

城市群建设方兴未艾，装饰翘楚再绘新图
建筑行业公司研究报告
 2016年09月08日

——洪涛股份(002325.SZ)首次覆盖研究
分析师

刁阳

 执业证书 S0110516050001
 电话 010-59366179
 邮件 diaoyang@sczq.com.cn
行业数据

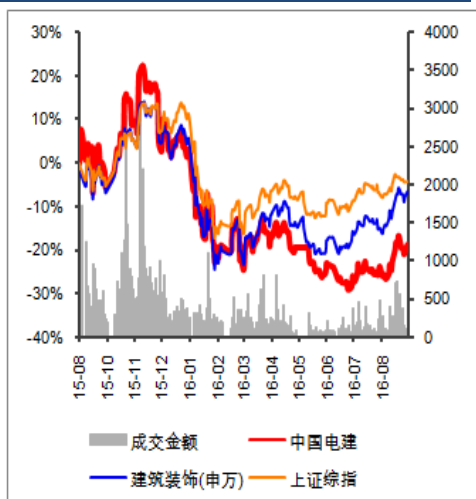
2016/09/05

股票家数(家)	64
总市值(亿元)	14971.46
流通市值(亿元)	11965.07
平均涨跌幅(%)	1.73
每股收益(TTM, 元)	0.568

公司数据

2016/09/05

总市值(亿元)	109.5
流通市值(亿元)	93.26
动态市盈率	31.4
每股收益(TTM, 元)	0.29

一年内申万指数走势

近期相关研究

1. 建筑行业周报(7.25~7.31);
2. 建筑行业周报(8.1~8.7);
3. 建筑行业周报(8.8~8.14);
4. 建筑行业周报(8.15~8.28).

投资要点

■ **财务状况一般。**总资产快速增长，流动资产占绝对比重；近三年营收总体下降，同时应收账款增长迅速对利润质量构成挑战；收现比尚可但经营性净现金流不甚理想，反映收入质量较高但利润质量低；流动比率和利息保障倍数均较高，长短期偿债能力有保障；毛利率持续增长，综合竞争力显著增强；股东回报有所下降；分红占比下降侧面反映出盈利质量的下降。得益于成本控制力，各项利润指标稳步增长，公司业绩增长性较强。

■ **城镇化进程助推公装业务，转型教育培训领域获得新增长点**一方面，城镇化进程将促使我国进入城市群建设阶段，截至2015年已形成长三角城市群、珠三角城市群、京津冀城市群、中原城市群、长江中游城市群、哈长城市群、成渝城市群、辽中南城市群等11个国家级城市群，正在建设有13个区域性城市群。城市群的发展势必推动包括公共建筑在内的项目建设，利好公司发展。另一方面，建筑业布局PC时代，对产业工人的需求将不断增加，技术培训成为先决，立足于职业培训教育的品牌类机构将获得不断发展。

■ **投资建议：**

● **城镇化进程为公装业务带来一定增量。**公司主要业务为公共建筑装饰，装饰业务贡献了90%以上的利润。公共装饰与城镇化的推进过程中公共建筑投资需求较为密切。据统计局的数据，2015年末我国城镇化率为56.1%，而目标是到2020年城镇化率达到60%左右，因此装饰行业整体预计仍有一定的增量空间，但空间有限。

● **存量市场不断释放更新需求。**酒店类公共建筑一般5~7年更新一次，其它建筑一般10年更新一次，存在一定的存量市场更新需求。公司在公装领域具有较高的品牌知名度，传统业务领域竞争优势将持续得到发挥。

● **切入建筑行业教育培训产业，实现双轮驱动。**积极布局教育培训产业，收购建筑行业职业教育培训机构学尔森，践行“建筑装饰+教育培训”双轮驱动。

我们认为，在建筑行业进入装配式阶段，掌握PC作业技术的产业工人需求量将呈现爆发式增长，造价员、质量员、监理员、测量验测等在内的技术培训将在未来几年衍生大量的市场需求。此外，新建筑材料和施工工艺的运用也将促使职业教育培训成为必要环节。未来该业务有望贡献较大利润。我们预测公司2016/2017/2018年EPS分别为0.245/0.31/0.39元，对应目前股价的PE为37.18/29.38/23.35倍，给以“增持”评级。

■ **主要风险提示。**(1)城镇化推进过程低于预期，对公共装饰需求增速放缓；(2)应收账款未能及时回收形成坏账损失

目录

1	公司概况.....	5
1.1	概况.....	5
1.2	对外股权投资增长迅速，主要控股子公司总体盈利大幅改善.....	5
1.2.1	流通股占较大比重，限售股解禁对股价压力不明.....	5
1.2.2	股东户数微弱增长，持股集中度下降.....	5
1.2.3	控股公司数量渐增，业务逐渐由装饰拓展至教育.....	6
1.2.4	转型教育产业，意图实打造建筑装饰+教育双轮驱动.....	7
2	财务分析和业务分项分析.....	9
2.1	综述分析.....	9
2.1.1	财务报表分析.....	9
2.1.2	财务比率分析.....	11
2.2	业务分项分析.....	12
2.2.1	建筑装饰：文化类、酒店类装饰工程独树一帜；行业遇冷公司强化内控.....	12
2.2.2	培训教育产业：积极并购以求获得快速增长.....	13
3	行业发展趋势分析.....	14
3.1	公装：城镇化建设将推动一定的增量需求.....	15
3.2	家装：大行业、小企业，发展趋向绿色化和智能化.....	16
3.3	职业教育培训：装配式建筑催生民工职业化.....	17
4	市场表现与投资价值分析.....	18
4.1	市场表现与估值情况(截至 2016 年 9 月 5 日).....	18
4.2	公司业绩预估.....	19
4.3	投资建议.....	19
4.4	风险提示.....	20

图目录

图 1: 股东户数和户均持股数变化.....	6
图 2: 主要资产、负债项占比变化.....	9
图 3: 营收、主要收入区域占比.....	10
图 4: 收入与利润质量分析.....	10
图 5: 学尔森学校培训课程.....	14

表目录

表 1: 2015 年主要子公司盈利情况	6
表 2: 主要对外股权投资及转让.....	8
表 3: 连续 3 年分红及占比情况.....	11
表 4: 成长能力变化	12
表 5: 国家级城市群名单	16
表 6: 主要业绩指标	19
表 7: 财务预测数据(2016.9.5).....	21
表 8: 财务预测数据续表(2016.9.5).....	22

