

装饰综合服务商，公装与住宅精装修双轮驱动

公司深度研究

◆ 公装与住宅精装修双主业发展，业绩增长稳健：

公司实施“公共建筑+住宅精装修”业务双轮驱动模式，根据2017半年报，公司公共装修业务实现营收5.90亿元，占比44.80%；住宅装修业务实现营收5.42亿元，占比41.14%。根据2017年第四季度经营情况简报，2017年全年公司累计已签约未完工订单额27.59亿元，同比增长28.74%。其中公共装修13.53亿元；住宅装修13.57亿元。从订单签订情况均衡也可看出其未来也将依然维持公装与住宅精装修双主业并重的发展模式。公司近年来业绩增长稳健，根据2017年度业绩快报，公司全年实现未经审计的营收24.41亿元，同比增长14.77%；归母净利润9438.63万元，同比增长14.75%，主营业务收入增加主要是由于业务规模的扩张所致。

◆ 深度合作恒大，推行大客户战略：

公司坚持走大品牌、大客户合作的发展道路，目前已成为国内名列前茅的大型地产公司和国内外高端品牌酒店客户的战略合作伙伴，并为其在建造的房屋室内以及公共空间提供全方位、高质量、高品位的装饰服务。据公司2017半年报显示，来自前五大客户的营业收入为8.74亿元，占比66.33%，客户集中度较高，业务来源稳定。公司的第一大客户系恒大地产集团，来自恒大地产集团的营业收入为5.99亿元，占营业总收入的比例达到45.49%。未来公司将继续与实力强、信誉高、回款有保障的客户进行深度合作。

◆ 坚定高端路线，提升品牌影响力：

公司致力于走高端产品路线，全力拓展高档星级酒店、商业综合体、高档写字楼、政府形象工程、标志性公共建筑等具有品牌效应和示范效应的高端项目，不断提升公司在全国的品牌影响力。公司目前资质齐全、荣誉众多、精品案例丰硕，未来将以强大的自身实力为基础，通过实施精品工程，进一步提高工程质量，提升服务水平，开拓市场高端项目，获得更多合作机会，发挥更大品牌效应。

◆ 借力股权投资，积极向外延伸：

公司于2016年8月投资设立全资子公司前海建艺资本，9月建艺资本认购陆特能源20%股份，成为其第二大股东。陆特能源在浅层地热能开发利用领域（地水源热泵中央空调系统）居于行业龙头地位，业务领域有较大增长空间。2017年1月前海建艺资本以2亿元投资入伙苏州工业园区睿灿投资企业，同月认购深圳天基权健康科技股份有限公司10%的股份。截至目前公司投资涉及领域包括浅层地热能和大健康等领域，投资产业布局扎实，或对未来业绩产生积极影响。

◆ 财务预测与估值：预计公司2017~2019年实现归母净利0.94/1.14/1.34亿元，同比增长14.76%/20.99%/17.38%，对应EPS为1.16/1.41/1.65元。当前股价对应2017~2019年的PE为29.6/24.5/20.9倍，维持“**推荐**”评级。

◆ 风险提示：装饰主业拓展不及预期、外延扩张管理风险，回款风险等。

业绩预测和估值指标

指标	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	1853.47	2126.90	2441.04	2805.06	3229.10
增长率(%)	2.42	14.75	14.77	14.91	15.12
净利润(百万元)	79.56	82.24	94.38	114.19	134.04
增长率(%)	-8.96	3.37	14.76	20.99	17.38
毛利率(%)	14.48	13.15	11.04	11.18	11.16
净利率(%)	4.29	3.87	3.87	4.07	4.15
ROE(%)	13.87	7.59	7.28	8.16	8.82
EPS(摊薄/元)	1.31	1.01	1.16	1.41	1.65
P/E(倍)	26.35	33.98	29.61	24.47	20.85
P/B(倍)	3.65	2.58	2.16	2.00	1.84

资料来源：公司公告、新时代证券研究所

推荐（维持评级）

分析师

王小勇 (执业证书编号：S0280517070001)
0755-82312484
wangxiaoyong1@xsdzq.cn

研究助理

王斌
wangbin1@xsdzq.cn

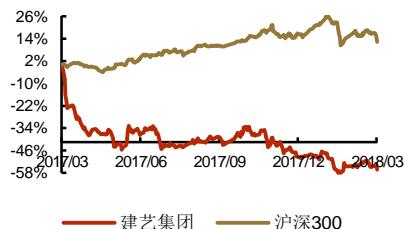
王萌

wangmeng@xsdzq.cn

市场数据 **时间 2018.03.23**

收盘价(元) :	34.42
总股本(亿股) :	0.81
总市值(亿元) :	27.95
近3月换手率 :	137.5%

股价表现(一年)



收益表现

%	一个月	三个月	十二个月
相对	0.07	-10.15	-66.61
绝对	-4.02	-13.84	-53.81

相关研报

坚定大客户战略及高端项目，助力企业稳步前进（更新）

2018-02-12

目 录

1、 建艺集团：国内领先的建筑装饰综合服务商	3
1.1、 公装与住宅精装修双轮驱动	3
1.1.1、 二十四载风雨，公司稳健成长	3
1.1.2、 股权结构稳定，子公司分布范围广	4
1.1.3、 公装和住宅精装修并重，业务覆盖全国	5
1.2、 公司财务状况分析	6
2、 公装出现结构性复苏，住宅精装修空间广阔	8
2.1、 公装及家装为建筑装饰行业两大板块	8
2.2、 公装存量市场空间大，出现结构性复苏	9
2.3、 住宅精装修在政策推动下成为新趋势	10
3、 坚定大客户战略及高端路线，股权投资拓展新方向	12
3.1、 深度合作恒大，推行大客户战略	12
3.2、 坚定高端路线，提升品牌影响力	12
3.3、 借力股权投资，积极向外延伸	14
4、 财务预测与估值	15
5、 风险提示	15
附：财务预测摘要	16
图表目录	17

