

聚焦主业，打造建筑装饰一体化总承包服务商

首次覆盖报告

王小勇(分析师)

0755-82312484

wangxiaoyong1@xsdzq.cn

证书编号: S0280517070001

王斌(联系人)

wangbin1@xsdzq.cn

证书编号: S0280117080044

王萌(联系人)

wangmeng@xsdzq.cn

证书编号: S0280117090007

● 建筑装饰综合性集团，业绩持续稳定增长：

维业股份是一家以建筑装饰设计与施工为主的综合性企业集团，具备承接各类建筑装饰工程的资格和能力，打造了大量精品工程，已连续15年入选中国建筑装饰“百强”企业前列。上市以来公司业绩亮眼，增长稳健，2017年全年实现营收19.58亿元，同比增长22.62%；实现归母净利润7877.93万元，同比增长42.90%。公司着力提高项目管理效率和质量，加大业务开拓力度，未来业绩将继续维持稳定增长。

● 工装业务经营稳健，加快产业链布局：

公司加强重点区域布局，围绕一带一路、粤港澳大湾区、京津冀一体化等国家政策大势，加强重点地区经营力量，着力培育优势区域市场；加快细分市场布局，重点在文博展陈、高端酒店、长租公寓、行政办公等领域建立专业型事业部，打造细分领域领先优势。在资本运作方面，公司一方面将工程与金融结合，加强融资能力；另一方面加强并购重组与对外投资，加快产业链布局。

● 住宅精装修占比提升，坚持大客户发展思路：

公司业务结构不断向住宅精装修倾斜，从营收来看，公司住宅精装修业务营收占比不断上升，从2014年的11%上升到2017年的36%；从新签订单来看，2018年以来住宅精装修新签订单占比显著增加。公司坚持“大平台、大客户”发展思路，持续开发和维护大客户，改善市场布局、加速资金回笼，以积极适应新的需求，未来有望持续受益住宅精装修比例提升的红利。

● 财务预测与估值：首次覆盖给予“推荐”评级：

我们预计公司2018-2020年实现营业收入24.02/29.64/36.85亿元，同比增长22.7%/23.4%/24.3%；实现归母净利0.99/1.19/1.43亿元，同比增长25.1%/20.7%/20.4%；对应EPS为0.47/0.57/0.69元。当前股价对应2018-2020年PE为20.9/17.3/14.4倍。考虑公司工装业务经营稳健，住宅精装修业务或将充分受益于住宅精装修比例提升的红利，业绩具备稳定增长预期，首次覆盖，给予“推荐”评级。

● **风险提示：**固定资产投资下行，房地产销售不及预期，公司业务回款情况不及预期等。

财务摘要和估值指标

指标	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	1597	1,958	2,402	2,964	3,685
增长率(%)	19.3	22.6	22.7	23.4	24.3
净利润(百万元)	55	79	99	119	143
增长率(%)	51.2	43.0	25.1	20.7	20.4
毛利率(%)	13.4	12.9	12.3	11.9	11.6
净利率(%)	3.5	4.0	4.1	4.0	3.9
ROE(%)	12.3	10.2	10.6	11.6	12.5
EPS(摊薄/元)	0.54	0.57	0.47	0.57	0.69
P/E(倍)	18.4	17.4	20.9	17.3	14.4
P/B(倍)	2.3	1.8	2.2	2.0	1.8

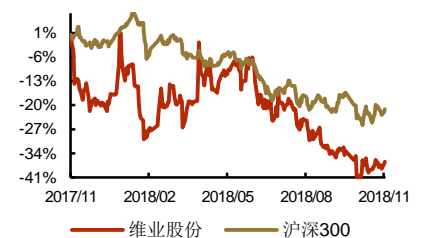
推荐(首次评级)

市场数据

时间 2018.11.13

收盘价(元):	9.92
一年最低/最高(元):	8.75/25.15
总股本(亿股):	2.08
总市值(亿元):	20.63
流通股本(亿股):	0.64
流通市值(亿元):	6.33
近3月换手率:	107.24%

股价一年走势



收益涨幅(%)

类型	一个月	三个月	十二个月
相对	5.18	-9.7	-13.0
绝对	6.27	-15.57	-35.05

相关报告

目 录

1、 维业股份：综合性专业化装修装饰上市企业新秀	4
1.1、 项目经验丰富，治理结构完善	4
1.2、 业绩持续稳定增长，全国性布局成效显著	5
2、 公装结构性回暖，住宅精装修成为新趋势	7
2.1、 公装行业呈现结构性回暖	7
2.2、 住宅精装修在政策推动下成为新趋势	8
3、 公装经营稳健，住宅精装修成为新亮点	10
3.1、 注重品牌建设，打造大量精品工程	10
3.2、 公装业务经营稳健，加快产业链布局	12
3.2.1、 加强重点区域、新兴业务和细分市场布局	12
3.2.2、 资本助力，支持主业发展	13
3.3、 住宅精装修占比提升，坚持大客户发展思路	14
3.3.1、 业务结构调整，住宅精装修业务占比提升	14
3.3.2、 推进大客户战略，与大地产商合作	14
4、 盈利预测与估值	15
5、 风险提示	16
附： 财务预测摘要	17

