全筑股份(603030)/装修装饰　住宅全装修细分龙头，受益全装修趋势展现高成长性

评级：买入(首次)

市场价格：8.72

目标价格：11.7

分析师：夏天

执业证书编号：S0740517010001

电话：021-20315190

Email：xiatian@r.qlzq.com.cn

分析师：何亚轩

执业证书编号：S0740517100002

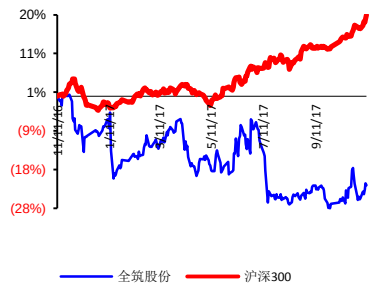
电话：021-20315820

Email：heyx@r.qlzq.com.cn

基本状况

总股本(百万股)	539
流通股本(百万股)	245
市价(元)	8.72
市值(百万元)	4,697
流通市值(百万元)	2,138

股价与行业-市场走势对比



相关报告

公司盈利预测及估值

指标	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入（百万元）	2184.9	3335.9	4674.2	6593.5	9383.9
增长率 yoy%	20.6%	52.7%	40.1%	41.1%	42.3%
净利润	82.5	100.4	145.6	211.5	312.8
增长率 yoy%	10.0%	21.6%	45.1%	45.2%	47.9%
每股收益（元）	0.15	0.19	0.27	0.39	0.58
每股现金流量	-0.03	-1.64	0.08	0.19	0.32
净资产收益率	9.7%	7.0%	7.6%	10.0%	13.1%
P/E	56.9	46.8	32.3	22.2	15.0
PEG	1.6	1.0	1.4	0.6	0.3
P/B	5.5	3.3	2.4	2.2	2.0
备注：					

投资要点

- **具有高成长性的住宅全装修细分龙头，品牌实力突出，客户资源丰富。**公司是住宅全装修整体解决方案及系统服务提供商，业务范围涵盖全装修设计、施工、配套部品加工及售后服务完整产业链，同时业务涉及公共建筑及豪宅装修设计施工领域。公司采取大客户战略绑定恒大等地产巨头，持续受益于上游地产行业市场集中度提升，客户渠道优势凸显。公司作为立足华东辐射全国的全装修细分领域龙头，将持续受益于住宅全装修渗透率提升，未来有望持续高增长。

- **政策大力推进住宅全装修普及，十三五期间市场空间广阔。**2017 年 5 月住建部发布《建筑业发展“十三五”规划》提出到 2020 年新开工全装修住宅面积占比达 30%，而各省市自 2014 年起亦陆续出台相关政策，大力推进住宅全装修模式，我们测算到 2020 年全装修市场规模有望达到 7000-8000 亿元，行业年复合增速可达 20%。公司近三年全装修业务收入占比均在 80%以上，成为受益于全装修行业快速发展业绩弹性最大标的之一，未来高成长趋势清晰。

- **前三季度业绩强劲增长 61.9%，盈利及收款能力均显著提升。**公司 2017 年 1-9 月份实现营业收入 29.9 亿元，同比增长 35.1%，归母净利润 0.49 亿元，同比增长 61.9%；其中三季度单季实现营业收入 12.82 亿元，同比增长 32.9%，归母净利润 0.23 亿元，同比增长 165.8%。收入快速增长系公司上游地产商全装修需求持续增加，业务量快速增长所致。前三季度毛利率 10.96%，同比提升 0.94 个 pct，盈利能力明显提升。经营性现金流净额 1.3 亿元大幅转正，回款能力显著增强，收现比为 93.7%，同比提升 44.9 个 pct，较强回款能力保障公司未来可持续发展。我们预计公司全年业绩将持续高增长。

- **在手充足订单促业绩持续高增长，员工持股+激励彰显未来发展信心。**公司公告今年前三季度新签合同额 53.63 亿元，新签流转合同 9.06 亿元，已签约待实施合同额 71.03 亿元，为公司 2016 年营收的 2.13 倍。公司在手订单充裕，业绩高增长可持续性强。公司首期员工持股计划于 2016 年 12 月完成购买，共买入 98.69 万股，成交金额 2980 万元，均价为 10.05 元/股（复权后），大股东为首期员工持股计划权益实现提供担保。今年 1 月份公司再推股权激励计划，授予核心骨干 181 人限制性股票 251.5 万股，授予价格为 5.08 元/股，未来三年分别解锁 30%/30%/40%，要求 2017-2019 年净利润较 2016 年增长分别不低于 20%/40%/60%，调动员工积极性护航公司业绩快速增长。

- **外延并购节奏不断加快，致力于打造“人居环境塑造”与“人居生活服务”第一品牌。**为增强公司产业链综合实力，今年 4 月公司与澳洲橱柜设计制造名企 GOS 签订意向合作协议拟收购其 60%股权，以优化公司国内装饰工程橱柜配套业务并拓展澳洲市场；5 月公司收购了地东设计 51%股权，充实公司设计业务；8 月公司拟分别出资 1800 万元及 1400 万元在南通和上海分别设立江苏赫斯帝橱柜有限公司和上海全筑装饰新材料有限公司，积极进军橱柜业务和环保材料新技术领域，未来有望持续受益家装产业消费升级。同时，为有效降低人力成本以提升项目盈利能力，公司与上海大学积极合作研制装饰施工智能机器人，以突破装饰行业标准化与规模化瓶颈，实现装饰业务效率快速提升。

- **投资建议：**假定到 2020 年全装修市场规模达到 7500 亿元，行业年增速保持 20%，公司全装修业务占比持续保持在 80%以上，我们预测 17/18/19 年公司归母净利为 1.45/2.12/3.13 亿元，EPS0.27/0.39/0.58 元，16-19 年 CAGR 为 46.1%，当前股价对应 PE 分别为 32/22/15 倍，考虑到公司充分受益于全装修渗透率不断提升，业绩高成长趋势清晰，给予目标价 11.7 元（对应 18 年 30 倍 PE），买入评级。

