施工企业、上海市建筑装饰金奖等一系列奖项，树立了良好的工程业绩口碑。作为行业内较早专业从事住宅全装修业务的建筑装饰企业，公司现已树立了良好的品牌形象，具有较强市场竞争力。

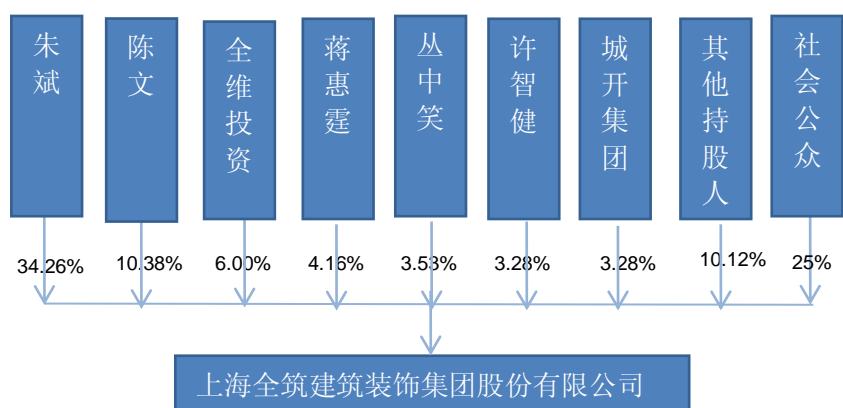
图 1：公司主营业务



数据来源：招股说明书，安信证券研究中心

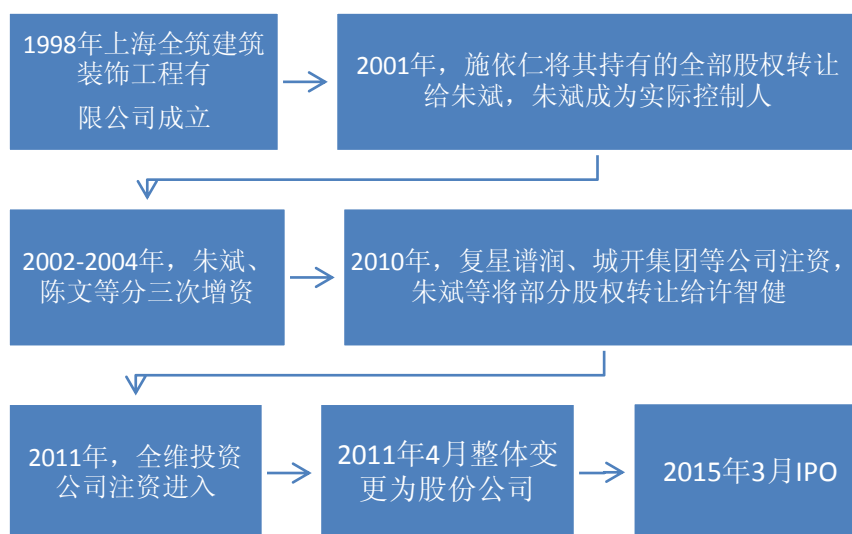
公司于 2015 年 3 月 20 日上市。公司的控股股东、实际控制人为朱斌，持股比例为 34.26%，复星谱润和上海谱润分别持股 3.05%/2.03%，恒大董事局主席许家印之子许智健持股 3.28%，上海城开集团持股 3.28%。

图 2：公司股权结构图



数据来源：招股说明书，安信证券研究中心

图 3：公司发展历史沿革



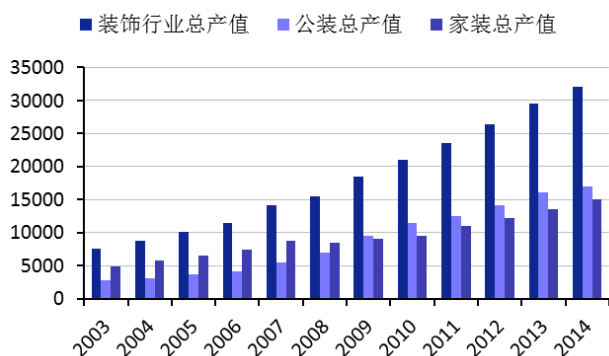
数据来源：招股书，安信证券研究中心

2. 行业分析

2.1. 装饰行业规模庞大，市场集中度低

根据中国建筑装饰协会数据，我国建筑装饰行业总产值从 2002 年的 6600 亿元增长到 2014 年的 3.2 万亿元，其中公装市场（B2B）总产值 1.7 万亿元，家装市场（B2C）总产值 1.5 万亿元，整体增势较快。尽管在经济转型背景下，我国未来宏观投资及房地产行业投资增速都预计持续放缓，但当前 3 万亿元的市场仍为装饰企业提供了广阔成长空间。

图 4：历年装饰行业产值（单位：亿元）



数据来源：中国建筑装饰协会，安信证券研究中心

图 5：2014 年装饰行业细分市场产值（亿元）



数据来源：中国建筑装饰协会，安信证券研究中心

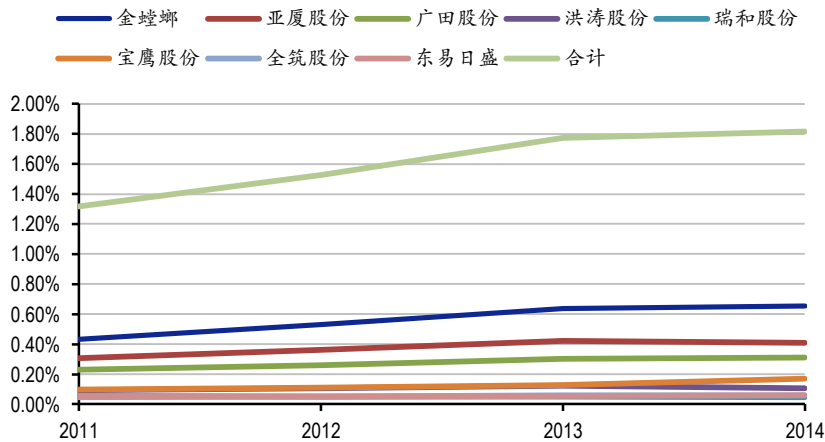
产业化发展和专业化分工趋势已显现。随着行业的不断发展，建筑装饰行业内部分工越来越细。如建筑幕墙作为建筑外围护结构，已成为一个专业领域；部分公司装饰装修项目实现了产业化；还有公司将业务重点放在专项服务上，皆取得了一定发展成果。