1 公司概况

1.1 概况

深圳市洪涛装饰股份有限公司1985年1月14日成立，2007年8月整体变更为股份有限公司，2009年11月完成首次公开发行。总部位于深圳市罗湖区泥岗西洪涛路17号。民营企业，法定代表人是自然人刘年新。

公司主营业务是为政府机构、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，具有《建筑装修装饰工程专业承包一级》等六个专业一级资质证书，《建筑装饰专向设计甲级》资质证书，承接了包括人民大会堂、钓鱼台国宾馆、国家体育场(鸟巢)等一批标志性精品工程。2014年起公司先后完成对中装新网、跨考教育、学尔森的收购，并参股金英杰教育等职业教育平台，加速布局职业教育板块。

2015年年报显示，公司建筑装饰业务的收入占比高达96.04%，而职业教育板块则贡献了3.96%的收入，达到1.19亿元。

1.2 对外股权投资增长迅速，主要控股子公司总体盈利大幅改善

1.2.1 流通股占较大比重，限售股解禁对股价压力不明

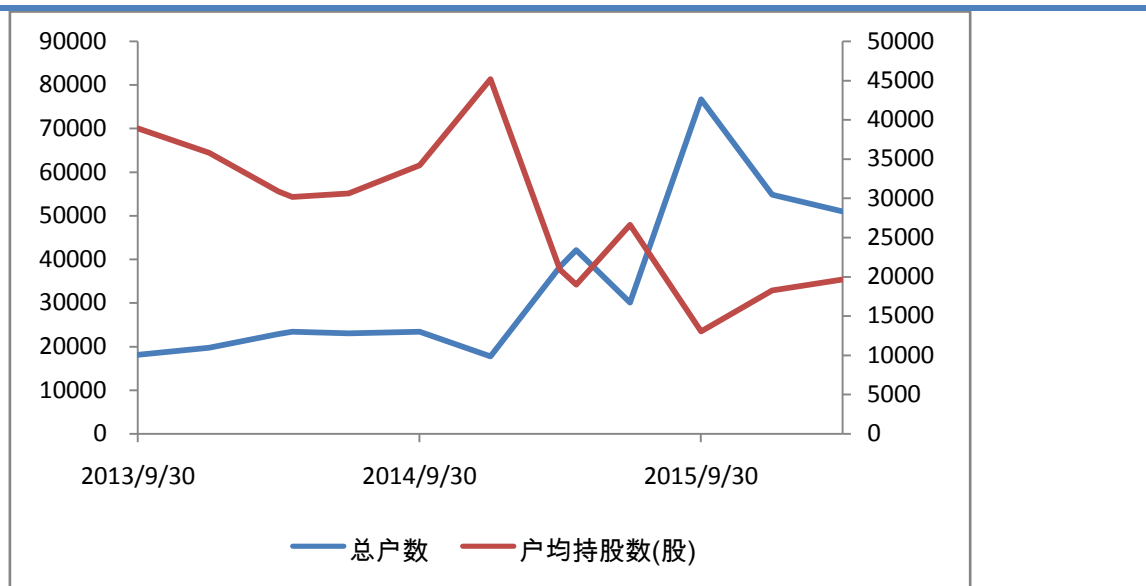
按照最新股本变动，当前公司总股本12.02亿股，其中流通股9.14亿股(占76.03%以上)，均为A股。限售股占比23.97%，由于解禁批次和时间尚不明确，对股价形成的压力暂无法判断。

1.2.2 股东户数微弱增长，持股集中度下降

股东总户数先升后降。2013年9月底总户数为18103户，到2015年9月底该数量飙升至76714户，达到高峰。之后呈现下滑，截至2016年3月底总户数下降到50970户。2015年9月底~2013年3月底的户数下降反映出市场看多情绪有所上升。但2016年3月底~6月底股东户数有20%以上的增长，反映出较多的看空情绪。

持股集中度有所下降。2014年3月底前十大股东持股比例在58.05%，2014年12月底该比例降至51.91%，2016年6月底该比例降至44.66%。从2016年一季报看，大股东刘年新持股数占总股本30.23%，为第一大股东。

图 1: 股东户数和户均持股数变化



资料来源: WIND、首创证券研发部整理

1.2.3 控股公司数量渐增, 业务逐渐由装饰拓展至教育培训

公司2009年上市, 从2010年~2015年的控股情况看, 公司新设和收购方式控股的公司数量逐年上升, 由2010年的1家公司升至2015年的12家。2015年之前的并购主要围绕装修装饰, 2015年起开始涉足教育培训机构, 并入了北京尚学跨考教育科技有限公司、上海学尔森文化传播有限公司, 并参股北京金英杰教育科技有限公司。装修装饰和教育双轮驱动模式将是公司今后发展的方向。控股公司整体盈利状况良好, 2015年12家子公司整体实现净利润14.3(百万元)。

表 1: 2015 年主要子公司盈利情况

单位: 百万元

序号	公司名称	主营业务	净利润 2015
1	北京优装网信息科技有限公司	互联网	-22.09
2	中装新网科技(北京)有限公司	互联网	-21.23
3	深圳市前海洪涛教育科技有限公司	互联网教育	—
4	天津市洪涛装饰产业有限公司	建筑装饰	0.20
5	辽宁洪涛装饰有限公司	建筑装饰	-0.32
6	深洪涛装饰(澳门)股份有限公司	建筑装饰	—
7	北京尚学跨考教育科技有限公司	教育	17.30
8	上海学尔森文化传播有限公司	教育	9.19
9	北京金英杰教育科技有限公司(联营)	教育	2.89
10	深圳前海和融保理有限公司	金融业	13.07
11	广东云浮洪涛装饰高新石材产业园有限公司	制造业	0.46
12	吉林省深洪涛装饰有限公司	制造业	0.00
13	深圳市洪涛装饰产业园有限公司	装饰部品部件工厂化	17.72
净利润合计(不含联营公司)			14.3

资料来源: 公司公告、首创证券研发部整理

1.2.4 转型教育产业，意图实打造建筑装饰+教育双轮驱动

公司积极拓展新业务，以投资、并购、增资等方式布局多元化。随着建筑装饰行业整体增长速度放缓，积极拓展新的盈利增长点，已确立了“将职业教育作为第二主业”的发展战略，于2014年起先后收购了中装新网、跨考教育、学尔森，并参股金英杰教育等专业职业教育平台，加速布局公司职业教育板块。未来公司将拥有建筑装饰和职业教育两大业务板块，通过实现双主业协调发展。