- **风险提示：地产政策调控风险，原材料及劳动力成本快速上涨风险，订单向收入转化不及预期风险。**

内容目录

1.公司概况：全装修综合服务龙头，立足华东辐射全国 ..... - 4 -
1.1.品牌知名度高，高管持股促经营效率不断提升 ..... - 4 -
1.2. 深耕全装修领域，业务区域布局广泛 ..... - 5 -
1.3. 在手订单充裕，保障公司未来业绩高增长 ..... - 5 -
2.行业分析：全装修渗透率不断提升，长租公寓促进加速推广 ..... - 6 -
2.1.建筑装饰业稳健增长，政策护航全装修行业发展 ..... - 6 -
2.2.全装修实质受益于长租公寓行业浪潮 ..... - 8 -
2.3.行业 B2B 业务特征显著，定制精装是重要方向 ..... - 9 -
3.竞争优势：大客户战略促业务规模持续提升，全产业链布局协同效应可期 .. - 10 -
3.1.定位大客户战略，丰富客户资源保障市场规模 ..... - 10 -
3.2. B2B2C 模式获取产业协同，系列收购积极布局全产业链 ..... - 11 -
3.2.积极开拓装修创新业务，不断提升客户体验 ..... - 12 -
3.3.员工持股后再推限制性股票激励，未来业绩释放动力充足 ..... - 13 -
4.财务分析：营收及业绩加速增长，回款能力不断提升 ..... - 14 -
4.1.公司营业收入稳健增长，归母净利润增势强劲 ..... - 14 -
4.2.毛利率、净利率低于同行，费用率较低占优势 ..... - 14 -
4.3.负债率略高，回款能力增强促收现比加速上升 ..... - 15 -
5.投资建议 ..... - 16 -
6.风险提示 ..... - 16 -

图表目录

图表 1：公司历史沿革 ..... - 4 -
图表 2：公司股权结构 ..... - 4 -
图表 3：公司历年业务类型占比 ..... - 5 -
图表 4：公司历年业务地区占比 ..... - 5 -
图表 5：公司业务分布示意图 ..... - 5 -
图表 6：公司三季度新签及在手订单情况 ..... - 6 -
图表 7：我国历年城镇化率 ..... - 6 -
图表 8：我国建筑装饰行业总产值及增速 ..... - 7 -
图表 9：各省市出台的全装修领域政策 ..... - 7 -
图表 10：各省市全装修规划时间轴 ..... - 8 -
图表 11：龙湖地产冠寓长租公寓 ..... - 9 -
图表 12：万科泊寓长租公寓 ..... - 9 -
图表 13：全装修和精装修对比 ..... - 10 -

图表 14：公司部分合作地产商 ..... - 10 -
图表 15：公司前五名应收账款客户 ..... - 11 -
图表 16：B2B2C 模式介绍 ..... - 11 -
图表 17：3D 网页样板间 ..... - 12 -
图表 18：VR 虚拟样板间 ..... - 12 -
图表 19：股权激励计划激励对象 ..... - 13 -
图表 20：股权激励计划解锁安排 ..... - 13 -
图表 21：公司历年营收及增速 ..... - 14 -
图表 22：公司历年归母净利润及增速 ..... - 14 -
图表 23：公司毛利率与同业对比 ..... - 15 -
图表 24：公司净利率与同业对比 ..... - 15 -
图表 25：公司期间费用率与同业对比 ..... - 15 -
图表 26：公司三费历年情况 ..... - 15 -
图表 27：公司资产负债率与同业对比 ..... - 16 -
图表 28：公司收现比与同业对比 ..... - 16 -
图表 29：行业可比公司估值与市值情况 ..... - 16 -
图表 30：公司财务报表预测（百万元） ..... - 17 -

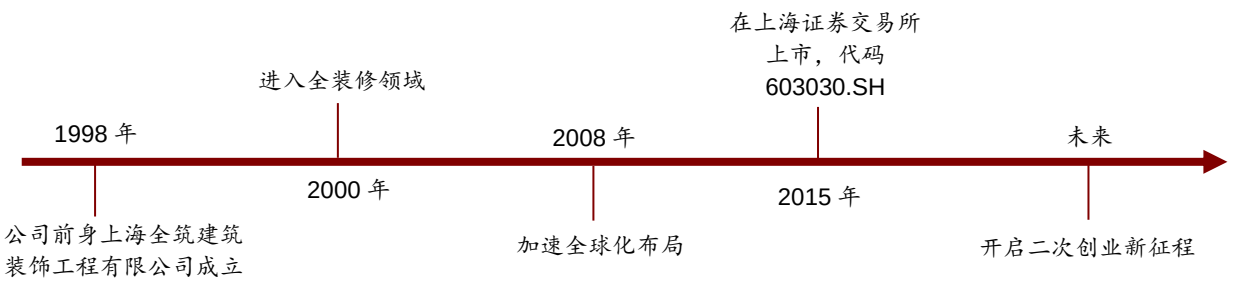
1.公司概况：住宅全装修细分龙头，立足华东辐射全国

1.1.品牌知名度高，高管持股促经营效率不断提升

- 作为华东从事住宅装饰工程服务的细分行业龙头，公司专注全装修领域的系统研发，业务范围涵盖设计、施工、配套部品加工及售后服务的完整产业链。公司前身为1998年成立的上海全筑建筑装饰工程有限公司，2000年公司踏入全装修领域，并于2008年加速全球化布局。

- 公司2015年成功登陆上海证券交易所上市，上市后公司开启二次创业征程。公司致力于以涵盖住宅全装修设计、施工、配套部品加工和售后服务的全装修综合服务体系为依托，同时兼提供豪宅和公共建筑的装修装饰施工，努力成为中国领先的住宅全装修系统服务提供商，打造国内住宅全装修系统服务第一品牌。

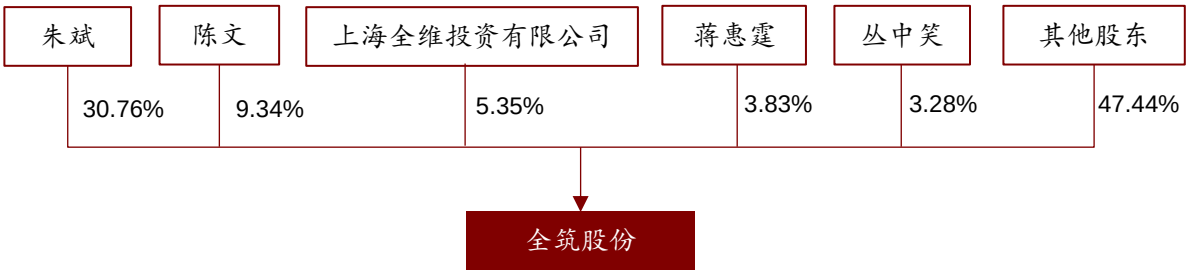
图表1：公司历史沿革



来源：公司官网，中泰证券研究所

- **高管持股绑定核心利益，促进经营效率持续提升。**公司控股股东、实际控制人为朱斌先生，同时也是公司董事长、总经理，持有公司30.76%股权。朱斌毕业于同济大学建筑学硕士，拥有高级建筑市内设计师、国家一级注册建造师等资质，同时担任上海市装饰修行协会副会长。其余股东中，陈文先生、蒋惠霆先生、丛中笑先生均为公司高管，分别担任公司董事/总裁、副总裁、副董事/副总裁，分别持有公司9.34%/3.83%/3.28%股权，激励充分促进经营效率持续提升。