区域间发展不平衡。由于区域间经济发展的不平衡，建筑装饰行业在东部发达地区与中西部地区存在着较为明显的发展差异，整体呈现“东强西弱”的发展格局，区域落差较为突出。

行业集中度较低。装饰行业门槛相对较低，但大型装饰企业特别是有双甲资质的企业整个装饰行业中的占比偏低。虽然近年来由于技术发展与优质企业扩张，行业集中度得以提升，但业内依旧竞争激烈。2013 年整个行业的总产值为 2.89 万亿元，而建筑装

饰百强企业的总产值仅占行业总产值的 9.68% (2005 年为 3.11%)。2014 年, 8 家主要上市公司的总产值也仅为行业总产值的 1.82%, 大行业、小公司的格局仍未有突破。

图 6: 上市公司产值占整个行业产值比例 (%)

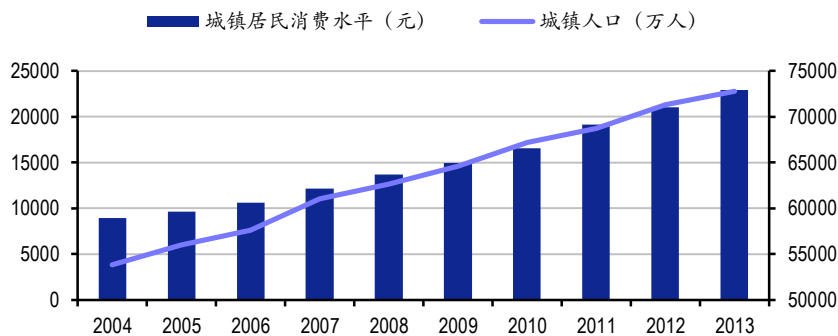


数据来源: 中装协, 安信证券研究中心

2.2. 城镇化及环保观念促精装修占比提升

城镇化建设支撑建筑装饰行业的持续发展。随着城市化的不断推进以及城镇居民消费的升级, 激发了增量建筑的装饰需求与现有存量建筑的更新需求。2013 年, 中国城市化率上升至 53.73%, 城镇人口的不断增长以及城镇人口消费水平的不断提升带动了公共设施和房地产业的发展, 产生了大量的装饰需求。建筑装饰行业在“存量+增量”双重需求的拉动下, 将维持增长趋势。

图 7: 城镇人口及消费水平



数据来源: 统计局, 安信证券研究中心

环保意识增强带动精装修比例提升。精装修住房由于装修的前置性和批量性, 减少了资源浪费和噪音污染, 也节省了用户时间精力。随着公众环保意识日益增强, 未来选择精装修住房的用户占比有望不断提高。为贯彻节能环保, 各级地方政府积极推行保障房尤其是公租房和廉租房的全装修, 保障性住房建设有望成为全装修住宅新的增长点。

2.3. “互联网+装修家居”风口日益强劲

去年以来, 装饰行业上市公司纷纷涉足互联网家装行业, 继金螳螂、亚厦股份等龙头进军互联网家装后, 广田股份、洪涛股份、宝鹰股份、东易日盛等亦加速触网。此外, 互联网及产业大资本亦瞄准该领域, 汇付天下与东易日盛合作成立易日升金融, 雷军旗

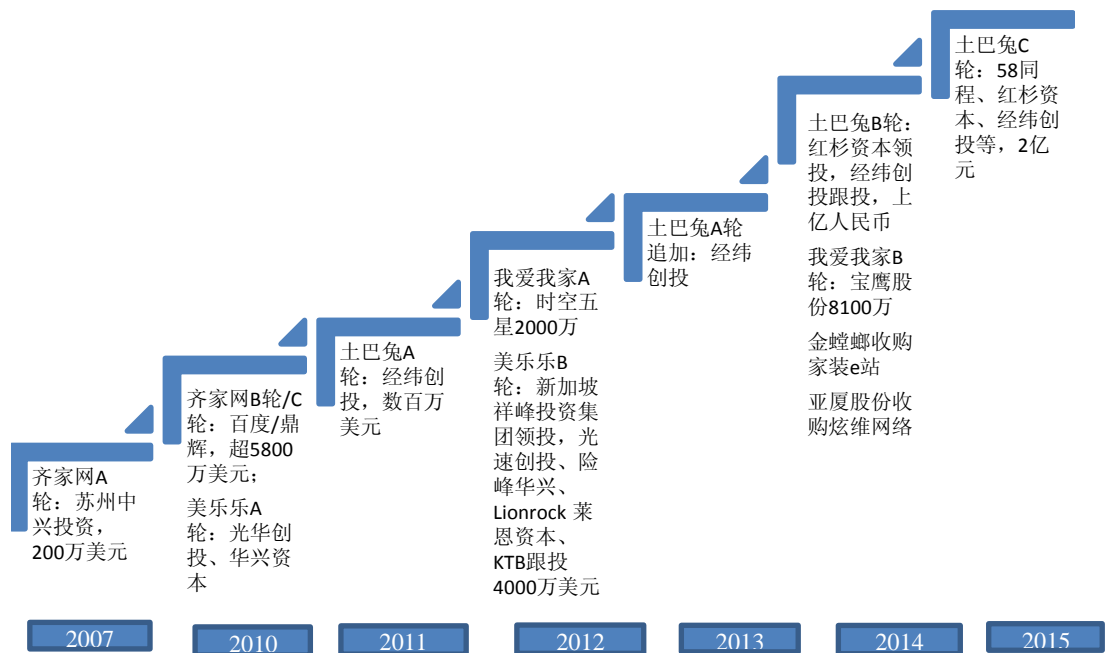
下顺为资本领投“爱空间”，万科进军家装市场，复星入股广田股份，均极大提升了市场对家装业务在泛家居产业链入口核心价值的认同度。“互联网+装修家居”风口日益强劲。