1、建艺集团：国内领先的建筑装饰综合服务商

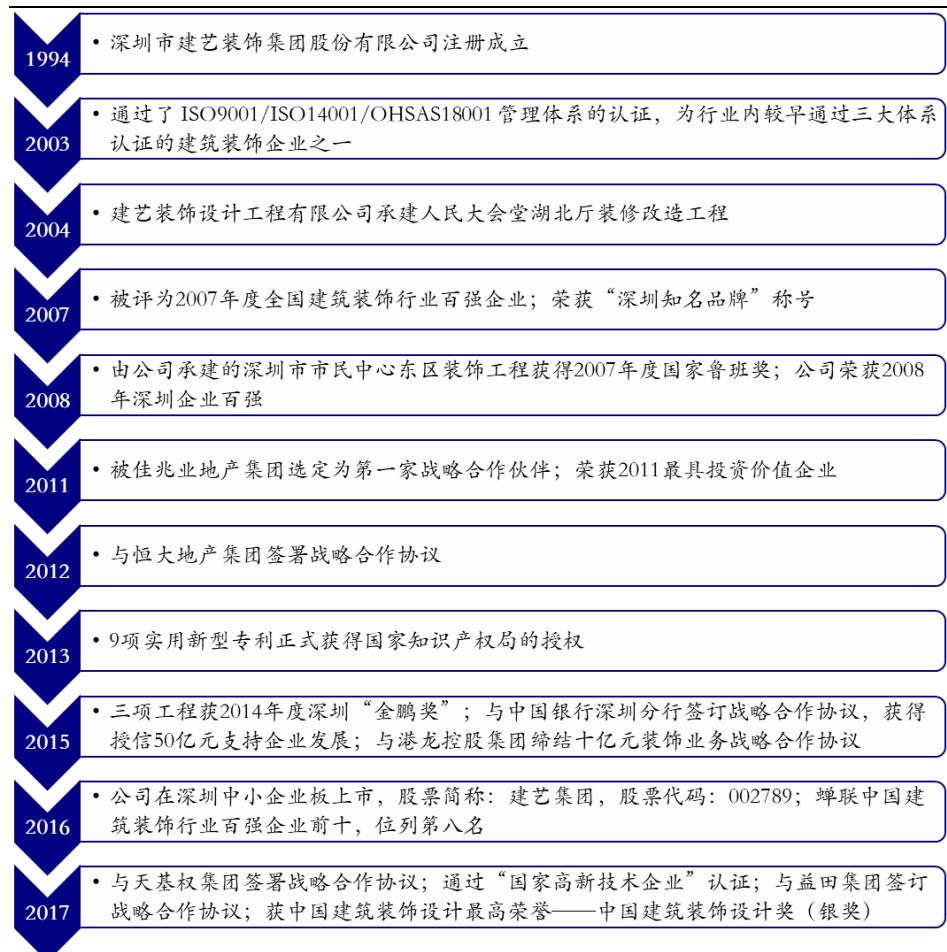
1.1、公装与住宅精装修双轮驱动

1.1.1、二十四载风雨，公司稳健成长

深圳市建艺装饰集团股份有限公司为综合性建筑装饰企业，股票简称：建艺集团，股票代码：002789。公司主要为写字楼、政府机关、星级酒店、文教体卫建筑、交通基建建筑等公共建筑及住宅(面向地产商)提供室内建筑装饰的施工和设计服务。公司是国家一级资质施工企业，甲级资质设计单位。资质包括：装修装饰、建筑幕墙、钢结构、机电安装、电子智能化、建筑智能化、城市园林绿化、防水防腐保温、展览工程等。是集施工、设计、资源矿产、科技工业园、高新技术建材产业、投融资为一体的规模化实体企业集团。

公司注册于1994年1月3日，经过20多年的发展已成行业领先企业。2003年率先通过三大体系认证，2004年公司名称变更为深圳市建艺装饰设计工程有限公司，并承建人民大会堂湖北厅装修改造工程，2012年与恒大地产签署战略合作协议，2013年九项专利获得国家知识产权局的授权，2016年在深圳中小企业板上市。发展期间多次获得“全国装饰百强企业”、“深圳知名品牌”等荣誉称号。未来公司致力于成为主业突出、技术先进、结构合理、服务全面、机制灵活、具有强大品牌影响力国内领先的建筑装饰综合服务商。

图1：公司发展历程



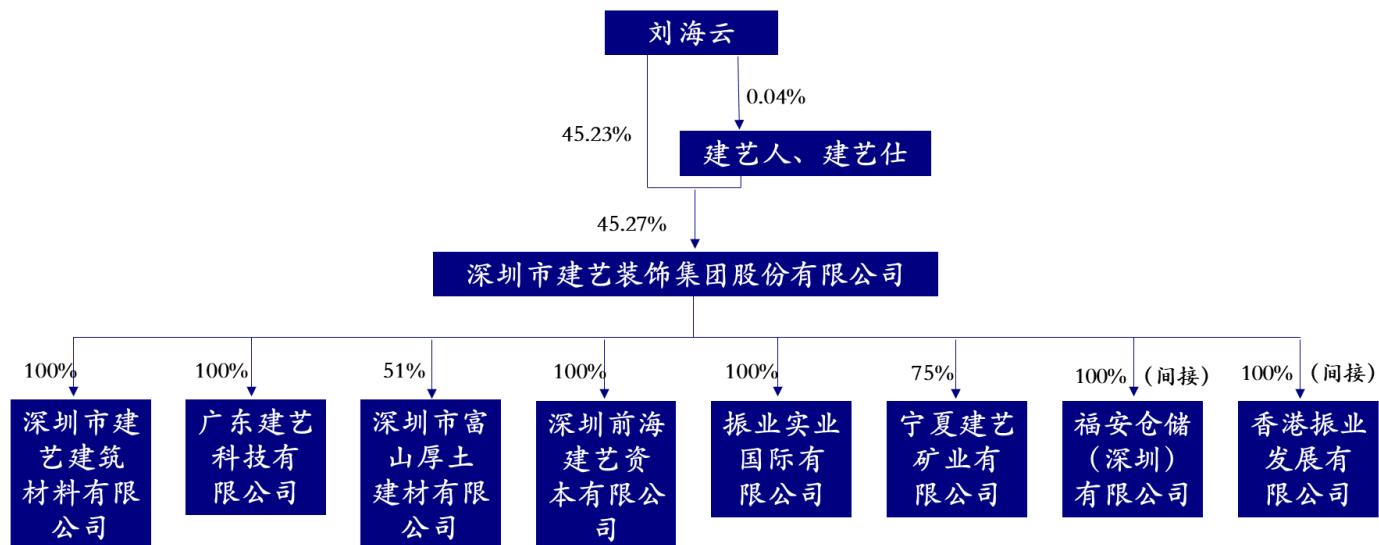
资料来源：公司官网，新时代证券研究所

1.1.2、股权结构稳定，子公司分布范围广

公司实际控制人为董事长刘海云先生，直接持有公司股份 3672.50 万股股份，占比 45.23%；通过建艺人、建艺仕间接持有公司股份 3.1 万股，占比 0.04%，合计持有公司股份 3675.6 万股，占比 45.27%。

集团下设 8 家控股子公司，深圳市建艺建筑材料有限公司、广东建艺科技有限公司、深圳前海建艺资本有限公司、振业实业国际有限公司 4 家子公司直接持股 100%；深圳市富山厚土建材有限公司、宁夏建艺矿业有限公司 2 家子公司直接持股分别为 51% 和 75%；香港振业发展有限公司、福安仓储（深圳）有限公司 2 家子公司间接持股 100%。

图 2：建艺集团股权结构图



资料来源：公司财报，新时代证券研究所

公司在全国区域设有 21 个分支机构，分别为：北京分公司、上海分公司、天津分公司、厦门分公司、福建分公司、湖南分公司、江苏分公司、江西分公司、陕西分公司、山西分公司、安徽分公司、东北外装部、海南分公司、内蒙分公司、宁夏分公司、成都分公司、武汉分公司、沈阳分公司、重庆分公司、粤东分公司、香港分公司。分公司覆盖全国大部分地区，庞大的机构分支可有力支撑公司在全国范围内承接各项业务，拓展全国市场，增强竞争力和品牌影响力，提升业绩。

图 3：全国区域公司机构布局



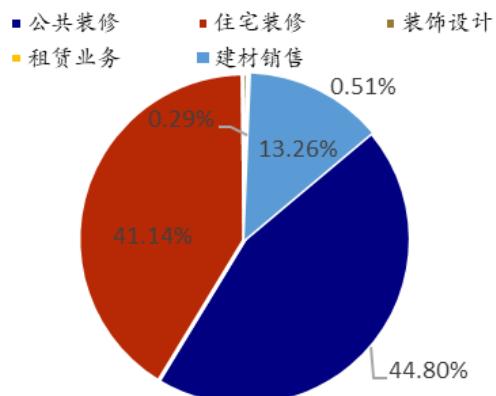
资料来源：公司官网，新时代证券研究所

1.1.3、公装和住宅精装修并重，业务覆盖全国

建艺集团为综合性建筑装饰企业，从行业分布来看，其业务主要包括公共装修、住宅装修、装饰设计、租赁和建材销售等业务。公司实施“公共建筑+住宅精装修”业务并重的双轮驱动发展模式，2017年半年报公装业务占比44.80%，住宅装修业务占比41.14%。