图表2：公司股权结构

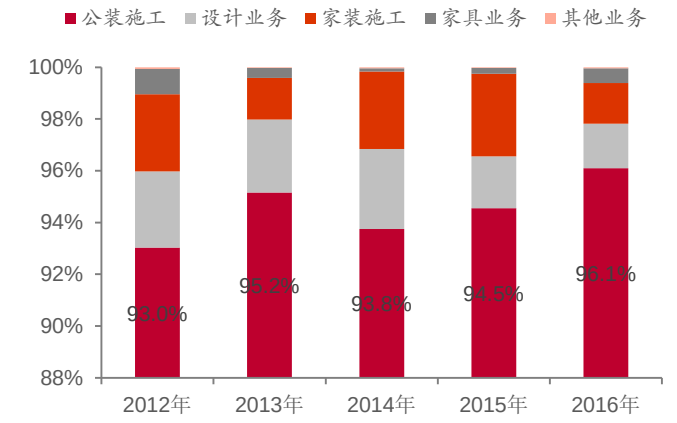


来源：Wind，中泰证券研究所

1.2. 深耕全装修领域，业务区域布局广泛

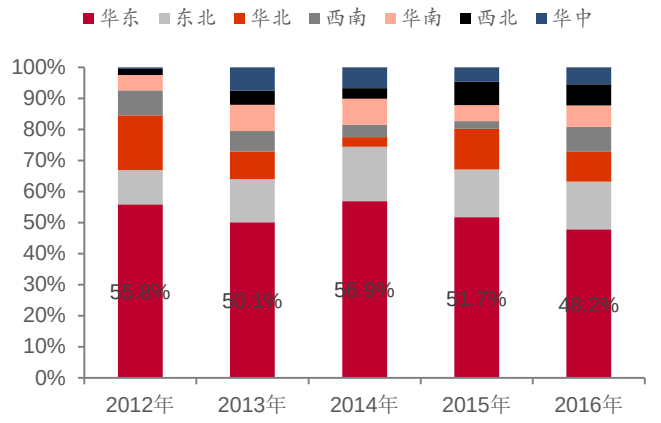
- 2014-2016 年公司公装业务占比分别为 93.8%/94.5%/96.1%，是公司最大收入来源，且占比呈逐年递增的趋势。其中主要业务聚焦于住宅全装修领域（预计占比约为 85%），在上市装饰公司中极具特色。华东地区是公司主要业务区域，2014-2016 年华东地区业务占比分别为 56.9%/51.7%/48.2%，呈逐渐下降的趋势，公司立足华东，业务逐渐辐射全国。

图表 3：公司历年业务类型占比



来源：Wind，中泰证券研究所

图表 4：公司历年业务地区占比



来源：Wind，中泰证券研究所

图表 5：公司业务分布示意图

来源：公司官网，中泰证券研究所

1.3. 在手订单充裕，保障公司未来业绩高增长

- 公司公告三季度新签合同额 53.63 亿元，新签流转中合同 9.06 亿元，截至三季度末累计已签约待实施合同额 71.03 亿元，占公司 2016 年营业

总收入的 213%。公司在手订单充裕，保障公司未来业绩高速增长。

图表 6：公司三季度新签及在手订单情况

单位（亿元）	新签合同金额	新签流转中合同金额	截止报告期末累计已签约待实施合同金额
设计	1.57	-	2.53
施工	49.49	7.53	66.04
住宅施工	41.31	2.10	12.99
公装施工	8.18	5.44	53.05
木制品	0.32	0.13	0.76
软装	0.63	-	0.38
幕墙门窗	1.38	1.40	1.12
其他	0.23	-	0.18
总计	**53.63**	**9.06**	**71.03**

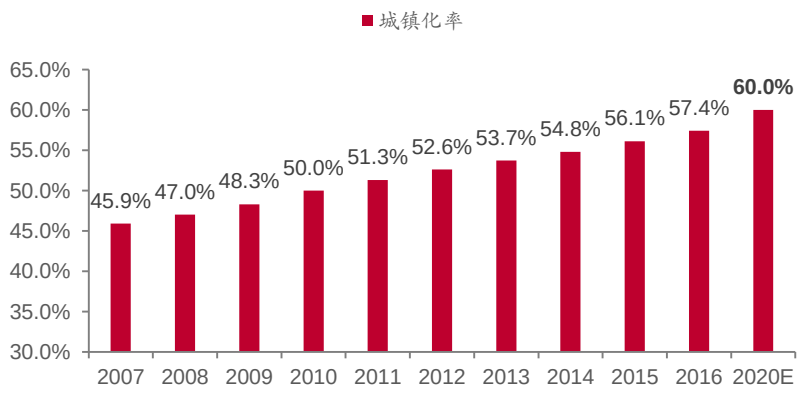
来源：公司公告，中泰证券研究所

2.行业分析：全装修渗透率不断提升，长租公寓促进加速推广

2.1.建筑装饰业稳健增长，政策护航全装修行业发展

- **装饰行业伴随城镇化率提升而空间广阔。**随着近年来城镇化率的不断提升，人们的生活水平不断改善，对于生活质量的追求开始迅速提升，这部分用于装饰来改善环境、提升居住质量的消费支出占比越来越高。2016 年我国城镇化率达到 57.4%，根据《2016 年政府工作报告》，到 2020 年我国的城镇化率将到达 60%左右，而城镇化率每年平均增长一个百分点，每年将新增城镇人口 1300 万，按照全国城镇人口人均住房面积 30 平方米计算，每年将带来 3.9 亿平方米的新建住房需求。这些住房需求将给住宅装饰行业带来广阔的市场空间，按照每平米产生 500-1000 元的基础装饰费用估算，将带来每年 1950-3900 亿元的市场需求。

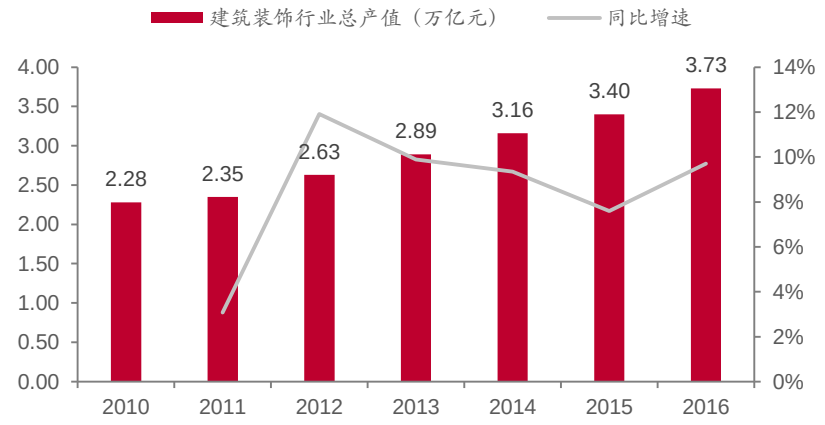
图表 7：我国历年城镇化率



来源：Wind，中泰证券研究所

■ **建筑装饰行业发展稳健。**伴随着城镇化率的提升，我国建筑装饰行业平稳发展，2016 年建筑装饰行业市场规模达到 3.74 万亿元，同比增长 9.71%，增速较 2015 年提升 2.11 个 pct，行业增速开始反弹。建筑装饰行业整体呈现出稳健的发展态势。