图表目录

图 1： 人民大会堂国家接待厅	4
图 2： 故宫博物院慈宁宫装修工程	4
图 3： 维业股份发展历程	4
图 4： 维业股份股权结构图	5
图 5： 公司近年单季度营业收入及增速	5
图 6： 公司近年单季度净利润及增速	5
图 7： 公司近年毛利率及净利率增速	6
图 8： 公司 2018 年半年度分地区营业收入情况	6
图 9： 新开星级酒店数量	7
图 10： 各类星级酒店占比	7
图 11： 文体卫相关固定资产投资完成额	8
图 12： 火车站机场固定资产投资完成额	8
图 13： 办公写字楼竣工面积及同比增速	8
图 14： 北上广深甲级写字楼面积及新增面积	8
图 15： 龙头房企在精装修领域开展布局	10
图 16： 北京首都国际机场	10
图 17： 三亚索菲特酒店	10
图 18： 公司部分荣誉	11
图 19： 公司主要作品	12
图 20： 公司业务模式战略规划	13
图 21： 公司近年分业务营业收入	14
图 22： 公司分业务新签订单占比	14
图 23： 汉京九榕台	14
图 24： 深圳湾 1 号	14

表 1: 公司新签订单情况 (单位: 千万元)	6
表 2: 精装房与毛坯房特征对比	9
表 3: 住宅精装修领域相关政策梳理	9
图 1: 龙头房企在精装修领域开展布局	10
表 4: 公司资质情况	11
表 5: 公司住宅精装修代表项目	15
表 6: 分业务营收预测 (百万元)	15

1、维业股份：综合性专业化装修装饰上市企业新秀

1.1、项目经验丰富，治理结构完善

维业股份是一家以建筑装饰设计与施工为主的综合性企业集团，拥有建筑工程施工总承包一级、建筑装修装饰工程专业承包壹级、建筑机电安装工程专业承包壹级、建筑装饰工程设计专项甲级等多项专业资质，备承接各类建筑装饰工程的资格和能力。公司承接项目包括大型场馆、星级酒店、商业综合体、文教体卫设施、交通基础设施等公共建筑和普通住宅、高档别墅等建筑的装饰设计与施工业务，代表作品有人民大会堂金色大厅、海南博鳌国宾馆、故宫博物院慈宁宫装修工程、北京首都国际机场等，已连续 15 年入选中国建筑装饰“百强”企业前列。

图1：人民大会堂国家接待厅



资料来源：公司官网，新时代证券研究所

图2：故宫博物院慈宁宫装修工程



资料来源：公司官网，新时代证券研究所

公司成立于 1994 年，在 1997-1998 年间连获“双甲”资质，并通过 ISO9001 国际质量管理体系认证；2002 年首批入选全国建筑装饰百强企业。2006-2011 年，公司驶入企业发展的快车道，以人民大会堂系列国家级工程为切入点，在商业地产、星级酒店、文博会展、住宅精装修等领域打造出一大批精品工程。公司于 2012 年完成股改整体变更为股份有限公司；2013 到 2016 年进入 IPO 筹备阶段；2017 年 3 月 16 日在深圳证券交易所创业板上市，注册资本 2.08 亿元。

图3：维业股份发展历程

1994年：深圳市维业装饰设计工程有限公司正式成立，注册资本200万元。

2002年：公司首批入选全国建筑装饰百强企业。

2005年：“维业装饰”及LOGO正式注册商标。

2012年：公司完成股改，整体变更为股份有限公司。

2013年：公司跻身全国建筑装饰“百强”企业第十一位。

2015年：公司向证监会递交资料并获得通过，实现了IPO的阶段性目标。

2016年：公司荣获“深圳百强企业、深圳质量百强企业”双百强企业殊荣。

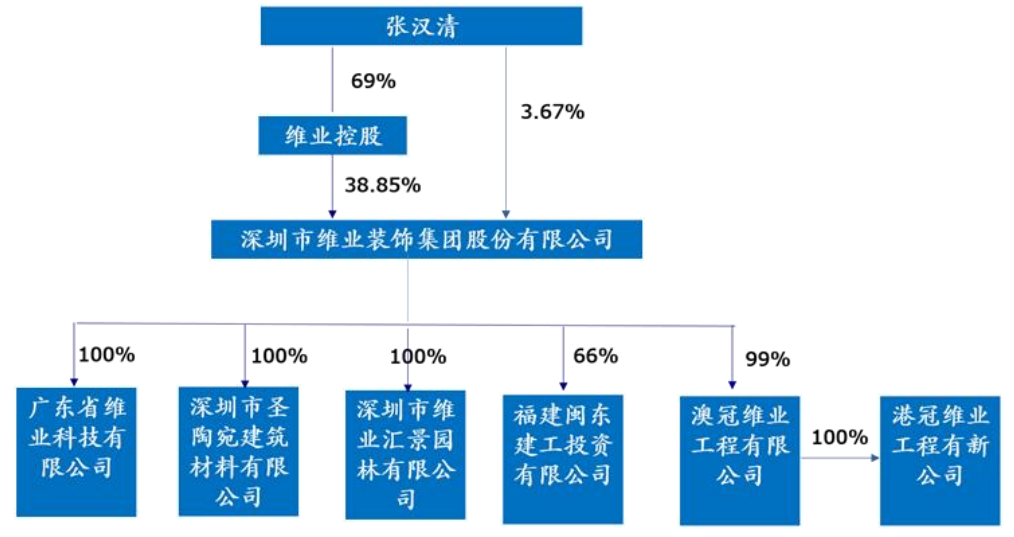
2017年：维业股份在深交所创业板成功上市，公司迎来跨越发展新时期。

2018年：维业股份蝉联“深圳知名品牌”称号。

资料来源：公司官网，新时代证券研究所

公司股权相对集中，实际控制人为张汉清先生，于1994年创立公司前身深圳市维业装饰设计工程有限公司，是中国建筑装饰三十年功勋人物，全国建筑装饰行业杰出成就企业家。张汉清除持有公司控股股东深圳市维业控股有限公司69%的股权外，还直接持有本公司3.67%的股份。公司新设全资子公司澳冠维业和港冠维业工程有限公司，积极围绕粤港澳大湾区市场进行布局，响应国家战略规划，把握政策机遇。并且现金收购福建闽东建工投资有限公司66%的股权，进一步向建筑装饰总承包服务商迈进，提升公司建筑装饰一体化服务的能力。