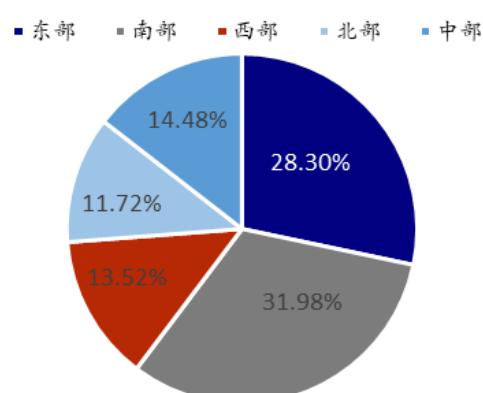
公司业务覆盖全国，其中南部和东部占比较高，分别为31.98%/28.30%，中部、西部、北部依次占比14.48%/13.52%/11.72%，随着国家中西部开发战略的进一步实施，公司中西部地区业务拓展有望提升。

图 4：公司 2017 年半年度分行业营收占比



资料来源：公司财报，新时代证券研究所

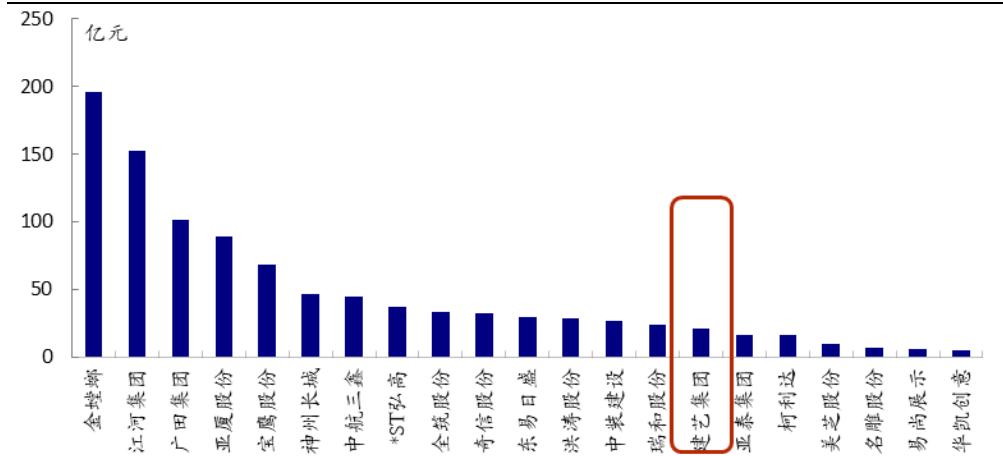
图 5：公司 2017 年半年度分地区营收占比



资料来源：公司财报，新时代证券研究所

公司自2016年上市以来，总体经营状况表现良好，与同行业上市公司发展趋势持平；且体量较小，有望在行业内取得更快发展。

图 6：公司 2016 年营业收入行业地位

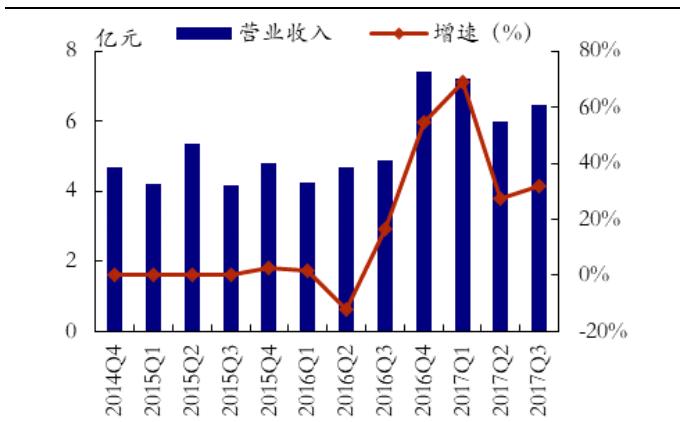


资料来源：Wind，新时代证券研究所

1.2、公司财务状况分析

近三年来公司业绩基本维持平稳状态，16 年四季度实现大幅攀升，此后单季度营收基本维持在 6 亿元之上。根据公司 2017 年度业绩快报，公司全年实现未经审计的营收 24.41 亿元，同比增长 14.77%；归母净利润 9439 万元，同比增长 14.75%。公司业务规模的扩张导致主营业务收入增加，利润与去年同期基本持平。

图 7：公司近年单季度营业收入及增速



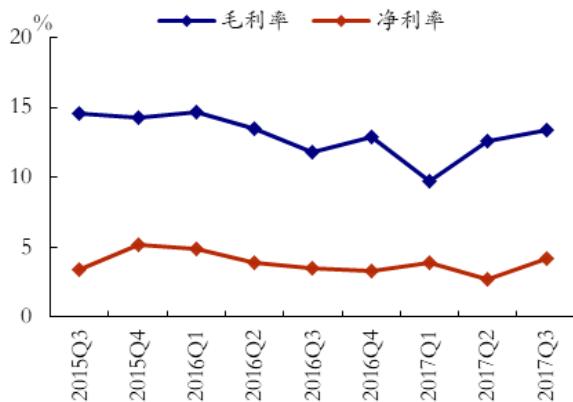
资料来源：公司财报，新时代证券研究所

图 8：公司近年单季度净利润及增速

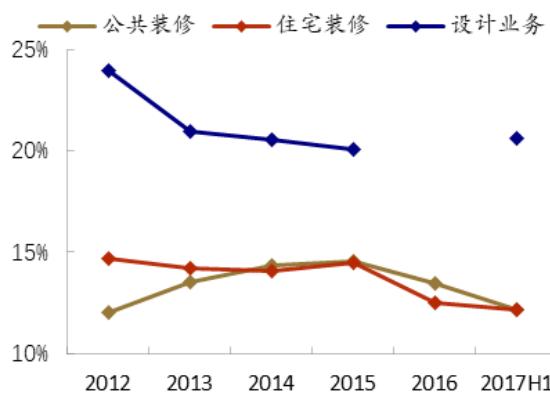


资料来源：公司财报，新时代证券研究所

公司综合毛利率接近 15%，净利率维持在 4% 左右。就业务分布来看，设计业务表现最为突出，毛利率虽有小幅下降，但基本维持在 20% 以上，但设计业务规模较小，未能为公司综合毛利率的提升做出有效贡献。住宅装修业务和公共装修业务发展稳健，毛利率均维持在 10%-15% 之间，接近市场表现。