图 8：传统企业及产业资本切入家装行业



数据来源：互联网，安信证券研究中心

图 9：互联网家装获投资统计



数据来源：互联网，安信证券研究中心

3. 公司分析

3.1. 主营业务分析

公司主营业务为住宅全装修。此外，还包括公共建筑装饰、家装施工、设计等业务。住宅全装修是指公司通过一体化设计，产业化配套部品生产及专业化施工，为客户提供较为完整的住宅装修整体解决方案及系统服务。作为公司核心业务，2014年该项业务收入占比达86.3%，2011-2014收入CAGR达23.3%，增长迅猛。经过多年发展，公司形成了集设计、施工、配套部品加工及售后服务为一体的完整产业链，在业内积累了较强的品牌影响力，客户主要为房地产开发商。

同时，为全力配合和大力开发住宅全装修业务，公司承接了一部分与住宅配套的公装业务。该类业务主要是为星级酒店、会所等客户提供咨询、管理和施工服务，占比约7.4%。家装与设计业务占比较低，分别约3%/3.1%。

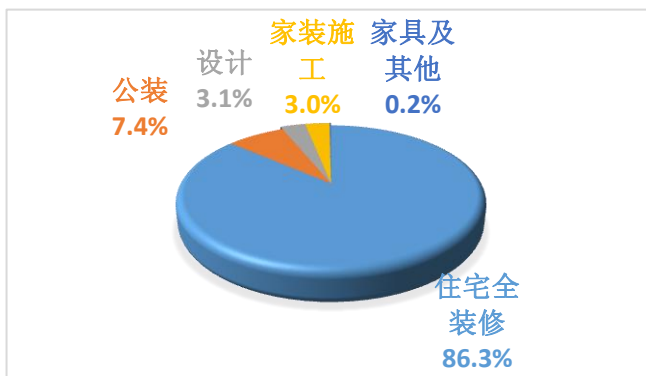
2014年，公司前五大客户营业收入占比达65.70%，其中来自恒大地产的收入占比达44.60%。恒大地产近三年始终为公司第一大客户，其与公司的在建项目及储备项目持续增长，截至2014年底待确认收入金额超过12亿元，对公司业绩形成一定程度的保障。此外，公司少数股东复地集团、上海城开也是公司前五大客户。

表 1：公司主营业务介绍

业务类别	业务情况	主要客户
住宅全装修业务	通过一体化设计,产业化配套部品生产,专业化施工,系统化管理,网络化服务,提供较为完整的住宅装修整体解决方案及系统服务	房地产开发商
公共建筑装饰业务	为拓展住宅全装修业务,承接部分与住宅配套的售楼处、会所业务等	星级酒店、会所等

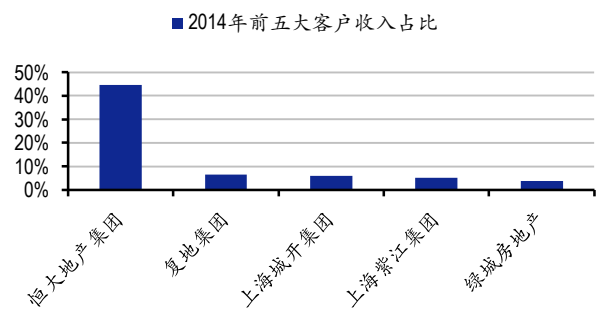
数据来源：招股书，安信证券研究中心

图 10：2014 年公司分业务收入占比



数据来源：招股书，安信证券研究中心

图 11：2014 年前五大客户收入占比



数据来源：招股书，安信证券研究中心

3.2. 品牌及产业化实力突出，客户资源优质

公司专注于住宅全装修领域的工业化与产业化发展，在全装修领域具有较为突出的竞争实力：

3.2.1. 建筑装饰资质齐全，品牌实力出众

凭借标准化与产业化的生产，公司在行业内积累了较强的市场品牌影响力。公司有丰富的项目经验，打造了汤臣一品、华府天地等国内高端住宅和上海世博会主题馆绍兴饭店、石油馆等世博项目，以及 400 余个楼盘 700 多万方全装修，获得了大量行业、市级和国家级荣誉。

表 2：公司取得的资质列表

序号	资质名称
1	建筑装饰工程设计专项甲级
2	建筑装饰装修工程专业承包一级
3	机电设备安装工程专业承包三级
4	房屋建筑工程施工总承包三级
5	住宅装饰装修工程设计与施工一级
6	质量管理体系认证证书
7	环境管理体系认证证书
8	职业健康安全管理体系认证证书

9 安全生产许可证

数据来源：招股书，安信证券研究中心

表 3：公司所获荣誉

序号	荣誉
1	全国建筑工程装饰奖
2	全国住宅装饰装修示范工程奖
3	全国住宅装饰装修行业 AAA 级信用企业
4	中国建筑装饰协会常务理事单位
5	全国十大杰出室内设计机构
6	上海市室内设计大赛金奖(蝉联 12 届)
7	上海市优秀建筑装饰设计与施工企业
8	上海市建筑装饰金奖 (2011-2012 届)
9	上海市著名商标企业
10	上海市装饰装修行业协会副会长单位

数据来源：安信证券研究中心

图 12：公司住宅全装修作品展示



数据来源：公司官网，安信证券研究中心

图 13：公司公共建筑作品展示



数据来源：公司官网，安信证券研究中心

3.2.2. 优质客户资源

经过多年住宅全装修市场的积累，公司与包括恒大地产、城开集团、上海置业、陆家嘴集团等国内多家大型房地产企业建立了合作关系。大型房地产企业在抗风险能力和资金交付实力方面也有着较高的稳定性，与优质房地产开发商合作为公司业务实现持续稳定发展提供了有力保障。

表 4：主要客户列表

序号	主要客户
1	恒大地产集团有限公司
2	上海城开（集团）有限公司
3	上海吴川置业有限公司
4	上海陆家嘴金融贸易区开发股份有限公司
5	复地（集团）股份有限公司
6	恒盛地产控股有限公司
7	绿城房地产（集团）有限公司
8	广州富力地产股份有限公司
9	上海紫江（集团）有限公司
10	珠海格力房产有限公司