具体而言，截至2015年底，持有北京筑龙伟业科技有限公司10%股份共计2000万元，持有上海同筑信息科技有限公司18%股份共计1459.46万元；持有北京金英杰教育科技有限公司20%股份共计3957.75万元，持有北京优装网信息科技有限公司70%股份共计2970万元，持有北京尚学跨考教育有限公司70%股份共计24774.47万元，持有上海学尔森文化传播有限公司85%股份共计29750万元。子公司的具体业务和市场布局情况详见报告2.2业务分项分析部分。

此外，公司于2014年5月23日公告称，斥资1亿元设立深圳市前海洪融保理有限公司，从事商业保理，受托资产管理、股权投资、创业投资等业务。

表 2：主要对外股权投资及转让

年份	投资事项	被投资公司主营	投资/转让意图
2014.3	以人民币 2120 万元受让朱时均、张京跃等 28 名自然人股东所持有的中装新网 53% 的股权。交易价格相对于标的公司最近一期净资产溢价 7.98 倍。	技术开发、技术推广、技术咨询、技术转让、技术服务；投资管理；投资咨询；企业管理咨询；企业策划、设计；房地产咨询；会议服务；市场调查；承办展览展示活动等	借助中装新网的优势进行行业资源和产业链条的系统整合，开展建筑装饰行业与互联网融合的尝试及探索，进一步拓展公司的业务范围
2014.7	以股权转让及增资的方式(人民币 2500 万)取得上海同筑信息科技有限公司 55% 的股权	信息技术、电子科技、建筑科技、计算机技术领域内的技术开发、技术咨询、技术转让等	有助于整合优质市场资源，提高市占率
2015.3	以股权转让方式以人民币 23520 万元的对价取得北京尚学跨考教育科技有限公司 70% 的股权。	教育技术开发；网络技术服务；商务办公服务；接受委托提供劳务服务；教育信息咨询、文化信息咨询、商务信息咨询(中介除外)；销售办公用品、电子产品	转型教育培训
2015.9	与北京金英杰教育科技有限公司及标的公司股东赵红峰、邢建蕊共同签署了《股权转让及增资扩股协议》，各方初步商定受让方以股权转让方式以人民币 3900 万元的对价受让取得标的公司 20% 的股权。	金英杰一向全国医学领域提供卫生资格、医师资格、药师资格及职称晋升等培训项目；政法英杰—2004 年注册成立，致力于帮助十余万名考生通过司法考试，为国家司法系统培养专业合格人才	转型职业教育
2015.9	与上海学尔森文化传播有限公司及公司股东邱诺明共同签署《股权转让协议》，各方初步商定甲方以股权转让方式以人民币 29750 万元的对价取得标的公司 85% 的股权。	主要培训业务是一级、二级建造师、造价工程师、造价员、消防工程师、建筑现场八大员的线上、线下考前培训	在收购中装新网、跨考教育经验的基础上，在职业教育领域的深化与延伸。
2015.12	将持有上海同筑 37% 的股权分别转让给尹仕友先生、河北齐氏农业开发有限公司、上海域盛投资有限公司，合计 3000 万元	信息技术、电子科技、建筑科技、计算机技术领域内的技术开发、技术咨询、技术转让、技术服务	2015 年 1~9 月被转让公司亏损 90.95 万，较 2014 年业绩大幅下滑

资料来源：公司公告、首创证券研发部

2 财务分析和业务分项分析

2.1 综述分析

2.1.1 财务报表分析

总资产快速增长，成长迅速；流动资产占绝对比重；收入质量较高但利润质量较低

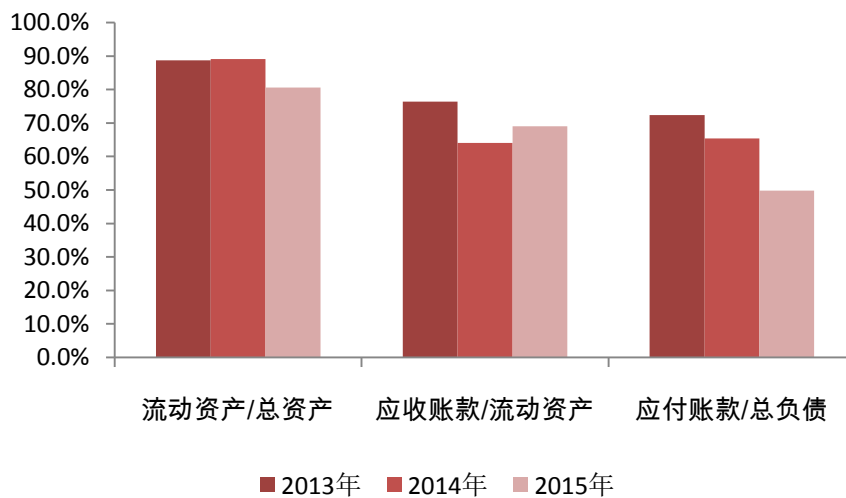
(1) 资产负债分析：总资产快速增长，流动资产占绝对比重；应收账款增长较快对业绩质量形成压力；应付账款占比下降但仍占主导

2013年、2014年和2015年总资产分别为36.79亿元、54.13亿元和67.36亿元，复合增速约为35.32%，成长迅速。流动资产连续3年占比在80%以上，轻资产特征明显。流动资产中，应收账款占比连续3年保持在70%左右，并且连续5年保持稳定增长，2011~2015年复合增速高达44.43%，膨胀迅速。我们认为，公司应收账款迅速膨胀与公装款项延迟结算相关，由于公装的业主方主要是政府或平台公司，近年来受地方债务清理等影响，政府推迟了部分项目的结算，形成应收款增长；另外，经济整体下行对财政收入的影响也导致了实际支付能力下降。

营业收入连续3年持续下滑(增速为-8.6%)，但同期应收账款增速为22.6%，表明项目结算压力逐渐加大，对收入和利润的质量形成不良影响。如果公司采取措施加强款项催缴，有望带来一定的改善。