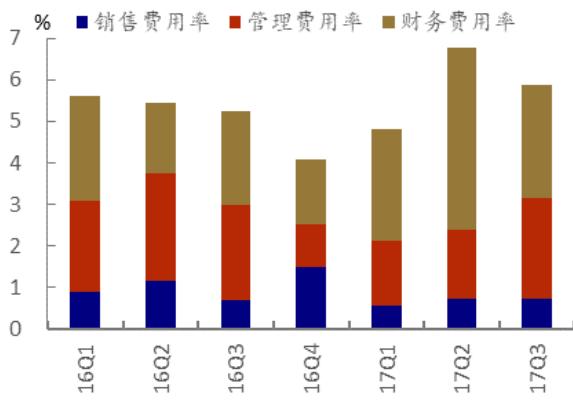
图 9：公司近年单季度毛利率及净利率

资料来源：公司财报，新时代证券研究所

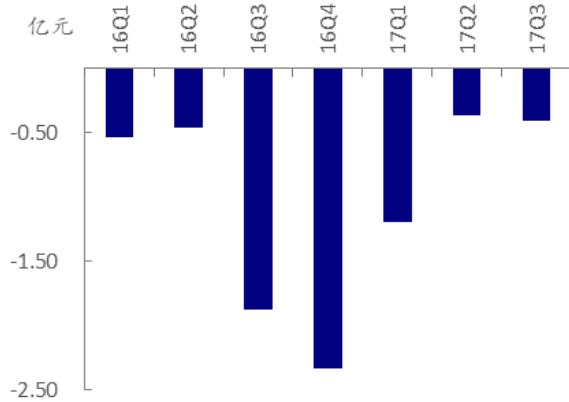
图 10：公司近年单季度分业务毛利率

资料来源：公司财报，新时代证券研究所

17 年第三季度公司期间费用率为 5.87%，其中销售费用率 0.72%，管理费用率 2.45%，财务费用率 2.70%。公司期间费用率除 16 年四季度有小幅下降外，基本保持不变。其中，财务费用率占比最高，管理费用率基本维持在 2% 左右；销售费用率占比最低。上市以来公司经营性现金流持续净流出，主要是受恒大地产以票据结算的影响。经营性现金流自 16 年第四季度达到峰值之后，17 年第一季度开始大幅改善。17 年第三季度净流出 0.41 亿元，整体现金流状况逐步改善。

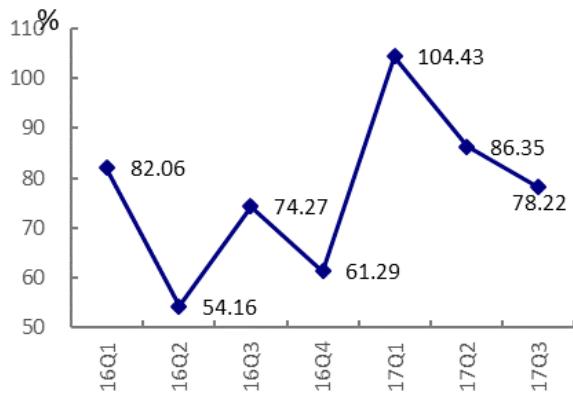
图 11：公司近年单季度期间费用率

资料来源：Wind，新时代证券研究所

图 12：公司近年单季度经营性现金流净额

资料来源：Wind，新时代证券研究所

公司收现比维持在 50% 以上，17 年第一季度比例更是高达 104.43%，17 年第三季度为 78.22%。近年来公司资产负债率呈上升趋势，2016 年资产负债率为 62.99%，接近市场中位值，17 年第三季度达到 72.11%。公司资产负债率逐年增高，主要源于短期借款的增加。

图 13：公司近年单季度收现比

资料来源：wind，新时代证券研究所

图 14：公司近年单季度资产负债率

资料来源：wind，新时代证券研究所

2、公装出现结构性复苏，住宅精装修空间广阔

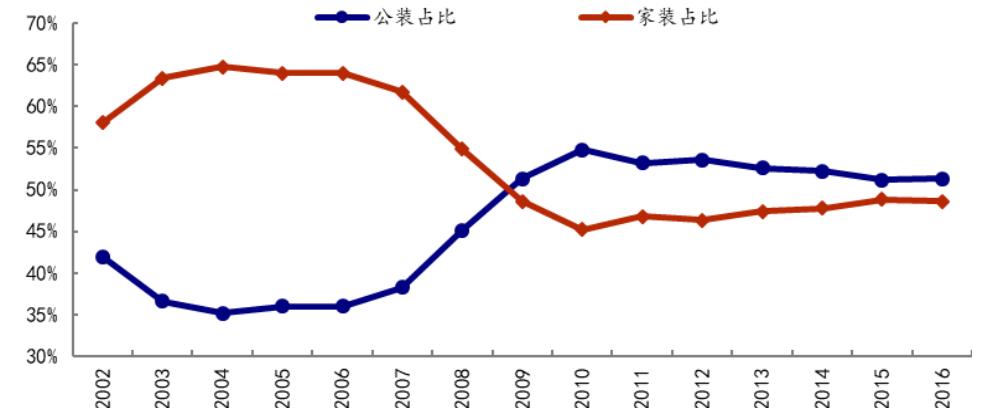
2.1、公装及家装为建筑装饰行业两大板块

建筑装饰行业是指通过运用装饰材料对建、构筑物内外部进行装饰装修，以提升其使用功能和艺术价值。改革开放以来，我国建筑装饰行业发展迅猛，1978年到2016年产值总量增长近250倍。建筑装饰行业市场规模大，而进入门槛相对较低，市场集中度低，行业整体呈现“大行业、小公司”的格局。

建筑装饰行业主要分为公共建筑装饰业（简称“公装”）和住宅装饰业（简称“家装”）。公装工程一般是指对宾馆、写字楼、娱乐中心、学校、体育场馆、医院等公共设施进行装饰、装修的工程；家装工程主要是指围绕居民进行的，以住宅居室内部的装饰为主的工程。

从2002年以来，建筑装饰行业产值结构发生了较为明显的变化：2002-2006年，家装产值相对于公装具有较为明显的优势，尤其是在2004-2006年，家装已占据建筑装饰市场64%以上的市场份额，这与房地产市场升温及居民消费升级具有很大关联性；2007-2010年，公共建筑装饰的产值所占比重明显提升，2010年其所占比重已超过家装产值达到54.76%，产生这一变化的主要原因在于全球金融危机带来的国内房地产市场的萎缩，以及由于一系列经济刺激政策带动的基建投资，推动了公装市场的快速发展；2010年至今，公装与家装均步入平稳发展阶段，两者产值占比维持在相对稳定的水平。

图 15：公装及家装产值占建筑装饰行业总产值比重（2002 年以来）

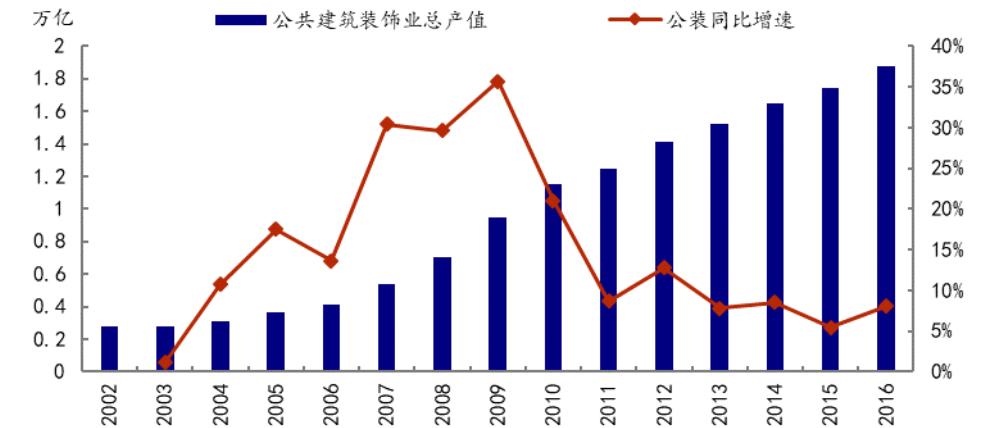


资料来源：中国建筑装饰业协会，新时代证券研究所

2.2、公装存量市场空间大，出现结构性复苏

2016 年，全国建筑装修装饰行业完成工程总产值 3.66 万亿元，同比增长 7.6%，高于 GDP 增速 0.9 个百分点。其中公共建筑装修装饰全年完成工程总产值 1.88 万亿元，比 2015 年增加 1400 亿元，增长幅度为 8.05%。