图4： 维业股份股权结构图

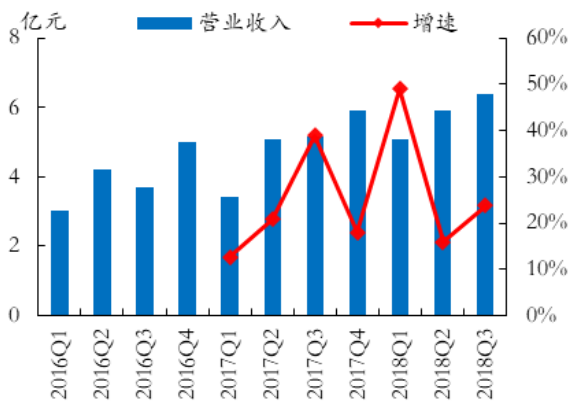


资料来源：公司财报，新时代证券研究所

1.2、业绩持续稳定增长，全国性布局成效显著

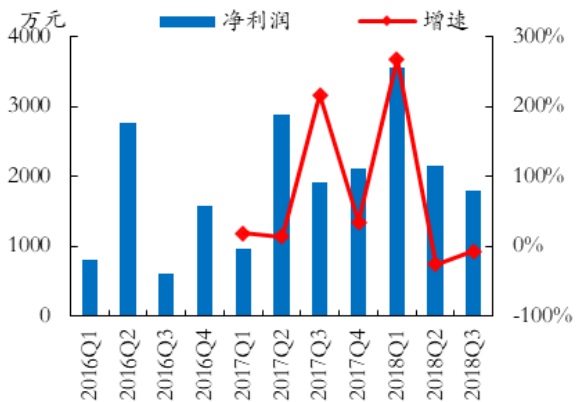
近年来公司业绩亮眼，增长稳健，2017年全年实现营收19.58亿元，同比增长22.62%；实现归母净利润7877.93万元，同比增长42.90%。截至2018年第三季度公司实现营收17.37亿元，同比增长27.17%；实现归母净利润7496.20亿元，同比增长29.99%。公司着力提高项目管理效率和质量，加大业务开拓力度，未来业绩将继续维持稳定增长。

图5： 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6： 公司近年单季度净利润及增速

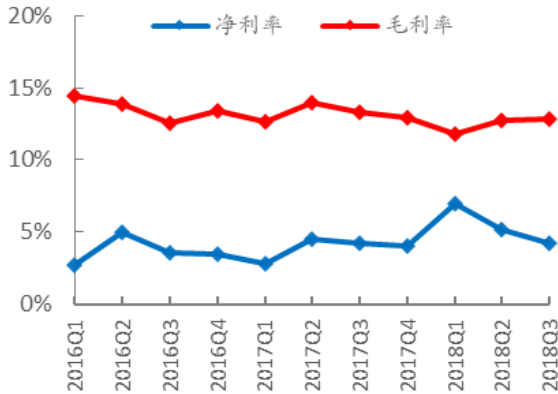


资料来源：公司财报，新时代证券研究所

公司2017年度毛利率为12.88%，同比下降0.52个百分点，净利率为4.02%，同比上升0.57个百分点。根据公司2018年三季度报告，毛利率为12.85%，同比下降0.49个百分点；净利率为4.24%，同比上升0.02个百分点。总体来看公司毛利率和净利率的波动幅度不大，整体盈利能力较稳定。

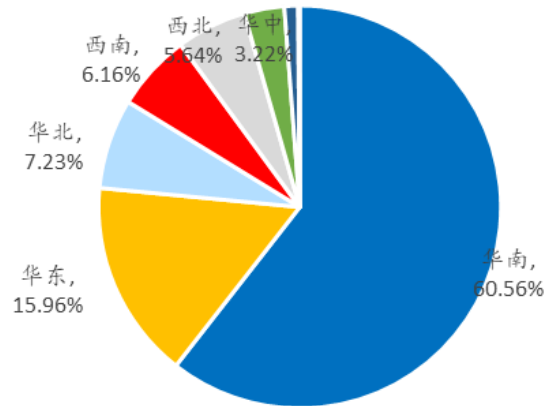
公司业务区域以华南为主，根据 2018 年半年报，华南地区的收入占比超过了 61%。近年来公司的区域营销优势不断加强，业务覆盖区域不断扩大，形成了全国性的业务网络，在华东、华北、西南、西北和华中地区均有一定的收入份额。在已经建立分支机构的区域中，公司装饰施工业务量不断增加。并且设立香港和澳门子公司，深度挖掘粤港澳大湾区市场。