数据来源：安信证券研究中心

另外，公司主要客户恒大地产、复地集团、上海城开集团都持有公司股份，与公司紧密绑定利益。三家客户综合实力强大，资源丰富，不仅可以给公司带来住宅精装修订

单，也可为公司提供其他资源支持。

恒大地产 2014 年销售收入 1376 亿元，全国排名第四。恒大董事局主席许家印之子许智健持有公司股份 3.28%

复地集团 2014 年销售收入 206 亿元，排名全国第 37 名，复星谱润投资持有公司 3.05% 的股份。

上海城开集团连续多年被评为“中国房地产百强企业——成长性 TOP10”，实力强劲，持有公司 3.28% 的股份。

3.2.3. 具备标准化装修体系，工业化、产业化优势突出

工厂生产标准化、部品部件通用化是未来住宅全装修标准化发展的趋势。公司自成立以来一直专注于住宅全装修领域的系统研发，成立了专门的研发部门，并出台了住宅全装修标准体系，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，能够对全装修环节实施有效控制。

公司从模数化、标准化设计，工厂预制生产和现场装配等方面提高了房屋建设的效率和整体质量，实现了住宅建设的工业化与产业化。公司倡导“设计一体化”操作模式，制定了系列标准制图和设计文件，避免二次装修；设计资源共享平台也为创作设计提供大量素材。公司还建立了全装修工业化的流水施工作业，对传统装饰装修行业的施工环节进行了工业化创新。公司部品部件工厂化生产、现场装配等作业环节也已采用工业化模式，现已拥有自己的木制品加工生产基地，实现部品部件工业化、批量化生产。

表 5：公司全装修标准体系

序号	标准体系
1	室内设计制图标准
2	全装修设计标准
3	室内设计文件编制深度及审查要点
4	装配式木饰面设计标准及深度规定
5	全装修设计管理手册
6	全装修工业化施工工艺标准
7	全装修质量验收标准
8	全装修木制品设计标准
9	全装修木制品制作及安装工艺标准
10	全装修木制品管理手册

数据来源：招股说明书，安信证券研究中心

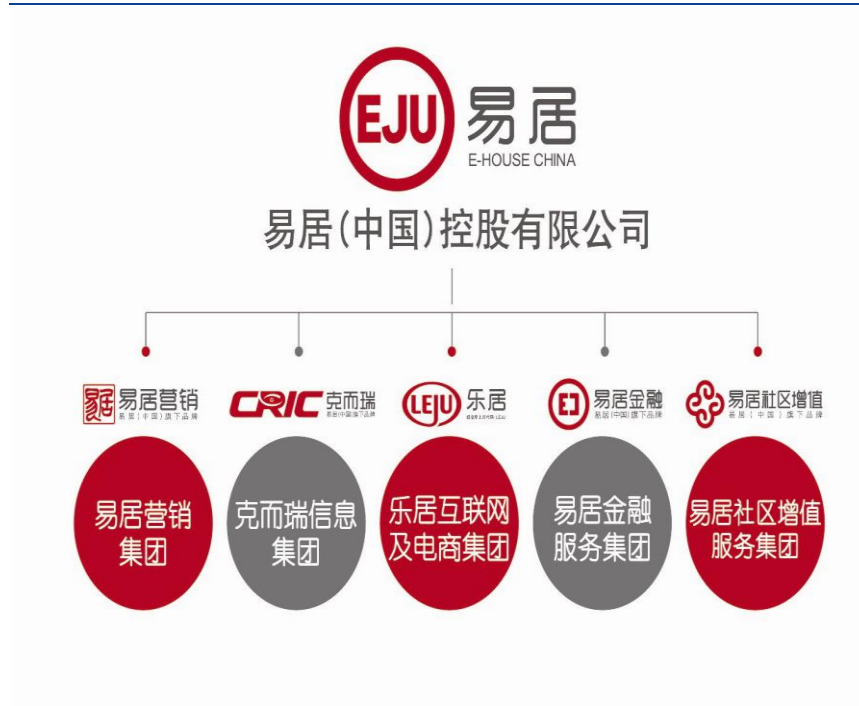
3.3. 互联网家装转型、跨区域扩张及大客户战略驱动成长

3.3.1. 与易居强强联合开拓互联网家居定制平台，极具潜力

上海全筑易家居配套有限公司是由易居中国房商集团、中国新浪乐居网和全筑股份合资成立，作为公司开拓互联网家装平台，使用“完美入住”的品牌对外经营。公司凭借在住宅装修领域的丰富产业经验，依靠合作方易居丰富的资源，强强联合，共同开拓互联网家装业务，极具潜力。

合作方易居地产服务链资源及互联网家装经验对完美入住平台形成有力支持。合作方易居为中国首家在美国纽交所上市的中国轻资产地产概念公司，中国领先的房地产全产业链服务商。旗下原有的营销代理、互联网及电商、信息咨询三大主营板块，与新组建的互联网金融及社区增值服务板块，一起构成了易居中国投资控股下的五大业务集团。

图 14: 易居旗下业务分部



数据来源: 公司官网, 安信证券研究中心

易居旗下的乐居网为房地产互联网资讯 O2O 服务平台, 服务于新房、二手房、家居三大领域, 业务模式涵盖电子商务、网络媒体、移动互联、广告营销等多个范畴, 为房地产全业态提供先进的 O2O 营销服务体系。

乐居网旗下的互联网装修频道整合了新浪抢工长与家居就商城, 可为客户提供咨询、材料购买、施工一条龙的装修服务。可以享受免费量房、设计、报价、工程施工监理等多项服务, 并由平台代管 30% 装修款, 满意后再付款。

图 15: 新浪抢工长服务模式



数据来源: 抢工长官网, 安信证券研究中心

完美入住经营模式。完美入住力图打造针对购房后大家居市场的全家居定制平台, 采取的是 C2B 商业平台定制模式。与一般的互联网电商不同, 该模式客流入口建在线下, 不参与传统模式的线上流量争夺, 不做零售式的网上商城, 而是将整体家居设计成一个商品化的定制平台。服务对象主要为合作楼盘的新购房业主, 追求买房即选、交房即住的服务目标。公司力求去除整个产业链上的多层多级流转成本, 聚焦供应商质量管理能力, 为消费者谋求最高性价比的定制家居服务。

该模式可以充分利用合作方易居中国的房地产链服务资源，目前易居旗下乐居网已覆盖全国 256 座城市，85%以上的品牌房地产客户选择与乐居进行合作，超过 20 万个楼盘项目通过乐居进行营销售卖。通过乐居的渠道，完美入住网更容易获得与新建楼盘的合作资源，接触新购房业主，进行广泛引流。