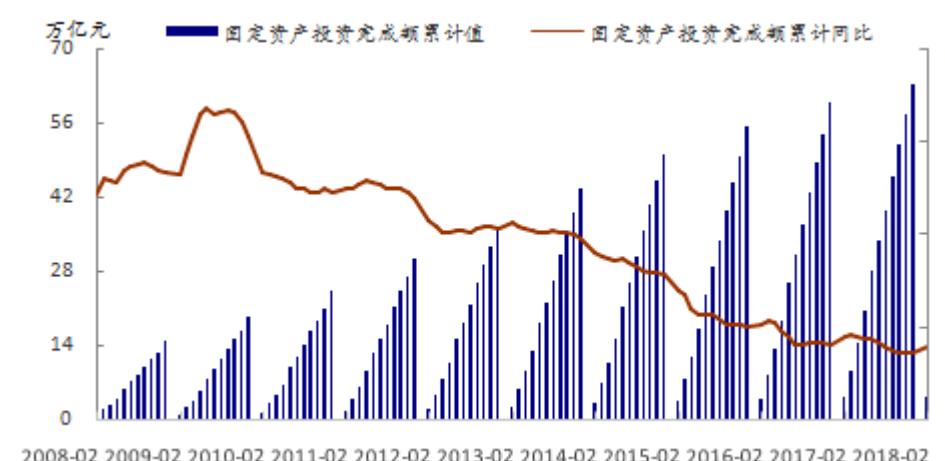
图 16：公共建筑装饰业总产值及同比增速（2002 年以来）



资料来源：中国建筑装饰业协会，新时代证券研究所

据国家统计局资料显示，全社会固定资产投资额常年保持稳定增长，2017 年末固定资产投资完成额达 63.17 万亿元。虽然从 2011 年起固定资产投资增速高位放缓，但仍维持 10% 左右的增速，公装行业增量市场保持平稳。而在存量方面，建筑物在其寿命期内需多次对接装饰企业，市场空间巨大。根据中国建筑装饰协会统计，旅游饭店、写字楼等装饰周期为 6~8 年，娱乐场所、商务用房装饰周期则更短，存量市场空间不容忽视。

图 17：2008~2018 年固定资产投资完成额



资料来源：wind，新时代证券研究所

此外，公装行业下游产业链复苏，因而在产业链上下游联动效应带动下有望得到提振。伴随国家经济形势改善，公共建筑投资增长较快，加之近年来奥运会、世博会等大型国际活动的开办种类及规模的增加，大大提振和带动公共建筑装饰需求；国际化水平日益提高，外资企业在国内的开设的总量随之攀升，办公建筑、写字楼等商业建筑装饰需求得以提升；随着国民经济与消费结构升级，旅游业回暖及商务活动增加迹象明显，国内及国际访客增加，带动酒店、餐饮、交通运输等下游产业回暖复苏，预计趋势将继续保持，利好以相关行业为主要客户的公装企业。

2.3、住宅精装修在政策推动下成为新趋势

住宅精装修是指住宅套内所有功能空间的固定面铺或涂饰、管线及终端安装、厨房卫生间等基本设备全部安装完成，一次到位，作为简单装修的升级版，住宅精装修更加注重房屋装修质量，使用不含异味的材料、严控有害气体、使用符合国家标准的防水材料等以保证居住环境的安全性与健康性，同时可满足消费者“拎包入住”的需求，实现供应链中消费端和生产端的低成本兼高效能，整体化的解决方式为精装修市场开辟广阔空间，未来有望得到进一步发展。

表 1：精装房与毛坯房特征对比

精装房	毛坯房
方便快捷，直接入住	购买及装修过程繁琐，费时费力
环保清洁，无灯光、噪音等污染	存在资源、能源浪费风险及环境、噪音污染
减少纠纷，聘请专业人士，具备品质保证	不具备专业购房知识，难获品质保障
统一操作，节约开支	自行装修，仓储、运输等费用较高

资料来源：新时代证券研究所整理

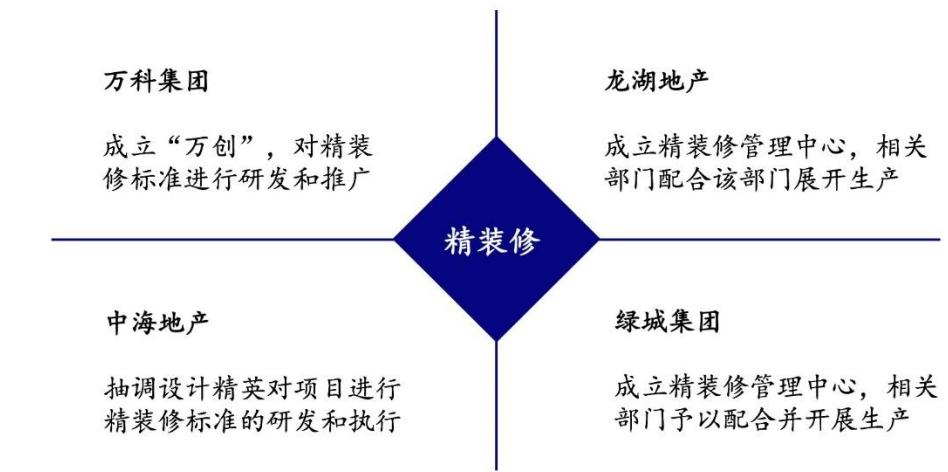
近年来，国家不断出台住宅精装修领域相关政策，鼓励行业发展的同时力保行业规范性，改善住宅结构并向集约型转变，推进住宅产业现代化。

表 2：住宅精装修领域相关政策梳理

时间	文件及相关政策梳理
1999 年	《关于推进住宅产业现代化提高住宅质量若干意见》强调对住宅装修的管理，积极推广一次性装饰或菜单式装修模式，避免二次装修造成的破坏结构、消费、扰民等现象。
2002 年	《商品住宅装修一次到位实施细则》逐步取消毛坯房，直接向消费者提供全装修成品房；规范装修市场，促使住宅装修生产从无序走向有序，坚持住宅产业现代化的技术路线，积极推行住宅装修工业化生产，提高现场装配化程度，减少手工作业，开发和推广新技术，使之成为工业化住宅建筑体系的重要组成部分。
2006 年	《90 平方米以下住宅设计要点（征求意见稿）》提倡菜单式精装修，促进产业化。
2008 年	《关于进一步加强住宅装饰装修管理的通知》要求把毛坯房与个性化装修要求结合起来，逐步实现商品住房的精装修。
2011 年	《建筑业发展“十二五”规划》提出要鼓励和推动新建保障性住房和商品住宅菜单式全套修交房。
2013 年	《商品住宅装修一次到位实施细则》《商品住宅装修一次到位材料，部品技术要点》全国首部关于商品住宅精装修的实施细则以及相关技术标准出台。

资料来源：新时代证券研究所整理

伴随国家政策的落地，许多地产龙头企业在精装修领域展开布局，各项目陆续展开：如恒大地产集团开展“西安恒大城”项目（精装修水平较为突出的标杆住宅），万达集团开展“武汉万达中心二期”项目（高端精装修豪宅），华润集团开展“沈阳华润悦府”项目（核心区域内标志性的住宅群），金地集团开展“金地国际公馆”项目（城市中心区高端住宅项目），百仕达地产集团开展“深圳市红树西岸”项目（广东省优秀建筑工程奖项目）。

