

全筑股份 (603030.SH)

装修装饰行业

评级：买入 首次评级

公司深度研究

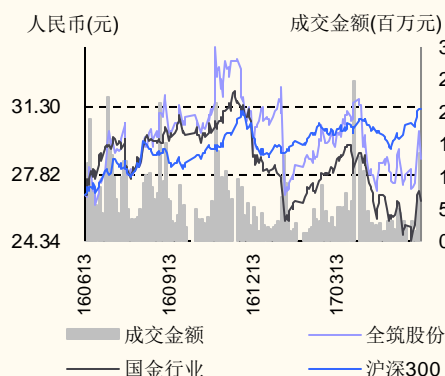
市场价格 (人民币): 31.06 元
 目标价格 (人民币): 39.00-40.00 元

长期竞争力评级: 高于行业均值

“全”装修保障业绩高增，新业务“筑”梦 未来可期

市场数据(人民币)

| | |
|----------------|-------------|
| 已上市流通 A 股(百万股) | 64.36 |
| 总市值(百万元) | 5,508.84 |
| 年内股价最高最低(元) | 34.34/26.20 |
| 沪深 300 指数 | 3518.76 |
| 上证指数 | 3123.17 |



公司基本情况(人民币)

| 项目 | 2015 | 2016 | 2017E | 2018E | 2019E |
|-------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 摊薄每股收益(元) | 0.516 | 0.566 | 0.792 | 1.202 | 1.495 |
| 每股净资产(元) | 5.31 | 8.06 | 8.72 | 9.77 | 11.09 |
| 每股经营性现金流(元) | -0.05 | -1.49 | -0.40 | 1.49 | 2.01 |
| 市盈率(倍) | 71.83 | 53.55 | 39.23 | 25.84 | 20.77 |
| 行业优化市盈率(倍) | 40.83 | 40.83 | 40.83 | 40.83 | 40.83 |
| 净利润增长率(%) | 10.03% | 21.64% | 41.59% | 51.85% | 24.37% |
| 净资产收益率(%) | 9.72% | 7.02% | 9.20% | 12.45% | 13.65% |
| 总股本(百万股) | 160.00 | 177.36 | 179.55 | 179.55 | 179.55 |

来源: 公司年报、国金证券研究所

投资逻辑

- **全装修还在初期发展空间大，大客户战略保证龙头地位：**1) 装修行业稳步发展且集中度提升，新开工保证景气度：装修装饰 2016 年产值 3.66 万亿 (+7.5%) 稳步增长，其中住宅装修产值 1.78 万亿 (+7.2%)，行业处于整合期 (2011 年-2016 年企业总数下降 9%)，2017 年前 5 月房屋新开工增速达同比+9.5%仍处于高位，中期可保障装饰需求；2) 全装修大势所趋，政策保障 4500 亿市场：全装修是社会效益+经济效益标准下的最优解，对标发达国家 80%的渗透率，我国起步晚 (国家层面政策近期推出) 且渗透率低 (不足 20%)，根据十三五规划到 2020 年全装修渗透率达 30%，假设新开工面积 12.6 亿平，单价为 1200 元每平，则住宅全装修市场规模将达 4500 亿；3) 全装修龙头，大客户战略保障业绩高增：公司专注全装修 17 年，上游议价能力较高，下游深度绑定标杆房企，受益于大客户业绩高增 (公司第一大客户恒大近三年业绩 CAGR 高达 68%) 和新客户的开拓 (2016 年 11 月与金大地签订三年 30-50 亿框架协议)，公司全装修业务继续高增可期。
- **B2B2C 助力定制精装，全产业链布局机器人技术领先市场：**1) 公司进军家装市场的优势在于依托恒大/绿地等大房企的渠道，借助 B2B2C 新模式精准联系客户，公司已参股 4 家定制精装公司进行全国布局，未来将成新的业绩爆发点；2) 率先瞄准装修后服务市场：2016 年北上深二手房交易额超 3 万亿，存量翻新规模不容小觑，公司依托互联网平台提供装修后智能定制服务方案，已有先发优势；3) 建筑工业化大趋势下施工机器或革新市场：机器人成本优势明显，仅为人力成本的 16%，公司研制的智能移动装修装饰机器人将填补市场空白，预计年底投入使用或革新装饰行业。
- **定增价格有安全边际，员工持股股权激励彰显信心：**1) 公司于 2016 年定增募资 5 亿元，发行价格为 28.8 元；2) 公司于 2016 年 12 月完成第一期员工持股，成交均价为 30.22 元，占总股本 0.55%；3) 近日公司进行了第二期股权激励，授予 181 人占股本 1.37%，解锁业绩条件为 17/18/19 年业绩较 16 年增长不低于 20%/40%/60%，彰显信心。

投资建议

- 我们预测公司 2017/2018 年归母净利润达 1.42/2.16 亿，同比增长 42%和 52%，在高成长的情况下给予公司目标价位 39.6 元，对应 17/18 年 PE 估值为 50/33 倍。

黄俊伟 分析师 SAC 执业编号: S1130517050001
 (8621)60230241
 huangjunwei@gjzq.com.cn

风险

- 地产投资下行风险，全装修业务毛利率下降风险，施工机器人进度不达预期。

内容目录

| | |
|---|----|
| 一.盈利预测与估值 | 6 |
| 1.盈利预测 | 6 |
| 2.采用 PE、PEG 估值法，给予目标价 39.6 元（27%空间） | 8 |
| 二.住宅全装修领军企业，全方位发展业绩高增 | 9 |
| 1.民营控股灵活思变，逐步完善全产业链布局..... | 9 |
| 2.立足华东辐射全国，全装修主营业务树大根深..... | 10 |
| 3.业绩持续高增，利润率有所回升 | 11 |
| 三.政策孕育 4.5 千亿规模，渠道优势奠定全装修龙头地位 | 12 |
| 1.装饰行业稳步发展，行业集中度逐步提升 | 12 |
| 2.住宅全装修发展历史短，当下正处成长期..... | 13 |
| 3.装配式建筑与十三五规划并举催化，密集政策孕育 4.5 千亿市场..... | 15 |
| 4.深耕住宅全装修 17 年，大客户战略保证龙头地位..... | 18 |
| 四.家装市场各显神通，B2B2C 模式助力定制精装..... | 20 |
| 1.互联网家装概念遍地开花，行业创新频出 | 21 |
| 2. B2B2C 搭台，定制精装好戏上演..... | 21 |
| 3.定制家装业务受益于渠道优势，设计与供应链优势锦上添花 | 22 |
| 五.装饰全产业链布局，移动施工机器人填补市场空缺..... | 23 |
| 1.装修产业链布局率先完成，设计施工均有优势 | 23 |
| 2.疏通存量房翻新新通道，装修后市场想象空间巨大 | 25 |
| 3.施工机器人成本低应用广，有望成为建筑工业化弄潮儿 | 26 |
| 六.定增价有安全边际，员工持股彰显信心 | 29 |
| 七.风险提示..... | 30 |

图表目录

| | |
|---|---|
| 图表 1：2013 年以来，公司前五大客户营收占比约 67%，较为稳定（除 2015 年未披露外） | 6 |
| 图表 2：恒大和地产行业 12~16 年竣工面积（万平米）复合增速一览表..... | 6 |
| 图表 3：17~20 年全装修渗透率假定..... | 6 |
| 图表 4：公司前五大客户 2016 年（基期）收入预测..... | 7 |
| 图表 5：假定前五大客户不变，未来三年传统公装营收分别为 37/44/50 亿元（单位：亿元） | 7 |
| 图表 6：预计未来三年公司公装业务营收分别为 45/59/67 亿元。..... | 7 |
| 图表 7：预计 18 年公司 B2B2C 贡献营收 2.17 亿元..... | 8 |
| 图表 8：预计 2018 年公司营业收入 63.5 亿元..... | 8 |
| 图表 9：公司 18 年 PE33 倍 | 9 |
| 图表 10：公司发展历程：2015 年实现上市，未来开启二次创业新征程 | 9 |
| 图表 11：股权结构：董事长朱斌、总经理陈文持股比例最大 | 9 |

| | |
|--|----|
| 图表 12: 2016 年年报: 公装施工为绝对主营, 占比超过 9 成 | 10 |
| 图表 13: 公司住宅全装修占公装施工比例逐年递增 | 10 |
| 图表 14: 公司住宅全装修占主营收入比例逐年递增 | 10 |
| 图表 15: 公司市场覆盖范围达 20 多省、50 多市 | 11 |
| 图表 16: 华东区域营收占比接近 5 成 | 11 |
| 图表 17: 营收/业绩保持高增长 | 11 |
| 图表 18: 2010 年来建筑装饰行业发展情况 | 12 |
| 图表 19: 行业整合进行中, 16 年企业数量降至 13.2 万家 | 13 |
| 图表 20: 17 年前五个月新开工面积累计同比+9.5% (单位: 万平米) | 13 |
| 图表 21: 全装修是集体效益和个体利益的有机结合 | 14 |
| 图表 22: 我国首部真正意义上强调全装修的政策颁布于 2002 年, 相对较晚 | 14 |
| 图表 23: 我国和美、日全装修行业发展对比: 发展晚, 渗透率低 | 15 |
| 图表 24: 我国老龄化进程不断加快 | 15 |
| 图表 25: 建筑业人力成本不断攀升 | 15 |
| 图表 26: 国内建筑业劳动生产率逐年递增 | 16 |
| 图表 27: 国内外建筑业劳动生产率比较 (美元/人) | 16 |
| 图表 28: 住宅工业化和住宅全装修是完美契合 | 16 |
| 图表 29: 各省市出台与全装修相关政策, 2016 年为政策密集期: 施工路径清晰 | 16 |
| 图表 30: 近年来有关全装修文件颁布频率加快 | 18 |
| 图表 31: 万科全装修指导价 | 18 |
| 图表 32: 公司与主要竞争对手的战略、主营、渠道、渠道对比 | 18 |
| 图表 33: 豪宅标杆工程: 汤臣一品 | 19 |
| 图表 34: 公建标杆工程: 世博园绍兴饭馆 | 19 |
| 图表 35: 2014 年公司大客户收入占比 | 20 |
| 图表 36: 公司大客户恒大、绿地、绿城营收规模大, 恒大近三年增速高 | 20 |
| 图表 37: 竞争企业互联网装修模式布局 | 21 |
| 图表 38: 四维联合营销售前、售中、售后解决 B 端开发商痛点 | 22 |
| 图表 39: 解放 C 端小业主装修困扰 | 22 |
| 图表 40: 公司 17 年精装布局 | 23 |
| 图表 41: 竞争企业产业链布局对比, 公司率先完成装修后服务 | 23 |
| 图表 42: 公司全装修产业链布局 | 24 |
| 图表 43: 设计一体化操作模式 | 24 |
| 图表 44: 设计领域全产业链逐步完善 | 25 |
| 图表 45: 装修后市场互联网平台各有特点, 全筑作为上市公司率先入驻“装修后服务市场” | 25 |
| 图表 46: 未来 5 年装修后市场规模达 842 亿元 | 26 |
| 图表 47: 建筑工人与施工机器人成本费用对比 | 26 |
| 图表 48: 机器人施工相对人力施工的优势 | 26 |

| | |
|---|----|
| 图表 49: 2014, 2015, 2016, 2019 世界主要国家工业机器人销量情况 (台) | 27 |
| 图表 50: 2016 年以来国家机器人制造相关政策 | 27 |
| 图表 51: 相关企业装修装饰机器人布局 | 28 |
| 图表 52: 外国公司的智能移动机器人 | 29 |
| 图表 53: 2016 年公司定向增发情况 | 29 |
| 图表 54: 限制性股票实际授予情况 | 30 |

一.盈利预测与估值

1.盈利预测

■ 在全筑股份的业绩预测上，我们对全筑股份营收收入按照传统工装、设计、其他、B2B2C 四部分内容进行拆分：

■ 公司传统工装业务营收预测

■ 假定一：前五大客户累计营收占比为 67%（暂不考虑增量客户金大地影响）。公司前五大客户变动频率高，但 2013 年以来，公司前五大客户累计营收占总营收比例稳定在 67%左右（除掉 2015 年公司未披露外）。由于公司前十大客户较为稳定（详细未披露），我们假定未来公司前五大客户营收占比为 67%。

图表 1：2013 年以来，公司前五大客户营收占比约 67%，较为稳定（除 2015 年未披露外）

| 年份 | 2013 | | 2014 | | 2015 | | 2016 | |
|-------|------|--------|------|--------|------|----|------|-------|
| | 客户名称 | 占比 | 客户名称 | 占比 | 客户名称 | 占比 | 客户名称 | 占比 |
| 第一大客户 | 恒大 | 46.53% | 恒大 | 44.58% | | | | |
| 第二大客户 | 富力 | 8.57% | 复地 | 6.36% | | | | |
| 第三大客户 | 昊川置业 | 4.67% | 上海城开 | 5.86% | | | 未披露 | |
| 第四大客户 | 绿城 | 4.02% | 上海紫江 | 5.13% | 未披露 | | | |
| 第五大客户 | 复地 | 3.31% | 绿城 | 3.68% | | | | |
| 合计 | | 67.1% | | 65.61% | | | | 69.3% |

来源：公司年报、招股说明书、国金证券研究所

■ 假定二：恒大未来竣工面积以历史增速为依据，其余四家未来竣工面积假定不变。1) 在调控环境下，行业龙头企业借助行业洗牌机会，加大自身市场份额，巩固市场地位，其竣工面积增速和行业增速相差大，我们假设恒大竣工面积增速在历史增速附近波动；2) 考虑其余四家在行业中的地位和公开信息的缺乏，其未来竣工面积增速我们用行业增速代替。由于 12~16 年地产行业竣工面积增速较慢（+1.64%），我们保守估计这些企业未来竣工面积不变。

图表 2：恒大和地产行业 12~16 年竣工面积（万平米）复合增速一览表

| | 2012 | 2013 | 2014 | 2015 | 2016 | 12~16 年复合增速/% |
|---------------|-------|--------|--------|--------|--------|---------------|
| 恒大竣工面积/万平米 | 1374 | 1938.2 | 2063 | 2528.8 | 2963 | 21.18 |
| 房地产行业竣工面积/万平米 | 99425 | 101435 | 107459 | 100039 | 106128 | 1.64 |

来源：公司公告、国金证券研究所

■ 假定三：恒大、绿城全装修渗透率不变，剩余三家企业以行业渗透率作为依据。1) 恒大和绿城全装修比例高，未来全装修渗透率提高的速度慢，我们保守估计其渗透率在未来三年保持不变；2) 当下我国全装修的渗透率为 20%，根据十三五规划，到 2020 年实现 30%渗透率，我们按照每年增长 2.5%方式，则 2017/18/19/20 年的全装修渗透率分别为 22.5%/25%/27.5%/30%。

图表 3：17~20 年全装修渗透率假定

| | 2017 | 2018 | 2019 | 2020 |
|--------|--------|------|--------|------|
| 全装修渗透率 | 22.50% | 25% | 27.50% | 30% |

来源：《解读中国房地产全装修市场，仍处于初级阶段》、国金证券研究所

■ 假定四：基数假定。以 2016 年为基期，考虑到公司前期开发客户有一个订单快速释放过程，因此 2016 年基期数据我们采用预计的百分比和 2016 年公布营收为依据进行计算。其中 13/14 年公司项目贡献营收占公装业务的 48%/49%，伴随公司不断与其他大房企

加强合作，保守预计公司在手公装订单中恒大项目占比为 40%。因此，我们预计 2016 年公司来自恒大的收入为 13.34 亿元 ($33.36 \times 0.4 = 13.34$ 亿元)，其余的项目按照对应比例调整。

