

# 维业股份 (300621)

证券研究报告

2018年11月02日

## 上市装修公司新秀崭露头角，行业龙头有望再次起航

### 公司产业链整合稳健推进，公司营收增速稳健提升

公司作为大型专业化建筑装饰服务商，主要向地产公司、政府部门、大型企业、高档酒店等机构提供装饰设计和施工服务，2017年3月，公司成功在创业板上市，在目前行业集中度逐渐提升的背景下，成功上市对于公司巩固在行业中第一梯队的位置具有重大意义。公司目前资质齐全，在2018年年初通过收购等方式，获得建筑施工总承包一级、市政工程总承包一级等资质，使公司由设计施工一体化的建筑装饰服务商向施工总承包商迈进。

公司2018年上半年营收10.99亿，同增29.23%，较2017年有所提升，且2018年前三季度营收延续高位增长；2018年上半年住宅精装修业务同比增长73.13%，为4.86亿。公司同期归母净利润为0.57亿，同增48.32%。经营现金流方面，与同行业公司相比，公司在收现比和经营活动现金流上均处于行业中上游位置，且上市初期在手现金可观，公司有望在中期内保持稳健增长。

### 产业链整合初期，上市成功、行业集中度提升有望推进公司公装稳健增长

目前公司正处于上市初期阶段，逐渐通过投资部品部件工厂化项目以及设计中心等项目来加强产业链上下游的整合，同时公司于2018年上半年收购福建闽东建工66%股权来进一步完善公司资质类型，促使公司由设计施工一体化的建筑装饰服务商向施工总承包商迈进，且与闽东建工形成业务渠道与客户资源的优势互补，从而增强公司的业务拓展能力。我们认为，在产业链上下游资源整合的初期，公司有望在公装业务上取得稳健增长的业绩增速，叠加行业集中度提升趋势延续的因素，公司同样有望从中受益。

### 住宅精装修成为未来增长亮点，加强与优质开发商合作提升未来盈利质量

住宅精装修业务在公司营收结构中的占比在近年来显著提升，从2014年的11.4%到2018年上半年的44.3%，公司通过对于业务结构的战略调整，积极寻求与优质地产开发商的合作，或将使公司充分受益于住宅精装修比例提升的红利。不同于公装各项目间差异性较大，开发商对住宅精装的设计、材料和家具等方面具有一定的标准，项目具备较好的复制性，更易产生规模效应。此外，公司通过积极拥抱大地产商，在高端精装领域逐渐形成较强竞争优势，精装业务具备一定的连续性，对于公装业务是一个较为稳固的补充。

### 投资建议

我们认为随着公司对于产业链上下游资源整合的加速以及住宅精装修业务的逐步推进，公司有望在上市初期迎来新发展机遇。首次覆盖，给予“买入”评级。预测2018年-2020年，EPS分别为0.51、0.70、0.91元/股，净利润增速分别为34.33%、37.97%、29.05%，对应PE分别为19.16、13.89、10.76倍。给予公司24.135倍的2018年EPS对应PE预测值，并与2018年公司预测EPS相乘，得出12.31元/股的目标价。

**风险提示：**公司业务回款不及预期，我国投资增速加速下行，行业融资环境超预期收紧

财务数据和估值	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	1,596.91	1,958.12	2,477.91	3,160.62	4,082.95
增长率(%)	19.34	22.62	26.55	27.55	29.18
EBITDA(百万元)	94.32	124.56	166.85	224.81	298.26
净利润(百万元)	55.13	78.78	105.82	146.00	188.42
增长率(%)	51.21	42.90	34.33	37.97	29.05
EPS(元/股)	0.27	0.38	0.51	0.70	0.91
市盈率(P/E)	36.77	25.73	19.16	13.89	10.76
市净率(P/B)	4.50	2.57	2.10	1.83	1.58
市销率(P/S)	1.27	1.04	0.82	0.64	0.50
EV/EBITDA	0.00	20.34	10.68	8.64	6.93

资料来源：wind，天风证券研究所

### 投资评级

行业	建筑装饰/装修装饰
6个月评级	买入(首次评级)
当前价格	9.75元
目标价格	12.31元

### 基本数据

A股总股本(百万股)	207.93
流通A股股本(百万股)	63.86
A股总市值(百万元)	2,027.33
流通A股市值(百万元)	622.61
每股净资产(元)	4.15
资产负债率(%)	61.34
一年内最高/最低(元)	25.15/8.75

### 作者

**唐笑** 分析师  
SAC执业证书编号：S1110517030004  
tangx@tfzq.com

**岳恒宇** 分析师  
SAC执业证书编号：S1110517040005  
yuehengyu@tfzq.com

**肖文劲** 联系人  
xiaowenjin@tfzq.com

**陈航杰** 联系人  
chenhangjie@tfzq.com

### 股价走势



资料来源：贝格数据

### 相关报告



## 内容目录

1. 公司产业链整合持续推进，业务结构逐渐向住宅精装修倾斜.....	4
2. 工装与住宅精装修齐头并进，上市初期公司业绩有望稳健增长.....	5
2.1. 产业链整合初期，上市成功、行业集中度提升有望推进工装稳健增长.....	5
2.2. 住宅精装修成为未来增长亮点，长租公寓有望锦上添花.....	8
3. 公司经营活动现金流良好，估值目前处于较低位置.....	9
3.1. 公司经营现金流状况较好，上市初期有望维持业绩良性增长.....	9
3.2. 盈利预测与估值.....	13
4. 投资建议.....	15
5. 风险提示.....	15

## 图表目录

图 1：公司营收增速情况（单位：左-百万）.....	4
图 2：公司主要业务占比（%）.....	4
图 3：公司战略方向.....	5
图 4：公司 IPO 募集资金投向（申报口径；单位-亿人民币）.....	5
图 5：工装产值情况（单位：左-万亿元，右-数字）.....	6
图 6：人民大会堂金色大厅项目.....	6
图 7：常熟铂尔曼酒店项目.....	6
图 8：除了 2015 年外，近五年 12 家上市装饰企业营收增速优于行业整体.....	7
图 9：行业进入整合期后，龙头企业利用自身优势扩充规模成为较优战略选择.....	7
图 10：2018 年 H1 部分装饰公司订单增速.....	8
图 11：全装修市场增长潜力十足.....	9
图 12：商品房累计销售额增加，增速放缓.....	9
图 13：top10、top20、top30 房产企业市占率不断提升.....	9
图 14：公司成长能力.....	10
图 15：营收增速同行业对比.....	10
图 16：公司工装与住宅精装修业绩增长情况.....	10
图 17：毛利率.....	11
图 18：同行业毛利率对比.....	11
图 19：期间费用率.....	11
图 20：期间费用率同行业对比.....	11
图 21：收现比.....	12
图 22：资产负债率对比.....	12
图 23：公司 PE-bond 趋势图.....	14
图 24：申万行业指数：市盈率（PE-TTM）（注：灰色线图为行业近六年平均 PE 值）.....	15

表 1: 公司股权结构 (截止至 2018 年 6 月 30 日) .....	4
表 2: 公司单季度新签订单情况 (单位: 亿人民币) .....	8
表 3: 行业可比公司经营活动现金流净额对比 (单位: 百万) .....	12
表 4: 行业可比公司收现比对比 .....	12
表 5: 收入分项预测表 (百万元) .....	13
表 6: 期间费用率预测明细 .....	13
表 7: 盈利预测明细 (单位: 百万元) .....	13
表 8: 同行业公司 PE 与市值对比 (截止到 2018 年 10 月 31 日) .....	14