图 18：龙头房企在精装修领域开展布局

资料来源：新时代证券研究所整理

住宅精装修行业发展前景广阔，符合时代发展趋势。首先，精装修符合消费端与生产端利益：随着人民收入水平的提高，对于家装产品具备更高的品味要求、功能要求及质量要求，交由专人负责可减少消费者时间成本；统一完成住宅装修可以节省生产方材料损耗，批量施工可减少项目过程中的施工成本，而节约成本的同时又可保证采购质量，批量采购有利于提高企业的议价能力，从而带来更高的利润空

间。其次，精装修业务多采用质量好、环保程度高的材料进行施工，保证低噪音、低污染，环保绿色的特征契合时代主题，亦可为楼盘增加附加值。

3、坚定大客户战略及高端路线，股权投资拓展新方向

3.1、深度合作恒大，推行大客户战略

公司坚定不移走“大客户合作”路线，加强巩固已有伙伴关系，开拓新的合作关系，走与大企业集团、上市公司、世界500强企业合作的发展之路，以与战略伙伴强强联合的模式，实现双赢。公司与恒大地产、佳兆业地产、雅居乐地产、中建八局等建立战略合作伙伴关系，同时还与万科地产、万达地产、金地地产、华润地产、长江实业、颐和地产、招商地产、世茂地产、苏宁电器建立了稳定的合作关系，为合作伙伴提供房屋室内以及公共空间的全方位、高质量、高品位的装饰服务。

除了房地产企业，公司还积极挖掘其他行业的装饰客户，如医疗卫生、酒店行业等公装细分市场，以优化项目结构。医疗卫生方面，2012年公司承接河南省人民医院公共建筑装饰工程项目。酒店方面，目前公司项目合作酒店品牌有：君悦、凯宾斯基、喜来登、万豪、香格里拉、富苑皇冠假日等酒店集团。未来公司将继续与国内名列前茅的地产公司和高端酒店开展稳定合作，保证充足业务来源，提交高品质合作成果，夯实基础寻求跨越式发展。

据公司2017年半年报显示，来自前五大客户的营业收入为8.74亿元，占比66.33%，客户集中度较高，业务来源稳定。公司的第一大客户系恒大地产集团，来自恒大地产集团的营业收入为5.99亿元，占营业总收入的比例达到45.49%。未来公司将继续与实力强、信誉高、回款有保障的客户进行深度合作。

图19：2012-2017H1 来自前五大客户营业收入及占比



资料来源：公司公告，新时代证券研究所

图20：2012-2017H1 来自恒大的营业收入及占比



资料来源：公司公告，新时代证券研究所

3.2、坚定高端路线，提升品牌影响力

公司致力于走高端产品路线，全力拓展高档星级酒店、商业综合体、高档写字楼、政府形象工程、标志性公共建筑等具有品牌效应和示范效应的高端项目，不断提升公司在全国的品牌影响力。公司目前资质齐全、荣誉众多、精品案例丰硕，以强大的自身实力为基础，将有力保障公司继续巩固发展成果，开拓市场高端项目，获得更多合作机会，发挥更大品牌效应。

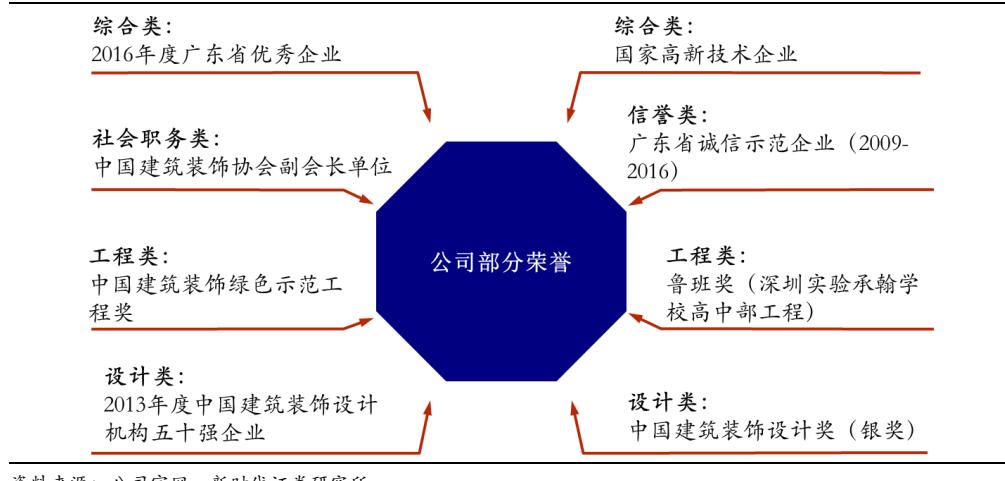
作为综合性建筑装饰企业，公司资质齐全，拥有《建筑装修装饰工程专业承包壹级》、《建筑工程设计专项甲级》、《建筑幕墙工程专业承包壹级》等资质证书。公司经营范围包括：室内外装饰工程设计与施工；建筑幕墙工程设计与施工；智能化工程施工；机电安装工程施工；防腐保温工程施工；钢结构工程施工；建筑材料、灯具、卫生洁具、家私的购销；园林技术开发；园林设计、园林绿化。公司各个经营项目均有资质支撑，经营业务拥有品质保障。在发展历程中公司多项行业资质有所提升，行业竞争力增强，参与更大规模工程项目的实力得到提高。

表 3：公司资质情况

公司资质		
企业法人营业执照	建筑装修装饰工程专业承包壹级	建筑智能化系统设计专项乙级资质
税务登记证	建筑工程设计专项甲级	中国展览馆协会展览工程企业资质二级
组织机构代码证	建筑幕墙工程专业承包壹级	轻型钢结构工程设计专项乙级
安全生产许可证	建筑幕墙工程设计专项甲级	钢结构工程专业承包叁级
质量管理体系认证	建筑机电安装工程专业承包壹级	城市园林绿化贰级
环境管理体系认证	电子与智能化工程专业承包壹级	新取轻型钢结构工程设计专项乙级资质
职业健康安全管理体系认证	防水防腐保温工程专业承包贰级	

资料来源：公司官网，公司公告，新时代证券研究所

通过 20 多年脚踏实地的发展，公司获得了市场与甲方的认可，在行业内树立起良好口碑，得到社会各界颁发的荣誉称号。公司所获荣誉共 266 个，如中国建筑装饰行业百强企业，国家高新技术企业，广东省 500 强企业，广东省最具投资价值企业，中国建筑装饰协会副会长单位，广东省建筑业协会副会长单位，中国装饰行业诚信 AAA 企业，广东省诚信示范单位等；所建工程曾获鲁班奖、全国建筑工程装饰奖、深圳市金鹏奖等。有了市场的肯定和认同，公司未来将更有潜力挖掘市场空间，抓住发展机遇。

图 21：公司部分荣誉

公司至今已打造多个精品案例，涵盖行政中心，公共空间，星级酒店，文体空间，地产项目，幕墙工程，金融机构以及设计方案，如人民大会堂湖北厅、深圳市市民中心、武汉东湖会议中心、厦门高崎国际机场航站楼、金兆业金沙湾万豪度假酒店、宁夏博物馆、珠海金地国际公馆、金茂梅溪湖外墙等。示范项目的承建与高质量完工足以体现建艺集团是一家有规模、有实力的企业，公司品牌声望得到不断巩固与提升，实力与创造的丰硕业绩有目共睹。