图表 4：公司前五大客户 2016 年（基期）收入预测

| 客户 | | 营收(亿) |
|-------|-------|-------|
| 第一大客户 | 恒大 | 13.34 |
| 第二大客户 | 未知 | 2.96 |
| 第三大客户 | 未知 | 2.73 |
| 第四大客户 | 未知 | 2.39 |
| 第五大客户 | 绿城房地产 | 1.71 |

来源：公司公告、国金证券研究所

- 根据以上假定，在未考虑增量大客户下，公司 17~19 年在公装业务上的营收规模分别为 37/44/50 亿元。

图表 5：假定前五大客户不变，未来三年传统公装营收分别为 37/44/50 亿元（单位：亿元）

| | 2016 | 2017E | 2018E | 2019E | 备注 |
|---------|-------|-------|-------|-------|--------------------------|
| 恒大 | 13.34 | 15.34 | 19.18 | 22.05 | 1) 恒大的收入增长根据 15%~25% 增速； |
| 第二大客户 | 2.96 | 3.33 | 3.70 | 4.07 | |
| 第三大客户 | 2.73 | 3.07 | 3.41 | 3.75 | |
| 第四大客户 | 2.39 | 2.68 | 2.98 | 3.28 | 2) 其余房企收入增长受 |
| 绿城 | 1.71 | 1.71 | 1.71 | 1.71 | 益于全装修 |
| 合计 | 23.12 | 26.13 | 30.97 | 34.86 | 渗透率提高 |
| 占比 | 69% | 67% | 67% | 67% | (除绿城) |
| 占公装收入比例 | 72% | 70% | 70% | 70% | 3) 公装收入 |
| 公装收入 | 32.06 | 37.44 | 44.48 | 49.94 | 假定为公司 |
| | | | | | 主营 96% |

来源：公司公告、国金证券研究所

- 假定五：考虑金大地框架协议。公司 2016 年 11 月公告，公司和金大地签订框架协议，预计 17~19 年达成 30~50 亿元 的合同订单。预计公司公告预计该框架协议 17/18/19 每年给公司带来 8/15/17 亿元的公装订单，假设公司订单全部于当年结转，则未来三年公装收入分别为 45/59/67 亿元。

图表 6：预计未来三年公司公装业务营收分别为 45/59/67 亿元。

| | 2016 | 2017E | 2018E | 2019E |
|----------------|-------|-------|-------|-------|
| 未考虑金大地的公装收入(亿) | 32.06 | 37.44 | 44.48 | 49.94 |
| 金大地收入(亿) | | 8 | 15 | 17 |
| 公装收入(亿) | 32.06 | 45.44 | 59.48 | 66.94 |

来源：公司公告、国金证券研究所

■ 设计、其他业务营业收入预测

- 1) 2016 年公司设计业务营收 0.57 亿元，同比增长 30%，公司设计业务借助并购高速增长，预计未来每年营收同比增长 30%；据此，预测公司 17/18 年设计业务营业收入分别为 0.75/0.97 亿元。
- 2) 公司其他业务受益公司全装修产业链，预计未来每年营收同比增长 10%；据此，预测公司其他业务 17/18 年营业收入分别为 0.8/0.88 亿元。

■ B2B2C 业务营收预测

- 15/16 年全国住宅装修装饰行业总产值为 1.66/1.78 万亿，同比增长 10%/7%，住宅精装修总产值 6400/7000 亿元，占行业总规模的 38.6%/39.3%。近年来伴随消费升级，精装总规模占住宅装修行业总规模占比逐年上升，保守估计未来三年精装占比维持在 40%；假设定制精装在精装市场占有率为 10%，则定制精装在住宅装修装饰行业规模占有率为 4%。
- 我们按照行业定制精装占有率预测公司 B2B2C 业绩贡献，2016 年公司主营公装业务营收 32 亿元，根据公司 2012-2014 年住宅全装修营收均占到公司公装业务的 90%以上，我们保守估计未来公司住宅全装修业务占到公司公装业务的 90%；根据此前测算的 17/18 年公装家装营收数据；公司借助渠道优势，B2B2C 模式之下的定制精装营收高速增长，假设公司定制精装在总营收的占有率与定制精装在行业内整体产值占有率（4%）相当并在未来三年保持不变，计算得出 17/18 年公司 B2B2C 贡献营收 1.66/2.17 亿元。

图表 7：预计 18 年公司 B2B2C 贡献营收 2.17 亿元

| | 2015 | 2016 | 2017E | 2018E | 2019E |
|----------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 住宅装修装饰总产值 (亿元) | 16600 | 17800 | 19046 | 20379 | 21806 |
| 行业同比增长率 | 10% | 7% | 7% | 7% | 7% |
| 住宅精装修总产值 (亿元) | 6400 | 7000 | 7618 | 8152 | 8722 |
| 精装修/住宅装修 | 38.6% | 39.3% | 40% | 40% | 40% |
| 定制精装/精装 (假设) | 10% | 10% | 10% | 10% | 10% |
| 定制精装总产值 (亿元) | 640 | 700 | 762 | 815 | 872 |
| 全筑住宅装修装饰营收 | 19.29 | 29.37 | 41.47 | 54.16 | 60.94 |
| 公司定制精装营收 (亿元) | | / | 1.66 | 2.17 | 2.44 |

来源：历年中国建筑装饰行业发展报告、wind、国金证券研究所

■ 预计 18 年公司营收 63.5 亿元

- 公司传统公装借助渠道优势，不断深化全产业链布局，预计未来毛利率略有提升；B2B2C 模式下的定制精装业务毛利率高于全装修，预计 17/18 年毛利率为 15%/15%；设计及其他业务毛利率保持不变；据此得出 17/18 年营业收入分别为 48.6/63.5 亿元，17/18 年归母净利润分别为 1.42/2.16 亿元。

图表 8：预计 2018 年公司营业收入 63.5 亿元

| | 营业收入 (百万元) | | | 毛利率 | | |
|-------|------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| | 2016A | 2017E | 2018E | 2016 | 2017E | 2018E |
| 传统公装 | 3206 | 4544 | 5948 | 9.7% | 10% | 10% |
| B2B2C | / | 166 | 217 | / | 15% | 15% |
| 设计 | 57 | 75 | 97 | 29.1% | 30% | 30% |
| 其他 | 73 | 80 | 88 | 23.0% | 23.0% | 23.0% |
| 合计 | 3336 | 4864 | 6350 | / | / | / |

来源：wind、国金证券研究所

2. 采用 PE、PEG 估值法，给予目标价 39.6 元 (27%空间)

- 公司主营装修施工，占主营业务的 97%以上，考虑到公司体量小弹性大，我们选取装修装饰业务营收占比 98%以上、与公司规模相对较为接近的奇信股份、瑞和股份、东易日盛、建艺集团作为可比公司估值，四家公司 18 年的 PE 平均估值为 35。
- 根据 PE 估值法给予公司 18 年 PE 估值 33 倍，则对应股票价格 39.6 元，对应 17/18 年 PE 估值水平 50/33 倍；根据 PEG 估值法给予公司 18 年 PEG 为 0.8，则对应股票价格为 49.9，对应 17/18 年 PEG 估值水平为 1.62/0.8。

- 根据 PE 和 PEG 估值，我们选取 39.6 元为目标价格，对应 17/18 年 PE 估值为 50/33 倍，对应 17/18 年 PEG 估值为 1.3/0.6。

图表 9：公司 18 年 PE33 倍

| 公司 | 总市值 (亿) | | EPS | | G | | PE | | PEG | |
|------|---------|------|------|------|-----|-----|------|------|------|------|
| | | 16A | 17E | 18E | 17E | 18E | 17E | 18E | 17E | 18E |
| 奇信股份 | 66.24 | 0.48 | 0.77 | 0.97 | 60% | 26% | 38.0 | 30.2 | 0.6 | 1.2 |
| 瑞和股份 | 61.34 | 0.72 | 0.96 | 1.27 | 33% | 32% | 44.3 | 33.3 | 1.3 | 1.0 |
| 东易日盛 | 52.22 | 0.69 | 0.91 | 1.18 | 32% | 30% | 48.0 | 41.7 | 1.5 | 1.4 |
| 建艺集团 | 41.34 | 1.08 | 1.19 | 1.44 | 10% | 21% | 42.7 | 35.5 | 4.2 | 1.7 |
| 均值 | | | | | | | 43.2 | 35.1 | 1.91 | 1.20 |
| 全筑股份 | 55.77 | 0.57 | 0.79 | 1.2 | 39% | 52% | 50.1 | 33.0 | 1.3 | 0.6 |

来源：wind、国金证券研究所

二. 住宅全装修领军企业，全方位发展业绩高增

1. 民营控股灵活思变，逐步完善全产业链布局

- **灵活面对市场变动，上市开启二次创业新征程：**上海全筑建筑装饰集团股份有限公司前身为上海全筑建筑装饰工程有限公司，从 1998 年成立以来，以中国住宅装饰行业全产业链领军企业为目标，以人居环境塑造和人居生活服务为愿景，不断适应行业变化、用户需求进行战略调整。在经历了 2000 年跨入全装修大门、2008 年加速全球化布局战略升级之后，公司成功于 2015 年在上海证券交易所上市，上市后集团开始了二次创业新征程，旨在发现可用新科技、新模式，开拓全产业链发展领军之路。

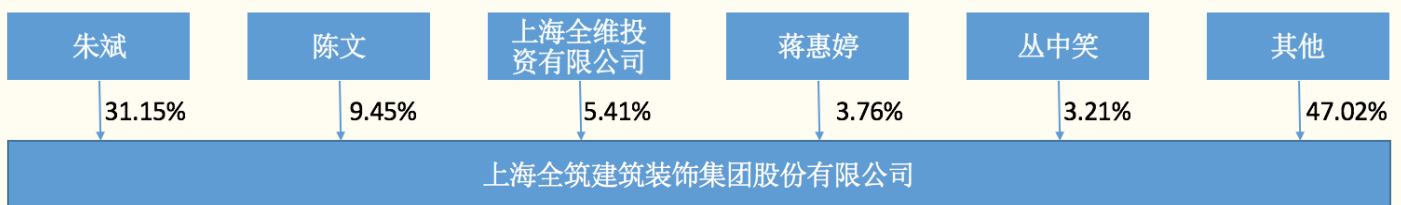
图表 10：公司发展历程：2015 年实现上市，未来开启二次创业新征程



来源：公司官网、国金证券研究所

- 公司董事长、总经理朱斌先生持股 31.15%，为公司控股股东、实际控制人，1998 年至 2011 年 4 月担任全筑股份前身全筑有限董事长、总经理。朱斌先生毕业于同济大学建筑学专业，硕士研究生学历，为国家一级注册建造师、上海市装饰装修行业协会副会长，曾获中国设计业十大杰出青年、上海市十大优秀室内设计师、全国建筑装饰优秀企业家、上海家装行业最具影响力人物等荣誉称号，代表作品有虹口现代公寓、世博主题馆绍兴饭店等。

图表 11：股权结构：董事长朱斌、总经理陈文持股比例最大



来源：公司官网、国金证券研究所

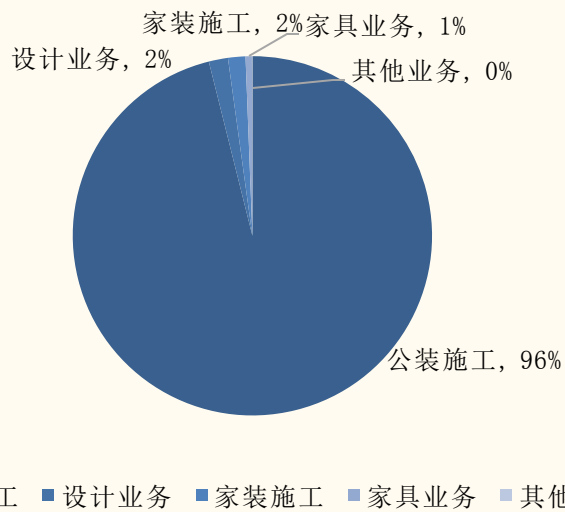
- **设立子公司实现跨区域、全方位发展：**公司通过设立子公司实现了跨领域、全方位发展，现已成为集建筑装饰研发与设计、施工、家具生产、软装配套和建筑科技为一体的大型装饰集团。2016 年公司再次新增国内外子公司

各两家，截至 2016 年年报，共计子公司 16 家，涉及家具制造安装及销售、建筑及图文设计、建筑装饰、石材加工销售、投资控股多个方面，奠定了公司全球化、全产业链发展的基础。

2. 立足华东辐射全国，全装修主营业务树大根深

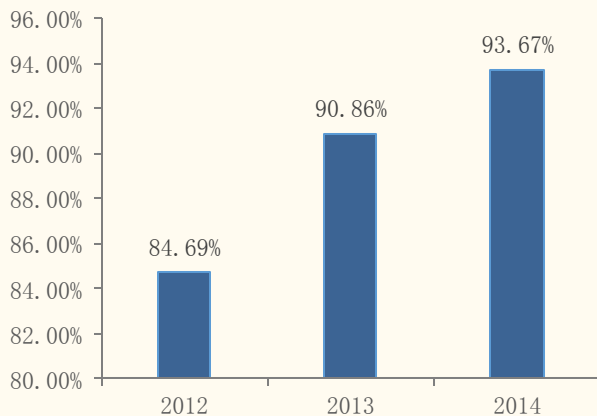
- **全装饰业务占据大壁江山，长期合作保障根基牢固：**1) 建设部指出全装修是指房屋交钥匙前，所有功能空间的固定面全部铺装或粉刷完毕，厨房与卫生间的基本设备全部安装完成；2) 住宅全装修业务近三年收入均占公司总收入 80% 以上，公司通过提供设计、施工、配套家具生产、软装配饰等全系列完整服务，为客户提供装修解决方案与服务；公司 2014 年招股说明书中表明，公司的“公装施工”业务包含住宅全装修以及传统意义上的公共建筑装饰，而“家装施工业务”则是针对私人个体客户的装修，2014 年住宅全装修占到公装施工的 92%，占主营收入 86%；3) 其客户主要为房地产开发企业，经过十几年的发展，公司已经与全国上百家房地产企业建立了长期合作关系，其中包括恒大、绿地等房地产龙头企业。

图表 12：2016 年年报：公装施工为绝对主营，占比超过 9 成



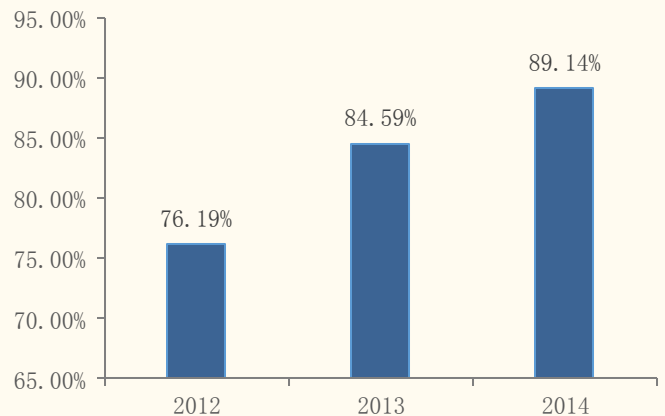
来源：公司年报、国金证券研究所

图表 13：公司住宅全装修占公装施工比例逐年递增



来源：wind，国金证券研究所

图表 14：公司住宅全装修占主营收入比例逐年递增



来源：wind，国金证券研究所

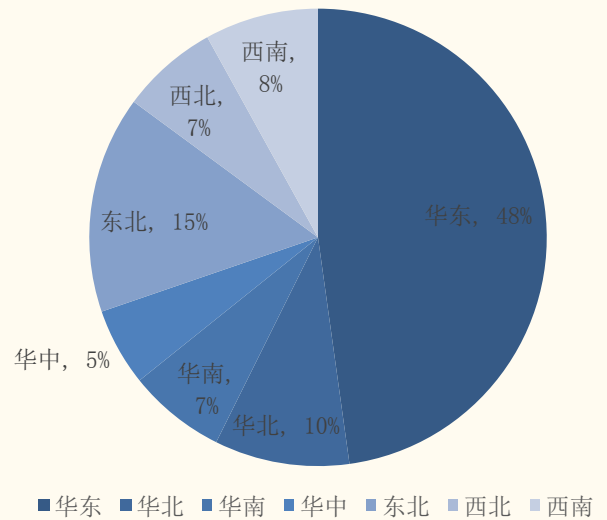
- **以华东为中心向外辐射，业务版图延伸至海外市场：**公司始建于上海，以华东地区作为业务根基和业务中心，逐步向全国辐射，走向海外。现在，公司业务遍及国内 20 余省、50 余市，澳大利亚及马来西亚子公司也已经扬帆起航。2016 年，华东地区仍然为公司主要收入来源，占到总营收的