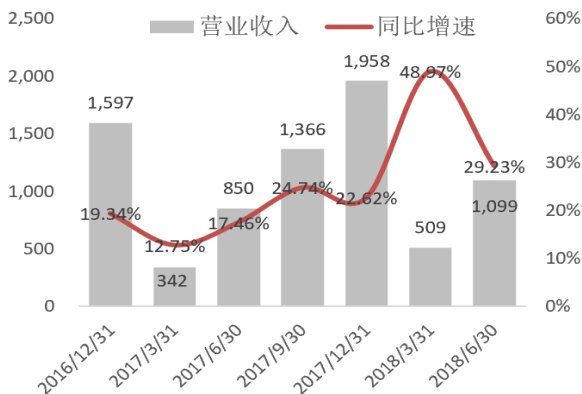
## 1. 公司产业链整合持续推进，业务结构逐渐向住宅精装修倾斜

维业股份（以下简称“公司”）成立于1994年，作为大型专业化建筑装饰服务商，主要向地产公司、政府部门、大型企业、高档酒店等机构提供装饰设计和施工服务，业务以公装为主，已连续14年入选中国建筑装饰“百强”企业前列。2017年3月16日，公司成功在创业板上市，在目前行业集中度逐渐提升的背景下，成功上市对于公司巩固在行业中第一梯队的位置具有重大意义。

公司业务区域以华南与华东为主，近年来两地区业务占比在七成左右，公司曾参与了包括人民大会堂金色大厅、北京华尔道夫酒店、腾讯滨海大厦等多个知名工程项目的装饰施工。公司具有“双甲”（建筑装饰设计甲级、建筑装饰施工壹级）资质，且在2018年年初通过收购等方式，获得了建筑施工总承包一级、市政工程总承包一级等资质，使公司由设计施工一体化的建筑装饰服务商向施工总承包商迈进。

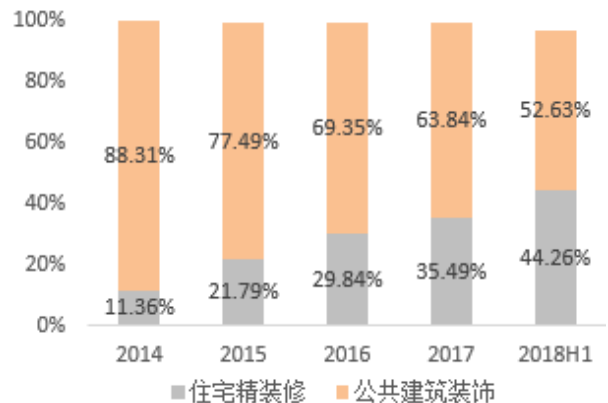
上市之后公司营收维持稳健增长，2017年与2018年上半年分别完成营收19.58、10.99亿，同比增速为22.62%、29.23%，增速在同行业可比公司中均处于中等偏高位置。公司营收在上市可比公司处于偏低位置，但随着募集资金到位，业务拓展有望显著加速。从营收结构上来看，住宅精装修占比从2014年开始逐渐提升，从2014年占营收的11.36%到2018年上半年的44.26%，主因公司对于业务结构的战略性调整，而优质地方开发商的结算周期相对于其他合作方较短，我们认为对于住宅精装修业务的倾斜或将使得公司充分受益于地产行业集中度提升。

图 1：公司营收增速情况（单位：左-百万）



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 2：公司主要业务占比 (%)



资料来源：Wind，天风证券研究所

公司股权结构相对集中，有利于管理层在公司层面战略实施的延续性。公司实际控制人为张汉清先生，其于1994年创办了维业，曾获广东省具社会责任感企业家、第十三届深圳企业创新纪录企业家特别贡献奖、中国建筑装饰三十年优秀企业家、全国建筑装饰行业杰出成就企业家等荣誉称号。

战略方面，公司致力于成为专业、高效的建筑装饰一体化服务商，近年来公司利用资本优势加快产业链布局，有望在行业逐步进入整合阶段时取得发展先机，此外我们认为“营改增”、社保改革等因素或从侧面加速了行业集中度提升的趋势，从而使得上市装饰企业的优势愈发显著。

同时，不同细分领域上，公司也有望把握在不同因素推动下的发展机遇，比如地产集中度提升（针对住宅精装修业务的拓展机遇）、长租公寓在近年来得到的政策支持、消费升级下星级酒店的逐渐增长等等。

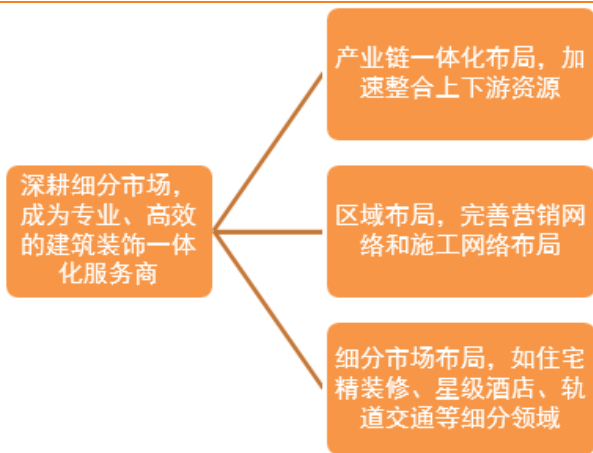
表 1：公司股权结构（截止至 2018 年 6 月 30 日）

名称	持股数量(万股)	持股比例 (%)
深圳市维业控股有限公司	7,974.9000	38.35
深圳市众英集投资发展合伙企业(有限合伙)	3,750.0000	18.03
张汉清	763.8856	3.67

张汉伟	675.0000	3.25
深圳市维业华诚投资发展合伙企业(有限合伙)	565.5000	2.72
上海祥禾涌安股权投资合伙企业(有限合伙)	563.4985	2.71
张汉洪	225.0000	1.08
雷立军	205.8294	0.99
魏洪	154.3715	0.74
胡志剑	146.4273	0.70

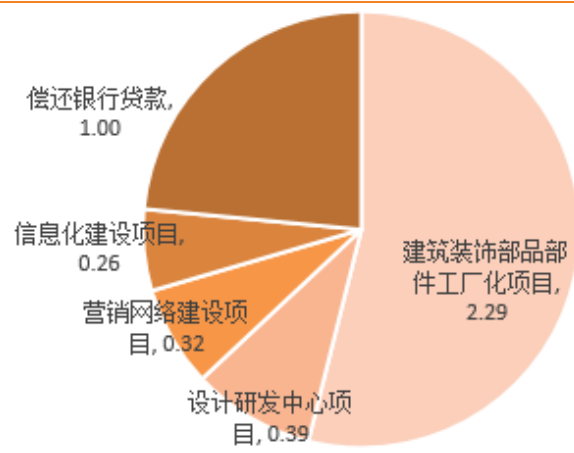
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 3：公司战略方向



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 4：公司 IPO 募集资金投向（申报口径；单位-亿人民币）



资料来源：Wind，天风证券研究所

## 2. 公装与住宅精装修齐头并进，上市初期公司业绩有望稳健增长

### 2.1. 产业链整合初期，上市成功、行业集中度提升有望推进公装稳健增长

随着我国投资的逐步下滑，公装市场空间或在中长期内逐渐吃紧。公装行业将逐步进入整合期，预计未来几年集中度提升将提速，订单将向运作规范的大公司特别是上市公司倾斜。

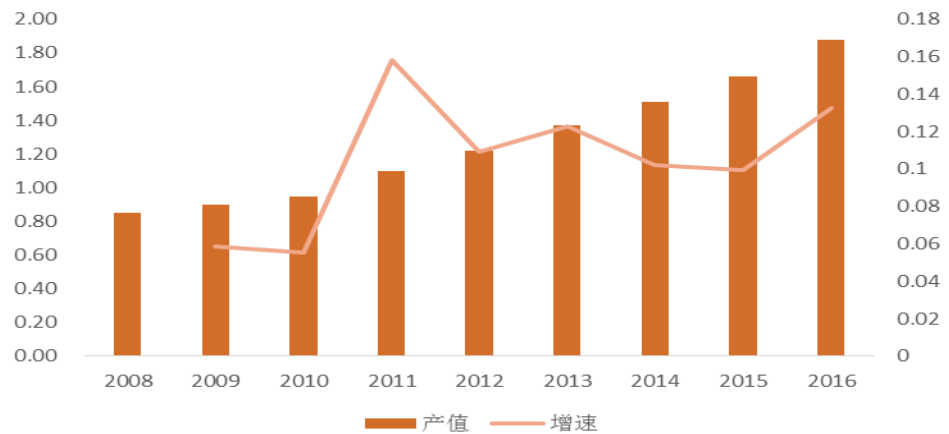
主要基于以下几点原因。

一是“营改增”与“社保入税”等因素的驱动。营业税改为增值税后，挂靠的小装修队失去了避税优势。小装修队无法给甲方提供足够的进项税发票，因此甲方转而倾向将订单交由更加规范的上市公司等大企业。此外“社保入税”将对以往缴纳社保数额不足的企业造成显著的盈利压力，尤其是非上市企业，而公司上市时间较晚，社保缴纳规范程度较高，则上述因素对公司造成影响较小。