公司几乎无非流动负债，流动负债占比在98%以上。其中，应付账款近三年占比分别为72.3%、65.4%和50.3%，占比虽下降但仍占主导。

图 2：主要资产、负债项占比变化



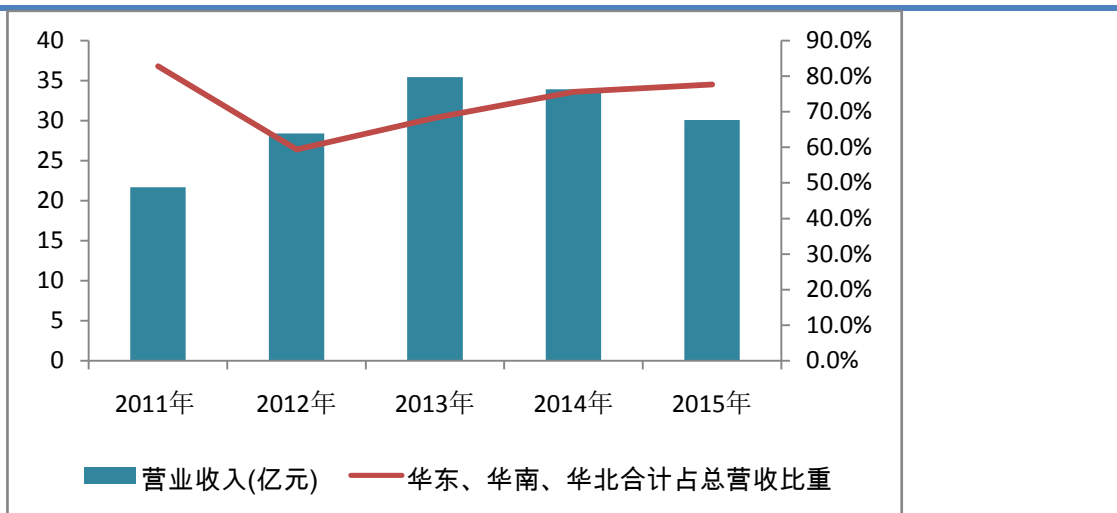
资料来源：WIND、首创证券研发部

(2) 利润表分析：近三年营收下降，收入质量较高但利润质量低

近五年营业收入呈现一定的波动性，2011~2013年稳步增长，之后逐渐下滑。2013年~2015年营收分别为35.45亿元、33.93亿元和30.06亿元。装饰和设计业务均呈现下降趋势。职业教育属于新业务，2015年并表后显示仅产生1.192亿元收入，贡献度不足4%。

收入按地域贡献方面：国内业务占绝对比重，华东、华南和华北地区的收入排前三位，且从占比看有逐步增长的趋势，三地区的合计收入占总收入的比重由2012年的59.4%稳步升至77.7%。2011~2015年复合增速为6.8%。

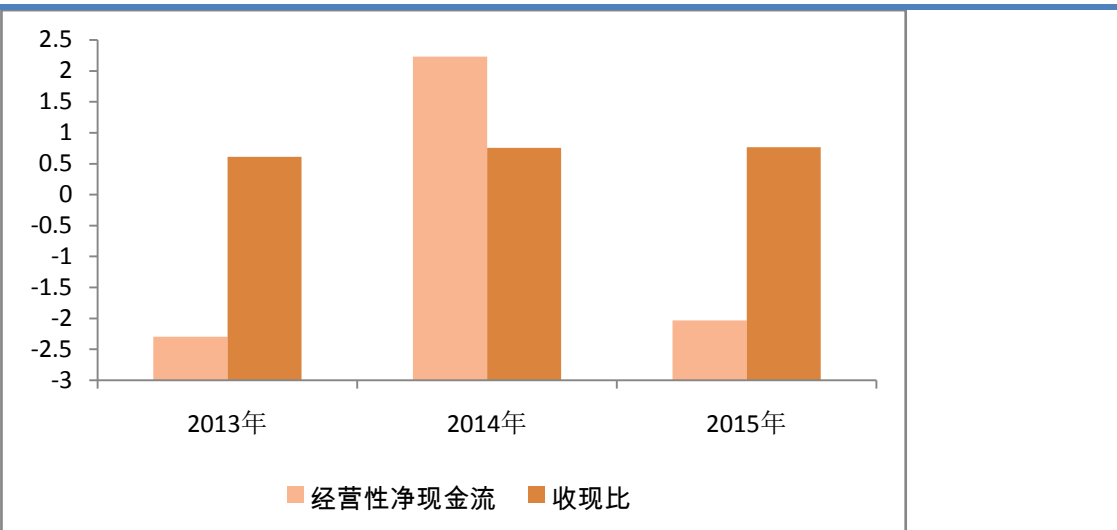
图 3：营收、主要收入区域占比



资料来源：WIND、首创证券研发部

营收和利润质量高。2013年、2014年和2015年“收现比”分别为0.61、0.75和0.77，营收质量较高。利润质量差，2011年~2015年只有2014年经营活动净现金流为正，经营活动现金收不抵支现象严重，账面有利润但质量低。

图 4：收入与利润质量分析



资料来源：WIND、首创证券研发部

2.1.2 财务比率分析

偿债能力强，盈利能力略有改善，股东回报明显增强；EPS持续增长

(1)偿债能力：流动比率和利息保障倍数均较高，长短期偿债能力有保障

近三年流动比率高于1.5，短期偿债能力强。由于存货项较低而应收项较高，扣除应收款和存货后，现金比率平均保持在0.15左右。

长期偿债能力方面，2011~2013年财务费用为负，表明利息收入高于利息支出。2014年和2015年财务费用为正，测算利息保障倍数分别为24.5倍和21.4倍，显示出较强的长期偿债能力。

(2)盈利能力：毛利率持续增长，综合竞争力显著增强；股东回报有所下降；分红占比下降侧面反映出盈利质量的下降

综合竞争力显著增强。公司自上市起销售毛利率稳步增长，由2009年的13.92%升至2015年的26.31%，增长较快。2015年毛利率同比上升6.28个百分点，核心竞争力进一步增强。由于教育培训行业毛利率高于传统建筑行业，公司进军教育产业显著提升整体毛利率水平。

股东回报下降，2013~2015年平均净资产收益率(ROE)分别为16.82%、12.46%和11.6%。

利润分红侧面反映出公司的盈利质量。年报显示，公司2011年~2015年现金分红金额占合并报表中归属于上市公司普通股股东净利润比率总体呈现下降趋势，2015年该比率仅为9.81%，为五年最低。我们认为，公司正处于成长阶段，管理层降低分红比例或出于企业发展考虑，但降低分红比率也与经营现金流持续为负相关，依靠融资分红总归不可持续。

表 3：连续 3 年分红及占比情况

年份	现金分红(含税, 万元)	占归属普通股股东净利润
2015 年	3505.39	9.81%
2014 年	4006.17	13.56%
2013 年	3572.81	12.62%