图表 8：我国建筑装饰行业总产值及增速



来源：中装新网，中泰证券研究所

■ **各省市政策不断，促进全装修战略推进。**2017 年 5 月住建部发布的《建筑业发展“十三五”规划》中提出，到 2020 年城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%。各省市自 2014 年以来亦陆续出台了相关政策，鼓励大力推进住宅全装修交房。

图表 9：各省市出台的全装修领域政策

颁布时间	地区	文件名
2014/10/31	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》
2015/5/1	北京	《关于在本市保障性住房中实施全装修成品交房有关意见的通知》
2015/9/6	山东	《山东省房地产业转型升级实施方案》
2016/1/4	河南	《关于加强城市规划建设管理工作的意见》
2016/3/23	四川	《关于推进建筑产业现代化发展的指导意见》
2016/8/18	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》
2016/9/18	浙江	《关于推进绿色建筑和建筑工业化发展的实施意见》
2016/12/7	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》
2017/5/25	湖南	《关于加快推进装配式建筑发展的实施意见》

来源：公开资料整理，中泰证券研究所

图表 10：各省市全装修规划时间轴

规划时间	地区	规划
2015 年 5 月	北京	全市保障房 100%全装修
2016 年	郑州	郑州航空港经济综合试验区、郑东新区、新建住宅，100%全装修
2016 年 10 月	浙江	全省中心城区，出让或划拨土地上的新建住宅 100%全装修
2017 年	上海	新建住宅，外环线内 100%，外环线外 50%，奉贤区、金山区、崇明区 30%全装修
2017 年	山东	全省新建高层住宅，100%全装修
2017 年 7 月	海南	全省新建住宅 100%全装修
2018 年	山东	全省新建高层、小高层住宅 100%全装修
2020 年	河南	全省新建住宅 100%全装修
2020 年	四川	全省新建住宅 50%全装修
2025 年	江苏	全省新建住宅 60%全装修

来源：公开资料整理，中泰证券研究所

2.2.全装修实质受益于长租公寓行业浪潮

- 2016 年底和 2017 年初，住建部曾两次发文推进租赁企业机构化和规模化发展，并提出 12 个城市作为租赁市场的试点城市。2017 年 7 月，九部委联合印发《关于在人口净流入的大中城市加快发展住房租赁市场的通知》，要求人口净流入的大中城市发展住房租赁业务，并选取广州、深圳等 12 个城市开展试点，租赁市场迎来政策利好。长租公寓进入实质性发展阶段。

- **在国家大力推动下，地产巨头纷纷布局长租公寓市场。**龙湖地产推出“冠寓”长租公寓品牌，并将其列入战略主航道业务，成为我国首家将长租公寓业务定位于主航道业务的房地产公司；万科于 2016 年 5 月推出以 25-30 岁白领青年为客户群体的泊寓系列公寓，截至 2017 年 7 月，万科泊寓在全国 22 个城市拥有 16000 间公寓在运营，签约公寓约为 4.5 万间；同时还有世联行、链家、我爱我家以及不少创业机构等企业也已布局或正在调研长租公寓市场。

图表 11：龙湖地产冠寓长租公寓

来源：互联网资料，中泰证券研究所

图表 12：万科泊寓长租公寓

来源：互联网资料，中泰证券研究所

- **长租公寓催生庞大全装修市场**。2016 年 12 月链家研究院院长杨现领发布的《租赁崛起》行业研究报告中估测，2016 年、2020 年、2025 年，中国房产租赁市场租金规模分别约 1.1 万亿元、1.6 万亿元、2.9 万亿元，2030 年预计会超过 4 万亿元。长租公寓的装修一般是经久耐用的、标准化程度高、档次中低的装修要求，属于全装修范畴，假设长租公寓平均 5 年装修 1 次，每次装修的价格约为 1 年租金，可以大致估算当前每年装修市场超 2000 亿规模，到 2030 年将达到 8000 亿规模，市场前景可期。

2.3.行业 B2B 业务特征显著，定制精装是重要补充方向

- **全装修行业 B2B 特征明显，与大型房企深度合作提升业务规模**。全装修行业主要客户为房地产企业，一般不直接服务于终端消费者，因此全装修 B2B 业务特征非常显著。且由于装修装饰行业门槛较低，竞争激烈，因此行业毛利率、净利率较低，且回款速度慢。龙头装修装饰公司往往跟信用较强的大型房地产企业进行深度合作绑定，保障业务规模与回款。

- **定制精装是行业未来发展重要补充方向**。定制精装即通过定制化服务满足客户对装修高品质的个性化要求。定制精装属于精装修的范畴，一方面有利于装修装饰公司突破当前 B2B 业务特征，面向终端消费者提供个性化服务，另一方面可以有效提升行业毛利率。定制精装是一个重要的行业补充方向。

图表 13：全装修和精装修对比

对比项	全装修	精装修
特点	指装修的范围。全装修标准化一体化设计，建筑技术先进，环保节约，成本较低。	指装修的档次。精装修品牌、材料使用高档。
标准	所有空间粉刷完成；厨卫设备全部安装完成。	顶面有一定的造型和设计；地面采用仿古砖、或结合大理石等中高档材料；卫浴和厨房采用知名品牌并经过高品质的精细装修。
售价	价格较低	价格较高

来源：链家网百科，中泰证券研究所

3.竞争优势：大客户战略促业务规模持续提升，全产业链布局协同效应可期

3.1.推进大客户战略，丰富客户资源保障业务规模

- 公司 2000 年起专注于全装修领域，至今已达 17 年，深度绑定房地产巨头客户，近年不断受益于上游地产行业市场集中度提升，客户渠道优势明显。

图表 14：公司部分合作地产商

来源：公司官网，中泰证券研究所

- 公司与地产大客户长期保持稳定合作关系。其中第一大客户为恒大地产，2014 年约 45%营收来源于恒大地产。2016 年公司前 5 大客户营收占比达 69.30%，公司客户资源长期集中在前几名大客户中，客户资源稳定，保障业绩稳定增长。

图表 15：公司前五名应收账款客户

单位名称	与本公司关系	金额（百万元）	年限	占应收账款总额比例
恒大地产集团	非关联方	1088.59	5 年以内	45.98%
第二名	非关联方	110.51	2 年以内	4.67%
第三名	非关联方	58.71	3 年以内	2.48%
第四名	非关联方	51.38	4 年以内	2.17%
第五名	非关联方	49.06	3 年以内	2.07%
合计		**1358.25**		**57.36%**