图 22：公司部分精品案例

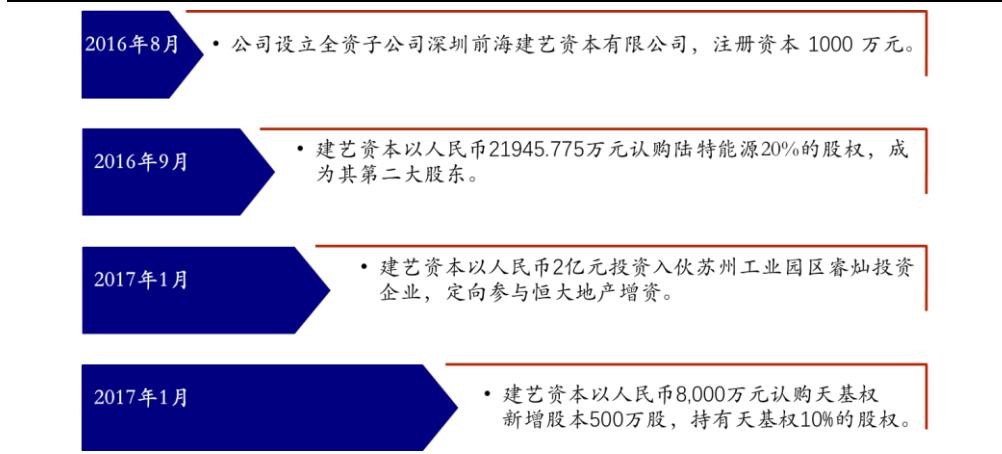
行政中心	公共空间	星级酒店	文体空间	地产项目	幕墙工程	设计精品	金融机构
深圳市市民中心 人民大会堂湖北厅	南通市图书馆及综合服务中心	佳兆业金沙湾万豪度假酒店	小径湾·华润大学	佛山绿岛湖壹号	永州华美达酒店及财富广场	建艺大厦	交通银行辽宁省分行
武汉东湖会议中心	中广核大厦	南通滨江洲际酒店	红军长征翻越夹金山纪念馆	廊坊万达广场	金茂梅溪湖外墙	安徽广电新闻中心	江苏银行
新疆乌鲁木齐海关大厦	衡阳华耀城	三亚海棠湾开维凯宾斯基酒店	北海恒大剧场	华润悦府住宅装饰工程	深圳后海公馆	广东兴宁熙和湾游客服务中心	沈阳阜新银行大厦
连云港行政中心大厅	厦门高崎国际机场T4航站楼	天津帝旺凯悦酒店	深圳湾体育中心(春茧)	珠海金地国际公馆	沈阳奥体万达广场	合肥大剧院	广东发展银行首都分行
深圳政协联谊大厦	深圳华耀城	长沙蓉园宾馆	宁夏博物馆	广州恒大绿洲	成都北欧知识城3G创智广场	兰州大剧院	
东莞市东联行政综合楼	深圳市承翰实验学校高中部	武汉璞玉酒店	银川世界岩画馆	深圳佳兆业地产集团系列项目：上品雅园	深圳吉祥龙花园幕墙	兰州皇冠假日酒店	
	河南省人民医院	合肥稻香楼宾馆贵宾楼	连云港博物馆	无锡世茂会所	深圳十五峯花园	厦门海峡明珠广场	
	兰州中科大厦		淮安国际会展中心			361° 厦门总部	

资料来源：公司官网，新时代证券研究所

3.3、借力股权投资，积极向外延伸

公司于2016年8月8日投资设立全资子公司深圳前海建艺资本有限公司，注册资本1000万元。自成立起，建艺资本的投资步伐随即展开。2016年9月建艺资本认购陆特能源20%股份，成为其第二大股东；2017年1月前海建艺资本以2亿元投资入伙苏州工业园区睿灿投资企业；同月认购深圳天基权健康科技股份有限公司10%的股份。

图 23：公司股权投资情况



资料来源：公司公告，新时代证券研究所

2016年9月，建艺资本与浙江陆特能源科技股份有限公司签署认购协议。建艺资本以2.19亿元认购陆特能源新发行的1675.25万股股票，持有陆特能源20%的股权，成为其第二大股东。陆特能源是一家专注于浅层地热能开发利用的科技型公司，获近70项科技专利，居于行业龙头地位。地源热泵空调技术作为一种高效的建筑节能技术，行业发展空间较为广阔。陆特能源发展优势明显，项目经验丰富，市场地位突出，业务增长潜力较强。通过此次增资，公司能与陆特能源深入合作，形成良好的业务协同及资源整合效应，有利于双方在充分发挥各自传统优势的同时进行优势互补，共同提升双方的市场竞争力。

2017年1月，建艺资本以自有资金2亿元投资入伙苏州工业园区睿灿投资企业，定向参与恒大地产增资。投资完成后，建艺资本为睿灿投资有限合伙人，睿灿投资经营范围包括创业投资、实业投资、企业管理咨询和财务信息咨询。建艺资本此次投资的目的为通过睿灿投资参与恒大地产增资，可以充分利用合作方的专业投资管理经验和完善的风险控制体系，提高项目投资效率、分散投资风险，实现投资收益最大化。

2017年1月，建艺资本与深圳天基权健康科技集团股份有限公司签署增资协议，以人民币8000万元认购天基权新增股本500万股，持有天基权10%的股权。天基权为国家科技部认定的高新技术企业，中国民营企业创新100强，主要从事量子医学医疗器械产品的研发、生产和销售。随着中国进入人口老龄化社会及人们对健康服务类消费需求的不断升级，大健康产业成为具有巨大市场潜力的新兴产业，天基权为行业内最早从事量子医学医疗器械开发的民营企业，质量可靠，占据国内主要市场，在国际市场上也具有较强的竞争优势。本次增资为公司基于对大健康产业及天基权发展前景的预判，以期通过投资新兴行业及行业领军企业，分享新兴行业快速发展所带来的红利。

截至目前公司投资涉及领域包括浅层地热能和大健康等领域，投资产业布局扎实，或对对来业绩产生积极影响。公司的跨产业投资将有利于公司在稳健经营的同时朝着多元化发展，优化经营结构，发挥协同作用，进行资源整合，分享快速发展行业的红利，实现跨越式持续性增长。

4、 财务预测与估值

预计公司2017~2019年实现归母净利0.94/1.14/1.34亿元，同比增长14.76%/20.99%/17.38%，对应EPS为1.16/1.41/1.65元。当前股价对应2017~2019年的PE为29.6/24.5/20.9倍，维持“推荐”评级。