二是上市公司较小企业有较大的资金与项目施工管理优势；公司以往承接并顺利完成多个经典项目，比如人民大会堂金色大厅、国家接待厅、全国人大常委会会议厅，以及故宫博物院慈宁宫、北京华尔道夫酒店、北京颐和安缦酒店等等。

三是供应链管理上大型装饰企业具有显著优势，随着企业规模扩大，公司在产业链端议价能力逐步提升，进而降低原材料成本，从而进一步提升公司公装业务的毛利率，增强竞标优势。

图 5：公装产值情况（单位：左-万亿元，右-数字）



资料来源：中国装修装饰协会，天风证券研究所

图 6：人民大会堂金色大厅项目



资料来源：公司官网，天风证券研究所

图 7：常熟铂尔曼酒店项目



资料来源：公司官网，天风证券研究所

公司公装业务对应的客户种类和数量较多，如政府机构、中高档酒店以及各类大中型企业，而上述机构对于装修装饰需求的连续性较弱，因此公司公装项目多为单项业务，并具有以下特征：

第一，由于公装订单目前有均单投资额逐渐增大的趋势，公司在订单承接端需要有较强的项目风险评估能力，从而保障后续的回款质量。

第二，从行业整体来看，公装业务门槛并不算高，但中高端公装订单对于公司的一体化施工能力、交付质量、以及资金实力均有较高要求，小型装修企业不易切入，这也是为什么公司在上市后，加大对于设计研发、部品部件生产、以及项目管理等方面的投入，从而在中高端公装市场加强自身的领先地位。同时通过扩充营销网络，公司亦可以增加公装订单的延续性。

第三，由于公装订单的客户依赖性相对较低，公司在市场策略上有一定的灵活性，因此具备较好的业绩增长韧性。通过实施核心产业链一体化战略“修炼内功”与积累经典工程“打造一流品牌”，公司可灵活根据市场情况对自身公装订单结构进行一定的调整。比如，在二三线城市新型城镇化加速的情况下，公司可适时提升在相关区域中交通、市政等基础配套设施方面拿单意愿。

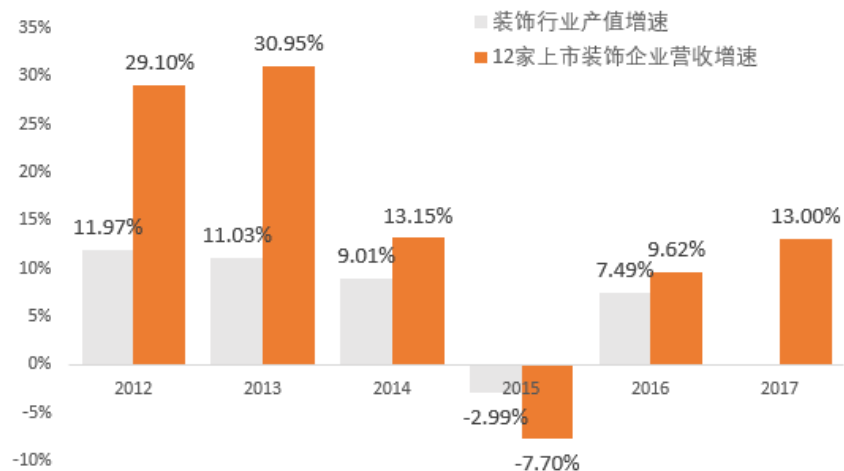
我们认为扩大规模是目前行业市场空间吃紧情况下的较优选择，而扩大规模的第一步则是加速产业链上下游资源的整合，目前公司正处于这个阶段。

在行业空间逐渐收缩的背景下，行业逐渐步入整合期，很多行业都面临相似情况。在此背

景下，做强做大或为公司目前情况下的最优选择，我们看到不仅在装饰行业存在上述趋势，园林等行业亦是如此。通过做强做大，公司可以提升自身在产业链上下游间的议价能力，而这对采购品类繁多，且上游集中度快速提升的装饰行业尤其重要。通过扩大自己的规模，在降低上游采购成本的同时，也可以增加自身在装修产品输出端的入口效应，从而吸引更多相关方进行合作，形成较好的正反馈效应。与此类似，我们看到很多行业呈现出龙头企业与中等规模企业的盈利趋势的逐步分化，这一趋势在中期内难以扭转。

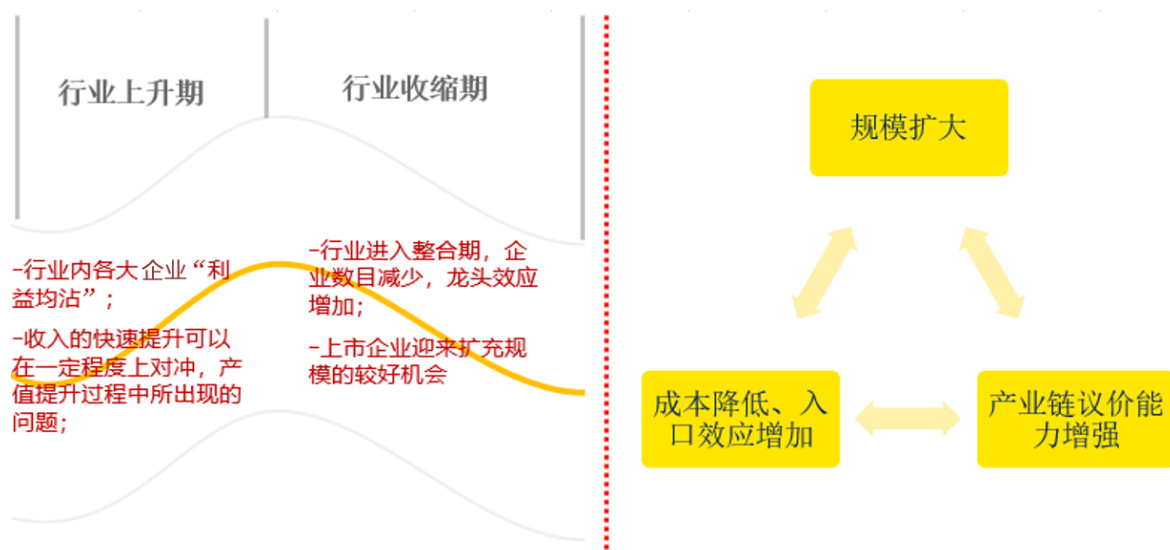
目前公司正处于上市初期阶段，逐渐通过投资部品部件工厂化项目以及设计中心等项目来加强产业链上下游的整合，同时公司于 2018 年上半年收购福建闽东建工 66% 股权来进一步完善公司资质类型，促使公司由设计施工一体化的建筑装饰服务商向施工总承包商迈进，且与闽东建工形成业务渠道与客户资源的优势互补，从而增强公司的业务拓展能力。我们认为，在产业链资源整合的初期，公司有望在公装业务上取得稳健增长的业绩增速，叠加行业集中度提升趋势延续的因素，公司同样有望从中受益。