图7: 公司近年毛利率及净利率增速



资料来源: 公司财报, 新时代证券研究所

图8: 公司 2018 年半年度分地区营业收入情况



资料来源: 公司财报, 新时代证券研究所

公司 2017 年全年新签订单 29.77 亿元; 截至 2018 年第三季度累计新签订单 19.98 亿元, 同比上涨 7.07%。从 2018 年新签订单的数据来看, 公共装修业务一季度出现 10.62% 的增长, 二季度同比增长 127.18%, 三季度出现 3.93% 的负增长。与之相比, 住宅装修业务一季度出现 75.78% 的负增长, 二季度出现小幅上升, 三季度微降; 设计业务一季度出现 1059.31% 的大幅上涨。毛利率较高的设计业务前三季度的新签订单超过去年全年水平, 有利于公司整体毛利率的提升。公司装修施工业务订单结构不断调整, 2018 年第二季度和第三季度住宅精装修新签订单占比不断增加, 业务结构不断向住宅精装修倾斜。截至 2018 年第三季度, 公司累计已签约未完工订单金额 26.56 亿元, 充足的在手订单为未来业绩的稳健增长提供保障。

表1: 公司新签订单情况 (单位: 千万元)

项目	2017Q1	2017Q2	2017Q3	2017Q4	2018Q1	yoy	2018Q2	yoy	2018Q3	yoy
单季度新签订单	62.37	41.00	83.24	111.04	48.13	-22.84%	71.34	73.98%	80.31	-3.52%
公共装修	34.77	21.80	51.88	75.87	38.46	10.62%	49.53	127.18%	49.85	-3.93%
住宅装修	27.34	18.51	30.61	33.18	6.62	-75.78%	21.30	15.05%	29.71	-2.95%
设计业务	0.26	0.69	0.74	1.99	3.04	1059.31%	0.52	-25.52%	0.76	1.70%
截至报告期末累计已签约未完工订单金额	203.12	190.03	179.77	247.15	251.66	23.90%	257.19	35.34%	265.64	47.77%
公共装修	122.43	110.93	102.26	152.11	177.64	45.09%	186.81	68.41%	196.26	91.91%
住宅装修	80.39	78.47	76.82	92.13	69.44	-13.63%	65.98	-15.92%	69.09	-10.06%
设计业务	0.30	0.63	0.69	2.91	4.59	1439.85%	4.40	596.30%	0.30	-56.82%
截至报告期末累计已中标未签约订单金额	7.76	9.49	74.64	19.03	26.48	241.04%	9.54	0.49%	33.25	-55.45%
公共装修	4.26	4.14	62.45	15.91	23.60	453.67%	9.30	124.56%	14.35	-77.02%
住宅装修	3.50	5.35	11.66	3.12	2.85	-18.58%	0.20	-96.34%	18.50	58.67%
设计业务	-	-	0.53	-	0.02	-	0.04	-	0.40	-24.91%

资料来源: 公司公告, 新时代证券研究所

2、公装结构性回暖，住宅精装修成为新趋势

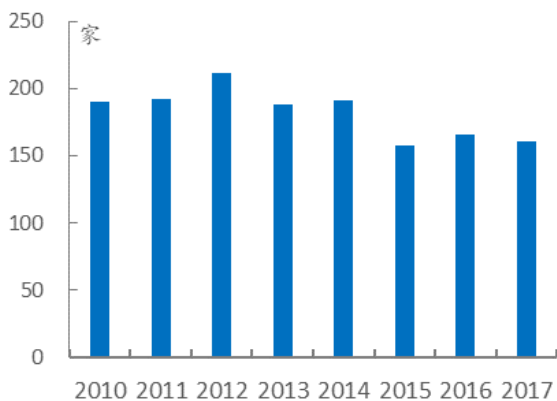
2.1、公装行业呈现结构性回暖

公装主要是指对办公建筑、商业建筑、旅游建筑、教科文体卫建筑及交通运输类建筑等的装修装饰与改造活动，因此大致可以分为酒店、市政基建、办公楼及商业中心三个子行业，由于各个子行业的驱动力不同，从而导致公装行业整体的周期性并不明显。

新经济形势下新消费理念助推酒店业发展，酒店装修市场前景广阔。近年来，消费升级使得旅游人数大增，同时叠加国内大型会议活动增多，酒店业蓬勃发展。在经历过 2014 年的高速增长后期后，近三年国内中高端酒店市场发展渐趋合理。近三年新开业中高端酒店近 500 家，新增供给以品牌酒店为主。2017 年全年国内新开业星级酒店 161 家，带来较大的初次装修需求。同时酒店重新装修周期同样为 6-8 年，加上中高端化发展趋势，从而导致已开业酒店的存量市场上也蕴含着较大的重新装修需求。

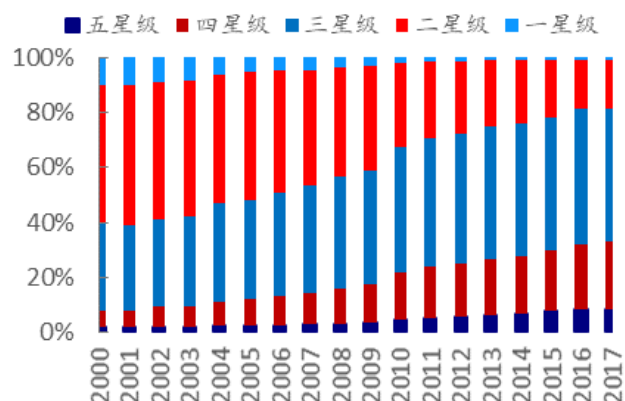
大众旅游经济的发展与差旅市场的变化，使得国内外酒店集团纷纷发力中档酒店市场。未来国内供需预计将以中档为主，并逐渐向度假及精品市场延伸。2017 年底，共有 9775 家星级饭店通过省级旅游主管部门审核，包括一星级 66 家、二星级 1774 家、三星级 4721 家、四星级 2392 家和五星级 822 家，三星级以上酒店呈明显上升态势。2018 年第二季度，国内新开业中高端酒店数量 69 家，其中国际酒店集团管理数达到 40 家，包括万豪、雅高和希尔顿等国际酒店集团。各大国际酒店集团用亮眼的数据表现，诠释了当前国内中高端酒店市场的火热行情。