47.08%，紧随其后的是东北、华北、华南地区，分别占比 15.36%、9.54%、6.90%。

图表 15：公司市场覆盖范围达 20 多省、50 多市



图表 16：华东区域营收占比接近 5 成



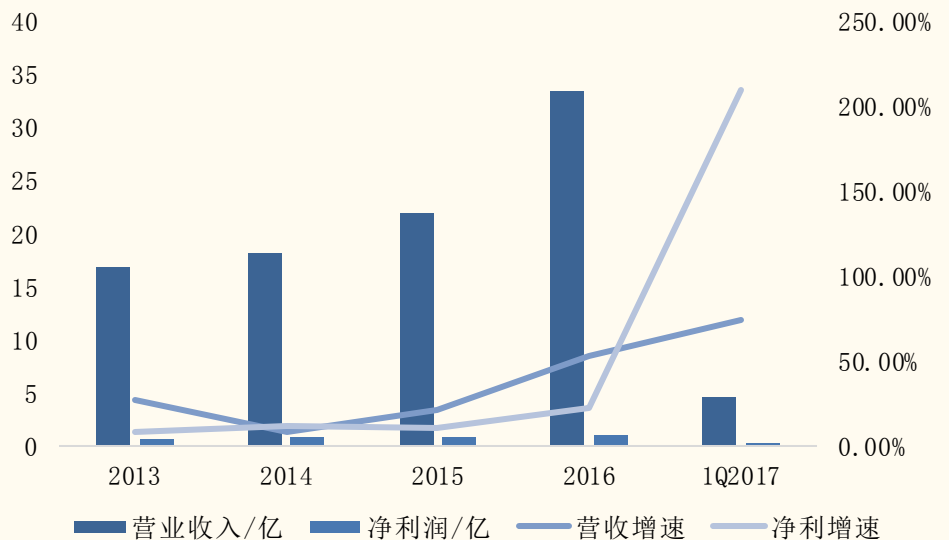
来源：wind，国金证券研究所

来源：wind，国金证券研究所

3. 业绩持续高增，利润率有所回升

- **全方位高速发展拉动业绩大幅提升：**2016 年，公司高速发展，实现营收 33.36 亿元，同比+52.68%；净利润 1.00 亿元，同比+21.64%；资产总计 39.65 亿元，同比+63.84%。这得益于公司全方位发展战略，在维持传统优势的华东地区稳健增长的同时，全国其他地区根基不断加深加固，其中西南地区营收增长超过 414.02%，华南地区营收增长 103.88%。2017 年 Q1，公司实现营收 4.65 亿元(+73.43%)，净利润 0.17 亿元(+209.37%)。
- **2017 年 Q1 毛利率、净利率齐回升：**2016 年受营改增和工装施工低毛利率的双边影响，毛利率为 10.24%，下降 3.30pct。2016 年业务扩大拉高应收账款和存货量，期间费用率为 4.99%，同比上升 0.73pct，最终净利率下降 1.01pct 到 2.74%。2017 年一季报显示，业务扩展效益开始体现，毛利率、净利率开始回升，分别为 12.48%和 3.14%，分别上涨 2.24pct 和 0.40pct。

图表 17：营收/业绩保持高增长



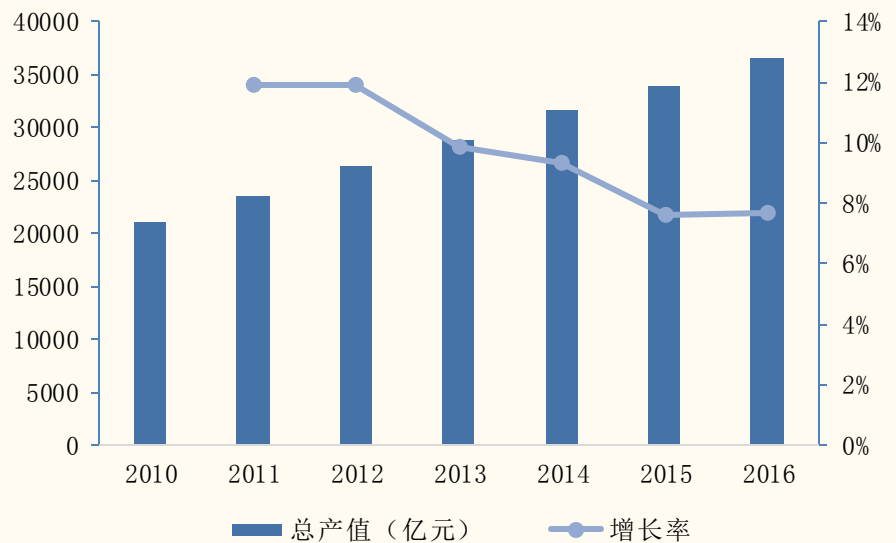
来源：Wind、国金证券研究所

三.政策孕育 4.5 千亿规模，渠道优势奠定全装修龙头地位

1.装饰行业稳步发展，行业集中度逐步提升

- **装饰行业近年稳步发展：**2016 年全国建筑装饰行业完成工程总产值 3.66 万亿元 (+7.5%)，其中住宅装修装饰全年完成工程总产值 1.78 万亿元 (+7.2%)。住宅装修装饰中，新建住宅毛坯房装修装饰工程总量 5500 亿元 (+1.85%)，受国家住宅产业化和推广全装修政策的影响，全装修规模快速增长可期。

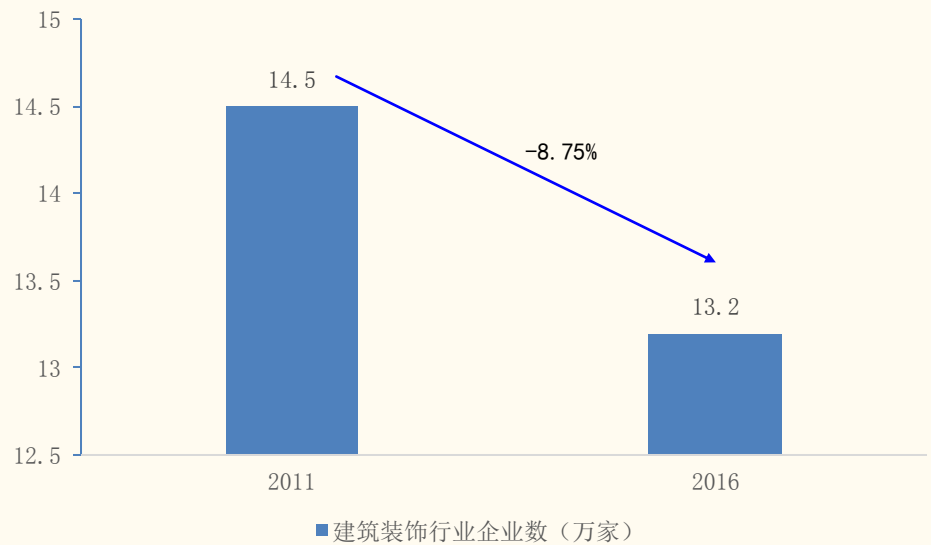
图表 18：2010 年来建筑装饰行业发展情况



来源：历年中国建筑装饰行业发展报告，国金证券研究所

- **行业集中度低竞争充分，行业在整合进程中：**1) 进入门槛低，大行业小企业格局明显：建筑装饰行业由于进入门槛较低，存在“大行业，小企业”的局面，中小企业偏多，行业离散度较高，目前“游击队”式的装修占整个装修容量的 65%左右；2) 行业处在整合过程中：根据《2016 年度中国建筑装饰行业发展报告》，目前我国有建筑装饰行业企业数量约为 13.2 万家，2011 年行业企业总数约为 14.5 万家，2011-2016 年每年行业企业总数均有不同程度下降。目前年产值超过 10 亿元/50 亿元的企业数量超过 200 家/40 家，年产值超过百亿元的企业已达到 3 家，市场集中度正逐步提高。

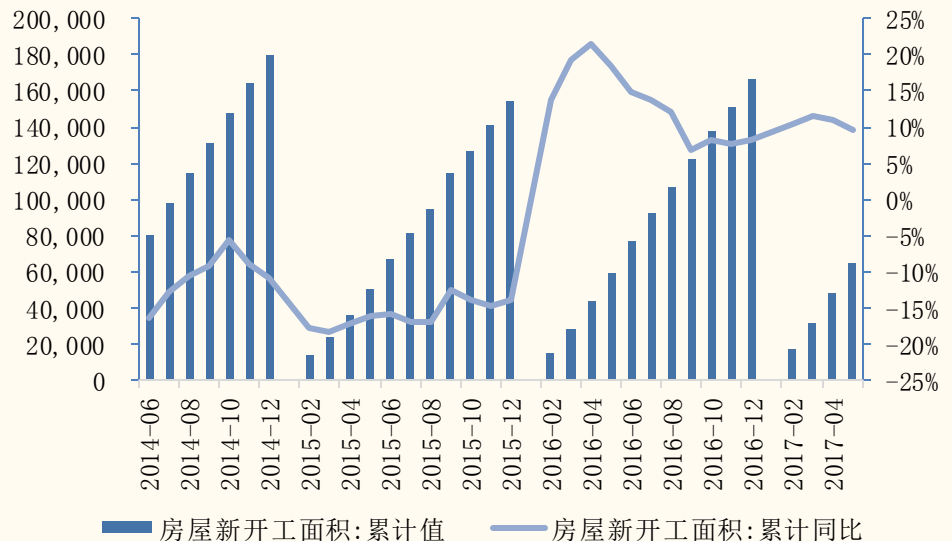
图表 19: 行业整合进行中, 16 年企业数量降至 13.2 万家



来源:《2016 年度中国建筑装饰行业发展报告》、国金证券研究所

- **新开工面积增速仍快保障行业景气度处于高位:** 1) 房地产投资超预期: 自 16 年 10 月以来, 国家和地方出台多项限购、限贷等政策限制房地产过度投资, 但 17 年房地产投资增速仍然保持高位, 超过市场预期; 2) 自 2016 年 2 月以来, 房屋新开工面积实现正增长, 当下 (17 年 1-5 月) 房屋新开工面积累计同比+9.5%; 3) 装饰行业是地产后周期行业, 一般滞后于房屋新开工面积几个月, 2016 年以来房屋新开工面积同比增速处于高位, 保障装饰行业中期需求不差。

图表 20: 17 年前五个月新开工面积累计同比+9.5% (单位: 万平方米)



来源: wind, 国金证券研究所

2.住宅全装修发展历史短, 当下正处成长期

- **全装修优势突出, 是国家利益和个人利益的有机结合:** 全装修概念在 2002 年建设部出台的《商品住宅装修一次到位实施细则》明确定义为: 房屋交钥匙前, 所有功能空间的固定面全部铺装或粉刷完毕, 厨房与卫生间的基本设备全部安装完成。全装修具有施工周期短、成本低、产生建筑垃圾少等优势, 有利于打造标杆工程, 绿色优势明显, 经济效益显著, 全装修是国家大局利益和个体利益的有机结合。

图表 21：全装修是集体效益和个体利益的有机结合

| 优点 | 具体介绍 |
|--------|---------------------------------|
| 绿色环保 | 建筑垃圾少 便于装修材料合规管控 打造绿色居住环境 |
| 经济效益显著 | 装修成本低 提高企业经济效益 |

来源：《全装修住宅趋势分析及其优化策略》、《论全装修住宅的发展》、中金在线房产、中国房地产网、国金证券研究所

- **集体层面：全装修“绿色环保”优势突出，符合国家长期发展战略：**1) 建筑垃圾少：全装修住宅无需二次装修，有利于降低粉尘和废弃物，符合绿色环保可持续发展，与可持续发展战略及环保政策相贴合；2) 便于装修材料合规管控：全装修强调集约化，便于政府部门管控，在装修配件饰品的选择上，能够有效控制在符合国家环保、节能规范之中；3) 利于打造绿色居住环境：商品房交付后，消除交替装修带来的交叉噪音干扰，降低装修和施工人员的进出小区带来的安全隐患，为住户提供一个良好的生活环境。
- **个体层面：全装修经济效益显著，符合消费者利益：**1) 装修成本低，工期短保障消费者利益：相比零散化装修，全装修采用集中采购、集中施工、集中清理等方式进行装修，节约成本（约 20%），缩短工期（约 50%~70%）；2) 提高企业经济效益：2016 年 5 月 1 日以来，我国实行全面营改增政策，建筑业也纳入营改增范围，并明确规定将精装修纳入可抵扣进项税额，有利于降低企业税负，提高盈利能力。
- **全装修不等于精装修：**全装修是指装修的范围，而精装是指装修的档次和规格，两者的区别就在“全”与“精”之间，“全”不一定“精”，但“精”肯定“全”，全装修相当于低标准的精装修。
 - 具体地说，全装修房需要以下设施以及配件。厨房中的应有设施包括灶具、洗涤池、操作台、排油烟机、电器插座、顶灯（防水、防尘型）、冰箱位及接口。推荐设施有热水器、冰箱、吊柜、消毒柜、微波炉、电饭煲、洗碗机、电话（挂墙式分机）插口、可燃气体浓度探测器。
 - 全装修房卫生间内的应有设施包括浴缸或淋浴器、便器、洗面盆、镜（箱）、镜灯、排风扇（风道）、电器插座、顶灯（防水型）。推荐设施有洁身器、净身盆、化妆台、电话（挂墙式分机）接口、红外线灯、洗衣机位及接口。
- **住宅全装修发展历史短：**1) 从首个政策角度上看起步晚：我国首部真正意义上与全装修概念挂钩的政策《商品住宅装修一次到位实施细则》于 2002 年发布，强调推行装修目的是逐步取消毛坯房，直接向消费者提供全装修成品房。和日本（20 世纪 60 年代）等发达国家相比，起步相对较晚；2) 从践行角度上看发展周期短：①.上海是我国首个开始推行新建住宅全装修城市，始于 2001 年 6 月，至今也只不过 16 年，发展周期有限；②.各省市配合国家在全装修政策设计上，纷纷出台对应政策，但出台时间集中在 2015 和 2016 两年，距今历史较短。

图表 22：我国首部真正意义上强调全装修的政策颁布于 2002 年，相对较晚

| 时间 | 颁发单位 | 文件名称 | 政策内容 |
|---------------|------|--|----------------------------|
| 来源： 2002 年 | 建设部 | 《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》 | 定义全装修，顶层设计规范住宅装修市场。 |
| 2008 年 | 住建部 | 《关于进一步加强住宅装饰装修管理的通知》 | 提出逐步取消毛坯房的目标。 |
| 2010 年 | 住建部 | 《建筑业发展“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。 |

| 时间 | 颁发单位 | 文件名称 | 政策内容 |
|-------|------|------------------|---|
| 2013年 | 住建部 | 《绿色建筑行动方案》 | 提出要推动建筑工业化，积极推行住宅全装修，鼓励新建住宅一次装修到位或菜单式装修，促进个性化装修和产业化装修相统一。 |
| 2017年 | 住建部 | 《“十三五”装配式建筑行动方案》 | 提出要推行装配式建筑全装修成品交房，推行装配式建筑全装修与主体结构、机电设备一体化设计和协同施工。建设装配化装修试点示范工程，通过示范项目的现场观摩与交流培训等活动，不断提高全装修综合水平。 |
| 2017年 | 住建部 | 《建筑业发展“十三五”规划》 | 提出到2020年，城镇绿色建筑占新建建筑比重达到50%，新开工全装修成品住宅面积达到30%。 |