图 8：除了 2015 年外，近五年 12 家上市装饰企业营收增速优于行业整体



资料来源：公司公告、中国装修装饰协会、天风证券研究所；注：中国装修装饰协会暂未公布 2017 年行业产值数据  
注：为确保数据连续性，我们选取的 12 家上市公司包括江河集团、宝鹰股份、洪涛股份、奇信股份、中装建设、瑞和股份、广田集团、金螳螂、亚泰国际、建艺集团、全筑股份、亚厦股份。

图 9：行业进入整合期后，龙头企业利用自身优势扩充规模成为较优战略选择



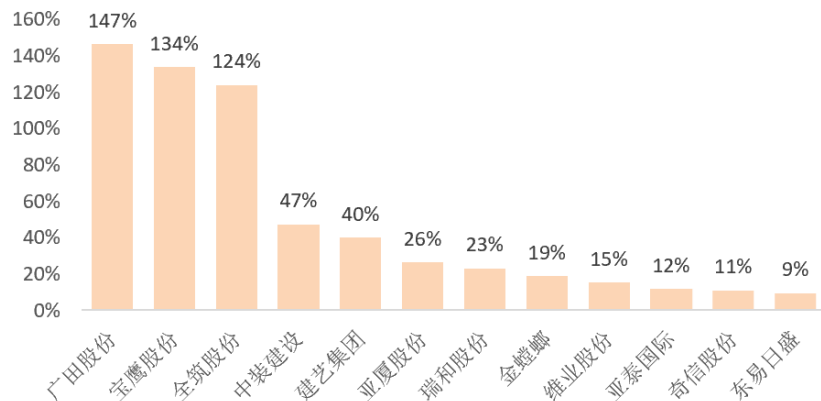
资料来源：天风证券研究所

## 2.2. 住宅精装修成为未来增长亮点，长租公寓有望锦上添花

从上文中数据可以看到，住宅精装修业务在公司营收结构中的占比在近年来显著提升，公司通过对于业务结构的战略调整，积极寻求与优质地产开发商的合作，或将使公司充分受益于住宅精装修比例提升的红利。

行业层面上，在下游房地产和基建集中度逐步提升下，相关上市装饰公司承接订单优势愈发明显，这一点在与房地产企业相关的住宅精装修订单上尤为显著。在下图 10 中 2018 年 H1 上半年订单增长较快的前四家公司中，有三家公司（广田股份、全筑股份、中装建设）得益于住宅精装修订单的快速提升，一方面或由于头部主要地产商（精装修比例相对较高）集中度的进一步提升，另一方面或由于三四线城市在 2017 年销量高位增长后对于装修行业所产生的后周期效应。

图 10：2018 年 H1 部分装饰公司订单增速



资料来源：公司公告，天风证券研究所

表 2：公司单季度新签订单情况（单位：亿人民币）

单季度订单情况	2017Q1	2017Q2	2017Q3	2017Q4	2018Q1	2018Q2	2018Q3
新签订单金额	6.24	4.1	8.32	11.1	4.81	7.13	8.03
同比					-22.92%	73.90%	-3.48%
公共装修	3.48	2.18	5.19	7.59	3.85	4.95	4.98
同比					10.63%	127.06%	-3.96%
住宅装修	2.73	1.85	3.06	3.32	0.66	2.13	2.97
同比					-75.82%	15.14%	-2.92%
设计业务	0.26	0.07	0.07	0.2	0.3	0.05	0.076
同比					15.38%	-28.57%	7.88%

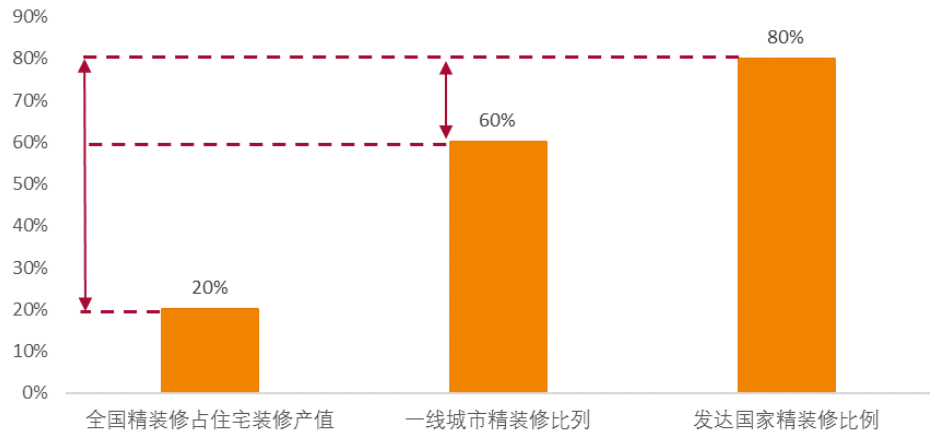
资料来源：公司公告，天风证券研究所

公司住宅精装修占比从 2014 年开始逐渐提升，从 2014 年占营收的 11.36%到 2018 年上半年的 44.26%（见图 2），公司同华润、万达等大型地产商均进行过一定的合作。在项目管理方面，住宅精装修与公装一定的不同。首先，不同于公装各项目间差异性较大，开发商对住宅精装的设计、材料和家具等方面具有一定的标准，**项目具备较好的复制性，更易产生规模效应。**此外，公司通过积极拥抱大地产商（比如公司在住宅精装修领域与万达、华润等大型地产公司已合作多个项目），在高端精装领域逐渐形成较强竞争优势，精装修业务具备一定的连续性，对于公装业务是一个较为稳固的补充。

目前行业内有两点变化有助于公司精装修业务的发展：**第一，国家对于全装修的推动到了政策拐点**，2017 年有较多省市区域公布了新建住房中全装修住房的交付比例，比如海南省、宁波市、郑州市、成都市等地，精装修市场的扩充对具备精装修项目交付能力的上市公司形成利好。**第二，随着下游地产开发商集中度的显著提升，较早执行大客户战略的装修公司有望承接更多的业务。**



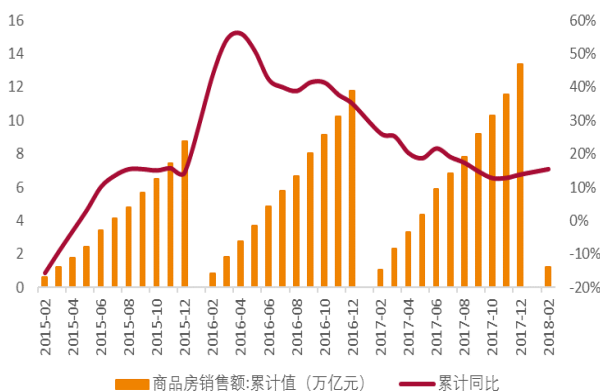
图 11：全装修市场增长潜力十足



资料来源：2016 年度中国建筑装饰行业发展报告（发布方：中国建筑装饰协会），天风证券研究所

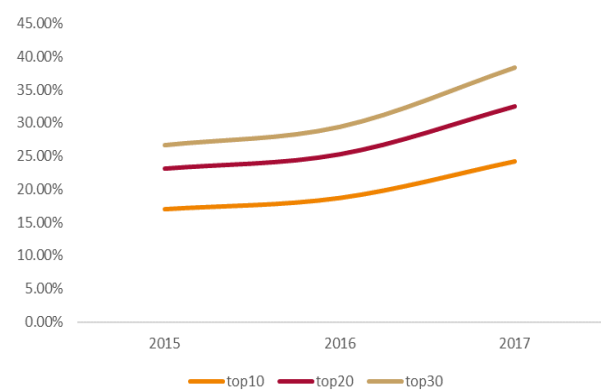
**大客户战略与地产集中度的提升有望显著提升公司的业绩增长持续性。**目前行业下游的地产行业集中度正在逐渐提升，克而瑞房地产研究中心数据显示，截至 2017 年末，销售规模达千亿的房企有 17 家；top10、20、30 房企市占率不断上升，top10 房企已占据近 1/4 的市场份额，较 2016 年末提升 5.4 个百分点。地产行业不断向在开发建设、土地储备、销售网络具有优势的大型房企集中，因此公司通过加强与大地产公司的合作（比如公司在住宅精装修领域与万达、华润等大型地产公司已合作多个项目）可显著增强公司订单获取的可持续性，同时大型地产公司的项目标准化程度往往高于政府项目，从而亦可加强公司的规模效应。