图9： 新开星级酒店数量



资料来源：迈点网，新时代证券研究所

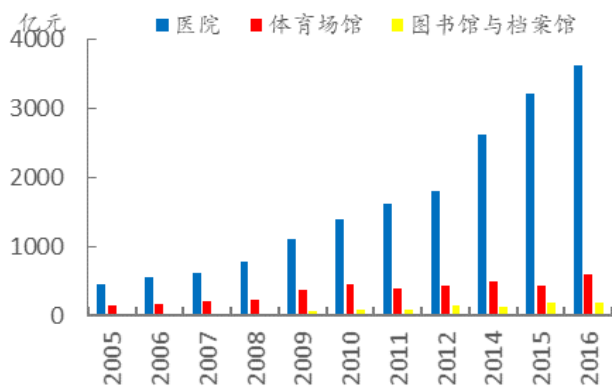
图10： 各类星级酒店占比



资料来源：国家旅游局，新时代证券研究所

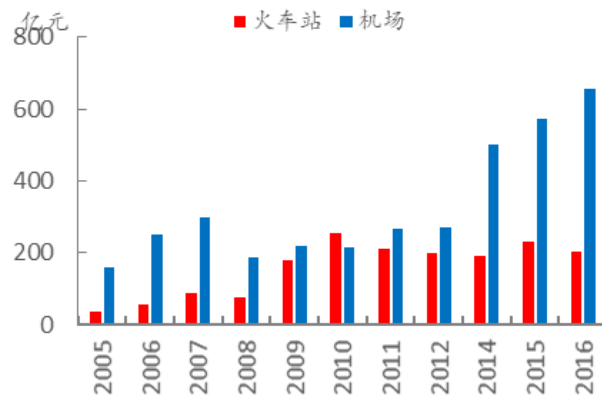
民生工程是近几年投资的重点，在医疗、教育、交通运输等领域投资的合力推动下，公装市场空间有望进一步扩大。据国家统计局资料显示，2016 年医院固定资产投资完成额达 3617 亿元，体育场馆和图书馆固定资产投资完成额也分别到达 603 亿元、180 亿元。与此同时，国家发改委发布的《中长期铁路网规划》显示，到 2020 年全国铁路网规模达到 15 万公里，其中高铁 3 万公里；到 2025 年铁路网规模达到 17.5 万公里，高铁达到 3.8 万公里左右，车站作为必要的配套设施也将成为投资规划的一部分。同样未来几年民用运输机场建设也将迎来高峰期，“十三五规划”明确指出 2016-2020 年新增民用机场 53 个。

图11: 文体卫相关固定资产投资完成额



资料来源: 国家统计局, 新时代证券研究所

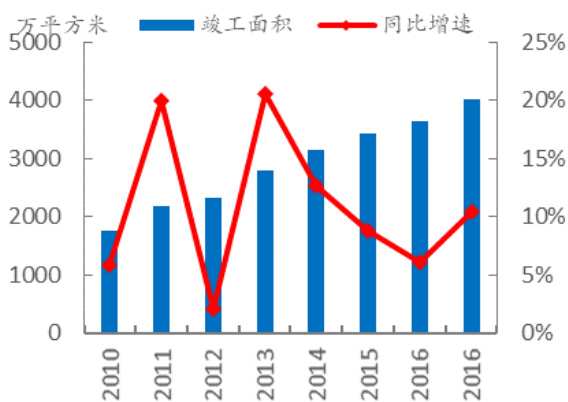
图12: 火车站机场固定资产投资完成额



资料来源: 国家统计局, 新时代证券研究所

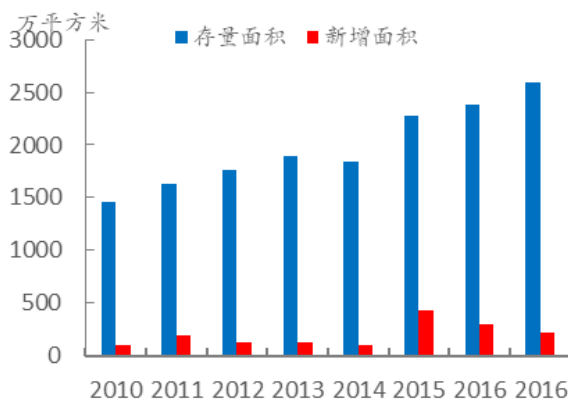
办公写字楼新增面积不减, 旧楼重装需求叠加, 办公写字楼装修装饰增量与存量市场共繁荣。随着经济持续增长, 办公写字楼新增面积不断增加, 根据国家统计局数据, 2017年办公楼竣工面积达4006万平方米, 为建筑装饰业带来可观的增量市场。同时据中国建筑装饰协会统计显示, 办公写字楼装修周期一般为6-8年, 以北上广深甲级写字楼为例, 2012年之前完工的写字楼都具有较高重新装修的可能性, 对应面积达1759万平方米。