家装电商平台进展顺利。全筑易家公司成立后，在上海地区进行了精装后楼盘选样，用一年的时间进行住宅整体家居定制化线下销售测试，获得采样数据后，于 2014 年 8 月启动“完美入住”线上平台建设，并于 2014 年 12 月 25 日上线测试；后经过 3 个月的楼盘开发和供应商建设测试，根据测试反馈，启动完美入住 1.0 升级改造，于 2015 年 5 月 20 日将完美入住 1.1 上线测试，移动端微信服务号上线测试，同时线下端售楼一体机交付测试；至此，线上线下全部打通。

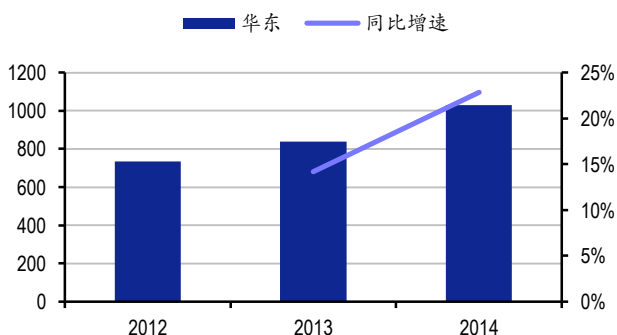
根据完美入住官网信息，目前合作楼盘主要集中在上海地区，共有花木绿城锦绣兰庭、锦绣前城、香溢花城等 7 家楼盘。入住集成服务商 57 家，包括美克美家、尊皇软装等公司。未来随着模式的逐渐成熟，公司将进行异地扩张，加大集成服务商和产品商的招募力度，有望迅速扩大收入规模。

3.3.2. 跨区域市场拓展

公司业务以华东区域为根基，2012/2013/2014 年公司华东地区收入分别为 7.4/8.4/10.3 亿元，CAGR 为 18.38%，营业收入持续稳定增长。

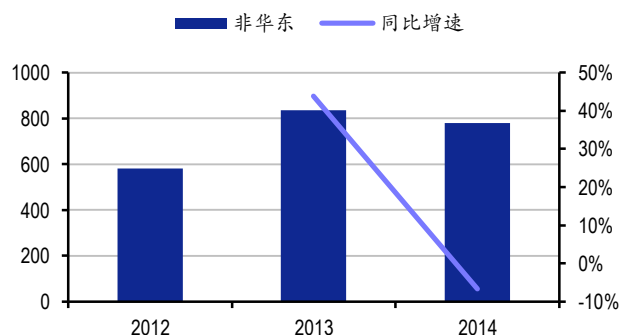
目前公司已制定以华东为核心，向全国范围拓展业务的策略，正由深耕区域重点市场向全国性市场扩张，已经在全国设立了十余家分公司，分别负责各地区的业务承接。2012/2013/2014 年公司华东区域外的收入分别为 5.8/8.4/7.8 亿元，CAGR 达 15.87%，全国范围内的市场竞争力显著提升。

图 16: 华东地区收入（百万）及增速



数据来源：招股说明书，安信证券研究中心

图 17: 非华东区域收入（百万）及增速



数据来源：招股说明书，安信证券研究中心

3.3.3. 大客户战略

公司前五大客户收入占比 65.7%，通过与恒大、复地、城开的持股关系紧密绑定利益。与公司采取类似大客户战略的上市装饰公司广田股份与恒大地产签订了战略合作协议，主要收入也来自恒大地产。2011-2013 年，广田股份来源于恒大的收入分别为 26/33/46 亿元，占其当年收入的 48%/48%/52%。

公司 2012-2014 年来源恒大的收入为 3.8/7.8/8.0 亿元，占公司当年收入比例为 26%/46%/45%。可以看出相较于广田股份，公司获得来自恒大的订单规模较小，提升空

间潜力较大。当前来源于恒大的收入占恒大业务总量不足 5%，未来有望导入更多业务量，提升收入规模；此外，公司积极开发新客户，未来有望持续绑定大客户战略，拓宽盈利来源。

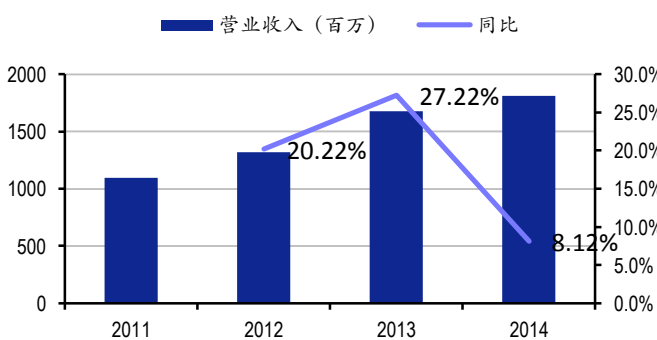
3.4. 财务分析

3.4.1. 收入稳定增长，盈利波动较大

公司近年来营业收入保持稳定增长态势，2011/2012/2013/2014 年公司收入分别为 11.0/13.2/16.8/18.1 亿元，2011-2014 收入 CAGR 达 18.3%。

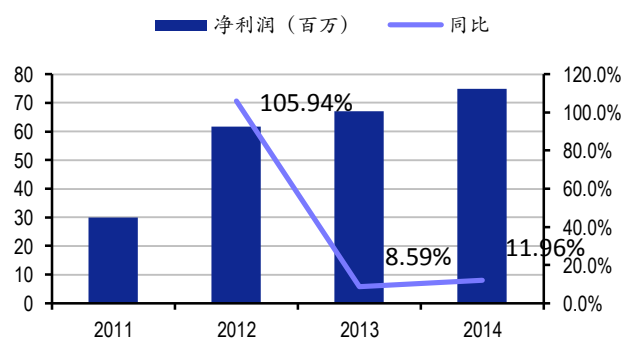
公司 2011-2014 年归母净利润为 2996.5/6170.4/6695.6/7500.6 万元，2012-2014 年同比增长 105.9%/8.6%/12.0%。其中 2012 年增长超过 100%是由于公司 2011 年进行了 3774.4 万元的股份支付，基数较低。剔除股份支付的影响，公司 2012 年净利润同比减少 9.6%。这主要是公司正处于扩张期，项目毛利率下降，管理费用上升导致。2013-2014 年公司异地管控能力不断加强，利润实现了持续稳定的增长。