来源：住建部官网、产业信息网、国金证券研究所

- **全装修行业发展空间巨大，当下正处成长期：**1) 对标美日等发达国家：我国全装修鼓励性政策出台晚，发展滞后。我国全装修渗透率不足20%，诸如上海、北京等一线发达城市渗透率也相对较低，和日本、法国瑞典等发达国家的80%相比，差距较大；2) 和中期渗透率对比：按照十三五规划，到2020年，新开工全装修成品住宅面积达到30%，发展空间较大。

图表 23：我国和美、日全装修行业发展对比：发展晚，渗透率低

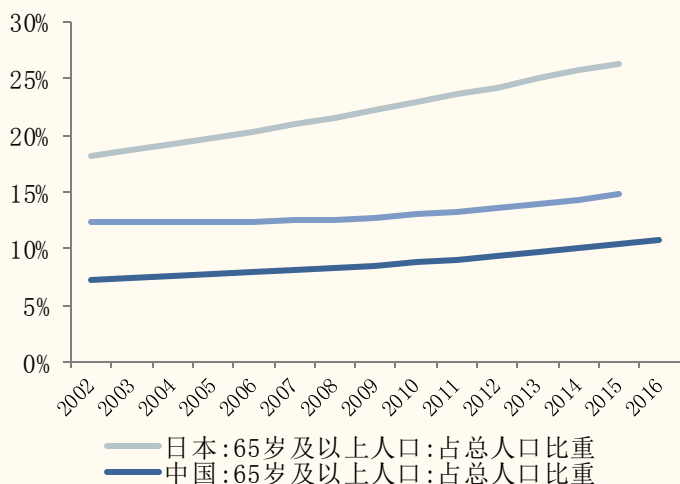
| | 中国 | 日本 | 美国 |
|----------|-------|----------|----------|
| 开始阶段 | 20世纪末 | 20世纪60年代 | 20世纪60年代 |
| 首部政策发布时间 | 2002 | 1959 | —— |
| 当下渗透率 | 不足20% | >80% | >80% |

来源：产业信息网、国金证券研究所

3. 装配式建筑与十三五规划并举催化，密集政策孕育4.5千亿市场

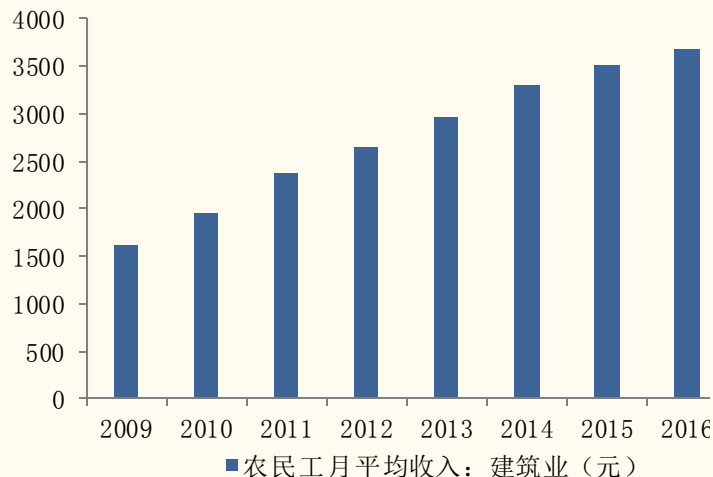
- **人力成本快速上升，装配式建筑大势所趋：**老龄化加剧人口红利消失，人力成本快速上升（2009~2016年建筑工人工资CAGR高达12.4%），对建筑企业利润侵蚀较为严重。参考我们前期《建筑工业化趋势已成，把握10年向上确定性周期机会》报告，人工费用每上涨1%，龙元建设/上海建工净利润（16年）将下降7.7%/10.7%，敏感程度高。在人口结构的改变和社会工业化的发展双重作用下，建筑向工业化发展是必然事件。

图表 24：我国老龄化进程不断加快



来源：国家统计局、世界银行、国金证券研究所

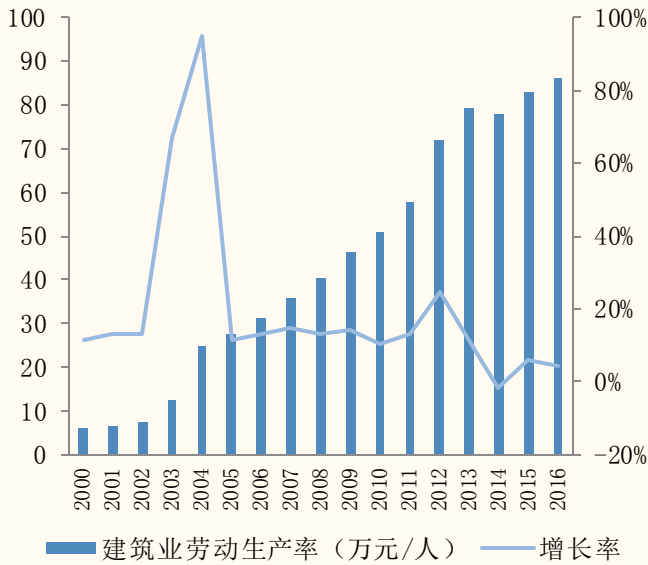
图表 25：建筑业人力成本不断攀升



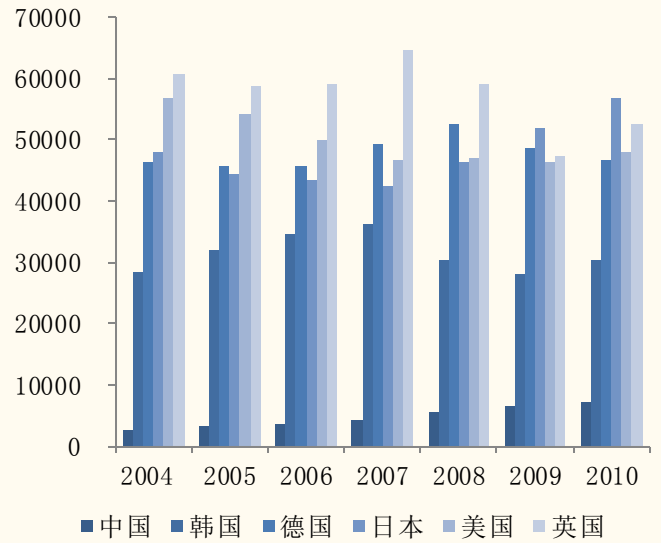
来源：国家统计局、国金证券研究所

- **建筑劳动生产率亟待提高，工业化装修刻不容缓：**相较于发达国家，我国建筑业劳动生产率状况仍不理想，2010年，我国建筑业劳动生产率只有韩国的23.5%，德国的15.4%，美国的14.9%，英国的13.7%，日本的12.6%。人口结构变化决定建筑工业化发展的必然性，住宅要实现工业化建造，装修同样需要利用工业化施工提高工作效率，缓解成本压力。

图表 26：国内建筑业劳动生产率逐年递增



图表 27：国内外建筑业劳动生产率比较 (美元/人)

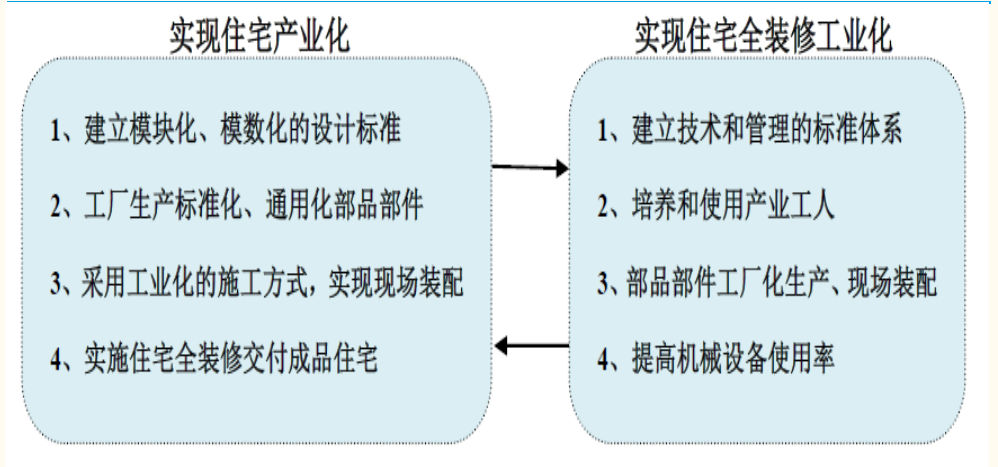


来源：产业信息网、国金证券研究所

来源：国家统计局、国金证券研究所

- **住宅工业化和住宅全装修是完美契合，建筑工业化是全装修的催化剂：**1) 明文界定装配式建筑和毛坯房划清界限：2016 年 12 月，住房和城乡建设部发布的《装配式建筑评价标准（征求意见稿）》中明确指出，装配式建筑非毛坯房。随着装配式建筑渗透率逐步提高，将带动全装修房渗透率提高；2) 住宅工业化完美契合住宅全装修：住宅工业化通过模数化的设计标准，工厂化制造和现场装配，在科学信息管理系统下完成建筑搭建，和住宅全装修的标准体系、工人培养、部件装配等形成完美契合。

图表 28：住宅工业化和住宅全装修是完美契合



来源：全筑股份招股说明书、国金证券研究所

- **顶层设计完备中期发展目标，各省市配套政策逐步出台路径清晰：**1) 十三五规划强调到 2020 年渗透率达 30%，顶层设计逐步完善：2017 年 5 月，住建部发布《建筑业发展“十三五”规划》，提出到 2020 年，城镇绿色建筑占新建建筑比重达 50%，新开工全装修住宅面积占比达 30%；2) 顶层设计逐步完备过程中，各省市配套政策也在近两年逐步出台，明确各自中长期全装修住宅面积占比，为实现十三五规划提供清晰路径。

图表 29：各省市出台与全装修相关政策，2016 年为政策密集期：施工路径清晰

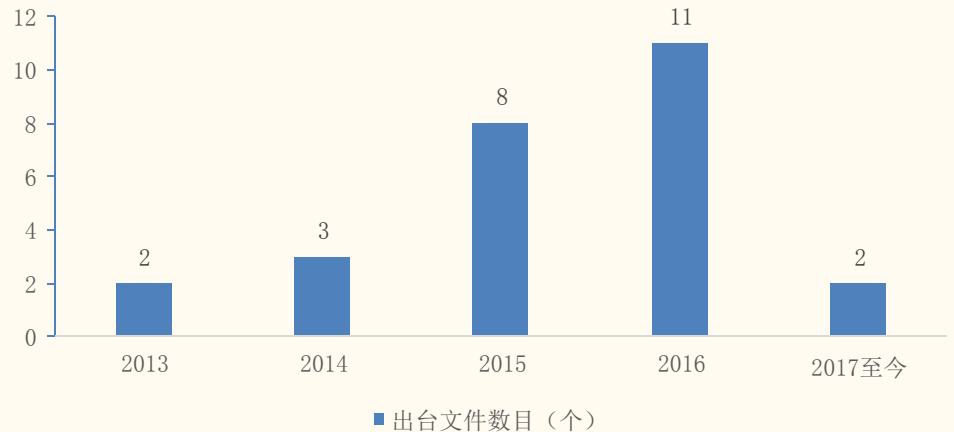
| 地区 | 政策 | 颁发时间 | 全装修相关政策推进情况 |
|----|---------------|---------|----------------------------------|
| 吉林 | 《吉林省绿色建筑行动方案》 | 2013.01 | 提出要积极推广住宅全装修，实商品房和保障性住房住宅产业化试点项目 |

| 地区 | 政策 | 颁发时间 | 全装修相关政策推进情况 |
|-----|------------------------------------|---------|--|
| 北京 | 《北京市绿色建筑行动实施方案》 | 2013.06 | 要求新建住宅要基本实现全装修,产业化住宅不少于1500万平方米,每年安排部分商品住房土地用于建设产业化住宅和全装修住宅。2015年5月1日起,对保障房建设投资中心新建、收购的保障房项目,率先全面推行全装修成品交房。 |
| 重庆 | 《重庆市绿色建筑行动实施方案(2013—2020年)》 | 2014.01 | 提出积极推行住宅全装修,鼓励新建住宅一次装修到位或进行菜单式装修,促进个性化装修和产业化装修相统一。 |
| 福建 | 《福建省全装修住宅工程技术规程》 | 2014.01 | 促进全装修的规范发展。 |
| 江苏 | 《关于加快推进建筑产业现代化促进建筑产业转型升级的意见》 | 2014.01 | 到2025年末新建建筑装配化率达50%以上,装饰装修装配化率达60%以上。 |
| 安徽 | 《关于推进城乡建设绿色发展的意见》 | 2015.01 | 提出到2017年,政府投资的新建建筑全部实施全装修,设区城市新建住宅中全装修比例达到20%以上。 |
| 黑龙江 | 《2015年全省房地产工作要点》 | 2015.02 | 要求引导开发建设全装修商品住房,力争全装修商品房占新建商品房比例提升10%。 |
| 河北 | 《关于推进住宅产业现代化的指导意见》 | 2015.03 | 提出要推进商品住房全装修,住宅产业现代化项目实行一次性装修到位,对购买住宅产业现代化项目或全装修住房且属于首套普通商品住房的家庭,按照差别化住房信贷政策积极给予支持。 |
| 天津 | 《天津市关于加快推进建筑工业化和改革的实施意见》 | 2015.04 | 提出积极推行新建住宅全装修交房,将住宅装修纳入工程设计、施工和验收环节。 |
| 辽宁 | 《辽宁省绿色建筑实施行动方案》 | 2015.07 | 自2015年起,各地新建5万平方米以上的住宅小区将全面推行全装修住房。到2020年底,全省新建住宅中全装修面积比例不低于50%。 |
| 蚌埠 | 《蚌埠市建筑产业现代化行动实施方案》 | 2015.08 | 提出2017年底,政府投资的新建建筑全部实施全装修,城镇新建住宅全装修比例达到20%。 |
| 山东 | 《山东省房地产业转型升级实施方案》 | 2015.09 | 要求推进土建装修一体化,2017年设区城市新建高层住宅实行全装修,2018年新建高层、小高层住宅淘汰毛坯房。对全装修商品住宅,在销售时实行毛坯房和装修分别计价,分别开发票,分别纳税。 |
| 大连 | 《关于推进大连市建筑产业现代化实施意见》 | 2015.09 | 要求至2017年底,中山区、西岗区、沙河口区、甘井子区、高新园区新开工住宅项目必须实施产业化全装修。至2020年,主城区及先导区内,新开工住宅项目必须实施产业化全装修。其他区市县可根据具体情况制定推进计划。 |
| 河南 | 《关于加强城市规划建设管理工作的意见》 | 2016.01 | 要求加快发展成品住宅,到2020年,全省新建商品住宅基本实现无毛坯房。郑州航空港经济综合实验区、郑东新区从2016年起,新开工商品住宅全部执行成品房标准。 |
| 湖北 | 《关于推进建筑产业现代化发展的意见》 | 2016.02 | 要求积极推行住宅全装修,鼓励新建住宅一次装修到位或菜单式装修,促进个性化装修和产业化装修相统一。 |
| 四川 | 《关于推进建筑产业现代化发展的指导意见》 | 2016.03 | 到2020年,新建住宅全装修达到50%。到2025年,新建住宅全装修达到70%。 |
| 甘肃 | 《甘肃省“十三五”城镇住房发展规划》 | 2016.06 | 提出要引导住宅建筑全装修产业链建设,促进产业化装修与个性化装修统筹结合,优化住房户型设计,强化智能化配套建设,完善住宅使用功能。 |
| 上海 | 《关于进一步加强本市新建全装修住宅建设管理的通知》 | 2016.08 | 提出从2017年1月1日起,凡出让的本市新建商品房建设用地,全装修住宅面积占新建商品住宅面积(三层及以下的低层住宅除外)的比例为:外环线以内的城区应达到100%,除奉贤区、金山区、崇明区之外,其他地区应达到50%。奉贤区、金山区、崇明区实施全装修的比例为30%,至2020年应达到50%。 |
| 广西 | 《关于大力推广装配式建筑促进我区建筑产业现代化发展的指导意见》 | 2016.08 | 到2020年底,新建全装修成品房面积比率达20%以上。 |
| 浙江 | 《关于推进绿色建筑和建筑工业化发展的实施意见》 | 2016.09 | 提出2016年10月1日起,全省各市、县中心城区出让或划拨土地上的新建住宅,全部实行全装修和成品交付,鼓励在建住宅积极实施全装修。 |
| 阜阳 | 《阜阳市人民政府关于推进建筑产业现代化发展的实施意见》 | 2016.11 | 在新建住宅中大力推行全装修,全装修比例逐年增加不低于5%;到2020年末政府投资的新建建筑全部实施全装修,新建住宅中全装修比例不低于30%。 |
| 山西 | 《山西省住房和城乡建设事业“十三五”规划》 | 2016.12 | 提出推行住宅全装修,实现住宅主体结构与室内装修一体化,住宅部品部件标准化、集成化,逐步建立住宅全装修质量保险保证机制。 |
| 成都 | 《成都市建设行业大气污染防治十条措施》 | 2016.12 | 要求2020年底,成都中心城区、高新区和天府新区新建商品住宅中成品住宅比例要达到80%。 |
| 海南 | 《关于继续落实“两个暂停”政策,进一步促进房地产市场健康发展的通知》 | 2016.12 | 要求从2017年7月1日起,各市(县)商品住宅项目全部实行全装修。 |
| 杭州 | 《杭州市城市建设“十三 | 2017.01 | 提出加快住宅产业化发展,积极推进新建住宅全装修全覆盖,全面提升产品品 |