图 12：商品房累计销售额增加，增速放缓



资料来源：wind，天风证券研究所

图 13：top10、top20、top30 房企市占率不断提升



资料来源：克而瑞，wind，天风证券研究所

除了住宅精装修之外，公司同样在长租公寓上积极迈出步伐。

2017 年年底，公司与深圳和智资产管理有限公司签订协议，未来将就长租公寓项目展开合作，公司为和智资产运营的长租公寓提供装修施工服务。2018 年 3 月，公司又与西安楼市通网络科技有限公司签订长租公寓合作协议，双方合作的西安金辉悦府 E 客公寓在近期已完成批量交付。我们认为，尽管长租公寓目前的盈利模式仍处于探索阶段，但该领域具有清晰的政策支持，同时与公司住宅精装修业务在渠道、项目管理等方面均有一定协同效应，对于长租公寓业务的探索将提升公司在住宅批量装修领域的品牌效应，未来有望成为另一个利润增长点。

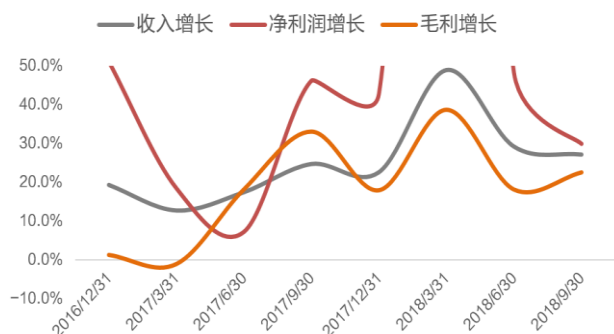
### 3. 公司经营活动现金流良好，估值目前处于较低位置

#### 3.1. 公司经营现金流状况较好，上市初期有望维持业绩良性增长

公司 2018 年上半年完成营业收入 10.99 亿元，同增 29.23%，较 2017 年全年增速有所提升。其中公装业务 5.78 亿，同增 2.07%；住宅精装修业务 4.86 亿，同增 73.13%，显

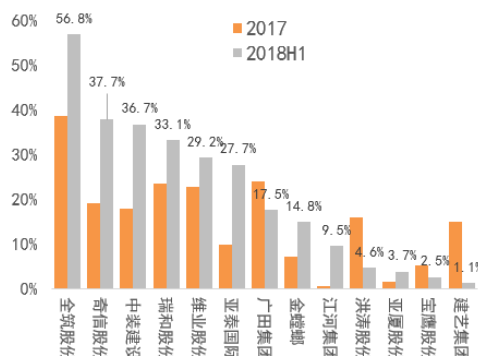
著高于公装增速，既有随着地产集中度提升住宅精装修业务体量上升的因素，也有公司自身战略性调节业务结构的因素。从同行业营收增速对比上可以看到，公司 2018 年上半年以及 2017 年全年增速位于可比公司中上游。此外，近期公告的公司前三季度业绩显示，公司 2018 年 1-9 月营收增速为 27.17%，依然处于中速增长趋势。

图 14：公司成长能力



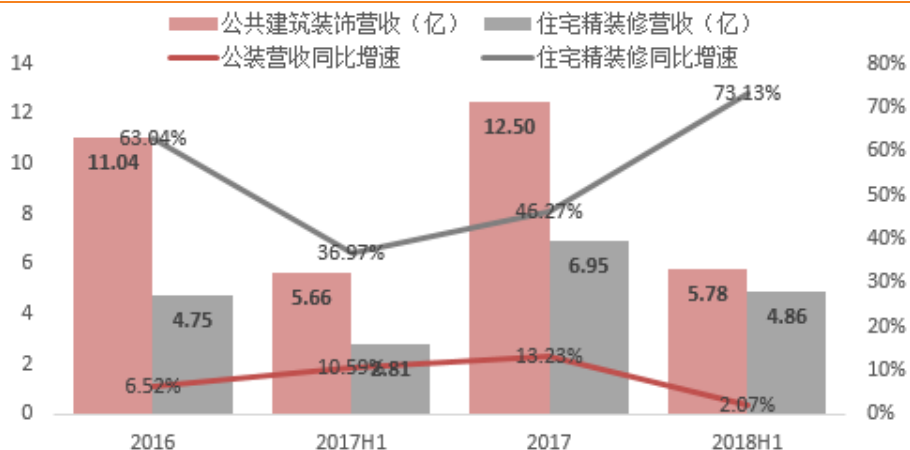
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 15：营收增速同行业对比



资料来源：Wind，天风证券研究所

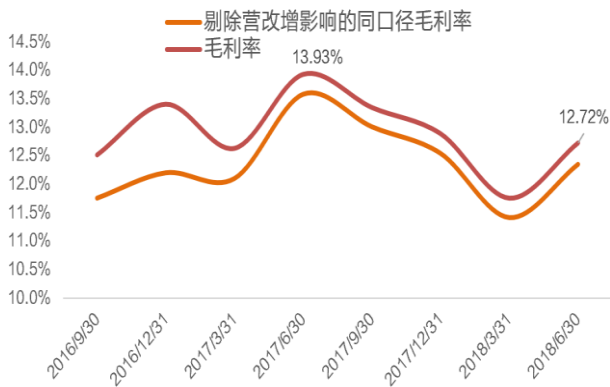
图 16：公司公装与住宅精装修业绩增长情况



资料来源：Wind，天风证券研究所

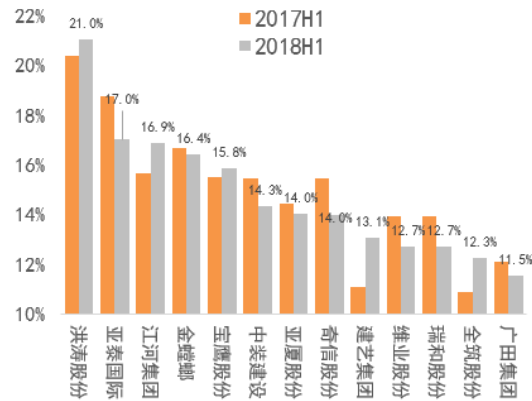
公司 2018 年上半年毛利率为 12.72%，同比下降 1.2 个百分点。其中公装业务毛利率为 12.35%，同比下降 2.5 个百分点，或因公装市场整体收缩竞争加剧导致；住宅精装修业务为 13.01%，同比上升 1.08 个百分点。从整体毛利率对比来看，公司在可比行业中处于较低位置，但仍高于住宅精装修业务占比较高的全筑股份与广田集团。预计随着行业竞争的加剧，以及下游高市占率地产公司议价能力的提升，行业整体毛利率或进一步降低。但上市装饰公司可以通过加速上下游产业链资源的整合以及深拓细分领域服务能力来尽可能提升自身竞争力，我们认为公司目前正走在正确的道路上。