资料来源：公司公告、首创证券研发部

(3)业绩成长能力：得益于成本控制力，各项利润指标稳步增长，公司业绩成长性较好

营业利润增长率呈现一定波动但总体良好，2013~2015年平均增长率为14.29%。EPS保持了持续增长，近3年平均增长率为16.11%。

表 4：成长能力变化

	2015 年报	2014 年报	2013 年报	2012 年报
同比增长率				
每股收益-基本(%)	12.50	2.50	33.33	46.67
每股收益-稀释(%)	12.50	2.50	33.33	46.67
每股经营活动产生的现金流量净额(%)	-172.78	185.43	0.21	-151.31
营业总收入同比增长率(%)	-11.39	-4.32	24.77	31.09
营业收入同比增长率(%)	-11.39	-4.32	24.77	31.09
营业利润(%)	16.25	3.26	23.37	53.60
利润总额(%)	17.49	3.06	23.57	53.80
归属母公司股东的净利润(%)	21.01	5.70	36.71	50.24
归属母公司股东的净利润-扣除非经常损益(%)	12.52	5.87	36.41	50.09
经营活动产生的现金流量净额(%)	-190.97	197.15	-52.70	-408.84
相对年初增长率				
每股净资产(%)	-10.43	39.44	-19.57	-42.83
资产总计(%)	24.45	47.13	47.32	24.92
归属母公司的股东权益(%)	11.96	58.58	23.09	14.34

资料来源：WIND、首创证券研发部

2.2 业务分项分析

2.2.1 建筑装饰：文化类、酒店类装饰工程独树一帜；行业遇冷公司强化内控

高端装饰全面发展，品牌影响力增强；企业管控因势利导，行业变脸加强款项催收；互联网化迈出第一步。

——2013年公司新承接合同金额超亿元的大型公共建筑6项，超5000万的大型公建项目18项。项目聚焦文化类建筑这一高端装饰细分市场，包括沈阳文化艺术中心、临沂大剧院、九江修水文化艺术中心、重庆石柱演绎中心、苏州凤凰国际书城等项目。同时，还承接了57项五星级酒店设计和施工，并以EPC模式完成了北京华为大厦改造总承包工程、郑州天鹅城国际大酒店施工一体化等工程，在精装修、幕墙、照明、机电安装等方面积累了丰富的经验。不仅如此，公司积极向高端外延市场延伸，积极打造新专业细分市场的新优势，随着具有标志意义的深圳滨海医院（港大深圳医院）、深圳证券交易所大楼、深圳T3航站楼、澳门大学新校区、老挝万象亚欧峰会官邸、老挝万象东昌酒店等项目的成功运营，将在医院、办公楼、航站楼、教育、境外等高端细分市场建立新优势。被评为“全国建筑装饰行业国宾馆最佳专业化装饰企业”、“全国建筑装饰行业酒店类最佳专业化装饰企业”、“全国建筑装饰行业影剧院类最佳专业化装饰企业”、“2012-2013中国十大最具影响力设计机构”等。荣获鲁班奖及全国建筑工程装饰奖共6项，继续成为获得“国优”奖项最多的装饰企业之一。

——2014年地产投资遇冷传导导致装饰业。公司加强应收账款管理，及时催促回款及结算，全年经营活动产生的现金流量实现净流入2.23亿元人民币。同时成功收购中装新网53%的股权，切入互联网平台。中装新网确立了三大全新业务板块，分别是通过在线教育频道打造出建筑装饰行业职业在教育培训和认证的一流人才服务平台；通过城市频道建立基于家装和小额公装的B2C电商服务平台；通过专业频道建立大型工装企业和材料供应企业之间的材料采购的B2B电商服务平台。

——2015年电商平台-优装美家经过半年的正式运营，在销售规模及品牌影响力上取得了较大的突破与成绩。截至2015年底已经吸引超过200家国内一流装饰装修企业、1500余名明星设计师、400余建材家具大牌入驻。在正式运营的半年时间，优装美家签订装修合同数近2000个，合同近2亿元。

——**全国布局，以精品工程辐射影响力。**目前公司在全国各地设置分公司39家，在京津环渤海经济带、珠江三角洲和长江三角洲三大区域形成了稳定的市场份额，主要的重点省市有北京、天津、广东、广西、四川、上海、浙江、江苏、山东、河南、吉林等。未来公司将持续完善“公司营销中心-地区事业部-分公司”三级营销体系，以标志性工程塑造品牌相影响，促进销售。

——**强化研发创新，获得多项专利。**2013年公司获得26项实用新型专利，1项发明专利。公司被授予全国装饰行业唯一一家“博士后创新实践基地”，同时被评为“全国建筑装饰行业百家优秀科技创新型企业”、“2013年度广东省自主创新示范企业”。2013年研发费用11015.28万，占净资产6%，占总营收3.11%。

2.2.2 培训教育产业：积极并购以求获得快速增长

公司积极拓展第二产业，2015年连续收购建筑行业职业培训机构学尔森、国内研究生O2O培训机构跨考教育，并参股医学培训机构金英杰。

学尔森是我国建工和财经领域专业精英人才的考培基地，专注建筑培训12年，在全国20多个省市和地区开展职业培训业务，全国近100家学习中心，包括全国40余家分校和“建工教育在线”的远程学习平台。培训课程包括一级建造师、二级建造师、造价工程师等。

跨考教育则是全国研究生报考决策平台，主要为国内研究生考试服务，业务范围包括考试咨询，课程培训以及信息查询等，覆盖全国31个省939所院校44382个专业，平台数据来源于学校官网及权威教育网站。根据教育部数据，2015年全国硕士研究生招生考试报名人数为164.9万人，较2014年减少6.5万人，降幅3.8%。这是继2014年考研报名人数下跌以来，再次明显下降，宣告了持续20多年的考研热画上了句号，预计未来5年研究生考试人数仍然呈现下降趋势，公司涉足研究生招考或非明智之举。

图 5：学尔森学校培训课程

建造	一级建造师 二级建造师 全日制二级建造师 建造师 全国建筑技工 北京建筑技工 建筑弱电师 一级建造师继续教育
造价	造价员 助理造价工程师 造价工程师 全日制工程造价
监理	监理工程师 中建协监理工程师 装饰工程监理 装饰工程监理师 装饰项目经理 WACF建筑监理师
施工	质量员 施工员 资料员 材料员 监理员 试验员 测量验线员 劳务管理员 机械员
技术	北京特种作业培训 全国信息化工程师 电气工程师
其他	全国招标师 咨询工程师 管理咨询师 房地产经纪人 BIM
设计	室内设计师 全日制室内设计 景观设计师 室内设计师水平认证
物业	北京市物业项目负责人 物业管理师