图13: 办公写字楼竣工面积及同比增速



资料来源: 国家统计局, 新时代证券研究所

图14: 北上广深甲级写字楼面积及新增面积



资料来源: 戴德梁行, 新时代证券研究所

2.2、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2: 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

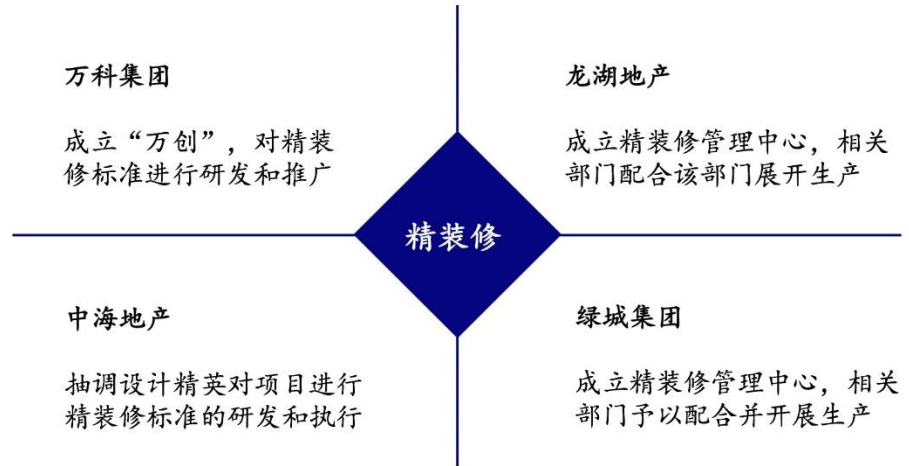
近年来, 国家不断出台住宅精装修领域相关政策, 鼓励行业发展的同时力保行业规范性, 改善住宅结构并向集约型转变, 推进住宅产业现代化。

表3: 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: 住建部、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(广东省优秀建筑装饰工程奖项目)。

图15: 龙头房企在精装修领域开展布局

资料来源：新华网、人民日报、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、公装经营稳健，住宅精装修成为新亮点

3.1、注重品牌建设，打造大量精品工程

公司成立 24 年以来，一直注重产品质量和客户服务，是我国建筑装饰行业最具市场综合竞争力的企业之一。凭借在行业内的多年积累，形成了品牌优势。公司全力拓展高端星级酒店、政府机关建筑、文教体建筑、住宅精装等；公司注重精品工程建设，成功完成了一系列的代表性装饰工程精品项目，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。

图16: 北京首都国际机场

资料来源：公司官网，新时代证券研究所

图17: 三亚索菲特酒店

资料来源：公司官网，新时代证券研究所

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》、《建筑装饰工程设计专项甲级》、《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；钢结构工程施工；建筑材料购销。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，竞争力不断增强，参与更大规模工程项目的实力得到提高。

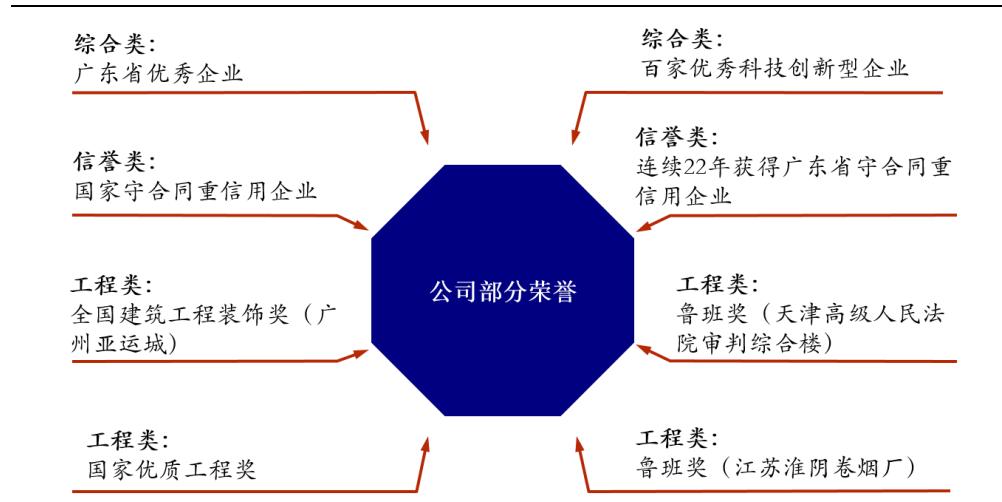
表4：公司资质情况

公司资质	
建筑工程施工总承包一级	钢结构工程专业承包一级
市政公用工程施工总承包一级	建筑机电安装工程专业承包壹级
建筑装饰工程设计专项甲级	国家机电设备安装一级
建筑装修装饰工程专业承包壹级	展示展览工程企业一级
建筑幕墙施工一级企业	电子与智能化工程专业承包一级
建筑幕墙设计甲级	地基基础工程专业承包一级
建筑幕墙专业承包壹级	机电工程施工总承包二级

资料来源：公司官网，公司公告，新时代证券研究所

维业股份以“唯诚、维信、优质、高效”为经营理念，注重精品工程建设。通过20多年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。公司获得多项荣誉，如中国建筑装饰行业百强企业，百家优秀科技创新企业，广东省500强企业等，并连续22年获得广东省守合同重信用企业；所建工程曾获鲁班奖、全国建筑工程装饰奖、深圳市金鹏奖、天山杯等。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18：公司部分荣誉