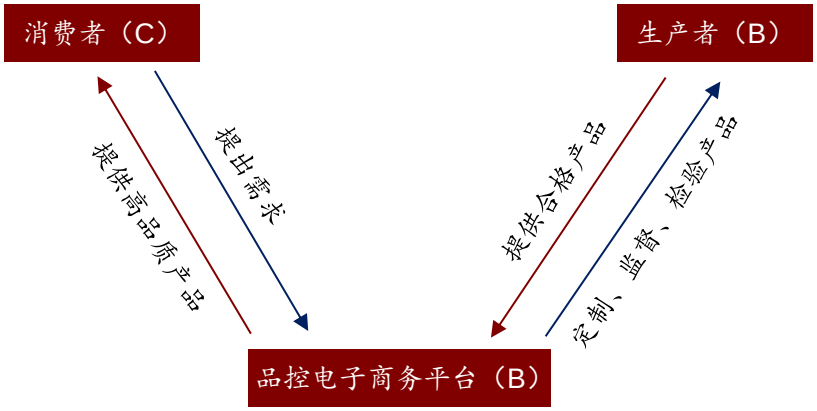
来源：公司中报，中泰证券研究所

- 2017 年上半年公司前五名应收账款客户中，第一大客户恒大地产占比 45.98%，公司与恒大地产业务来往持续密切，恒大今年房地产销售额截至当前已达 4000 亿元，龙头房企发展迅猛，为公司未来全装修楼盘提供广阔空间。

3.2. B2B2C 模式获取产业协同，系列收购积极布局全产业链

- 我国在住宅建造方面要达到欧美、日本等发达国家住宅全装修的比例，或许仍需较长的一段时间，未来毛坯房与全装修住宅仍将并存。公司自 2016 年起积极拓展定制精装业务，瞄准全装修存量市场，通过房地产企业导入到个人小业主，从而进一步扩大公司在装饰装修上的业务收入。公司于 2016 年 12 月投资设立了控股子公司上海全筑新军住宅科技有限公司，以 B2B2C 模式积极推动定制精装修的发展。

图表 16：B2B2C 模式介绍



来源：百度百科，中泰证券研究所

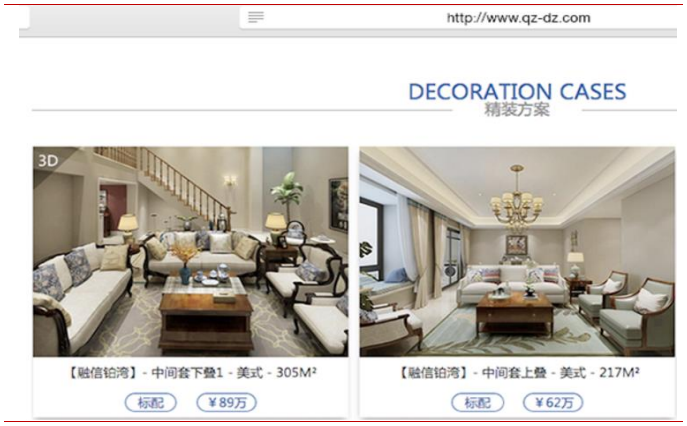
- 此外，今年 4 月份公司与 GOS AUSTRALIA PTY. LTD 了意向合作协议，拟持股 GOS60%股权，或优化公司国内装饰工程配套即橱柜业务，并有利于公司对于澳洲市场的开拓。今年 5 月份公司收购了地东设计 51%股权，充实公司设计业务。今年 8 月份公司持续外延扩张，拟分别出资 1800

万元和 1400 万元在南通和上海设立江苏赫斯帝橱柜有限公司和上海全筑装饰新材料有限公司两家分公司，积极进军橱柜业务和环保材料新技术领域。公司致力于打造“人居环境塑造”与“人居生活服务”第一品牌，未来有望持续受益家装产业消费升级。

3.2.积极开拓装修创新业务，不断提升客户体验

- **三大产品线+六大增值包，线上+线下全方位提供定制精装服务。**公司定制精装目前有“宜居、品居、华居”档次由低到高三大产品线，每个产品线中均有“收纳包、颜值包、品质生活包、智慧家庭包、健康舒适包、软装包”共 6 大增值包。同时不仅有线下场景样板间，还开发了线上感知体验，包括网页 3D 浏览以及 VR 虚拟样板间体验，全方位提供定制化精装修服务。

图表 17：3D 网页样板间



来源：公司官网，中泰证券研究所

图表 18：VR 虚拟样板间

来源：公司官网，中泰证券研究所

- **探索装修人工智能，开发施工机器人。**公司于 2016 年 9 月公告与上海大学签订共同研制建筑装饰施工机器人合作协议，开启了建筑装饰智能施工设备的研发及制造，公司计划在可预见的未来将逐步使用智能机器人替代传统作业工人。全筑股份向上海大学提供研发施工机器人所需必要的技术资料、数据，指派相关工程师作工艺指导，对研发系统提出改进意见。上海大学负责研制“智能移动建筑装饰施工机器人”样机一台，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。

- **采用施工机器人替代传统施工方式，可有效降低施工成本提升精确性。**具体优势包括：随着施工机器人的批量制造和使用，会大幅度降低施工过程中的人工费用，提升项目的盈利能力；施工机器人的内部控制程序将精准控制作业，从而保证高品质的施工质量及良好的施工环境；施工机器人作业较少受到工作时限或天气等因素的限制影响，因此具有更长的作业时间；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。

3.3.员工持股后再推限制性股票激励，未来业绩释放动力充足

- 公司于 2016 年 7 月公布第一期员工持股计划草案，并于 12 月份完成购买，通过二级市场购买的方式共买入公司股票 98.69 万股，占公司总股本的 0.56%，成交金额 2980 万元，均价为 10.05 元/股（复权后），公司控股股东朱斌为“全筑股份第一期员工持股计划”份额的权益实现提供担保。其中首次员工持股计划份额的权益实现包括：员工持股份额的本金、按照 4.00%的年化收益率计算实际存续天数获得的收益，差额部分由公司控股股东朱斌以现金进行补足。

- 今年 1 月份，公司再推股权激励计划，拟授予激励对象限制性股票 251.5 万股，公司总股本的 1.42%，授予价格为 5.08 元/股。首次授予的激励对象共计 181 人，包括目前公司的董事、高级管理人员、中层管理人员及核心业务（技术）人员。

图表 19：股权激励计划激励对象

姓名	职位	获授的限制性股票股数（万股）	获授限制性股票占授予总数的比例	获授限制性股票占目前总股本比例
丛中笑	董事、副总经理	20	7.95%	0.11%
蒋惠霆	副总经理	20	7.95%	0.11%
董事及高级管理人员小计		40	15.90%	0.22%
中层管理人员、核心骨干（含控股子公司，共 179 人）		186.5	74.16%	1.06%
预留部分		25	9.94%	0.14%
合计		**251.5**	**100.00%**	**1.42%**