资料来源：学尔森官网、首创证券研发部整理

3 行业发展趋势分析

建筑装饰总揽：2015年装饰行业企业总数约13.5万家，其中上市公司23家，行业从业者1620万人，行业竞争充分，属于典型的“大行业、小企业”。2015年全国建筑装饰行业完成工程总产值3.4万亿元，比2014年增加了2300亿元，增长幅度为7%，其中公共建筑装修装饰全年完成工程总产值1.74万亿元，比2014年增加了920亿元，增长幅度为5.6%；住宅装修装饰全年完成工程总量值1.66万亿元，比2014年增加了1500亿元，增长幅度为9.2%。在充分竞争格局下，行业收益率较低，近3年行业净资产收益率在5.6~6.1%，销售利润率在4.8~5.3%，负债率在70%左右，高负债、低收益率特征明显。

3.1 公装：城镇化建设将推动一定的增量需求

——公共建筑装饰下游广泛，包括星级酒店、商业建筑（如写字楼、商场、金融建筑等）、文教体卫建筑（如文化、教育、科研、体育、卫生医疗建筑等）、政府机关、通信建筑（如邮电、通讯、广播用房）以及交通运输类建筑（如机场、车站、地铁）等。2005年至2012年复合年增长率达12.49%，行业产值由5500亿提升到1.41万亿，2012年约占当年国内生产总值的2.71%。根据《中国建筑装饰行业“十二五”发展规划纲要》，公共建筑装饰行业2015年产值争取达到2.6万亿，“十二五”期间平均年增长率达18.9%。

——建筑装饰行业受城市化进程加速和消费结构升级等因素的带动。2015年，我国城镇化率达到56.1%，城镇常住人口达到了7.7亿，但农业转移人口市民化进展比较缓慢，户籍人口城镇化率还比较低。城市化进程需要大量的住宅和基础设施建设为基本物质条件，给建筑装饰行业提供了巨大增量市场需求。未来我国将逐步进入城市群发展阶段，包括国家级、区域性和地区性三层级。截至2015年，中国已形成长三角城市群、珠三角城市群、京津冀城市群、中原城市群、长江中游城市群、哈长城市群、成渝城市群、辽中南城市群、山东半岛城市群、海峡西岸城市群、关中城市群共11个国家级城市群，正在建设有13个区域性城市群。城市群的发展势必推动包括公共建筑在内的项目建设。

表 5： 国家级城市群名单

城市群	城市名单
长三角城市群	上海、南京、无锡、常州、苏州、南通、盐城、扬州、镇江、泰州、杭州、宁波、嘉兴、湖州、绍兴、金华、舟山、台州、合肥、芜湖、马鞍山、铜陵、安庆、滁州、池州、宣城
珠三角城市群	广州、香港、澳门、深圳、佛山、东莞、中山、珠海、江门、肇庆、惠州、清远、云浮、阳江、河源、汕尾
京津冀城市群	北京、天津、石家庄、唐山、保定、秦皇岛、廊坊、沧州、承德、张家口
中原城市群	郑州、洛阳、开封、新乡、焦作、许昌、平顶山、漯河、济源
长江中游城市群	武汉、黄石、黄冈、鄂州、孝感、咸宁、长沙、株洲、湘潭、南昌、九江、景德镇、鹰潭
哈长城市群	哈尔滨、长春、齐齐哈尔、大庆、牡丹江、吉林、四平、延吉
成渝城市群	重庆、成都、自贡、泸州、德阳、绵阳、遂宁、内江、乐山、南充、眉山、宜宾、广安、雅安、资阳
辽中南城市群	沈阳、大连、鞍山、抚顺、本溪、丹东、辽阳、营口、盘锦
山东半岛城市群	济南、青岛、烟台、淄博、潍坊、东营、威海、日照
海峡西岸城市群	福州、厦门、泉州、莆田、漳州、三明、南平、宁德、龙岩、温州、丽水、衢州、上饶、鹰潭、抚州、赣州、汕头、潮州、揭阳、梅州
关中城市群	西安、咸阳、宝鸡、渭南、铜川

资料来源：互联网公开资料、首创证券研发部整理

3.2 消费升级带来绿色化和智能化装饰新需求

行业发展趋向绿色化，并向智能化延伸。近年来，随着人们生活水平提高以及新材料的涌现，对办公和居住环境提出了更多的需求。装修装饰也更倾向于采用由低能耗制造工艺和无污染环境的生产技术所生产的绿色材料。

绿色装饰包含两方面内容，其一是选择绿色环保材料，如采用硅藻泥替代墙纸和乳胶漆作为内墙装饰材料，采用低污染的液体壁纸等；其二是采用预制生产、现场安装的方式实现。目前建筑装饰行业在成品化技术方面已经取得了1000多项专利，且工厂化加工的半成品、成品部件的使用率已经达到60%，金螳螂、亚厦股份、深装集团等企业已经打造了自己的工业化产业园。装饰工业化采用预制标准化模块，提高装饰施工效率，减少对现场的环境污染，降低装饰施工成本。

建筑智能化是利用系统集成方法，将智能型计算机技术、通信技术、控制技术、多媒体技术和现代建筑艺术有机结合，通过对设备的自动监控，对信息资源的管理，对使用者的信息服务及其建筑环境的优化组合，所获得的投资合理，适合信息技术需要并且具有安全、高效、舒适、便利和灵活特点的现代化建筑物。建筑智能化的实现需要通过多个分项工程实现，如计算机管理系统工程；楼宇设备自控系统工程；保安监控及防盗报警系统工程；智能卡系统工程；通讯系统工程；卫星及共用电视系统工程等。住建部数据显示，中国现有建筑总面积400多亿平方米，每年新增建筑面积约20亿平方米，而智能建筑占新建建筑的比例，美国为70%，日本为60%，而中国尚不及三成（2012年数据），行业未来发展空间巨大。企业行为方面，亚厦股份收购万安智能、广田股份设立建筑装饰行业第一个文博会智能家居体验馆，都是对智能化做出的反应。

3.3 职业教育培训：装配式建筑催生民工职业化

职业教育步入黄金期。职业教育是我国教育体系的重要组成部分，是解决“大学生就业难”与“企业技工荒”的就业结构性矛盾的重要手段。2014年5月，国务院印发了《关于加快发展现代职业教育的决定》加强对职业教育工作的领导和支持；6月份，教育部等六部门又联合印发了《现代职业教育体系建设规划（2014-2020年）的通知》，到2020年中等职业教育在校生达到2350万人，专科层次职业教育在校生达到1480万人，接受本科层次职业教育的学生达到一定规模，从业人员继续教育达到3.5亿人次。此外，《规划》还提出创新民办职业教育办学模式，积极支持各类办学主体通过独资、合资、合作等多种形式举办民办职业教育，探索发展股份制、混合所有制职业院校，允许社会力量以资本、知识、技术、管理等要素参与办学并享有相应权利。按照《规划》，预计2015年中等职业教育、专科职业教育、继续教育市场规模分别为675亿元、834亿元、1450亿元，整个学历职业教育市场规模合计约2959亿元。按照10%的增速预测，“十三五”期间继续教育市场的总规模将达到11187.63亿元，我们假设建筑行业的占比为20%，则在“十三五”期间将产生2237.5亿元的继续教育培训市场。