5、 风险提示

装饰主业拓展不及预期、外延扩张管理风险，回款风险等。

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E	利润表 (百万元)	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
流动资产	1657	2295	2643	2913	3213	营业收入	1853	2127	2441	2805	3229
现金	176	411	632	603	554	营业成本	1585	1847	2172	2492	2869
应收账款	1038	1229	1263	1452	1671	营业税金及附加	49	25	29	33	38
其他应收款	43	99	114	131	151	营业费用	19	24	27	31	36
预付账款	27	50	51	58	67	管理费用	25	40	46	53	61
存货	67	71	83	96	110	财务费用	36	41	36	37	39
其他流动资产	307	435	499	573	660	资产减值损失	34	38	1	1	1
非流动资产	113	623	597	573	552	公允价值变动收益	0	0	0	0	0
长期投资	0	221	221	221	221	投资净收益	0	0	0	0	0
固定资产	48	46	79	76	75	营业利润	106	112	130	158	186
无形资产	8	238	214	193	174	营业外收入	1	4	4	4	4
其他非流动资产	57	117	82	82	82	营业外支出	2	3	3	3	3
资产总计	1770	2918	3240	3486	3766	利润总额	105	112	131	159	186
流动负债	1184	1838	1946	2089	2249	所得税	26	32	37	45	52
短期借款	550	1235	1250	1300	1350	净利润	78	81	94	114	134
应付账款	460	419	493	565	651	少数股东损益	-1	-1	0	0	0
其他流动负债	174	184	203	224	248	归属母公司净利润	80	82	94	114	134
非流动负债	0	0	0	0	0	EBITDA	146	158	197	225	252
长期借款	0	0	0	0	0	EPS (元)	1.31	1.01	1.16	1.41	1.65
其他非流动负债	0	0	0	0	0						
负债合计	1184	1838	1946	2089	2249	主要财务比率	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
少数股东权益	-2	-3	-3	-3	-3	成长能力					
股本	61	81	81	81	81	营业收入(%)	2.4	14.8	14.8	14.9	15.1
资本公积	213	611	739	739	739	营业利润(%)	(7.0)	5.6	16.8	21.1	17.5
留存收益	300	391	476	579	700	归属于母公司净利润(%)	(9.0)	3.4	14.8	21.0	17.4
归属母公司股东权益	574	1083	1297	1399	1520	获利能力					
负债和股东权益	1756	2918	3240	3486	3766	毛利率(%)	14.5	13.1	11.0	11.2	11.2
						净利率(%)	4.3	3.9	3.9	4.1	4.2
						ROE(%)	13.9	7.6	7.3	8.2	8.8
						ROIC(%)	9.2	4.8	4.7	5.2	5.6
						偿债能力					
经营活动现金流	-140	-233	127	-26	-41	资产负债率(%)	66.9	63.0	60.1	59.9	59.7
净利润	80	82	94	114	134	净负债比率(%)	32.5	42.3	38.6	37.3	35.9
折旧摊销	4	5	31	30	28	流动比率	1.4	1.2	1.4	1.4	1.4
财务费用	36	41	36	37	39	速动比率	1.3	1.2	1.3	1.3	1.4
投资损失	0	-0	0	0	0	营运能力					
营运资金变动	-280	-438	-38	-228	-265	总资产周转率	1.0	0.7	0.8	0.8	0.9
其他经营现金流	21	77	3	21	25	应收账款周转率	2.0	1.9	2.0	2.1	2.1
投资活动现金流	-8	-566	-4	-5	-6	应付账款周转率	3.8	4.2	4.8	4.7	4.7
资本支出	-3	-37	-4	-5	-6	应付账款周转率	1.0	0.7	0.8	0.8	0.9
长期投资	-5	-247	0	0	0	每股指标 (元)					
其他投资现金流	-16	-850	-8	-10	-12	每股收益(最新摊薄)	1.31	1.01	1.16	1.41	1.65
筹资活动现金流	145	1036	98	2	-2	每股收益(最新摊薄)	-2.29	-2.87	1.56	-0.32	-0.50
短期借款	0	0	15	50	50	每股净资产(最新摊薄)	9.42	13.34	15.97	17.23	18.72
长期借款	-25	-26	0	0	0	估值比率					
普通股增加	0	20	0	0	0	P/E	26.35	33.98	29.61	24.47	20.85
资本公积增加	0	397	129	0	0	P/B	3.65	2.58	2.16	2.00	1.84
其他筹资现金流	170	644	-45	-48	-52	EV/EBITDA	-3.45	-3.2	-2.5	-2.2	-2.0
现金净增加额	-2	236	221	-30	-49						

资料来源：公司公告、新时代证券研究所

图表目录

图 1: 公司发展历程	3
图 2: 建艺集团股权结构图	4
图 3: 全国区域公司机构布局	5
图 4: 公司 2017 年半年度分行业营收占比	5
图 5: 公司 2017 年半年度分地区营收占比	5
图 6: 公司 2016 年营业收入行业地位	6
图 7: 公司近年单季度营业收入及增速	6
图 8: 公司近年单季度净利润及增速	6
图 9: 公司近年单季度毛利率及净利率	7
图 10: 公司近年单季度分业务毛利率	7
图 11: 公司近年单季度期间费用率	7
图 12: 公司近年单季度经营性现金流净额	7
图 13: 公司近年单季度收现比	8
图 14: 公司近年单季度资产负债率	8
图 15: 公装及家装产值占建筑装饰行业总产值比重 (2002 年以来)	9
图 16: 公共建筑装饰业总产值及同比增速 (2002 年以来)	9
图 17: 2008~2018 年固定资产投资完成额	10
图 18: 龙头房企在精装修领域开展布局	11
图 19: 2012~2017H1 来自前五大客户营业收入及占比	12
图 20: 2012~2017H1 来自恒大的营业收入及占比	12
图 21: 公司部分荣誉	13
图 22: 公司部分精品案例	14
图 23: 公司股权投资情况	14
表 1: 精装房与毛坯房特征对比	10
表 2: 住宅精装修领域相关政策梳理	11
表 3: 公司资质情况	13

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，新时代证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。

因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师声明

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及新时代证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

分析师介绍

王小勇，新财富、水晶球、金牛奖分析师，证券从业时间11年，地产行业从业4年，重庆建筑大学毕业。

投资评级说明

新时代证券行业评级体系：推荐、中性、回避

推荐：未来6—12个月，预计该行业指数表现强于市场基准指数。

中性：未来6—12个月，预计该行业指数表现基本与市场基准指数持平。

回避：未来6—12个月，未预计该行业指数表现弱于市场基准指数。

市场基准指数为沪深300指数。

新时代证券公司评级体系：强烈推荐、推荐、中性、回避

强烈推荐：未来6—12个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报20%及以上。该评级由分析师给出。

推荐：未来6—12个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报10%—20%。该评级由分析师给出。

中性：未来6—12个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：未来6—12个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报10%及以上。该评级由分析师给出。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

免责声明

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

本报告由新时代证券股份有限公司（以下简称新时代证券）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或意图违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。

新时代证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给新时代证券客户的，属于机密材料，只有新时代证券客户才能参考或使用，如接收人并非新时代证券客户，请及时退回并删除。

本报告所载的全部内容只供客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。新时代证券根据公开资料或信息客观、公正地撰写本报告，但不保证该公开资料或信息内容的准确性或完整性。客户请勿将本报告视为投资决策的唯一依据而取代个人的独立判断。

新时代证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。新时代证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告所载内容反映的是新时代证券在发表本报告当日的判断，新时代证券可能发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但新时代证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。新时代证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的新时代证券网站以外的地址或超级链接，新时代证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

新时代证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。新时代证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

除非另有说明，所有本报告的版权属于新时代证券。未经新时代证券事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式更改、复制、传播本报告中的任何材料，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为新时代证券的商标、服务标识及标记。

新时代证券版权所有并保留一切权利。

机构销售通讯录

北京	郝颖销售总监
	固话：010-69004649
	手机：13811830164
	邮箱：haoying1@xsdzq.cn
上海	吕阳销售总监
	固话：021-68865595转258
	手机：18221821684
	邮箱：lvyouqi@xsdzq.cn
深圳	史月琳销售经理
	固话：0755-82291898
	手机：13266864425
	邮箱：shiyuelin@xsdzq.cn

联系我们

新时代证券股份有限公司研究所

北京地区：北京市海淀区北三环西路99号院1号楼15层 邮编：100086

上海地区：上海市浦东新区浦东南路256号华夏银行大厦5楼 邮编：200120

广深地区：深圳市福田区福华一路88号中心商务大厦15楼1501室 邮编：518046

公司网址：<http://www.xsdzq.cn/>