| 地区 | 政策 | 颁发时间 | 全装修相关政策推进情况 |
|----|----------------------|---------|--|
| 湖南 | 《关于加快推进装配式建筑发展的实施意见》 | 2017.05 | 提出要加快装配式建筑、住宅全装修以及 BIM (建筑信息模型) 相关技术标准、导则、图集的编制和发布工作; 对于购买装配式全装修住宅的购房者, 可以成品住宅成交总价为基数确定贷款额度。 |

来源: 各省市城乡住建厅官网、国金证券研究所

图表 30: 近年来有关全装修文件颁布频率加快



来源: 各省市城乡住建厅官网、国金证券研究所

- **2020 年住宅全装修市场规模将达到 4536 亿:** 1) 城市新增住房总需要构成: 我们将未来城市新增住房总需要按照城镇化带来需求、住宅改善型需求和拆迁产生住宅需求进行划分。预计到 2020 年 将实现 12.6 亿平米的增量规模; 2) 我们按照 30% 的全装修渗透率, 1200 元/平米的全装修费用, 2020 年住宅全装修市场规模将达到 4536 亿。

图表 31: 万科全装修指导价

| 级别 | 价位 (元/平米) |
|-----|-----------|
| 先进级 | 700~800 |
| 领先级 | 1000~1200 |
| 豪华级 | 1500~1800 |
| 奢华级 | 2500~3000 |

来源: 《上海万科全装修材料标准》、国金证券研究所

4. 深耕住宅全装修 17 年, 大客户战略保证龙头地位

- **深耕住宅全装修, 渠道优势明显品牌价值彰显公司实力:** 公司坚持“人居环境塑造”战略, 近年来住宅全装修占其主营业务即公装施工达 84% 以上, 占其全部营业收入达 80% 以上, 公共建筑装饰占比较小。公司自 2000 年进入全装修领域, 专注全装修 17 年, 深度绑定大房企, 渠道优势明显, 产业链完整, 2010 年公司摘得中国房地产测评中心“2009 中国住宅全装修(公装)企业实力榜”榜眼, 此后公司渐入佳境, 由 2012 年中国房地产优秀供应商综合品牌价值 10 强步入至 2014 年综合服务实力品牌 5 强。

图表 32: 公司与主要竞争对手的战略、主营、渠道、渠道对比

| | 战略 | 主营 | 主要客户 | 特色/亮点 |
|------|--------------------|-------------------|-----------------------|------------------------------------|
| 全筑股份 | 人居环境塑造 | 住宅全装修 (占比 80% 以上) | 大房企如恒大、复地等 | 与上百家房地产开发企业成为长期合作伙伴 |
| 金螳螂 | 平台化(产业链延伸)、国际化、互联网 | 传统公装, 开拓家装业务 | 与中建等央企总包合作、直营店直接面对小客户 | 互联网和营销网络直接对接消费者, 面对 C 端按消费水平分为三大品牌 |
| 广田股份 | 互联网、智能家居、加速并购 | 住宅精装修、公共建筑装饰 | 大型房地产、政府机构 | 批量住宅精装修领域龙头企业, 技术研发能力处于行业领先 |

| | 战略 | 主营 | 主要客户 | 特色/亮点 |
|------|----------------------------|-----------------|---------------|---------------------------------|
| 亚厦股份 | 互联网家装、3D 建筑打印，“一体化”大装饰蓝海战略 | 公共设施、高端住宅及酒店精装修 | 政府机构、品牌酒店 | 先水平 “生产工厂化、加工配套化、装配现场化”的技术革新 |
| 东易日盛 | 互联网家装、有机整体 | 有机整体家装 | 个体、小业主（以直营为主） | 以风格文化为主线的“有机整体家装解决方案” |
| 洪涛股份 | 在建筑装饰主业发展基础上，将职业教育打造为第二主业 | 公共建筑装饰 | 政府机构、大型国有企业 | 公共装饰工程的设计及施工，尤其是公共建筑高端装饰 |

来源：各公司官网，wind，国金证券研究所

- **全装修业务经验丰富，标杆工程彰显品牌实力：**截止 2017 年 6 月，全筑股份已完成了 700 多个楼盘的住宅全装修项目，累计工程面积数千万平方米，公司的全建筑经验丰富，管理能力卓越。这些工程的标杆项目包含众多国内知名豪宅（汤臣一品、上海华府天地等）和公建项目（世博会绍兴饭馆、上海中心）。

图表 33：豪宅标杆工程：汤臣一品



来源：全筑股份官网、国金证券研究所

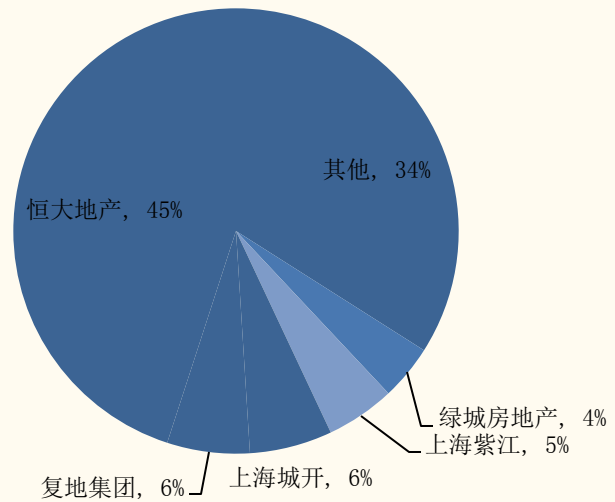
图表 34：公建标杆工程：世博园绍兴饭馆



来源：全筑股份官网、国金证券研究所

- **渠道优势保障公司主营，受益大客户业绩高增**
- **上游议价能力较高，源头把控有保障：**2016 年，公司前五名供应商采购额 20.93 亿元，占年度采购总额 76.18%，占比较 2015 年增长 12.17pct，由于装饰材料产品区分度较低，装饰材料行业集中度低，单个供应商难以造成议价优势。虽然核心客户恒大指定恒大材料作为所有承建其项目的装饰施工企业的材料设备供应商一定程度上挤压了议价能力，但保证了项目毛利水平和原材料质量，加之公司收购子公司业务延伸至上游，议价能力相对较高。
- **下游深度绑定标杆房企打造成功商业模式：**1) 自 1999 年全筑股份加入住宅全装修领域后，与恒大（全装修比例高）、绿地、绿城等全国众多知名房地产企业建立了长期稳定合作关系，深度绑定大型房地产企业的商业模式有效加快公司的应收账款周转率，减少公司的坏账风险，改善了公司的经营环境；2) 公司始终坚持大客户战略的理念，大型房地产商的盈利能力与抗风险能力为公司带来持续稳定收入。2016 年底，公司与金大地签署战略合作框架协议，为公司带来未来三年内数十亿元合同订单，助力业绩增长。

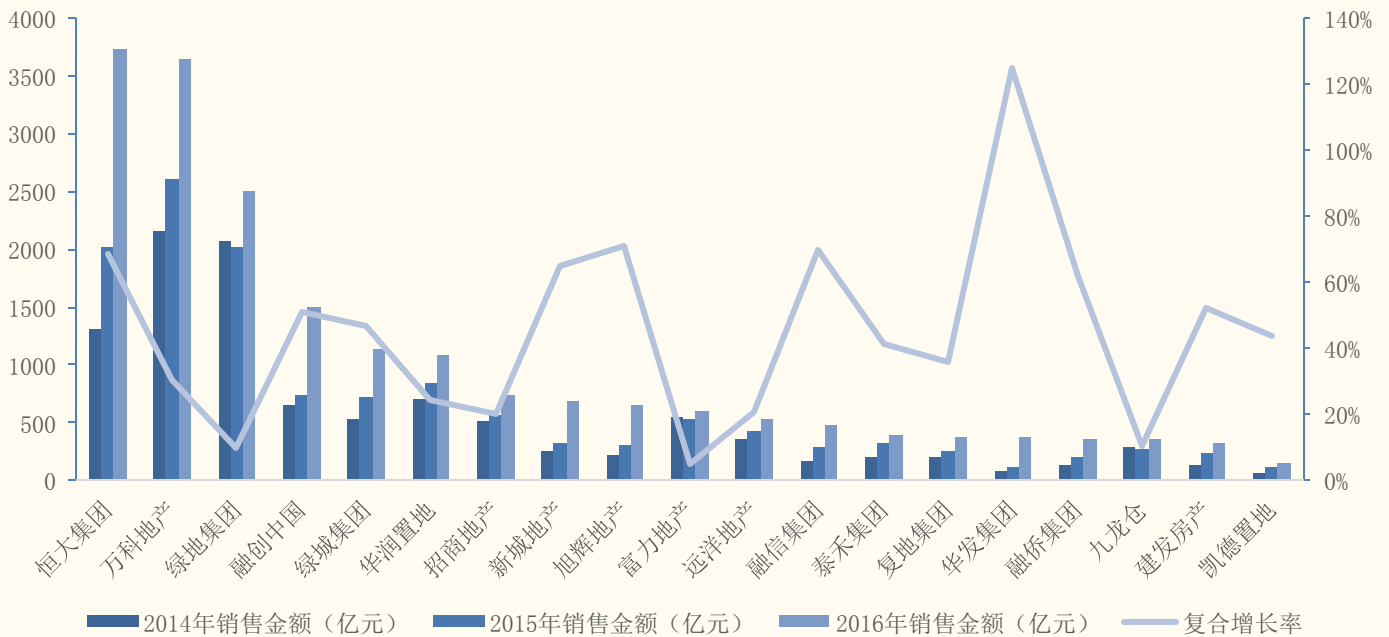
图表 35：2014 年公司大客户收入占比



来源：招股说明书、国金证券研究所

- **受益大客户业绩高增和全装修比例高：**①.公司大客户恒大地产在行业中地位靠前，全装修比例高，2016 年已经实现全装修占公司销售面积的 100%，实现全装修全覆盖；②.公司大客户业绩喜人：公司大客户恒大近三年复合增速高达 68%，超过万科、保利等同等级地产，为公司业绩提供保障。

图表 36：公司大客户恒大、绿地、绿城营收规模大，恒大近三年增速高



来源：中国房地产行业协会、国金证券研究所

- **战略牵手金大地，契合公司海外发展需求：**1) 2016 年 11 月，公司和金大地签订战略合作框架协议，预计未来三年将产生 30~50 亿元订单，为公司未来业绩提供保障；2) 扩宽海外业务：金大地专注于城市综合体开发与运营，开发项目遍及中国各大中心城市。牵手金大地除了给公司带来营收外，也深度契合公司海外布局需求。

四.家装市场各显神通，B2B2C 模式助力定制精装

1. 互联网家装概念遍地开花，行业创新频出

- 近年来互联网家装概念迅速升温，而传统装饰企业则成为家装革命浪潮中一股不容忽视的力量。金螳螂设立 12 亿的产业基金，围绕在线家居设计、AR/VR 布局、智能家居、互联网金融等打造多极化业务，创造新的利润增长点；亚厦股份用自家电商平台“蘑菇+”重新定义互联网家装，并在全国招揽加盟商；广田股份积极布局“互联网+家装”，“过家家”、“图灵猫”着力培育的互联网家装业务；洪涛股份旗下家装电商平台优装美家，首推“装修管家”团队，推动互联网家装行业进入比拼服务的新阶段；东易日盛旗下速美集家携手猫家装推出“超级家”，打造高品质互联网家装。

图表 37：竞争企业互联网装修模式布局

| 公司 | 产品与业务 | 互联网装修模式布局 |
|------|----------|--|
| 金螳螂 | 金螳螂·定制精装 | “金螳螂·定制精装”模式依托于金螳螂本身强大的材料整合能力，更是借助金螳螂电商的采购平台，以现金直采方式，使得定制精装的整装价格比一般传统家装公司的价格低 20% 以上；工程施工方面更是以金螳螂特有的 50/80 标准来严格要求；多样的设计、选择最大程度地满足了消费者在个性化方面的需求。 |
| 亚厦股份 | 蘑菇+ | 以 B2B2C 模式，提供一口价的全包家装。在行业率先应用虚拟现实技术（VR）、高效设计渲染技术（mBIM）和 360 炫动立体展示系统，实现“蘑菇+”互联网家装的模式升级。48 小时家装通过独创的 TFTB 运营管控系统，将所有工作都拆分为前期、后期、前场、后场四个维度空间，打破时空局限，以空间置换时间，从而使得现场的样板间在 48 小时里得到完美呈现。依托住宅精装实力，全新部署定制精装业务，与地产发展商跨界合作，以 B2B2C 的模式，为不同需求的住户量身定制，实现三方共赢。研发“图灵猫”智能家居产品，致力于打造开放兼容、自主学习的智能家居生态平台，为用户提供管家式智能家居整体解决方案。并建立起“装饰装修—智能家居—智慧社区”闭环生态圈，实现大数据运营服务。以互联网思维积极寻求家装变革，推出过家家装修网打造一站式家装消费体验的 B2C 平台，提供场景体验式消费。 |
| 广田集团 | 过家家、图灵猫 | 优装美家发布了装修图库、品牌商城、装修管家、智能环保硬件等多项创新产品与服务。此外，优装美家还与新浪微博、豆瓣等社交平台达成战略合作，共同开展大数据应用、精准营销，共建新型家装消费场景。 |
| 洪涛股份 | 优装美家 | 旗下速美集家携手猫家装推出“超级家”，利用天猫用户流量和东易日盛家装领域多年经验，为消费者打造高品质互联网家装，是一款解决了超预算和超工期痛点的极致产品。 |
| 东易日盛 | 速美超级家 | 利用房地产商资源采用 B2B2C 的方式，针对整个楼盘进行装修，贴近用户需求，以楼盘为入口，进一步整合了供应链及工装施工平台，隆重推出五大创新定制服务：楼盘定制精装、楼盘批量定制家装、旅游地产定制精装、全屋定制软装、智能家居定制。形成全新的业务格局和服务闭环，实现了前台多样化——后台标准化——柔性生产。 |
| 全筑股份 | 全筑定制精装 | |