来源：公司公告，中泰证券研究所

- **解锁期划定业绩增长底线，调动员工积极性护航公司业绩。**公司股权激励计划在 12/24/36 个月后分别解锁 30%/30%/40%，要求 2017-2019 年净利润分别较 2016 年增长不低于 20%/40%/60%，充分调动员工积极性，护航公司未来业绩。

图表 20：股权激励计划解锁安排

解锁安排	解锁时间	解锁比例	业绩考核目标
第一个解锁期	自授予日起 12 个月后的首个交易日起至授予日起 24 个月内的最后一个交易当日止	30%	以 2016 年净利润注为基数，2017 年度较 2016 年净利润增长不低于 20%
第二个解锁期	自授予日起 24 个月后的首个交易日起至授予日起 36 个月内的最后一个交易当日止	30%	以 2016 年净利润为基数，2018 年度较 2016 年净利润增长不低于 40%
第三个解锁期	自授予日起 36 个月后的首个交易日起至授予日起 48 个月内的最后一个交易当日止	40%	以 2016 年净利润为基数，2019 年度较 2016 年净利润增长不低于 60%

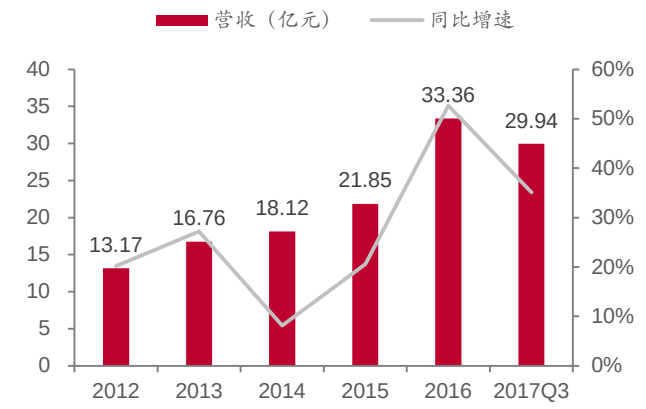
来源：公司公告，中泰证券研究所

4.财务分析：营收及业绩加速增长，回款能力不断提升

4.1.公司营业收入稳健增长，归母净利润增势强劲

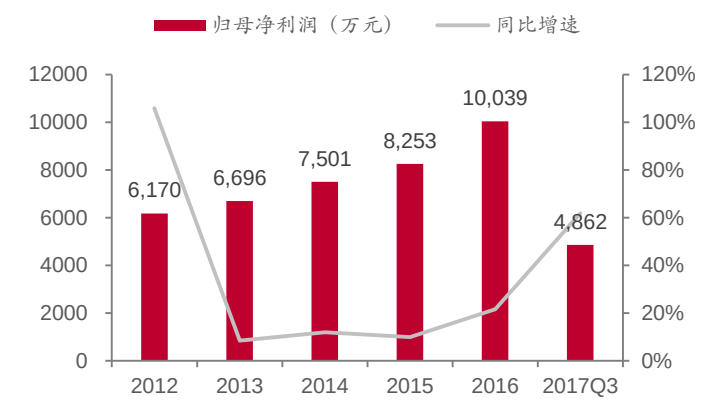
- **公司营收和业绩增势强劲。**2014-2017 年 Q3 公司营业总收入分别为 18.12/21.85/33.36/29.94 亿元，分别同比增长 8.12%/20.59%/52.68%/35.06%；归母净利润分别为 7501/8253/10039/4862 万元，分别同比增长 12.02%/10.03%/21.64%/61.93%。公司营收和业绩呈逐年加速趋势，增长强劲。公司 2011-2016 年营业收入和归母净利润复合增速分别为 24.94%和 27.36%。

图表 21：公司历年营收及增速



来源：Wind，中泰证券研究所

图表 22：公司历年归母净利润及增速



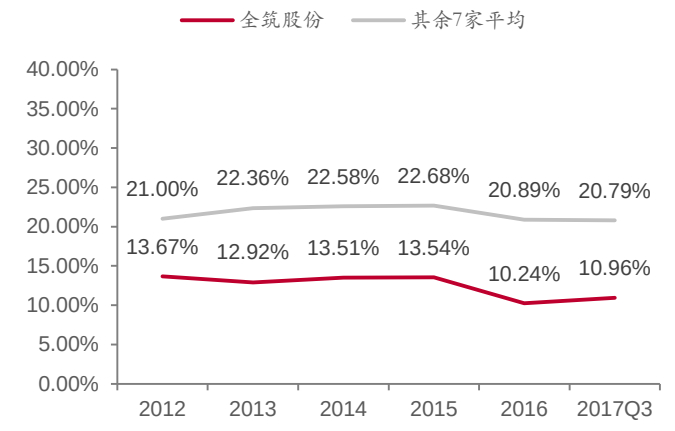
来源：Wind，中泰证券研究所

4.2.毛利率、净利率低于同行，费用率较低占优势

- **公司毛利率低于同行。**选取装饰行业 7 家可比公司——广田集团、亚厦股份、宝鹰股份、奇信股份、建艺集团、索菲亚、好莱客进行对比，发现公司毛利率明显低于同行，2017 年前三季度公司毛利率为 10.96%，其余 7 家同行平均为 20.79%；公司净利率与同行相比也有所差距，2017 年前三季度公司净利率 2.89%，其余 7 家同行平均为 7.66%。

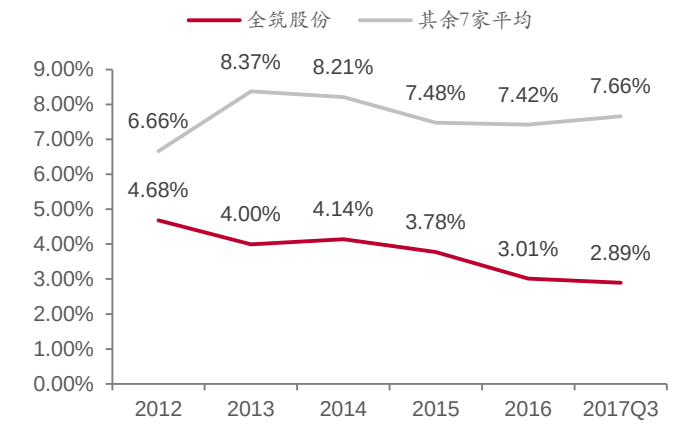
- **公司期间费用率低于同行，且三项费用率均优于同行。**公司 2017 年前三季度期间费用率达 5.72%，同行 7 家平均达 9.71%，公司远低于行业平均水平；其中 2017 年前三季度销售费用率、管理费用率、财务费用率分别为 1.02%/3.45%/1.25%。