建筑行业未来仍存在较大的增长潜力。**住宅建筑领域**，尽管地产投资下行，但作为重大民生工程的保障性安居住房建设，是政府坚定推动的工程内容，我们曾在2016年投资策略中对保障房建设中的棚户区改造投资进行过测算预测2016~2017年的投资总额在2.76万亿；**公用建筑领域**，城市群的发展势必推动包括公共建筑在内的项目建设，为这一板块注入新动力；**基础设施建设领域**，2016年到2018年期间，全国拟重点推进铁路、公路、水路、机场、城市轨道交通项目303项，设计项目总投资约4.7万亿元；**钢结构领域**，钢铁产能过剩背景下，推动钢结构在住宅领域的拓展是化解钢铁产能过剩的重要举措，2015年11月国务院常务会议决定，结合棚改和抗震安居工程等，开展钢结构试点，2016年3月5日，李克强总理在政府工作报告中提出：积极推广绿色建筑和建材，大力发展钢结构和装配式建筑，提高建筑工程标准和质量。此外，地下管廊建设、海绵城市建设两类工程将成为“十三五”期间政府重点推动的工程项目。总体而言，我国建筑行业市场空间仍很大。

三因素导致职业教育培训成为未来行业发展的必要环节。其一是建造方式的重大转变，**粗放式建造逐渐被集约化方式取代**。装配式建造是建筑施工环节的绿色化实践，通过“工厂化构件预制—现场拼装”的方式完成建造过程，具有施工速度快、受气候影响小、扬尘和噪音少等特点，是对传统粗放型制造过程的一种颠覆。该模式将现浇模式转变为预制模式，构建预制标准、作业方式等都发生较大变化，设计、施工、计价方式等也会发生变化，因此市场对包括造价员、质量员、监理员、测量验线员、劳务员等在内的新培训需求将大量产生。**其二是新的标准规范有所调整**。近几年新颁布的行业规范不断涌现，涵盖设计、节能改造、建筑施工、混凝土、地基基础等各个环节，新规范和标准的出台要求从业人员必须适时跟进，因此，在职人员的职业在教育成为一个热点，而且我们认为，随着建筑绿色化的进一步渗透和行业发展，还会出现新的适应时代发展的标准规范出台，指导行业发展。**其三是建筑人工数量的减少需要“一工多能”的行业能手**。目前建筑业施工企业有10万多个，从业人员3600多万，但在人口老龄化的大环境下，建筑工人的数量总体而言将逐渐减少，一些经济发达城市甚至出现招工难的现象。由于建筑市场仍存在较大市场，劳动力数量下降将要求“一工多能”，行业培训将成为必要。

我们认为，公司做建筑行业职业教育培训既有利于整个行业的从业人员水平提高，同时对自身业务的发展也具有一定的促进作用。

4 市场表现与投资价值分析

4.1 市场表现与估值情况(截至2016年9月5日)

涨跌幅方面：2015.12.25~2016.1.28上证综指下跌26.49%，而公司股价下跌42.19%，跌幅远超越大盘；2016年年初至8月28日上证综指涨跌幅为-13.25%，公司涨跌幅为-39.22%，跌幅超过大盘25.97个百分点；从最近1个月看，2016年8月1日至今公司涨幅为-6.47%，上证综指上涨3.11%，不及大盘。总体而言，公司股价表现整体不如大盘。

估值方面：目前动态市盈率在34倍左右，低于建筑装饰行业整体估值40.16倍。

股价方面：当前股价在9.11元，处于上市以来的相对低位。

4.2 公司业绩预估

公司2016上半年收入和净利润同比增幅分别为6.46%和-19.87%，预计下半年公司将加大开工项目数量，同时加快对应收款项的追收，全年收入增速总体预期快于上半年。加之2015年收入下降较快，预计16年增速较高。我们给以11.8%的增长率。城镇化推动下，2017和2018年公司预计收入将保持在10%以上。

表 6：主要业绩指标

单位:亿元	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入	33.926	30.063	33.620	37.880	41.838
增长率(%)	-4.32	-11.38	11.83	12.67	10.45
归属母公司股东净利润	2.954	3.575	2.940	3.728	4.686
增长率(%)	5.69	21.006	-17.76	26.78	26
每股收益(EPS)	0.246	0.297	0.245	0.310	0.390

资料来源：WIND、首创证券研发部

4.3 投资建议

公司主要业务为公共建筑装饰，装饰业务贡献了90%以上的利润。公共装饰与城镇化的推进过程中公共建筑投资需求较为密切。根据统计局的数据，2015年末我国城镇化率为56.1%，而目标是到2020年城镇化率达到60%左右，因此装饰行业整体预计仍有一定的增量空间，但空间有限。此外，原有存量建筑存在一定的更新需求，酒店类公共建筑一般5~7年更新一次，其它建筑一般10年更新一次，存在一定的存量市场更新需求。作为公装领域具有较高知名度的公司，在传统业务领域竞争优势将持续得到发挥。此外，公司积极布局教育培训产业，连续收购建筑行业职业培训机构学尔森、国内研究生O2O培训机构跨考教育，践行“建筑装饰+教育培训”双轮驱动。我们认为，在建筑行业进入装配式阶段，对于掌握PC作业技术的产业工人需求量将呈现爆发式增长，包括在行业“新常态”下造价员、质量员、监理员、测量验测等在内的技术培训将在未来几年衍生大量的市场需求。此外，包括一级建造师、造价工程师等在内的建筑专业人士的职业发展培训也将成为重要的培训需求，公司发展职业教育培训将对其业绩增长形成利好，未来有望贡献较大利润。我们预测公司2016/2017/2018年EPS分别为0.245/0.31/0.39元，对应目前股价(9.11元)的PE为37.18/29.38/23.35，给以“增持”评级。