图 17：毛利率



资料来源：Wind，天风证券研究所

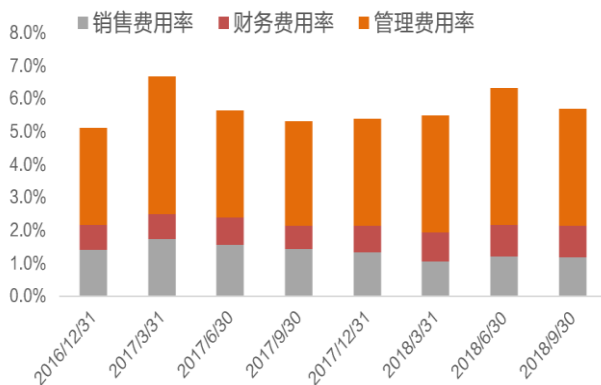
图 18：同行业毛利率对比



资料来源：Wind，天风证券研究所

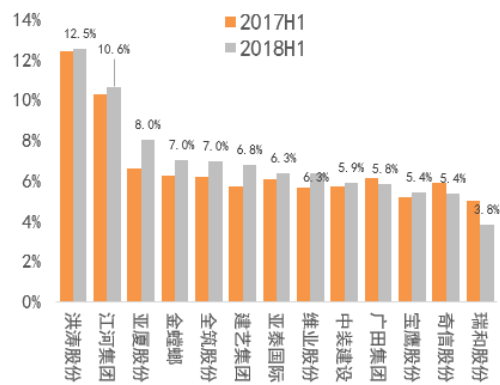
期间费用率方面，公司 2018 年上半年该值为 6.34%，在同行业可比公司中处于中位，较前值增加 0.69 个百分点。其中销售费用率为 1.23%，同比下降 0.34 个百分点；管理费用率为 4.16%，增长 0.91 个百分点；财务费用率为 0.94%，同增 0.12 个百分点。公司冲回资产减值-0.11 亿元，前值为计提 0.16 亿。综上公司 2018 年上半年净利率为 5.16%，较前值增加 0.64 个百分点。公司取得归母净利润 0.57 亿元，同增 48.32%。此外，公司 2018 年前三季度归母净利润增速为 29.99%，较 2018 年上半年增速有所下降。

图 19：期间费用率



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 20：期间费用率同行业对比



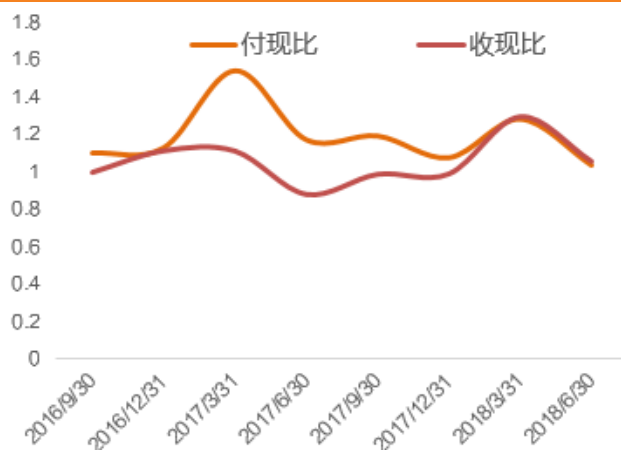
资料来源：Wind，天风证券研究所

公司经营活动现金流情况在行业可比公司间具有一定优势。公司 2018 年上半年收现比为 1.0514，增长 17.76 个百分点；同期公司付现比为 1.0331，同比下降 13.68 个百分点，公司收现比上升幅度高于付现比，由此可以同时看到公司同期经营活动产生现金流净额为 0.29 亿，较前值增加 2.29 亿。此外，公司 2018 年前三季度财报下显示，公司收现比较去年同期有所提升，经营活动现金流净额较 2018 年上半年延续好转态势，这在目前行业下游资金逐渐收紧的趋势下难能可贵。

通过与同行业公司对比，可以看到公司在收现比和经营活动现金流上均处于行业中上游位置。2018 年上半年公司收现比为 1.0514，显著由于同期可比公司中位数 0.9338，此外公司经营活动现金流也是仅有的四家为正流入的公司之一。

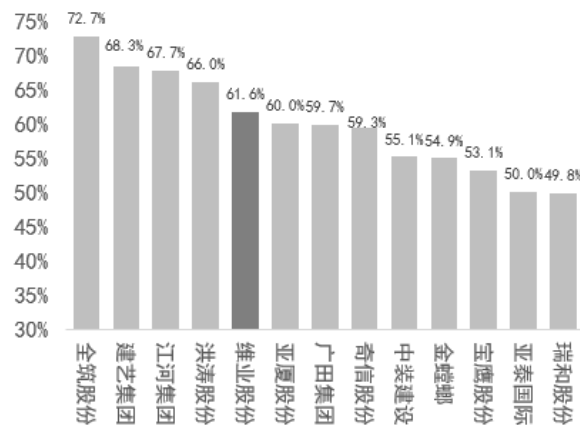
现金流的好转与公司不盲目追求高增长并加大现金流管控力度有一定的关联。2018 年之后，公司管理层在绩效考核上作出调整，督促员工加大项目进度款、结算款的催收力度；此外，公司对客户结构进行调整也有助于结算周期的缩短，我们可以看到公司正逐步加大与房地产开发商的合作力度，因此住宅精装修业务占比逐渐抬升。

图 21: 收现比



资料来源: Wind, 天风证券研究所

图 22: 资产负债率对比



资料来源: Wind, 天风证券研究所

表 3: 行业可比公司经营活动现金流净额对比 (单位: 百万)

	2017H1	2017	2018H1
广田集团	138.80	1051.39	133.30
洪涛股份	(358.14)	(138.89)	75.54
<b>维业股份</b>	<b>(199.22)</b>	<b>(89.46)</b>	<b>29.43</b>
建艺集团	(35.88)	61.69	25.68
瑞和股份	54.68	63.43	(35.35)
亚泰国际	(106.38)	26.34	(128.20)
中装建设	(286.75)	(178.30)	(217.26)
全筑股份	(223.43)	(279.01)	(309.62)
奇信股份	(187.31)	(138.89)	(395.18)
宝鹰股份	(435.46)	(396.72)	(548.17)
金螳螂	(245.45)	1777.25	(640.69)
亚厦股份	(585.85)	158.82	(813.09)
江河集团	(741.66)	1389.30	(985.63)

资料来源: Wind, 天风证券研究所

表 4: 行业可比公司收现比对比

	2017H1	2017	2018H1
建艺集团	0.9623	0.8438	1.1594
<b>维业股份</b>	<b>0.8738</b>	<b>0.9839</b>	<b>1.0514</b>
亚厦股份	1.0539	0.9616	1.0334
江河集团	1.0642	1.1388	1.0061
金螳螂	1.0722	1.0513	1.0041
奇信股份	1.0131	0.9277	0.9399
中装建设	0.7804	0.8750	0.9338
亚泰国际	0.7969	0.9216	0.8871
广田集团	1.2473	1.0566	0.8759
宝鹰股份	0.8272	0.9210	0.8548
全筑股份	0.8290	0.6850	0.8498
洪涛股份	0.6956	0.8819	0.8004

瑞和股份 0.9410 0.9495 0.7852

资料来源: Wind, 天风证券研究所

综上, 我们认为公司目前财务状况与同行业可比公司相比处于较为良好的状况, 营收稳健增长, 同时与公司资产负债率以及经营现金流的情况形成较好匹配。

### 3.2. 盈利预测与估值

假设一: 公司公装业务拓展良好、业绩维持稳定增长。行业整体需求不出现超预期下滑;

假设二: 我国固定资产投资增速“软着陆”, 增速不出现断崖式下滑;

假设三: 公司精装修业务稳步推进, 下游地产商回款状况良好;

假设四: 原材料以及人力成本不出现显著提升。

表 5: 收入分项预测表 (百万元)

项目	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
<b>公共建筑装饰</b>						
销售收入	1,327.81	1,579.08	1,944.98	2,139.48	2,460.40	2,804.86
增长率	-26.04%	18.92%	23.17%	10.00%	15.00%	14.00%
毛利率	15.73%	13.35%	12.79%	12.79%	12.79%	12.79%
<b>住宅精装修</b>						
销售收入	291.38	475.06	694.88	1,202.14	1,803.20	2,704.80
增长率	42.38%	63.04%	46.27%	73.00%	50.00%	50.00%
毛利率	15.97%	13.39%	13.39%	13.20%	13.20%	13.20%
<b>装饰设计业务</b>						
销售收入	9.69	12.79	12.45	14.94	17.93	21.51
增长率	77.80%	31.93%	-2.64%	20.00%	20.00%	20.00%
毛利率	29.49%	26.79%	28.25%	28.25%	28.25%	28.25%