图 18: 历年营业收入 (百万元) 及增长率



数据来源: wind, 安信证券研究中心

图 19: 历年净利润 (百万元) 及增长率



数据来源: wind, 安信证券研究中心

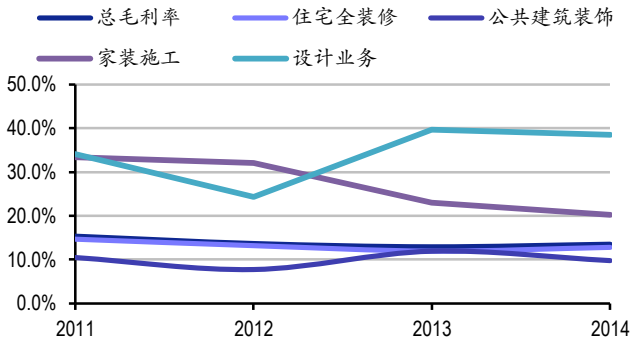
3.4.2. 毛利率与期间费用率有所下降

2011/2012/2013/2014 年公司总毛利率分别为 15.3%/13.7%/12.9%/13.5%，呈下降趋势。一是由于毛利率较高的家装、设计业务的收入比重下滑，二是由于住宅全装修业务逐步从高端楼盘向中高端楼盘转移拉低了毛利率。2014 年，随着公司异地项目趋于成熟，总毛利率有所回升。

分业务情况中，2011-2014 年住宅全装修毛利率为 14.7%/13.2%/11.9%/12.8%，主要是由于毛利较低的恒大地产项目收入比例上升；公共建筑装饰业务毛利率有所波动，受到项目的个案影响较深；家装施工业务从 2011 年 33.4% 下滑至 2014 年 20.2%，是由于公司为强化住宅全装修业务，降低了对家装施工业务的资源投入；设计业务毛利率 2012 年降幅较大，主要因为公司在设计业务承接方面向毛利率较低的住宅全装修业务倾斜。

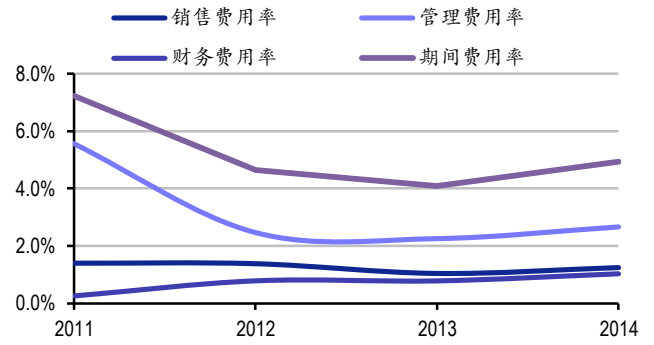
2011-2014 年，公司期间费用率有所下降，分别为 7.2%/4.6%/4.1%/4.9%，主要系 2011 年的股份支付导致管理费用增加 3774.4 万元。若剔除股份支付的影响，2011-2014 年期间费用率基本保持稳定。

图 20: 分业务毛利率



数据来源: 招股说明书, 安信证券研究中心

图 21: 公司三项费用分析



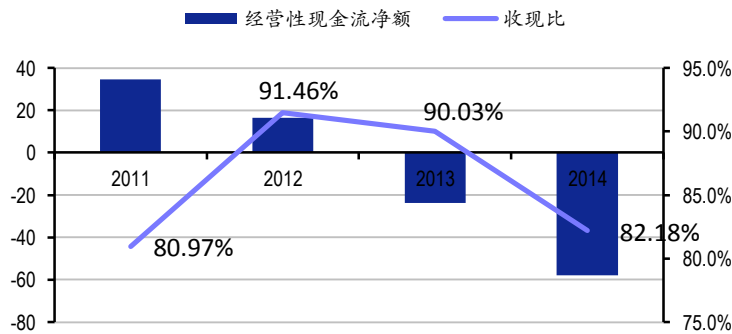
数据来源: 招股说明书, 安信证券研究中心

3.4.3. 现金流状况大体良好, 收现比有所下降

近年来公司经营性现金流净额持续下降, 2011/2012/2013/2014 经营性现金流净额分别为 3463.3/1636.5/-2372.2/-5800.9 万元, 主要由于公司业务规模快速扩张所致。

收现比方面, 2011/2012/2013/2014 年分别为 81%/91%/90%/82.2%, 2014 年收现比下降较多, 主要由于国内房地产行业宏观调控对下游客户造成影响, 使公司的资金回收速度有所下降。

图 22: 公司历年经营性现金流净额 (百万) 及收现比



数据来源: 招股说明书, 安信证券研究中心

3.4.4. 负债率偏高, 应收账款回款能力较好

公司资产负债率近年有所下降, 但仍高于 70%。可比公司中, 公司负债率最高。公司负债率偏高主要由于业务规模扩张迅速, 通过短期借款筹资造成流动负债较高。

流动性方面, 公司的流动比率略有升高, 速动比率维持在 1.2 左右。相对可比公司而言, 公司流动性偏弱。

应收账款周转率方面, 公司近三年该数值稳定上升, 处于可比公司较高水平。主要由于公司加强了对应收账款回款的管理, 以保持自身经营活动的稳健性。

表 6: 可比公司财务数据

	2011	2012	2013	2014
-资产负债率 (%)				
全筑股份	75.07	72.16	70.17	74.17
金螳螂	59.46	68.44	68.53	66.25
亚厦股份	57.37	63.92	65.04	61.93
广田股份	48.35	55.72	57.56	62.19
洪涛股份	34.82	40.34	50.16	46.20