图表 23：公司毛利率与同业对比



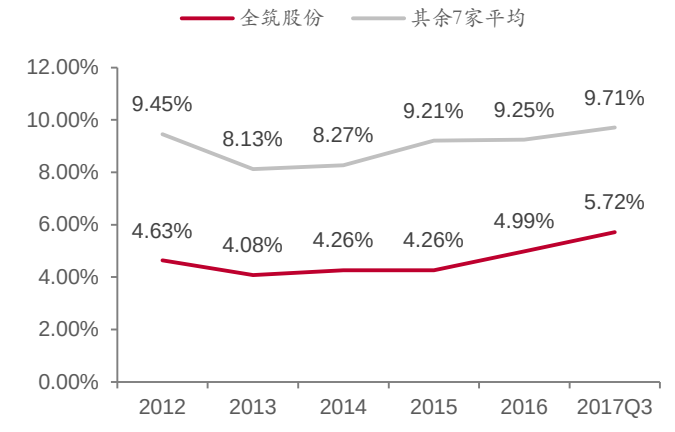
来源：Wind，中泰证券研究所

图表 24：公司净利率与同业对比



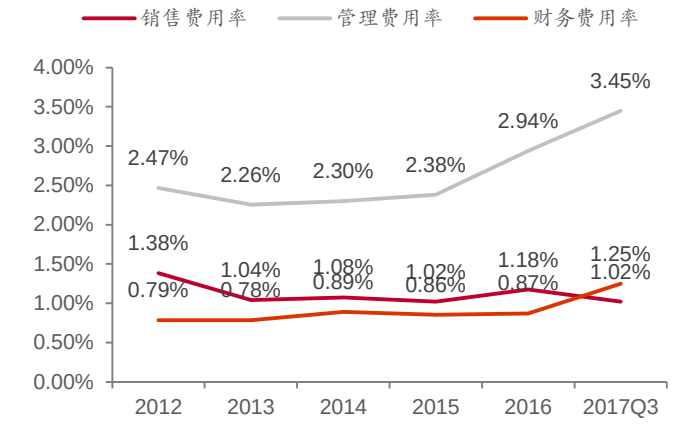
来源：Wind，中泰证券研究所

图表 25：公司期间费用率与同业对比



来源：Wind，中泰证券研究所

图表 26：公司三费历年情况



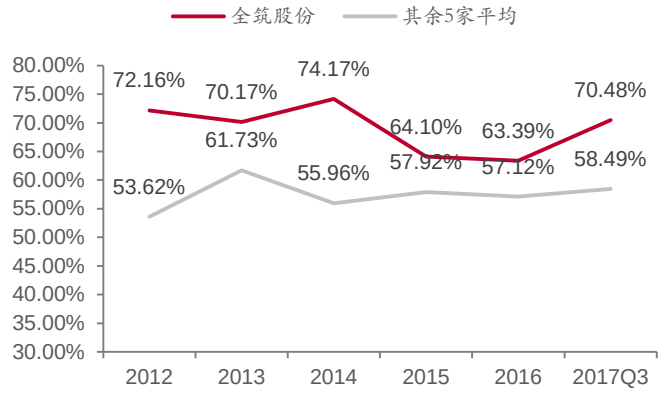
来源：Wind，中泰证券研究所

4.3. 负债率略高，回款能力增强促收现比加速上升

- **公司资产负债率略高。**2017 年前三季度公司资产负债率 70.48%，与同业相比偏高，同业平均约 58%，三季度资产负债率有所提升主要系营业收入增加采购导致应付账款增加。

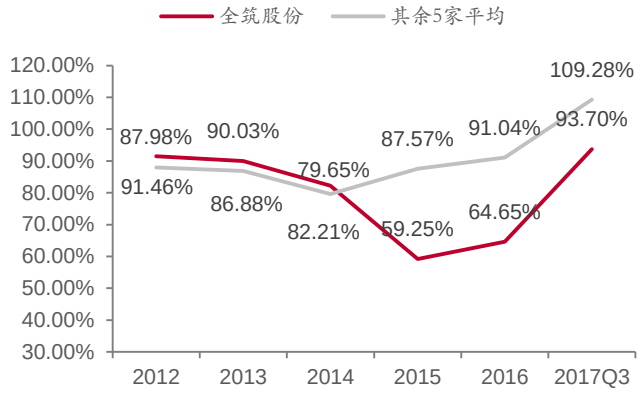
- **收现比加速提升。**公司 2017 年前三季度收现比达 93.70%，虽然仍然落后于行业平均水平，但呈加速上升趋势，前三季度收现比较去年全年大幅提升 29 个 pct。

图表 27：公司资产负债率与同业对比



来源：Wind，中泰证券研究所

图表 28：公司收现比与同业对比



来源：Wind，中泰证券研究所

5.投资建议

- 假定到 2020 年全装修市场规模达到 7500 亿元，行业年增速保持 20%，公司全装修业务占比持续保持在 80%以上，我们预测 17/18/19 年公司归母净利为 1.45/2.12/3.13 亿元，EPS0.27/0.39/0.58 元，16-19 年 CAGR 为 46.1%，当前股价对应 PE 分别为 32/22/15 倍，考虑到公司充分受益于全装修渗透率不断提升，业绩高成长趋势清晰，给予目标价 11.7 元（对应 18 年 30 倍 PE），买入评级。

图表 29：行业可比公司估值与市值情况

代码	简称	股价	EPS		PE		PB	总市值（亿元）
		2017/11/10	2017	2018	2017	2018		
603030.SH	全筑股份	8.72	0.28	0.39	31	22	3.11	46.97
002482.SZ	广田集团	8.58	0.35	0.45	25	19	2.06	131.90
002375.SZ	亚厦股份	8.64	0.33	0.40	26	22	1.56	115.78
002047.SZ	宝鹰股份	8.30	0.30	0.36	27	23	3.03	111.33
002781.SZ	奇信股份	29.11	0.71	0.92	41	32	3.71	65.50
002572.SZ	索菲亚	38.25	1.04	1.42	37	27	8.53	353.21
603898.SH	好莱客	28.48	1.10	1.48	26	19	4.71	90.60