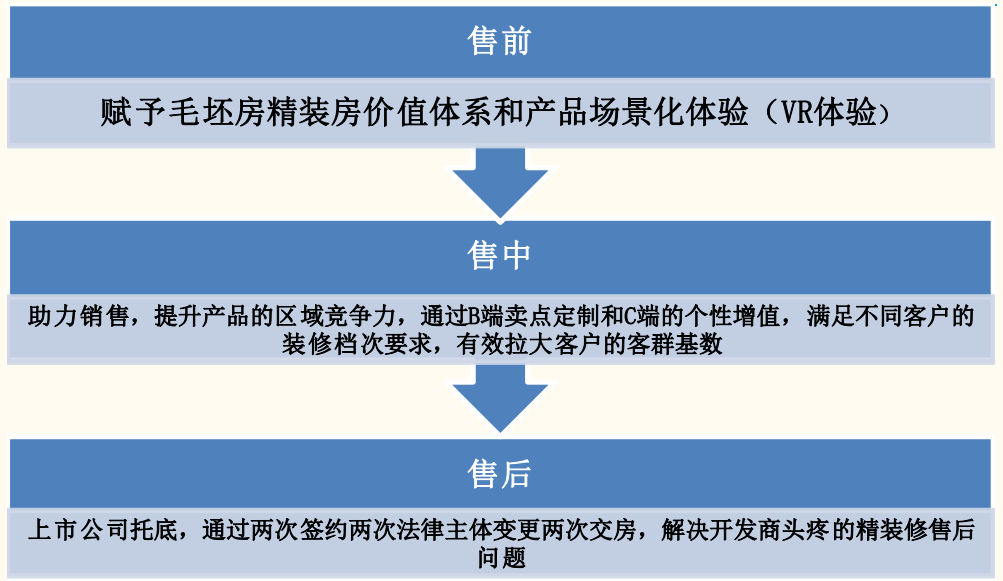
来源：各公司年报、官网，国金证券研究所

2. B2B2C 搭台，定制精装好戏上演

- **互联网新思维孕育整装模式：**家装产业链涉及设计、报价、施工、材料、监理、家具、验收等众多环节，传统家装层层分销后价格虚高，效率低下。随着市场的变化、装修消费的年轻化、时尚化，尤其是互联网思维带来了全新的理念，家装企业正逐步走向包括产业链各环节甚至相关金融服务整合的一站式整体家装服务模式，即装修模式上从原先的包清工到半包、全包，到整合了家具软装和家电，将所有居家元素全打包的“整体家装”，给装修业主提供拎包入住的整装模式。
- **B2B2C 一石二鸟解决多个痛点：**B2B2C 主要强调通过房地产开发商(TO B)资源平台实现向最终端即个人小业主(TO C)的导入,打通全产业链，为个人小业主提供个性化定制装修服务，通过“后台标准化、前台多样化、双轨定制、柔性生产”的创新业务模式全营销周期解决发展商（B 端）及消费者（C 端）痛点。
- **解决 B 端开发商精装修痛点：**售前赋予毛坯房精装修房价值体系和产品场景体验，运用 VR 虚拟样板间和互联网平台助力预售；售中双轨式的定制模式：通过 B 端卖点定制和 C 端的个性增值，满足业主的不同装修档次需求，扩大项目的客群基数，助力开发商获取项目精装修溢价，提升项目区域竞争力；售后：上市公司托底，通过两次签约两次法律主体变更两次交房，解决开发商头疼的精装修售后问题。

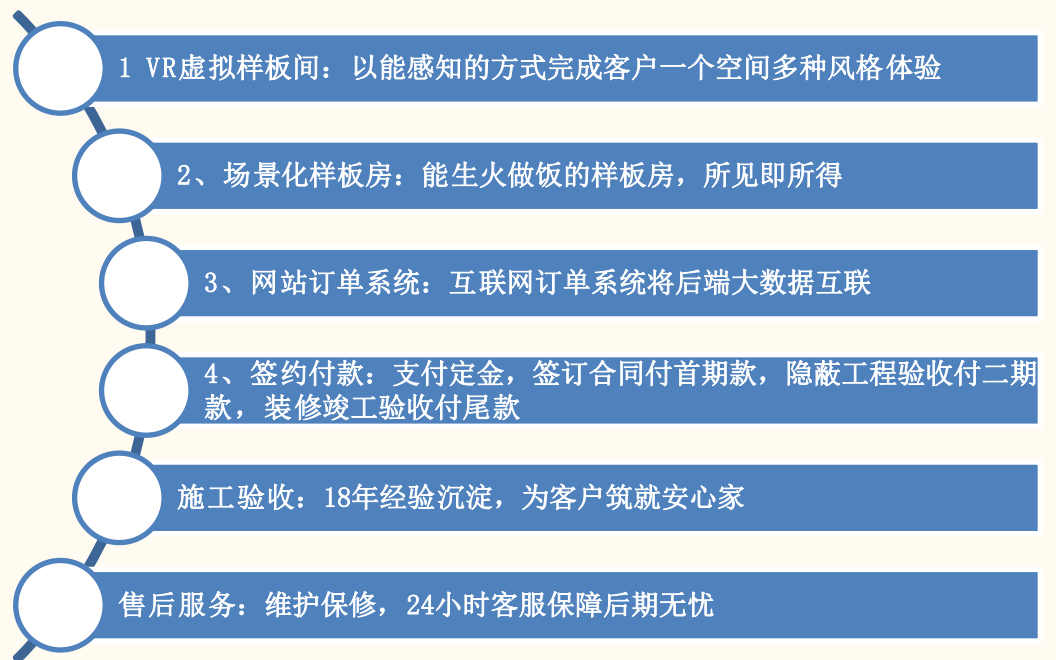
- **解放 C 端小业主装修困扰：**业主将通过 VR 技术进行空间风格体验及场景化样板房进行装修定制；签订合同后，逐步验收装修成果付款分散风险；验收后售后服务，24 小时客服在线保障后期无忧。
- **便于业务拓展、改善财务状况：**B2B2C 缩短了销售链，充分将企业和个人需求整合在一起。这一方面节约了成本，降低企业拓展业务时的管理难度；另一方面，由于这种商业模式的收款、现金流状况良好，预计将对企业的财务状况产生有利影响。

图表 38：四维联合营销售前、售中、售后解决 B 端开发商痛点



来源：公司官网、国金证券研究所

图表 39：解放 C 端小业主装修困扰



来源：公司官网，国金证券研究所

3. 定制家装业务受益于渠道优势，设计与供应链优势锦上添花

- **顺应消费升级，公司深度布局定制精装修+B2B2C：**自 2015 年公司提出了“定制全装修”模式，2016 年与融信中国、世贸中国等多家地产商开展了合作。此外，公司于 2016 年 12 月设立了全资子公司——上海全筑新军住宅科技公司，在住宅全装修基础上拓展定制精装服务，定位于住宅装饰存量市场。2017 年，公司已通过上海全筑新军住宅科技公司投资参股 4 家定制精装公司，范围覆盖上海、成都、河南、湖北。

图表 40：公司 17 年精装布局

| | 公司名称 | 注册资 本(万 元) | 间接持 股 | 业务性质 |
|-----------|----------------|------------------|----------|------|
| 2017/4/26 | 上海中梁全筑住宅科技有限公司 | 1000 | 50% | 定制精装 |
| 2017/4/19 | 成都全筑新军住宅科技有限公司 | 500 | 90% | 定制精装 |
| 2017/4/19 | 河南全筑新军住宅科技有限公司 | 1000 | 70% | 定制精装 |
| 2017/4/19 | 湖北全筑新军住宅科技有限公司 | 500 | 80% | 定制精装 |

来源：公司公告、国金证券研究所

- **利用渠道优势实现 B2C 端收益最大化：**公司作为恒大、绿城等知名地产公司的供应商，享有优越的客户资源，采用 B2B2C 的方式，从第二个 B 即房地产商端获取大量客户资源，实现精装定制、装修后服务如维护、翻新升级等业务的输出。同业竞争者中，东易日盛通过收购室内设计公司获取开发商资源，有利于未来以 B2B2C 的模式加强互联网家装业务发展。除此之外，公司在渠道拓展和管理方面狠下工夫，通过线上、线下营销服务 C 端客户：1) 公司拥有多功能电商平台的订单系统。全筑定制精装网站是中国第一个集产品方案展示、VR 虚拟样板间、装修选购系统及订单支付于一体的定制精装电商平台。一体化的服务，让现场销售人员更好的向客户展示装修产品和装修效果。2) 新媒体助力项目营销。全筑定制精装制定了详细的项目微信公众号运营标准体系，为微信公众号的运营提供保障，不仅提供产品、卖点、精装实力介绍、售后服务保障和营销活动的实时推送，也保证了有效客户及时知晓，助力项目营销。
- **出众的设计实力、良好的地产合作对象、领先的供应链体系打造核心竞争力：**1) B2B2C 模式下的定制精装需要较强的设计实力支持。公司拥有独立的设计品牌，专业的设计人员 500 多名，蝉联十四届上海室内设计大赛金奖、先后获得七届上海建筑工程质量最高奖项白玉兰奖，并拥有建筑装饰专项设计甲级资质；2) 2017 年 4 月，控股子公司上海全筑新军住宅科技公司与上海中梁地产集团签约，双方将共同设立中梁全筑住宅科技有限公司，共同开拓定制精装市场，专业房地产基因+专业定制精装企业基因，为公司的定制精装业务带来更多的发展想象空间；3) 公司成立中国住宅装修领先供应商联盟体系，以供应链去中间化为主要原则，拥有全国领先的供应链体系。公司运用优秀的设计理念、良好的地产合作对象及完备的供应链体系树立了良好的品牌效应，在定制精装市场中独树一帜。

五. 装饰全产业链布局，移动施工机器人填补市场空缺

1. 装修产业链布局率先完成，设计施工均有优势

- **装修产业链布局完成，多业务模式扩张：**同类竞争企业之中，公司装修全产业链链条已率先完成，提前布局装修后服务市场；通过近年来的外延发展，公司已顺利搭建出集建筑装饰研发与设计、施工、家具生产、软装配套和建筑科技为一体的装修生态圈。

图表 41：竞争企业产业链布局对比，公司率先完成装修后服务

| | 设计 | 施工 | 家具生产 | 配套软装 | 装修后服务 |
|------|----|----|------|------|-------|
| 全筑股份 | √ | √ | √ | √ | √ |
| 金螳螂 | √ | √ | √ | √ | × |
| 广田集团 | √ | √ | √ | √ | × |
| 亚厦股份 | √ | √ | √ | √ | × |

| | 设计 | 施工 | 家具生产 | 配套软装 | 装修后服务 |
|------|----|----|------|------|-------|
| 东易日盛 | √ | √ | √ | √ | × |
| 洪涛股份 | √ | √ | × | √ | × |

来源：公司年报、国金证券研究所

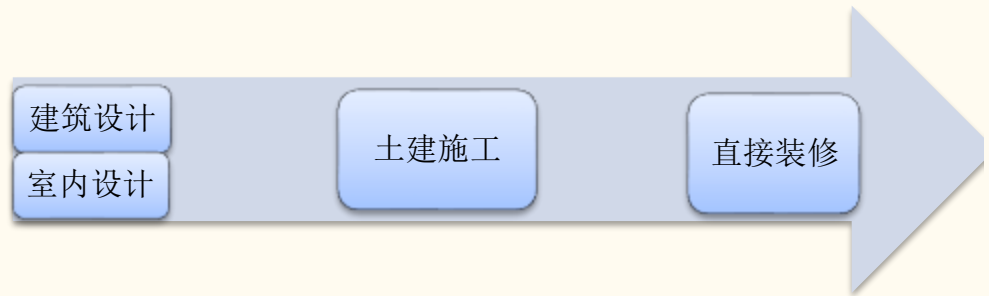
图表 42：公司全装修产业链布局

| 设计 | 施工 | 家具生产 | 软装配套 | 装修后服务 |
|--|--|---|---|--|
| <ul style="list-style-type: none"> •伍洲设计 •全筑设计 •地东设计 •贝恩设计 | <ul style="list-style-type: none"> •全筑住宅 •新军住宅 | <ul style="list-style-type: none"> •全筑家具 | <ul style="list-style-type: none"> •全品装饰 | <ul style="list-style-type: none"> •全筑易 |

来源：公司官网、国金证券研究所

- **设计一体化优势：**1) 公司使用一体化操作模式，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，实现土建施工完成后，墙体不再拆改建且水电管线点位到位，不再做调整变动，实现一步到位；2) 公司完善的住宅全装修标准体系能让设计师在较短的时间内掌握准确的工作方法，按照既定的流程和标准实施设计行为，从而保证设计的最终效果和品质；3) 全筑股份拥有设计资源共享平台，设计师可以根据所需风格分类调取素材库里的资源；4) 公司建立了网络协同制图平台，实现不同设计师之间的协同制图和同步更新，有效提高了工作效率。

图表 43：设计一体化操作模式



来源：公司年报、国金证券研究所

- **全面构建全筑设计集团品牌概念，完善设计全产业链：**随着全筑上市后的快速发展，在全产业链布局方面的进步以及资本积累的完善，全筑设计板块已经做好了集团化品牌化运作的准备。当前构建中的全筑设计集团包含了多家直接设立或者控股子公司。在设计集团构建设想中，既包含了传统业务板块，即以住宅、商业、办公的室内设计为主要业务方向的全筑设计公司，也包含了全筑股份全球化布局的设计部门，即专注旅游地产以及相关休闲地产、度假别墅的伍洲建筑设计集团，以城市规划、城市设计、生态景观规划为主要业务的思恺迪设计。同时新科技和新技术的应用也成为设计集团的重要组成部分，包括专注于多媒体，虚拟现实 VR 的全筑多媒体科技。而近日公告的地东设计以及拟出资设立的贝恩设计咨询，则分别涵盖了建筑设计、城市设计和高端酒店设计市场，业务范围涵盖设计领域的全产业链。

图表 44：设计领域全产业链逐步完善

| 主要设计子公司 | 主要业务 |
|----------|-------------------|
| 全筑设计公司 | 住宅、商业、办公的室内设计 |
| 伍洲建筑设计集团 | 旅游地产以及相关休闲地产、度假别墅 |
| 思恺迪设计 | 城市规划、城市设计、生态景观规划 |
| 地东设计 | 建筑设计、城市设计 |
| 贝恩设计咨询 | 高端酒店设计 |