资料来源: Wind, 天风证券研究所

表 6: 期间费用率预测明细

	2016	2017	2018E	2019E	2020E
销售费用率	1.43%	1.34%	1.34%	1.34%	1.34%
管理费用率	2.94%	3.26%	3.26%	3.10%	3.10%
财务费用率	0.75%	0.81%	0.72%	0.68%	0.90%

资料来源: Wind, 天风证券研究所

表 7: 盈利预测明细 (单位: 百万元)

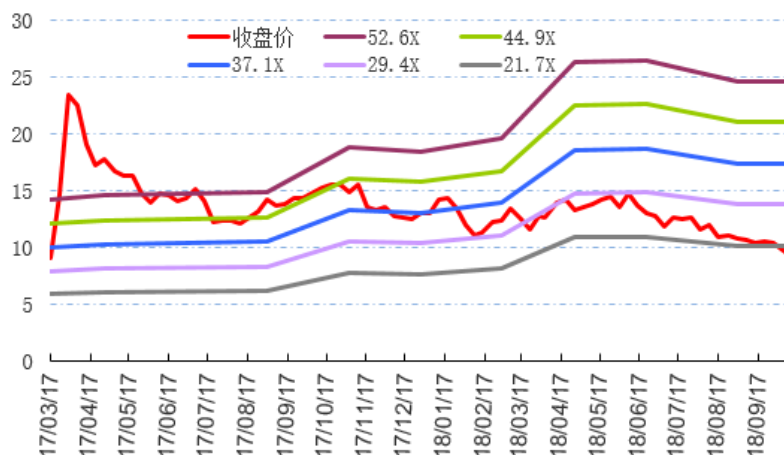
	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入	1,596.91	1,958.12	2,477.91	3,160.62	4,082.95
营业成本	1,382.89	1,705.82	2,156.12	2,749.43	3,550.76
营业税金及附加	19.21	6.75	8.54	10.90	14.08
营业费用	22.83	26.27	33.24	42.40	54.78
管理费用	47.01	63.75	80.68	97.98	126.57
财务费用	11.98	15.78	15.81	17.30	32.10
资产减值损失	33.71	34.75	38.23	42.05	46.26
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00

投资净收益	0.00	0.62	0.71	0.78	0.90
其他	0.00	(2.06)	(1.42)	(1.56)	(1.79)
营业利润	79.28	106.44	145.99	201.33	259.30
营业外收入	3.22	1.23	1.57	1.59	1.90
营业外支出	4.83	(0.68)	2.03	2.13	2.08
利润总额	77.66	108.34	145.53	200.79	259.12
所得税	22.53	29.56	39.71	54.79	70.70
净利润	55.13	78.78	105.82	146.00	188.42
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
归属于母公司净利润	55.13	78.78	105.82	146.00	188.42
每股收益 (元)	0.27	0.38	0.51	0.70	0.91

资料来源: Wind, 天风证券研究所

通过测算, 公司 2018 年至 2020 年预测营收为 24.78、31.61、40.83 亿, 分别增长 26.55%、27.55%、29.18%; 预测 2018 年至 2020 年, EPS 分别为 0.51、0.70、0.91 元/股, 净利润增速分别为 34.33%、37.97%、29.05%, 对应 PE 分别为 19.16、13.89、10.76 倍。

图 23: 公司 PE-bond 趋势图



资料来源: Wind, 天风证券研究所

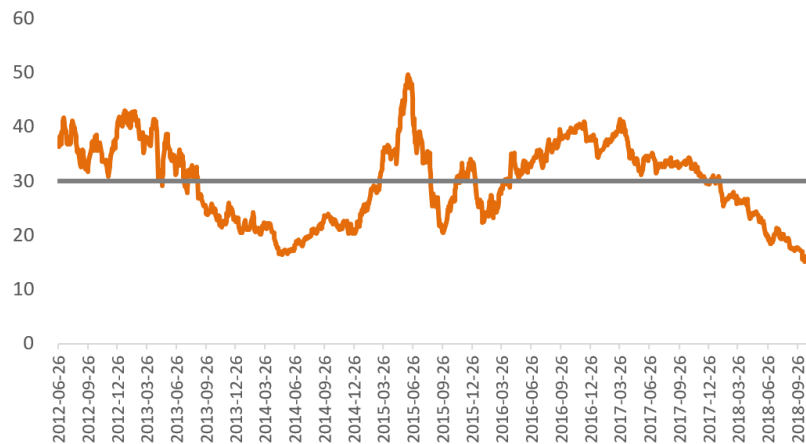
表 8: 同行业公司 PE 与市值对比 (截止到 2018 年 10 月 31 日)

证券代码	证券简称	市值 (单位: 亿人民币)	PE-TTM
002325.SZ	洪涛股份	38.11	26.62
002789.SZ	建艺集团	22.09	22.49
002047.SZ	宝鹰股份	84.10	21.65
300621.SZ	维业股份	20.21	21.04
002811.SZ	亚泰国际	23.89	18.94
002781.SZ	奇信股份	31.73	18.91
002375.SZ	亚厦股份	67.13	18.25
002822.SZ	中装建设	31.56	17.64
601886.SH	江河集团	77.21	13.67
002620.SZ	瑞和股份	21.21	13.66
603030.SH	全筑股份	26.38	10.87
002081.SZ	金螳螂	211.99	10.26
002482.SZ	广田集团	70.71	9.75

资料来源: Wind, 天风证券研究所

我们从公司历史估值来看（见 PE-bond 趋势图），公司目前估值已向下穿过上图中的 21.7 倍线，正处历史低位。从 2018 年 10 月 31 日同行业收盘价 PE-TTM 来看，公司估值位于行业中高位，略高于中位数 18.25 倍，但需要注意的是公司目前的估值情况大概率受到了其作为次新股的估值溢价影响。

图 24：申万行业指数：市盈率（PE-TTM）（注：灰色线图行业近六年平均 PE 值）



资料来源：Wind，天风证券研究所

通过观察近六年行业估值变化，目前行业整体估值同样处于近六年低位，近六年平均值为 30.02 倍，显著高于行业可比公司中位数数值。我们认为随着公司回款管理的逐步加强、精装修占比的逐渐提升，公司业绩或将维持良性增长，此外我们看到公司在中期内对于产业链上下游的逐步整合，这将进一步的抬升公司整体项目承接能力，充分受益于行业逐步进入整合期所带来的红利。

而公司以及行业目前估值在前期显著回调下，并未反映自身价值，结合同行业可比公司 PE 估值中位数 18.25 倍以及装饰行业近六年平均 PE 估值 30.02 倍，以两者平均数 24.135 倍作为对应公司 2018 年 EPS 的合理估值，将 2018 年预测 EPS（0.51 元/股）与对应预估 PE（24.135 倍）相乘，得到目标价 12.31 元/股。

#### 4. 投资建议

随着我国投资增速的逐步下滑，公装行业将逐步进入整合期，预计未来几年集中度提升将提速，订单将向运作规范的大公司特别是上市公司倾斜。公司在成功上市之后，通过加强对于产业链上下游的整合，公装业务有望受益于行业集中度的提升。此外，住宅精装修业务有望成为公司又一业绩亮点，通过对于业务结构的战略调整，积极寻求与优质地产开发商的合作，或将使公司充分受益于住宅精装修比例提升的红利。

我们认为随着公司对于产业链上下游资源整合的加速以及住宅精装修业务的逐步推进，公司有望在上市初期迎来新的发展机遇，首次覆盖，给予“买入”评级。预测 2018 年-2020 年，EPS 分别为 0.51、0.70、0.91 元/股，净利润增速分别为 34.33%、37.97%、29.05%，对应 PE 分别为 19.16、13.89、10.76 倍。给予公司 24.135 倍的 2018 年 EPS 对应 PE 预测值，并与 2018 年公司预测 EPS 相乘，得出 12.31 元/股目标价。