来源：Wind，中泰证券研究所，股价为 2017 年 11 月 10 日收盘价，EPS 数据取 Wind 一致预期

6.风险提示

- **地产政策调控风险，原材料及劳动力成本快速上涨风险，订单向收入转化不及预期风险。**

图表 30：公司财务报表预测（百万元）

利润表	2015	2016	2017E	2018E	2019E	财务指标	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	**2,184.9**	**3,335.9**	**4,674.2**	**6,593.5**	**9,383.9**	**成长性**					
减:营业成本	1,889.0	2,994.4	4,161.9	5,907.1	8,434.2	营业收入增长率	20.6%	52.7%	40.1%	41.1%	42.3%
营业税费	72.0	17.6	109.6	135.6	154.2	营业利润增长率	4.2%	-21.9%	119.0%	45.3%	48.3%
销售费用	22.3	39.2	51.0	72.2	105.2	净利润增长率	10.0%	21.6%	45.1%	45.2%	47.9%
管理费用	52.1	98.0	118.7	172.8	253.3	EBITDA增长率	5.9%	2.7%	53.0%	32.5%	48.2%
财务费用	18.7	29.1	20.2	5.8	9.6	EBIT增长率	5.9%	-9.7%	78.6%	33.0%	48.7%
资产减值损失	30.6	79.3	40.3	50.1	56.6	NOPLAT增长率	8.8%	-4.0%	66.8%	33.0%	48.7%
加:公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	88.7%	49.8%	9.4%	6.6%	7.4%
投资和汇兑收益	0.4	0.4	-0.4	0.1	0.0	净资产增长率	104.6%	67.1%	33.6%	9.3%	12.4%
营业利润	**100.5**	**78.6**	**172.1**	**250.1**	**370.9**	**利润率**					
加:营业外净收支	8.0	35.3	17.2	20.2	24.2	毛利率	13.5%	10.2%	11.0%	10.4%	10.1%
利润总额	**108.5**	**113.9**	**189.3**	**270.2**	**395.1**	营业利润率	4.6%	2.4%	3.7%	3.8%	4.0%
减:所得税	26.6	22.4	47.3	67.6	98.8	净利润率	3.8%	3.0%	3.1%	3.2%	3.3%
净利润	**82.5**	**100.4**	**145.6**	**211.5**	**312.8**	EBITDA/营业收入	5.7%	3.8%	4.2%	3.9%	4.1%
资产负债表	**2015**	**2016**	**2017E**	**2018E**	**2019E**	EBIT/营业收入	5.5%	3.2%	4.1%	3.9%	4.1%
货币资金	220.1	577.5	373.9	527.5	750.7	**运营效率**					
交易性金融资产	-	-	-	-	-	固定资产周转天数	2	25	35	25	18
应收帐款	1,208.1	1,897.0	2,652.1	3,123.0	4,186.5	流动营业资本周转天数	78	83	82	65	51
应收票据	322.8	329.6	604.4	781.5	1,112.7	流动资产周转天数	282	286	281	251	234
预付帐款	27.5	59.3	19.9	112.4	85.7	应收帐款周转天数	181	168	175	158	140
存货	138.7	414.7	208.5	713.5	665.8	存货周转天数	21	30	24	25	26
其他流动资产	0.3	113.6	38.0	50.6	67.4	总资产周转天数	334	344	323	281	254
可供出售金融资产	-	1.3	0.4	0.6	0.8	投资资本周转天数	126	135	121	92	69
持有至到期投资	-	-	-	-	-	**投资回报率**					
长期股权投资	-	-	-	-	-	ROE	9.7%	7.0%	7.6%	10.0%	13.1%
投资性房地产	12.7	11.9	11.9	11.9	11.9	ROA	3.4%	2.3%	3.2%	3.5%	4.0%
固定资产	7.3	458.3	457.7	457.2	456.6	ROIC	17.0%	8.7%	9.6%	11.7%	16.3%
在建工程	419.1	3.0	3.0	3.0	3.0	**费用率**					
无形资产	38.3	40.6	38.2	35.9	33.5	销售费用率	1.0%	1.2%	1.1%	1.1%	1.1%
其他非流动资产	19.7	49.5	30.8	29.5	32.9	管理费用率	2.4%	2.9%	2.5%	2.6%	2.7%
资产总额	**2,414.7**	**3,956.3**	**4,438.9**	**5,846.5**	**7,407.6**	财务费用率	0.9%	0.9%	0.4%	0.1%	0.1%
短期债务	305.1	603.7	111.0	137.6	181.4	三费/营业收入	4.3%	5.0%	4.1%	3.8%	3.9%
应付帐款	901.4	1,413.5	1,990.0	2,825.7	3,938.6	**偿债能力**					
应付票据	140.7	197.2	201.3	429.8	456.9	资产负债率	64.1%	63.4%	56.4%	63.8%	67.9%
其他流动负债	133.6	220.0	201.8	286.5	350.5	负债权益比	178.6%	173.2%	129.4%	176.5%	211.7%
长期借款	67.2	73.6	-	52.7	103.2	流动比率	1.30	1.39	1.56	1.44	1.39
其他非流动负债	-	-	-	-	-	速动比率	1.20	1.22	1.47	1.25	1.26
负债总额	**1,547.8**	**2,507.9**	**2,504.1**	**3,732.3**	**5,030.7**	利息保障倍数	6.38	3.70	9.52	44.39	39.61
少数股东权益	**17.6**	**18.0**	**14.5**	**5.9**	**-10.3**	**分红指标**					
股本	160.0	177.4	538.7	538.7	538.7	DPS(元)	0.02	0.02	0.03	0.04	0.06
留存收益	689.3	1,252.9	1,381.6	1,569.7	1,848.5	分红比率	11.6%	10.7%	11.0%	11.1%	11.0%
股东权益	**866.8**	**1,448.3**	**1,934.8**	**2,114.3**	**2,376.9**	股息收益率	0.2%	0.2%	0.3%	0.5%	0.7%
现金流量表	**2015**	**2016**	**2017E**	**2018E**	**2019E**	**业绩和估值指标**	**2015**	**2016**	**2017E**	**2018E**	**2019E**
净利润	82.0	91.4	145.6	211.5	312.8	EPS(元)	0.15	0.19	0.27	0.39	0.58
加:折旧和摊销	7.5	22.0	2.9	2.9	2.9	BVPS(元)	1.58	2.66	3.56	3.91	4.43
资产减值准备	30.6	50.6	-	-	-	PE(X)	56.9	46.8	32.3	22.2	15.0
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	PB(X)	5.5	3.3	2.4	2.2	2.0
财务费用	20.9	31.6	20.2	5.8	9.6	P/FCF	-14.3	-50.3	-8.3	25.5	17.0
投资收益	-0.4	-0.4	0.4	-0.1	-0.0	P/S	2.1	1.4	1.0	0.7	0.5
少数股东损益	-0.6	-9.0	-3.6	-8.8	-16.5	EV/EBITDA	48.9	42.7	22.6	16.8	10.9
营运资金的变动	-140.6	-580.9	-124.3	-110.4	-135.9	CAGR(%)	35.2%	48.0%	22.5%	35.2%	48.0%
经营活动产生现金流	**-4.7**	**-290.5**	**41.1**	**100.8**	**172.9**	PEG	1.6	1.0	1.4	0.6	0.3
投资活动产生现金流	**-371.8**	**-181.0**	**0.5**	**-0.0**	**-0.1**	ROIC/WACC	1.6	0.8	0.9	1.1	1.6
融资活动产生现金流	**401.3**	**763.9**	**-245.2**	**52.7**	**50.5**	REP	3.7	4.3	2.9	2.2	1.4

来源：中泰证券研究所

投资评级说明：

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上
备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）。		

重要声明：

中泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。但本公司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，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，可能会随时调整。本公司对本报告所含信息可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。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

市场有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本公司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。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司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投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“中泰证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。