4.4 风险提示

(1)城镇化推进遭遇周期性因素影响，推动进程放缓导致投资增速下降。新型城镇化立足于以人为本的城镇化，遵循人口自然流动规律，其背后依托于产业布局，而产业布局的重点的是投资营商环境和产品(服务)需求的增长。目前我国正处于产业结构调整过程中，经济增长总体放缓，部分工业企业处于去产能阶段，企业投资意愿较低，固定资产投资增长在10%左右。如果过剩产能化解进度放缓，而新兴行业市场培育低于预期，会导致产业布局整体放缓，从而引发投资意愿进一步降低，公共建筑建设随之放缓。

(2)应收账款未能及时回收形成坏账损失。应收账款占比连续3年保持在70%左右，并且连续5年保持稳定增长，2011~2015年复合增速高达44.43%，膨胀迅速。受地方政府财政支付能力下降，以及地产商销售回款放缓影响，应收款有可能进一步增加，如果公司不能及时追缴回款，将对业绩形成压力。

(3)公司收购跨考教育或将面临跨界管理压力，同时随着研究生报考数量的逐年下降，其培训收益或低于预期。

表 7：财务预测数据 (2016.9.5)

单位：亿元

利润表	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入	33.926	30.063	33.620	37.880	41.838
减：营业成本	27.130	22.153	25.835	28.560	30.959
营业税金及附加	1.149	0.993	1.113	1.254	1.385
销售费用	0.769	1.042	1.167	1.322	1.364
管理费用	0.924	1.462	1.654	1.913	2.150
财务费用	0.149	0.202	0.211	0.216	0.219
资产减值损失	0.306	0.405	0.319	0.369	0.389
加：投资收益		0.262			
营业利润	3.500	4.069	3.322	4.246	5.372
加：其他非经常性损益	0.009	0.054	0.041	0.041	0.042
利润总额	3.508	4.122	3.363	4.287	5.414
减：所得税	0.568	0.697	0.568	0.707	0.877
净利润	2.941	3.426	2.794	3.580	4.537
减：少数股东损益	-0.013	-0.149	-0.146	-0.148	-0.149
归属母公司股东净利润	2.954	3.575	2.940	3.728	4.686
现金流量表	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
经营性现金净流量	2.231	-2.030	-3.851	3.560	3.614
投资性现金净流量	-12.696	-2.178	-2.153	-3.412	-5.629
筹资性现金净流量	8.913	5.973	8.125	7.234	7.449
汇率变动对现金影响	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000
现金流量净额	-1.552	1.765	2.121	7.382	5.434
期初现金及等价物余额	3.488	1.936	3.700	5.821	13.203
期末现金及等价物余额	1.936	3.700	5.821	13.203	18.637
主要指标计算	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
营收同比增长(%)	-4.32	-11.38	11.83	12.67	10.45
营业利润增长(%)	3.26	16.25	-18.36	27.83	26.51
归属净利润增长(%)	5.69	21.006	-17.76	26.78	26
毛利率(%)	20.03	26.31	23.16	24.6	26
净利率(%)	8.67	11.39	8.31	9.41	10.84
ROE	12.46	11.6			
资产负债率	46.2	51.68	51.68	46.2	50.15
流动比率	1.93	1.57	1.58	1.86	1.74
速动比率	1.92	1.57	1.58	1.86	1.74
总资产周转率	0.75	0.49	0.44	0.39	0.36
应收账款周转率	1.83	1.32	0.78	0.69	0.61

资料来源：WIND、首创证券研发部

表 8：财务预测数据续表(2016. 9. 5)

单位：亿元

资产负债表	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
货币资金	2.000	4.700	5.801	13.003	18.617
应收和预付合计	35.016	42.354	56.538	70.302	86.547
存货	0.174	0.127	0.178	0.186	0.224
其他流动资产	11.035	7.119	7.120	7.670	7.860
流动资产合计	48.225	54.300	69.637	91.161	113.249
长期投资	0.026	0.913	1.355	0.583	2.016
固定资产及在建工程	3.445	3.417	3.655	3.676	3.705
无形资产	0.663	1.928	1.918	1.904	1.887
其他	1.770	6.805	9.195	9.173	9.165
非流动资产合计	5.904	13.063	16.123	15.336	16.773
资产总计	54.129	67.363	85.760	106.497	130.022
短期借款	0.000	7.688	15.369	17.312	19.221
应付票据及账款	17.089	18.158	22.232	25.819	28.110
其他	7.920	8.594	6.347	5.699	23.432
流动负债合计	25.009	34.440	43.948	48.830	70.763
长期借款	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000
长期应付款	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000
其他	0.000	0.375	0.375	0.375	0.375
非流动负债合计	0.000	0.375	0.375	0.375	0.375
股本	8.012	10.015	12.019	12.019	12.019
资本公积	11.386	9.472	14.662	28.237	35.193
盈余公积金	1.144	1.469	1.721	1.952	2.219
未分配利润	9.088	11.938	12.809	14.857	15.151
归属母公司股东权益	29.079	32.557	41.529	57.383	64.900
少数股东权益	0.040	-0.009	-0.092	-0.092	-0.092
所有者权益合计	29.119	32.547	41.437	57.291	64.808
每股指标计算					
BPS	2.423	2.708	3.447	4.766	5.392
EPS	0.246	0.297	0.245	0.310	0.390
估值指标计算					
P/E	37.03	30.67	37.18	29.38	23.35
P/B	3.759	3.364	2.642	1.911	1.689
EV/EBITDA	3.242	2.762	2.061	1.471	1.266

资料来源：WIND、首创证券研发部

分析师简介

刁阳，建筑建材行业分析师，毕业于上海交通大学，博士研究生，近 3 年行业工作经验，2 年证券行业工作经验。

免责声明

本报告由首创证券有限责任公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告所在资料的来源及观点的出处皆被首创证券认为可靠，但首创证券不保证其准确性或完整性。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业财务顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，首创证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的信息、材料或分析工具仅提供给阁下作参考用，不是也不应被视为出售、购买或认购证券或其他金融工具的要约或要约邀请。该等信息、材料及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，首创证券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。

首创证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。首创证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。首创证券的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。

在法律许可的情况下，首创证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到首创证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

本报告的版权仅为首创证券所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。

评级说明

1. 投资建议的比较标准

投资评级分为股票评级和行业评级
以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 6 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

2. 投资建议的评级标准

报告发布日后的 6 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准：

	评级	说明
股票投资评级	买入	相对沪深 300 指数涨幅 15%以上
	增持	相对沪深 300 指数涨幅 5%-15%之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅 -5%-5%之间
	减持	相对沪深 300 指数跌幅 5%以上
行业投资评级	看好	行业超越整体市场表现
	中性	行业与整体市场表现基本持平
	看淡	行业弱于整体市场表现