#### 5. 风险提示

公司业务回款情况不及预期，我国固定资产投资增速加速下行，行业融资环境超预期收紧

## 财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
货币资金	273.72	459.51	371.69	474.09	612.44
应收账款	1,098.74	1,206.83	1,730.26	2,072.28	2,921.20
预付账款	5.45	2.94	7.73	6.08	12.05
存货	68.77	105.88	116.35	171.29	206.32
其他	35.69	103.45	121.70	119.90	144.33
<b>流动资产合计</b>	<b>1,482.36</b>	<b>1,878.61</b>	<b>2,347.72</b>	<b>2,843.64</b>	<b>3,896.35</b>
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	24.93	25.22	39.07	44.46	44.78
在建工程	4.13	45.77	27.46	16.48	9.89
无形资产	15.02	15.01	14.42	13.84	13.25
其他	85.11	100.02	99.31	98.60	97.89
<b>非流动资产合计</b>	<b>129.19</b>	<b>186.02</b>	<b>180.27</b>	<b>173.37</b>	<b>165.80</b>
<b>资产总计</b>	<b>1,611.56</b>	<b>2,064.64</b>	<b>2,527.99</b>	<b>3,017.01</b>	<b>4,062.16</b>
短期借款	265.50	373.36	225.48	440.47	659.40
应付账款	772.97	707.01	1,151.15	1,182.76	1,781.50
其他	113.61	186.31	175.66	231.78	235.91
<b>流动负债合计</b>	<b>1,152.08</b>	<b>1,266.68</b>	<b>1,552.29</b>	<b>1,855.01</b>	<b>2,676.81</b>
长期借款	0.00	0.00	0.00	47.60	91.95
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	9.42	8.42	8.42	8.42	8.41
<b>非流动负债合计</b>	<b>9.42</b>	<b>8.42</b>	<b>8.42</b>	<b>56.01</b>	<b>100.37</b>
<b>负债合计</b>	<b>1,161.49</b>	<b>1,275.10</b>	<b>1,560.70</b>	<b>1,911.02</b>	<b>2,777.17</b>
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
股本	102.00	138.62	207.93	207.93	207.93
资本公积	98.44	349.62	349.62	349.62	349.62
留存收益	334.15	664.11	759.35	898.06	1,077.05
其他	(84.52)	(362.82)	(349.62)	(349.62)	(349.62)
<b>股东权益合计</b>	<b>450.06</b>	<b>789.54</b>	<b>967.29</b>	<b>1,105.99</b>	<b>1,284.99</b>
<b>负债和股东权益总</b>	<b>1,611.56</b>	<b>2,064.64</b>	<b>2,527.99</b>	<b>3,017.01</b>	<b>4,062.16</b>

现金流量表(百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
净利润	55.13	78.78	105.82	146.00	188.42
折旧摊销	3.42	3.75	5.05	6.18	6.86
财务费用	11.75	16.63	15.81	17.30	32.10
投资损失	0.00	(0.62)	(0.71)	(0.78)	(0.90)
营运资金变动	(11.11)	(272.99)	(122.74)	(305.06)	(310.79)
其它	24.28	84.99	0.00	0.00	0.00
<b>经营活动现金流</b>	<b>83.47</b>	<b>(89.46)</b>	<b>3.24</b>	<b>(136.36)</b>	<b>(84.31)</b>
资本支出	8.25	46.09	0.00	0.00	0.00
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	9.95	(163.47)	0.71	0.78	0.90
<b>投资活动现金流</b>	<b>18.20</b>	<b>(117.38)</b>	<b>0.71</b>	<b>0.78</b>	<b>0.90</b>
债权融资	265.50	373.36	225.48	488.07	751.35
股权融资	(7.78)	244.92	66.69	(17.30)	(32.10)
其他	(199.85)	(237.12)	(383.95)	(232.78)	(497.49)
<b>筹资活动现金流</b>	<b>57.87</b>	<b>381.17</b>	<b>(91.77)</b>	<b>237.99</b>	<b>221.77</b>
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>现金净增加额</b>	<b>159.55</b>	<b>174.33</b>	<b>(87.82)</b>	<b>102.41</b>	<b>138.35</b>

利润表(百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
<b>营业收入</b>	<b>1,596.91</b>	<b>1,958.12</b>	<b>2,477.91</b>	<b>3,160.62</b>	<b>4,082.95</b>
营业成本	1,382.89	1,705.82	2,156.12	2,749.43	3,550.76
营业税金及附加	19.21	6.75	8.54	10.90	14.08
营业费用	22.83	26.27	33.24	42.40	54.78
管理费用	47.01	63.75	80.68	97.98	126.57
财务费用	11.98	15.78	15.81	17.30	32.10
资产减值损失	33.71	34.75	38.23	42.05	46.26
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	0.00	0.62	0.71	0.78	0.90
其他	0.00	(2.06)	(1.42)	(1.56)	(1.79)
<b>营业利润</b>	<b>79.28</b>	<b>106.44</b>	<b>145.99</b>	<b>201.33</b>	<b>259.30</b>
营业外收入	3.22	1.23	1.57	1.59	1.90
营业外支出	4.83	(0.68)	2.03	2.13	2.08
<b>利润总额</b>	<b>77.66</b>	<b>108.34</b>	<b>145.53</b>	<b>200.79</b>	<b>259.12</b>
所得税	22.53	29.56	39.71	54.79	70.70
<b>净利润</b>	<b>55.13</b>	<b>78.78</b>	<b>105.82</b>	<b>146.00</b>	<b>188.42</b>
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>归属于母公司净利润</b>	<b>55.13</b>	<b>78.78</b>	<b>105.82</b>	<b>146.00</b>	<b>188.42</b>
每股收益(元)	0.27	0.38	0.51	0.70	0.91

主要财务比率	2016	2017	2018E	2019E	2020E
<b>成长能力</b>					
营业收入	19.34%	22.62%	26.55%	27.55%	29.18%
营业利润	48.35%	34.26%	37.16%	37.91%	28.79%
归属于母公司净利润	51.21%	42.90%	34.33%	37.97%	29.05%
<b>获利能力</b>					
毛利率	13.40%	12.88%	12.99%	13.01%	13.03%
净利率	3.45%	4.02%	4.27%	4.62%	4.61%
ROE	12.25%	9.98%	10.94%	13.20%	14.66%
ROIC	18.85%	24.91%	19.50%	22.03%	20.75%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	72.07%	61.76%	61.74%	63.34%	68.37%
净负债率	221.54%	78.81%	45.72%	87.12%	73.84%
流动比率	1.29	1.48	1.51	1.53	1.46
速动比率	1.23	1.40	1.44	1.44	1.38
<b>营运能力</b>					
应收账款周转率	1.31	1.70	1.69	1.66	1.64
存货周转率	24.79	22.42	22.30	21.98	21.63
总资产周转率	0.98	1.07	1.08	1.14	1.15
<b>每股指标(元)</b>					
每股收益	0.27	0.38	0.51	0.70	0.91
每股经营现金流	0.40	-0.43	0.02	-0.66	-0.41
每股净资产	2.16	3.80	4.65	5.32	6.18
<b>估值比率</b>					
市盈率	36.77	25.73	19.16	13.89	10.76
市净率	4.50	2.57	2.10	1.83	1.58
EV/EBITDA	0.00	20.34	10.68	8.64	6.93
EV/EBIT	0.00	20.87	11.01	8.89	7.10

资料来源：公司公告，天风证券研究所



### 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

### 一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。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。客户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、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估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，天风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。

天风证券的销售人员、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。天风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。天风证券的资产管理部门、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。

### 特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司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。因此，投资者应当考虑到天风证券及/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一参考依据。

### 投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

### 天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100031	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-68815388	电话：(86755)-23915663
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-68812910	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com