来源：公司官网、国金证券研究所

■ 施工端布局：全装修和精装修并进，软装和硬装并举

- 1) 全装修：作为公司主营，全装修一直是公司的核心业务，借助内生外延进行在全国范围内进行更深入局部；2) 精装修：近年来，公司紧跟随时代脚步，在装配式建筑加速渗透的预期下，公司积极加大力度布局精装修市场：①.2016 年 12 月，设立上海全筑新军住宅科技公司，主要定位于精装修市场；②.2017 年，上海全筑新军住宅科技公司投资参股 4 家定制精装公司，范围覆盖上海、成都、河南、湖北；③.2017 年 4 月，通过设立合资公司“中梁全筑”，通过强强战略联合，深入布局精装修市场；3) 硬装布局：公司主营业务主要依靠硬装拉动，是公司当下的主营核心所在。近年来，公司通过并购方式，深入硬装市场：①.2016 年 7 月，参股高昕节能，进军幕墙领域；②.2017 年 6 月，受让艾尔门窗 30% 股权，进军门窗业务；4) 软装布局：①.全筑家具：建有 20000 m²现代化的厂房和全套先进的生产流水线，从事家具、整体橱柜等各类装饰部品制造，位于软装最上游；②.全品装饰：集团旗下专业软装配饰公司，提供软装整体配套服务；③.GOS 战略合作布局橱柜业务：于与澳大利亚橱柜企业 GOS 签订意向合作协议，为公司在橱柜业务深度布局提供方向。

- 装修后服务布局:开拓新业务，实现业务模式转型升级。2016 年 9 月，公司完成定向增发累计募集资金净额 4.9 亿元，拟投入全生态家居服务平台 2.1 亿元。公司拟通过“全生态家居服务平台（一）”向装修后服务市场进军，开拓新的业务领域，实现业务经营模式的转型升级。

2. 疏通存量房翻新新通道，装修后市场想象空间巨大

- 全产业链拓展另辟蹊径，转向后期维修维护的深耕细作：1) 房地产政策收紧和一线城市旧房换新房的双重推动下，链家研究院数据显示，2016 年一线城市北京、上海、深圳三个城市二手房交易额加在一起，超过 3 万亿，是新房交易的两倍以上，已经进入存量房时代，家装后市场就此开启；2) 公司将产业链时间轴拉伸至装修之后，通过与房地产和物业公司的积极合作，为衍生客户提供软装、维护、家居等装修后服务，打通装修市场和装修后市场通道；3) 经济下行压力逐渐显现，一手房若供需减小，传统装修行业业务压力与日剧增将对公司产生利好，避免传统装修行业激烈正面对抗。
- 技术优势结合互联网解决行业痛点：1) 装修公司痛点：装修后市场和传统装修不同的是，传统装修是装修整个毛坯房，家装后市场是局部，还需考虑空间其他物品，活小而细碎，流程不清晰难以规范使许多装修公司放弃进入装修后市场；2) 消费者痛点：价格不透明、时间难协调、服务态度及安全难得保障；3) 互联网平台痛点：工人普遍接触互联网不深，家装后市场互联网渗透率仅 3%；4) 公司利用品牌优势保障质量、安全并直接调动公司员工，利用互联网平台做到价格透明、智能安排时间和提供装修后智能定制服务方案，高效率解决行业痛点。

图表 45：装修后市场互联网平台各有特点，全筑作为上市公司率先入驻“装修后服务市场”

| 名称 | 成立日期 | 特点 |
|--------|------------|--|
| 多彩饰家 | 2013 年 7 月 | 平台通过聚合大量的行业工人、合作商家、覆盖城市广，根据服务派出合适的工人，模式类似 uber 围绕家庭的安装维修业务，平台不提供配件 |
| 神工 007 | 2014 年 3 月 | |
| 万能小哥 | 2015 年 5 月 | |

来源：公司官网、国金证券研究所

- **未来五年装修后市场规模近千亿元：**1) 房屋大约 8-10 年需要翻新，取 2009-2013 年住宅商品房销售面积，保守估计有 10% 的住房需要翻修，总计 49 亿平米，根据《中国民生发展报告 2012》家庭平均面积 116.4m²，目前家庭翻修花费平均约两万元每套，不考虑物价上涨等因素，预计未来五年（2018-2022 年）装修后市场规模约 842 亿元；2) 近年来，住宅商品房销售面积持续增长，装修后市场规模有望进一步扩大；3) 市场扩大不排除其他家装互联网公司进入，但公司作为先行者经验更丰，业绩稳健未来可期。

图表 46：未来 5 年装修后市场规模达 842 亿元

| | 数目 |
|-----------------------|---------|
| 2009-2013 平均住宅商品房销售面积 | 49 亿平米 |
| 翻新需求面积(10%) | 4.9 亿平米 |
| 预计翻新需求房屋套数 | 421 万套 |
| 装修后市场规模 | 842 亿元 |

来源：国金统计局、《中国民生发展报告 2012》、国金证券

3. 施工机器人成本低应用广，有望成为建筑工业化弄潮儿

- **施工机器人符合装饰工业化发展要求：**市面上的工业化装修装饰主要强调标准化批量采购、模块化设计、工业化生产、整体化安装，而建筑装饰行业产业链涉及上游端的材料加工制造以及终端的室内外装饰，在整个环节中，装饰材料的切割、拼装和粘贴，以及施工现场的物料搬运、甚至部分施工安装均可以由机器人取代人工完成。
- **施工机器人成本仅为人力成本 16%：**建筑装饰属于劳动密集型行业，需要大量的施工工人进行现场手工作业，面对行业日益严重的不断攀升的人力成本和技术人员断层短缺的难题，公司拟采用施工机器人逐步替代现有施工工人，施工机器人在年年成本、月工作总时长及小时平均工资方面具有显著优势，为企业带来可观收益。2016 年，建筑业人均工资 4.9 万元/年，按每月工作 20 日，每日 8 小时计算，人工工资 26 元/小时；一台施工机器人成本为 30 万元，按使用寿命 10 年，每月工作 30 日，每日 20 小时计算，机器人“工资”4.2 元/小时。机器人施工相对于人力施工优势明显。

图表 47：建筑工人与施工机器人成本费用对比

| | 建筑工人 | 施工机器人 |
|------------|--------|--------|
| 平均成本（元/年） | 49,000 | 30,000 |
| 每月工作天数 | 30 | 20 |
| 每日工作时长（小时） | 8 | 20 |
| 每月工作时长（小时） | 240 | 400 |
| 平均工资（元/小时） | 26 | 4.2 |

备注：假设施工机器人采用直线折旧法，期末无残值

来源：wind、国金证券研究所

图表 48：机器人施工相对人力施工的优势

机器人施工与人力施工对比

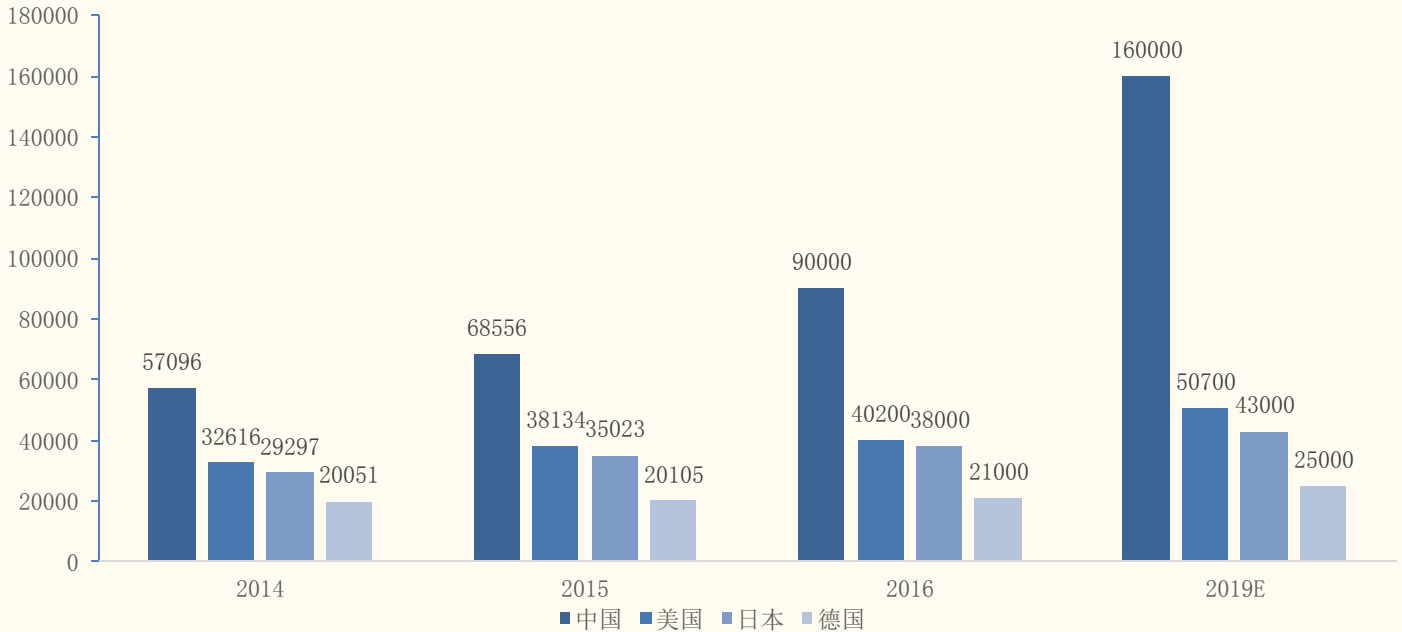
1. 按照内部控制程序标准化施工，施工品质更高
2. 较少受到工作时限与天气等外在因素的限制，工作时间更长
3. 施工机器人的更新换代只需要技术解决，不会出现断代现象，从而解决未来或将出现的施工工人断层问题。
4. 施工机器人“工资”远低于人工施工，大幅降低施工成本

来源：公司公告、国金证券研究所

- **工业机器人后方市场巨大，国家政策利好中国制造**

- **我国已成为工业机器人最大的消费市场：**对比工业发达的日本、德国和美国，景气度仍在提升。在 2013 年以前，日本一直是全球最大的工业机器人市场，但自 2011 年以来日本工业机器人的增速较为平缓。2013 年，我国工业机器人销量一举成为全球最高，2014 年我国工业机器人销量达到 57096 台，同比增长 56.7%，销量第一的市场位置继续保持。

图表 49：2014，2015，2016，2019 世界主要国家工业机器人销量情况（台）



来源：国际机器人联合会，国金证券研究所

- **国家政策面利好频出：**2016 年 4 月，工信部、发改委和财政部联合对外发布了中国机器人产业发展规划（2016-2020），规划目标是到 2020 年国产工业机器人产量达到 10 万台。假设照 80%的产销比例，预计 2020 年国产工业机器人的销量约为 8 万台，2016-2020 年复合增长率约为 29%。

图表 50：2016 年以来国家机器人制造相关政策

| 时间 | 政策 |
|---------|--------------------------------|
| 2016/12 | 《智能制造发展规划（2016-2020）年》 |
| 2016/10 | 《工业控制系统信息安全防护指南》 |
| 2016/09 | 《智能硬件产业创新发展专项行动（2016-2018 年）》 |
| 2016/08 | 《促进中小企业国际化发展五年（2016-2020）行动计划》 |
| 2016/08 | 《装备制造业标准化和质量提升规划》 |
| 2016/05 | 《机器人产业发展规划（2016-2020 年）》 |
| 2016/05 | 《关于深化制造业与互联网融合发展的指导意见》 |
| 2016/04 | 《智能制造试点示范 2016 专项行动实施方案》 |

来源：工信部，发改委，国金证券研究所

■ 行业壁垒高筑，技术为王竞争激烈

- **技术壁垒：**工业机器人与自动化成套装备涉及多项学科及多项先进技术领域；系统产品的结构复杂、技术含量高，设计开发比重非常大。从事本行业的系统供应商需要掌握扎实的理论基础，将多学科的先进技术集合为一体，熟练掌握上游行业所提供的各类关键零部件性能，并对下游行业用户所提出的需求进行引导，高度综合相关技术并对系统进行集成后，才可设计出符合要求的成套装备及系统产品。
- **行业经验壁垒：**对于下游的系统使用厂商，机器人自动化成套装备制造价高，在生产过程中发挥至关重要的作用。成套装备如在使用过程中

出现问题，将会直接影响到所生产的产品质量，甚至影响到生产活动的正常运行。客户在选择设备供应商时非常慎重，要求供应商具有很高的知名度，具备项目实施经验和成功案例，拥有专业化的项目实施团队，经验丰富的项目管理团队，能够对系统提供长期的。

- **人才壁垒：**工业自动化行业需要大批掌握先进系统控制软件、装备机械、工业自动化系统工程集成等领域的高素质、高技能以及多学科性的专业人才。作为工业机器人与自动化成套装备供应商，也需要大批对客户需求和生产工艺以及产品特征深入了解，并具备丰富经验的项目管理和市场营销人才。
- **资金壁垒：**工业机器人与自动化成套装备是一项综合高新技术，需要大量的研发资金投入和持续不断的创新。

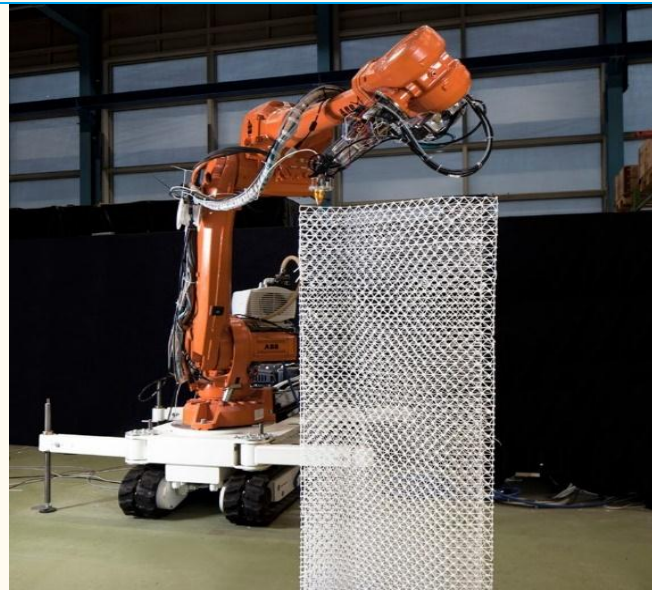
图表 51：相关企业装修装饰机器人布局

| 企业 | 机器人领域布局 |
|---------|---|
| 广田集团 | 2015 年成立深圳广田机器人有限公司，专注建筑装饰行业，致力于机器人、自动化系统工程研发、制造、销售、服务一体化的数字化智能制造装备，力争利用 5 年时间成为国内首屈一指的建筑装饰专业机器人龙头企业。广田还将通过互联网家装和定制精装将业务衍生至家装零售市场，通过智能家居丰富家装价值，再通过装饰机器人突破家装的管理半径。 |
| 中南建设 | 作为传统的地产及建设公司，年中已进入建筑机器人领域。2014 年与苏州大学签订《产学研合作协议》，共同研究“建筑机器人及智能装备”在住宅产业化建设中的应用。双发合作主要内容如下：协助公司制定“建筑机器人及智能装备”的发展规划及人才技术引进，并指导公司发展规划的实施；合作共建产学研结合示范基地，针对企业的“建筑机器人及智能装备”发展战略，探讨可行的攻关方向；根据合作的需要和业务开展情况，建立联合实验室等。 |
| 万工机器人公司 | 公司专注于室内装修机器人的技术研发、制造、销售及施工服务。成功研制出全球第一台智能墙面材料施工机器人——“百变工匠·达芬奇 1 号”，可替代传统墙面造型施工作业，如丝网印刷、手工彩绘等传统工艺，且不局限墙面材料，可根据业主个性化定制需求并在墙壁上快速施工，打造出任意造型。用智能机器加 3D 打印技术解决了环保装修中硅藻泥、贝壳粉涂料等墙面材料造型困难的问题。 |
| 克路德公司 | 克路德喷涂机器人致力于引领装修变革，创造美好装修环境，从结构上它主要拥有动力单元、喷涂单元、检测单元来源：以及行走单元，对比人工喷涂的优势相当明显。 |