瑞和股份	45.61	47.40	49.98	49.50
-流动比率				
全筑股份	1.22	1.28	1.33	1.26
广田股份	1.99	1.64	1.81	1.62
洪涛股份	2.60	2.21	1.77	1.93
瑞和股份	2.11	1.84	1.73	1.68
金螳螂	1.55	1.52	1.47	1.43
亚厦股份	1.60	1.68	1.46	1.52
-速动比率				
全筑股份	1.12	1.20	1.21	1.17
洪涛股份	2.56	2.20	1.75	1.92
广田股份	1.85	1.49	1.67	1.51
瑞和股份	1.99	1.73	1.61	1.57
金螳螂	1.54	1.51	1.46	1.43
亚厦股份	1.51	1.59	1.40	1.43
-应收账款周转率				
全筑股份	1.79	2.13	2.41	2.10
广田股份	3.13	2.42	2.29	1.75
金螳螂	3.11	2.38	1.98	1.60
亚厦股份	2.51	2.10	1.93	1.43
洪涛股份	2.88	2.59	1.85	1.22
瑞和股份	2.57	1.80	1.61	1.42

数据来源：安信证券研究中

4. 高行权价高标准股权激励彰显信心

公司拟向含高管、中层管理人员、核心业务骨干在内的 29 名激励对象授予 107.50 万份股票期权，约占激励计划签署时公司股本总额的 0.67%，授予的行权价为 49.10 元，较停牌前股价高出 142%。有效期为自股东大会通过之日起的 48 个月，自股权激励计划授权日起 12 个月后，满足行权条件的激励对象可以按 20%、30%、50% 的行权比例分三期行权。公司设置的行权业绩条件为，2015、2016、2017 年营业收入较 2014 年度增长分别不低于 30%、80%、150%，扣除非经常损益后的净利润较 2014 年增长分别不低于 30%、80%、150%。高行权价及高业绩要求表明公司管理层对长期发展的信心和对公司价值的强烈预期。

表 7：行权时间安排

行权期	行权安排	可行权数量占获授期权数量比例
第一个行权期	自授权日起 12 个月后的首个交易日起至授权日起 24 个月内的最后一个交易日当日止	20%
第二个行权期	自授权日起 24 个月后的首个交易日起至授权日起 36 个月内的最后一个交易日当日止	30%
第三个行权期	自授权日起 36 个月后的首个交易日起至授权日起 48 个月内的最后一个交易日当日止	50%

数据来源：公司公告，安信证券研究中心

表 8：行权业绩条件

行权期	业绩考核目标
第一个行权期	2015 年度，扣除非经常损益后的净利润较 2014 年度增长不低于 30%，营业收入较 2014 年度增长不低于 30%。
第二个行权期	2016 年度，扣除非经常损益后的净利润较 2014 年度增长不低于 80%，营业收入较 2014 年度增长不低于 80%。

第三个行权期

2017 年度，扣除非经常损益后的净利润较 2014 年度增长不低于 150%，营业收入较 2014 年度增长不低于 150%。

数据来源：公司公告，安信证券研究中心

5. 风险因素

新业务开拓不达预期风险、应收账款风险、宏观经济波动风险、客户过于集中风险。

6. 盈利预测与估值

我们预计公司 2015-2017 年营业收入增速分别为 30%/38.6%/39.3%，归属于股东的净利润增速分别为 30.2%/38.7%/39.4%，对应 2015/2016/2017 年 EPS 预测为 0.61/0.85/1.18 元。当前市值仅 36 亿元，对应三年 PE 分别为 37/26/19 倍，考虑到公司未来外延扩张及转型升级具有较大潜力，给予 34 元目标价（2016 年 40 倍 PE），买入-A 评级。

财务报表预测和估值数据汇总(2015年07月14日)

利润表						财务指标					
(百万元)	2013	2014	2015E	2016E	2017E	(百万元)	2013	2014	2015E	2016E	2017E
营业收入	1,675.8	1,811.8	2,355.8	3,265.7	4,550.4	成长性					
减:营业成本	1,459.3	1,567.0	2,033.6	2,820.4	3,930.7	营业收入增长率	27.2%	8.1%	30.0%	38.6%	39.3%
营业税费	54.6	58.2	75.4	99.6	138.8	营业利润增长率	17.8%	17.9%	31.9%	38.7%	40.2%
销售费用	17.5	19.5	25.9	31.0	41.0	净利润增长率	8.5%	12.0%	30.2%	38.7%	39.4%
管理费用	37.8	41.7	54.2	75.1	104.7	EBITDA 增长率	17.7%	18.0%	45.1%	45.0%	39.8%
财务费用	13.1	16.1	27.6	50.5	74.3	EBIT 增长率	19.0%	18.6%	37.5%	46.6%	41.8%
资产减值损失	11.1	11.1	12.0	13.0	14.0	NOPLAT 增长率	18.6%	18.0%	38.3%	48.6%	41.8%
加:公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	42.1%	49.6%	61.0%	42.5%	39.5%
投资和汇兑收益	-0.6	-1.8	0.1	0.4	0.5	净资产增长率	24.7%	22.3%	108.8%	15.8%	19.0%
营业利润	81.8	96.5	127.2	176.5	247.5	利润率					
加:营业外净收支	10.4	8.4	8.8	9.7	12.0	毛利率	12.9%	13.5%	13.7%	13.6%	13.6%
利润总额	92.2	104.9	136.0	186.1	259.4	营业利润率	4.9%	5.3%	5.4%	5.4%	5.4%
减:所得税	24.1	27.8	35.4	46.5	64.9	净利润率	4.0%	4.1%	4.1%	4.1%	4.1%
净利润	67.0	75.0	97.6	135.4	188.7	EBITDA/营业收入	5.9%	6.5%	7.2%	7.6%	7.6%
						EBIT/营业收入	5.7%	6.2%	6.6%	6.9%	7.1%
资产负债表						运营效率					
	2013	2014	2015E	2016E	2017E	固定资产周转天数	5	4	7	8	6
货币资金	82.2	197.5	612.5	816.4	819.1	流动营业资本周转天数	52	71	87	99	104
交易性金融资产	-	-	-	-	-	流动资产周转天数	215	257	303	329	321
应收账款	787.4	991.8	1,429.4	2,017.7	2,836.0	应收账款周转天数	154	177	185	190	192
应收票据	114.5	191.1	240.8	394.2	541.2	存货周转天数	16	20	22	24	26
预付帐款	5.5	8.6	9.7	15.7	19.7	总资产周转天数	232	278	325	347	333
存货	90.9	113.9	168.6	270.2	385.0	投资资本周转天数	65	88	106	114	115
其他流动资产	-	-	-	-	-	投资回报率					
可供出售金融资产	-	-	-	-	-	ROE	19.4%	17.9%	11.1%	13.4%	15.7%
持有至到期投资	-	-	-	-	-	ROA	5.9%	4.7%	3.8%	3.8%	4.1%
长期股权投资	1.4	1.6	1.6	1.6	1.6	ROIC	19.8%	15.6%	13.4%	14.0%	14.2%
投资性房地产	-	-	-	-	-	费用率					
固定资产	20.4	20.7	70.9	78.3	76.2	销售费用率	1.0%	1.1%	1.1%	1.0%	0.9%
在建工程	3.7	54.6	25.4	22.7	16.3	管理费用率	2.3%	2.3%	2.3%	2.3%	2.3%
无形资产	34.1	36.5	36.2	36.8	36.4	财务费用率	0.8%	0.9%	1.2%	1.5%	1.6%
其他非流动资产	21.1	23.7	19.9	19.9	20.2	三费/营业收入	4.1%	4.3%	4.6%	4.8%	4.8%
资产总额	1,161.2	1,640.0	2,615.0	3,673.5	4,751.6	偿债能力					
短期债务	111.2	299.0	270.3	320.7	394.8	资产负债率	70.2%	74.2%	66.2%	72.1%	74.4%
应付帐款	579.6	713.6	949.9	1,357.3	1,901.8	负债权益比	235.2%	287.2%	195.7%	258.7%	289.9%
应付票据	27.1	70.8	56.2	119.9	125.6	流动比率	1.33	1.26	1.76	1.81	1.76
其他流动负债	96.9	105.9	123.7	144.8	190.1	速动比率	1.21	1.17	1.64	1.67	1.61
长期借款	-	27.1	330.3	706.8	920.6	利息保障倍数	7.23	6.99	5.62	4.50	4.33
其他非流动负债	-	-	-	-	-	分红指标					
负债总额	814.8	1,216.4	1,730.5	2,649.4	3,532.9	DPS(元)	-	0.05	-	-	-
少数股东权益	1.6	3.8	6.8	11.0	16.8	分红比率	0.0%	10.7%	0.0%	0.0%	0.0%
股本	120.0	120.0	160.0	160.0	160.0	股息收益率	0.0%	0.2%	0.0%	0.0%	0.0%
留存收益	224.8	299.8	717.7	853.1	1,041.8						
股东权益	346.4	423.6	884.5	1,024.1	1,218.7						