资料来源：公司官网，新时代证券研究所

公司至今已打造多个精品案例，涵盖高端星级酒店、政府机关建筑、文教体建筑、住宅精装，例如人民大会堂金色大厅、国家接待厅、北京首都国际机场、海南博鳌国宾馆、深圳湾1号、腾讯大厦、故宫博物院慈宁宫装修工程、北京华尔道夫酒店、北京颐和安缦酒店。另外还与与华润、华为、万达集团、华侨城、腾讯、比亚迪、迈瑞、鹏瑞地产等知名企业建立了长期的合作伙伴关系，深受客户以及行业、社会的信赖与好评。示范项目的承建与高质量完工足以体现公司是一家有规模、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19: 公司主要作品

政府机关类	商业建筑	星级酒店	文教体卫	机场地铁	住宅精装修
人民大会堂金色大厅	腾讯滨海大厦	海南博鳌国宾馆	故宫博物院慈宁宫装修工程	北京首都国际机场	华润万象城
人民大会堂全国人大常委会会议厅	顺丰快递总部大楼	北京华尔道夫酒店	吴忠市民俗博物馆	莫桑比克国际机场航站楼	华润幸福里
人民大会堂国家接待厅	迈瑞集团总部大楼	北京颐和安缦酒店	广州亚运城装饰工程	乌鲁木齐齐高铁站	南昌万达城
人民大会堂江西区	和记黄埔深圳总部大楼	索菲特(三亚)酒店	中国兵器装备研究院	三亚凤凰国际机场新贵宾楼	荆门万达广场住宅
人民大会堂山西厅	民生银行总部大楼	喜来登(河北)酒店	博州博物馆	深圳地铁一、三号线	深圳湾1号顶级豪华公寓
人民大会堂云南厅	中航直升机总部大楼	河北太行国宾馆	中国伞博物馆	青岛国际机场	汉京九台
人民大会堂云南厅	江苏淮阴卷烟厂总部大楼	山西饭店	天津博物馆	重庆“长江黄金三号”豪华游轮	融创御府
人民大会堂新闻发布厅			新疆医科大学第一附属医院		中海国际社区
					贵州中天未来方舟

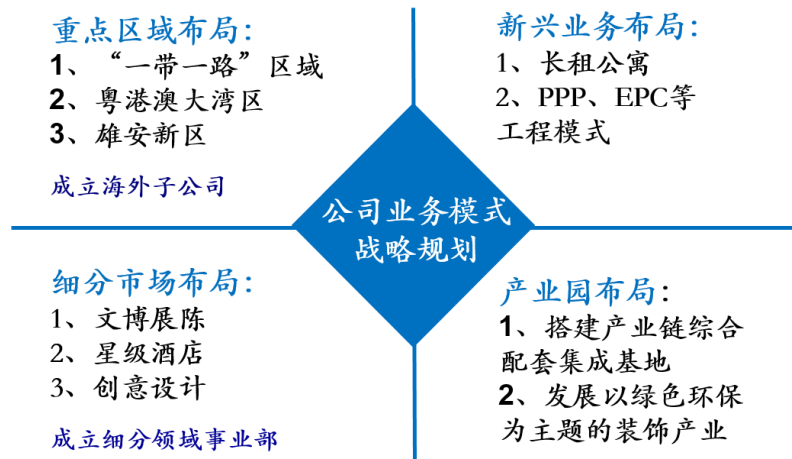
资料来源: 公司官网, 新时代证券研究所整理

同时, 公司始终紧跟建筑技术的革新, 持续进行装饰施工技术的创新和装饰设计艺术创新, 公司自主研发的多项技术获得全国建筑装饰行业科技创新成果奖。公司设有专门的设计研发中心, 拥有核心精英原创设计团队以及深化设计团队, 其服务范围覆盖各类空间设计, 能够实现设计、施工一体化带来的协同效应优势, 更好地将设计理念和工程施工相结合, 打造精品工程。

3.2、公装业务经营稳健, 加快产业链布局

3.2.1、加强重点区域、新兴业务和细分市场布局

公司响应国家政策, 加强了重点区域的布局。根据“一带一路”倡议, 加强了在一带一路沿线国家的布局; 根据雄安新区相关政策, 调整了公司在京津冀地区的布局; 根据粤港澳大湾区建设等政策, 进行广东沿海城市和香港、澳门地区的产业布局。并且加大了海外市场布局, 先后投资成立澳门、香港、越南子公司。通过逐步积累海外项目经营的经验, 提高公司海外项目运营能力和风险控制能力。目前在海外地区已取得了一定的业务承接能力和业务机会。

图20: 公司业务模式战略规划

资料来源:公司公告,新时代证券研究所整理

在新兴业务布局方面,公司积极开拓政策风口的长租公寓项目,目前与西安楼市通、深圳和智资产有项目合作。同时,积极涉足PPP、EPC等工程新模式,打开产业一体化的通道。

在细分市场布局方面,公司以文博展馆、星级酒店、创意设计等为切入点,并成立相关细分领域的事业部,全方位挖掘未来利润增长点。加快市场投入,打造细分市场优势地位,进一步提升公司盈利能力,不断增加公司在细分市场的业务总量、业务增长速度和社会影响力。

在产业园布局方面,公司在深汕合作区建立了维业科技高新产业园,搭建了产业链综合配套集成基地,发展以绿色环保为主题的装饰产业。该产业园不但集生产、研发、销售、技术创新于一体,还是工厂化加工、现场装配的上下游产业联动的产业链配套体系。