来源：各公司官网，国金证券研究所

- **其他竞争对手布局机器人力度较小：**公司主要竞争对手亚厦股份、洪涛股份、东易日盛、金螳螂等尚未布局施工机器人领域，建筑装饰机器人竞争格局初显。
- **与高校强强联手打赢技术攻坚战**
 - **智能移动建筑装饰机器人填补市场空白：**2016 年，公司与上海大学签约共同研制智能移动施工机器人。智能移动建筑装饰施工机器人能在复杂环境下进行施工作业，通过环境感知、动态决策、行为控制与作业等程序控制，适应各种繁琐的工作，具有感知装饰施工种类或环境变化的功能，可根据任务安排重新分解和规划并进行作业操作。而在智能移动机器人领域，我国目前还处于起步阶段，研究水平也落后发达国家很多，市场上还未出现可实际投入的智能移动建筑装饰施工机器人。

图表 52：外国公司的智能移动机器人



来源：Gramazio Kohler 公司官网、国金证券研究所

- **合作单位上海大学移动机器人技术实力雄厚，公司享有机器人知识产权：**已经与国内一家研究所合作研制完成了应用于火箭制造某个环节的移动机器人实体机及全套控制系统。机器人研发与制造对相关经验和技术要求都较高，成套装备如在使用过程中出现问题，将会直接影响到所生产的产品质量，甚至影响到生产活动的正常运行。而上海大学在机器人研发领域具有很高的知名度，具备项目实施经验和成功案例，拥有专业化的研发团队。与上海大学在建筑机器人上的合作，将会成为全筑股份未来业绩的增长点。公司与上海大学签订共同研制建筑装饰施工机器人合作协议，协议内容包括：1) 公司提供研发施工机器人所需必要的技术资料、数据，指派相关工程师进行工艺指导，对研发系统提出改进意见；2) 上海大学负责研制“智能移动建筑装饰施工机器人”样机，完成样机的机械结构设计、软件设计和系统集成以及样机调试，并为公司相关人员提供技术培训。施工机器人研发的整机知识产权（包括机械图纸和控制系统软、硬件）归公司所有，双方在此技术基础上，具有后续合作研发的优先权利。
- **公司拟采用施工机器人逐步替代现有施工工人，施工机器人预计年底投入使用，最快于 18 年量产：**由于施工机器人可以大幅降低成本、保证高质量施工质量，解决断代现象，公司拟采用施工机器人逐步替代现有施工工人；目前施工机器人研发进展顺利，预计于 6 月底提供实验室视频资料，10 月机器人可进行现场指令操作，年底即可投入使用，最快于 18 年量产。随着公司的逐步替代战略，全筑将在技术、行业经验等方面不断积累和完善，有利于公司未来获取更多优质行业资源、开发更多行业专利，在中国建筑机器人领域站稳脚跟。

六. 定增价有安全边际，员工持股彰显信心

- **与定增价持平，安全边际高：**公司于 2016 年 9 月定向增发 1736 万股，发行价格 28.80 元/股，募集资金总额约达 5 亿元，锁定期 1 年。多家基金进入持股，说明公司发展前景被市场看好。公司定增资金仍有约 72% 还未实际投入使用，今后定增资金使用项目将会陆续落实，助力公司持续发展。目前股价（现价 31.06 元/股，20 日均价 28.40 元/股）与定增发行价格相近，安全边际较高。

图表 53：2016 年公司定向增发情况

| 认购对象 | 认购股数 (万股) | 认购金额 (亿元) | 认购比例 (%) |
|------|-----------|-----------|----------|
| 天治基金 | 243 | 0.7 | 14 |

| 认购对象 | 认购股数 (万股) | 认购金额 (亿元) | 认购比例 (%) |
|------|-----------|-----------|----------|
| 博时基金 | 715 | 2 | 41.2 |
| 金鹰基金 | 333 | 1 | 19.2 |
| 君禾基金 | 243 | 0.7 | 14 |
| 泓德基金 | 173 | 0.5 | 10 |
| 兴业资管 | 27 | 0.08 | 1.6 |
| 合计 | 1736 | 5 | 100 |

来源：公司公告、国金证券研究所

- **与员工持股价格持平，现行价安全边际高：**公司于 2016 年 12 月 13 日完成第一期员工持股计划，员工持有约 98.6 万股，占公司总股本的 0.549%，成交均价约为 30.22 元/股，资金总额 2979.81 万元，锁定期 1 年，目前股价（现价 31.06 元/股，20 日均价 28.40 元/股）与员工持股价格持平，安全边际较高。
- **股权激励彰显公司信心、提升员工积极性：**近日，公司进行了第二期股票激励计划，激励对象共计 181 人，均为公司核心员工或董事。授予价格为 15.31 元/股，授予股票总数为 244.2 万股，约占总股本的 1.37%，首次授予 219.2 万股，预留 25 万股。锁定期为 1 年，之后按 30%、30%、40% 的比例分三年解锁。解锁的业绩条件为，2017 年、2018 年、2019 年公司实现的净利润较 2016 年增长分别不低于 20%、40%、60%，彰显了公司对于未来盈利的信心。公司通过员工持股计划和股权激励计划实现与核心员工的利益绑定，提升员工积极性，激发公司发展潜力。

图表 54：限制性股票实际授予情况

| 授予对象 | 获授股数 (万股) | 占授股比例 | 占总股本比例 |
|------------|-----------|---------|--------|
| 丛中笑 (副总经理) | 20 | 8.19% | 0.11% |
| 蒋惠霆 (副总经理) | 20 | 8.19% | 0.11% |
| 董事及高级管理人员 | 40 | 16.38% | 0.22% |
| 中层管理人员及骨干 | 179.2 | 73.38% | 1.01% |
| 预留部分 | 25 | 10.24% | 0.14% |
| 合计 | 244.2 | 100.00% | 1.37% |

来源：公司公告、国金证券研究所

七. 风险提示

- **房地产投资下行：**自 2016 年 10 月以来，各省市密集出台相关文件，防止房地产过度投资，投资下行削弱需求动力对公司业绩产生负面影响。
- **全装修业务毛利率下降：**多家大型企业在鼓励全装修政策出台后开始加入行业竞争，竞争压力可能导致毛利毛利率下降。
- **施工机器人进度不达预期：**机器人尚在研发阶段，机器人施工效率和质量有待考验，其收益和制造成本差可能不达预期。

附录：三张报表预测摘要

| 损益表 (人民币百万元) | | | | | | | 资产负债表 (人民币百万元) | | | | | | |
|-----------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|-----------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| | 2014 | 2015 | 2016 | 2017E | 2018E | 2019E | | 2014 | 2015 | 2016 | 2017E | 2018E | 2019E |
| 主营业务收入 | 1,812 | 2,185 | 3,336 | 4,864 | 6,349 | 7,161 | 货币资金 | 197 | 220 | 577 | 600 | 650 | 650 |
| 增长率 | | 20.6% | 52.7% | 45.8% | 30.5% | 12.8% | 应收账款 | 1,183 | 1,531 | 2,227 | 3,105 | 3,828 | 4,284 |
| 主营业务成本 | -1,567 | -1,889 | -2,994 | -4,353 | -5,671 | -6,388 | 存货 | 114 | 139 | 415 | 421 | 544 | 605 |
| %销售收入 | 86.5% | 86.5% | 89.8% | 89.5% | 89.3% | 89.2% | 其他流动资产 | 9 | 28 | 173 | 178 | 115 | 130 |
| 毛利 | 245 | 296 | 341 | 511 | 679 | 773 | 流动资产 | 1,503 | 1,918 | 3,392 | 4,304 | 5,138 | 5,669 |
| %销售收入 | 13.5% | 13.5% | 10.2% | 10.5% | 10.7% | 10.8% | %总资产 | 91.6% | 79.4% | 85.7% | 83.0% | 87.6% | 88.8% |
| 营业税金及附加 | -58 | -72 | -18 | -24 | -32 | -36 | 长期投资 | 2 | 13 | 13 | 25 | 24 | 24 |
| %销售收入 | 3.2% | 3.3% | 0.5% | 0.5% | 0.5% | 0.5% | 固定资产 | 75 | 426 | 461 | 780 | 614 | 597 |
| 营业费用 | -19 | -22 | -39 | -58 | -76 | -86 | %总资产 | 4.6% | 17.7% | 11.7% | 15.0% | 10.5% | 9.4% |
| %销售收入 | 1.1% | 1.0% | 1.2% | 1.2% | 1.2% | 1.2% | 无形资产 | 39 | 40 | 48 | 55 | 62 | 70 |
| 管理费用 | -42 | -52 | -98 | -146 | -190 | -215 | 非流动资产 | 137 | 497 | 565 | 885 | 726 | 718 |
| %销售收入 | 2.3% | 2.4% | 2.9% | 3.0% | 3.0% | 3.0% | %总资产 | 8.4% | 20.6% | 14.3% | 17.0% | 12.4% | 11.2% |
| 息税前利润 (EBIT) | 125 | 150 | 187 | 282 | 380 | 437 | 资产总计 | 1,640 | 2,415 | 3,956 | 5,189 | 5,864 | 6,387 |
| %销售收入 | 6.9% | 6.8% | 5.6% | 5.8% | 6.0% | 6.1% | 短期借款 | 300 | 318 | 616 | 1,202 | 1,025 | 854 |
| 财务费用 | -16 | -19 | -29 | -52 | -65 | -53 | 应付款项 | 829 | 1,097 | 1,716 | 2,239 | 2,973 | 3,350 |
| %销售收入 | 0.9% | 0.9% | 0.9% | 1.1% | 1.0% | 0.7% | 其他流动负债 | 60 | 65 | 103 | 108 | 38 | 121 |
| 资产减值损失 | -11 | -31 | -79 | -53 | -46 | -49 | 流动负债 | 1,189 | 1,481 | 2,434 | 3,549 | 4,036 | 4,324 |
| 公允价值变动收益 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 长期贷款 | 27 | 67 | 74 | 74 | 74 | 75 |
| 投资收益 | -2 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 其他长期负债 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| %税前利润 | n.a | 0.3% | 0.3% | 0.2% | 0.1% | 0.1% | 负债 | 1,216 | 1,548 | 2,508 | 3,623 | 4,110 | 4,399 |
| 营业利润 | 96 | 101 | 79 | 177 | 270 | 336 | 普通股股东权益 | 420 | 849 | 1,430 | 1,546 | 1,733 | 1,966 |
| 营业利润率 | 5.3% | 4.6% | 2.4% | 3.6% | 4.2% | 4.7% | 少数股东权益 | 4 | 18 | 18 | 20 | 21 | 22 |
| 营业外收支 | 8 | 8 | 35 | 5 | 5 | 5 | 负债股东权益合计 | 1,640 | 2,415 | 3,956 | 5,189 | 5,864 | 6,387 |
| 税前利润 | 105 | 109 | 114 | 182 | 275 | 341 | 比率分析 | | | | | | |
| 利润率 | 5.8% | 5.0% | 3.4% | 3.8% | 4.3% | 4.8% | | 2014 | 2015 | 2016 | 2017E | 2018E | 2019E |
| 所得税 | -28 | -27 | -22 | -38 | -58 | -72 | 每股指标 | | | | | | |
| 所得税率 | 26.5% | 24.5% | 19.7% | 21.0% | 21.0% | 21.0% | 每股收益 | 0.625 | 0.516 | 0.566 | 0.792 | 1.202 | 1.495 |
| 净利润 | 77 | 82 | 91 | 144 | 217 | 269 | 每股净资产 | 3.498 | 5.308 | 8.065 | 8.716 | 9.773 | 11.087 |
| 少数股东损益 | 2 | -1 | -9 | 2 | 1 | 1 | 每股经营现金净流 | -0.515 | -0.045 | -1.488 | -0.403 | 1.494 | 2.008 |
| 归属于母公司的净利润 | 75 | 83 | 100 | 142 | 216 | 268 | 每股股利 | 0.100 | 0.050 | 0.060 | 0.150 | 0.160 | 0.200 |
| 净利率 | 4.1% | 3.8% | 3.0% | 2.9% | 3.4% | 3.7% | 回报率 | | | | | | |
| | | | | 339 | 440 | 540 | 净资产收益率 | 17.87% | 9.72% | 7.02% | 9.20% | 12.45% | 13.65% |
| 现金流量表 (人民币百万元) | | | | | | | 总资产收益率 | 4.57% | 3.42% | 2.54% | 2.74% | 3.68% | 4.20% |
| 净利润 | 75 | 82 | 91 | 144 | 217 | 269 | 投入资本收益率 | 12.29% | 9.02% | 7.01% | 7.84% | 10.53% | 11.83% |
| 少数股东损益 | 2 | -1 | -9 | 2 | 1 | 1 | 增长率 | | | | | | |
| 非现金支出 | 16 | 36 | 99 | 138 | 143 | 147 | 主营业务收入增长率 | 8.12% | 20.59% | 52.68% | 45.81% | 30.53% | 12.79% |
| 非经营收益 | 14 | 24 | 24 | 60 | 71 | 60 | EBIT增长率 | 17.72% | 19.16% | 24.81% | 51.17% | 34.75% | 14.91% |
| 营运资金变动 | -167 | -149 | -478 | -414 | -166 | -120 | 净利润增长率 | 12.02% | 10.03% | 21.64% | 41.59% | 51.85% | 24.37% |
| 经营活动现金净流 | -62 | -7 | -264 | -71 | 265 | 356 | 总资产增长率 | 41.23% | 47.23% | 63.84% | 31.15% | 13.02% | 8.92% |
| 资本开支 | -57 | -368 | -63 | -390 | 68 | -85 | 资产管理能力 | | | | | | |
| 投资 | -2 | -6 | -118 | -12 | 0 | 0 | 应收账款周转天数 | 174.1 | 178.7 | 165.9 | 180.0 | 180.0 | 180.0 |
| 其他 | 0 | 2 | 0 | 0 | 0 | 0 | 存货周转天数 | 23.8 | 24.4 | 33.7 | 36.0 | 36.0 | 36.0 |
| 投资活动现金净流 | -59 | -372 | -181 | -402 | 68 | -85 | 应付账款周转天数 | 148.3 | 153.8 | 139.5 | 150.0 | 150.0 | 150.0 |
| 股权募资 | 0 | 409 | 509 | 0 | 0 | 0 | 固定资产周转天数 | 4.2 | 1.2 | 50.1 | 43.1 | 24.7 | 21.0 |
| 债权募资 | 216 | 58 | 304 | 587 | -178 | -170 | 偿债能力 | | | | | | |
| 其他 | -17 | -66 | -50 | -91 | -106 | -102 | 净负债/股东权益 | 30.68% | 19.04% | 7.72% | 43.17% | 25.56% | 14.01% |
| 筹资活动现金净流 | 199 | 401 | 764 | 496 | -283 | -271 | EBIT利息保障倍数 | 7.8 | 8.0 | 6.4 | 5.4 | 5.9 | 8.3 |
| 现金净流量 | 78 | 22 | 319 | 23 | 50 | 0 | 资产负债率 | 74.17% | 64.10% | 63.39% | 69.82% | 70.08% | 68.87% |

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

| 日期 | 一周内 | 一月内 | 二月内 | 三月内 | 六月内 |
|-----------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| 买入 | 0 | 0 | 0 | 0 | 3 |
| 增持 | 0 | 0 | 0 | 0 | 1 |
| 中性 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 减持 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 评分 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 1.25 |

来源：朝阳永续

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
3.01~4.0=减持

长期竞争力评级的说明：

长期竞争力评级着重于企业基本面，评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

优化市盈率计算的说明：

行业优化市盈率中，在扣除行业内所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

投资评级的说明：

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；

增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；

中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；

减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。本报告亦非作为或被视作出售或购买证券或其他投资标的邀请。

证券研究报告是用于服务机构投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

本报告仅供国金证券股份有限公司的机构客户使用；非国金证券客户擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

此报告仅限于中国大陆使用。

上海

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路1088号

紫竹国际大厦7楼

北京

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街3号4层

深圳

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳福田区深南大道4001号

时代金融中心7BD