现金流量表						业绩和估值指标					
	2013	2014	2015E	2016E	2017E		2013	2014	2015E	2016E	2017E
净利润	68.2	77.2	97.6	135.4	188.7	EPS(元)	0.42	0.47	0.61	0.85	1.18
加:折旧和摊销	5.2	6.3	15.4	19.7	22.9	BVPS(元)	2.15	2.62	5.49	6.33	7.51
资产减值准备	11.1	11.1	-	-	-	PE(X)	53.3	47.5	36.5	26.3	18.9
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	PB(X)	10.3	8.5	4.1	3.5	3.0
财务费用	13.4	16.9	27.6	50.5	74.3	P/FCF	-80.5	30.8	74.3	17.9	-1,232.7
投资损失	0.6	1.8	-0.1	-0.4	-0.5	P/S	2.1	2.0	1.5	1.1	0.8
少数股东损益	1.2	2.1	3.0	4.2	5.8	EV/EBITDA	-	-	20.8	15.3	11.8
营运资金的变动	-114.3	-162.2	-298.9	-357.3	-489.0	CAGR(%)	27.0%	36.1%	18.0%	27.0%	36.1%
经营活动产生现金流量	-23.7	-58.0	-155.4	-148.0	-197.6	PEG	2.0	1.3	2.0	1.0	0.5
投资活动产生现金流量	-7.9	-59.4	-35.9	-24.6	-13.5	ROIC/WACC	2.9	2.4	2.2	2.1	2.0
融资活动产生现金流量	-19.4	199.3	606.3	376.5	213.8	REP	-	-	1.9	1.5	1.2

数据来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

■ 公司评级体系

收益评级:

- 买入 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上;
- 增持 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%;
- 中性 — 未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%;
- 减持 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%;
- 卖出 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上;

风险评级:

- A — 正常风险, 未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动;
- B — 较高风险, 未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动;

■ 分析师声明

杨涛、夏天分别声明, 本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格, 勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责, 保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据, 特此声明。

■ 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司(以下简称“本公司”)经中国证券监督管理委员会核准, 取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告, 是证券投资咨询业务的一种基本形式, 本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析, 形成证券估值、投资评级等投资分析意见, 制作证券研究报告, 并向本公司的客户发布。

■ 免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写, 但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断, 本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期, 本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态, 本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料, 但不保证及时公开发布。同时, 本公司有权对本报告所含信息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。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点, 一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准, 如有需要, 客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下, 本公司及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或期权并进行证券或期权交易, 也可能为这些公司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, 提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素, 亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下, 本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议, 无论是否已经明示或暗示, 本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下, 本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有, 未经事先书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的, 需在允许的范围内使用, 并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”, 且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

■ 销售联系人

上海联系人	侯海霞	021-68763563	houhx@essence.com.cn
	梁涛	021-68766067	liangtao@essence.com.cn
	凌洁	021-68765237	lingjie@essence.com.cn
	潘艳	021-68766516	panyan@essence.com.cn
北京联系人	朱贤	021-68765293	zhuxian@essence.com.cn
	温鹏	010-59113570	wenpeng@essence.com.cn
	李倩	010-59113575	liqian1@essence.com.cn
	周蓉	010-59113563	zhourong@essence.com.cn
深圳联系人	张莹	010-59113571	zhangying1@essence.com.cn
	沈成效	0755-82558059	shencx@essence.com.cn
	胡珍	0755-82558073	huzhen@essence.com.cn
	范洪群	0755-82558087	fanhq@essence.com.cn
	孟昊琳	0755-82558045	menghl@essence.com.cn

安信证券研究中心

深圳市

地址：深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层

邮编：518026

上海市

地址：上海市浦东新区世纪大道 1589 号长泰国际金融大厦 16 层

邮编：200123

北京市

地址：北京市西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 19 层

邮编：100034