3.2.2、资本助力,支持主业发展

公司充分利用资金优势及融资优势一方面加强融资能力,将工程与金融结合带动公司业务规模提升。公司与深圳勤智资本合作发起设立物联网产业基金,积极探索智能装饰,进一步提升了公司核心竞争力和综合实力,为上市公司战略发展和产业链布局奠定了基础。同时,投资设立“深圳市维业智汇股权投资管理有限公司”作为公司股权投资平台,未来可能投资于符合公司发展战略和产业链布局的项目和企业,有效的与传统建筑装饰行业相结合,进一步促进公司上下游产业链发展。

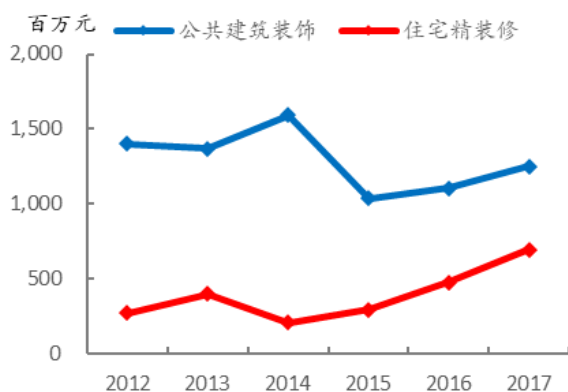
另一方面,公司加强了并购重组及对外投资力度,设立产业并购基金,通过外延式并购加快产业链布局的速度。公司2018年4月13日以自有资金5940亿元收购福建闽东建工投资有限公司66%股权,同时对其进行投资,投资的金额为公司本次交易的成交金额及本次交易产生的认缴出资义务,合计为11880万元人民币。完成收购后,公司在经营范围和经营能力方面得到了大幅度的提升,具备了总承包、市政工程、钢结构、智能化等十多个一级资质,充分发挥装饰、总承包、钢结构、消防等多专业协同,进一步提升公司综合服务能力。

3.3、住宅精装修占比提升，坚持大客户发展思路

3.3.1、业务结构调整，住宅精装修业务占比提升

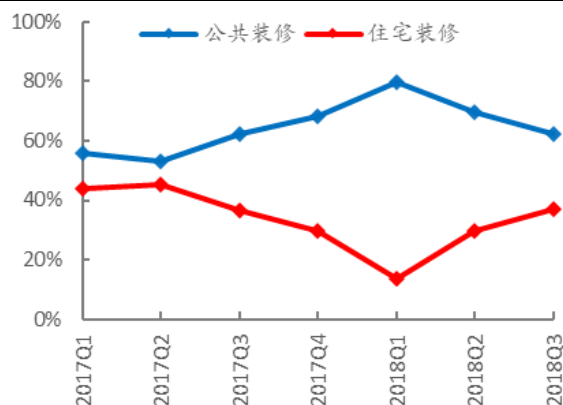
从营业收入端来看，住宅精装修营收占比不断上升，从2014年的11%上升到2017年的36%。从新签订单来看，2017年第一季度和第二季度公装和住宅精装修订单占比差异不大，但从第二季度开始，公装占比不断增加，住宅精装修占比不断下降，到2018年第一季度达到低点然后开始上升，2018年第二季度和第三季度住宅精装修新签订单占比不断增加。综合来看，公司住宅精装修业务近年来增速加快，公司业务结构不断向住宅精装修业务倾斜。

图21： 公司近年分业务营业收入



资料来源：Wind，新时代证券研究所

图22： 公司分业务新签订单占比



资料来源：公司公告，新时代证券研究所

3.3.2、推进大客户战略，与大地产商合作

近年来，公司调整客户结构，坚持“大平台、大客户”发展思路。强化客户评估及背景调查，建立严谨的立项机制，深挖客户需求，开拓了一批有实力、有信用、有口碑的优质客户。并且详细梳理重点客户，强化业务流中节点控制，提高中标率，从而提高公司的市场占有率。持续开发和维护大客户，改善市场布局、加速资金回笼，以积极适应新政策的需求。

图23： 汉京九榕台



资料来源：公司官网，新时代证券研究所

图24： 深圳湾1号



资料来源：公司官网，新时代证券研究所

公司与华润、万达集团、鹏瑞地产、汉京集团、中海地产、融创中国等知名地产企业建立了长期的合作伙伴关系，众多精装修项目成为住宅精装修行业的代表项目。根据2017年年报，公司前五名客户合计销售金额占年度销售总额比例19.42%，随着大客户战略的推进，该比例将会继续增加。

表5：公司住宅精装修代表项目

住宅精装修代表项目		
华润集团	华润幸福里	大型城市综合体高端住房项目
	华润城润府	大型城市综合体高端住房项目
	华润万象城项目	大型城市综合体高端住房项目
	华润惠州小径湾	高品质滨海型度假公寓
万达集团	台州经开万达广场	大型城市综合体高端住房项目
	南昌万达城	大型城市综合体高端住房项目
	荆门万达广场住宅	大型城市综合体高端住房项目
鹏瑞集团	深圳湾1号顶级豪华公寓	深圳豪宅精装修顶级代表
汉京集团	汉京九榕台	深圳高端山景豪宅
融创中国	融创御府	城市高端住宅项目
中海地产	中海国际中心	城市高端住宅项目
中天城投	贵阳中天未来方舟	大型居住、度假社区

资料来源：公司官网，新时代证券研究所

4、盈利预测与估值

公司主营业务按照项目可细分为公共建筑装饰、住宅精装修、装饰设计业务及其他，通过对每项业务的营收增速及毛利率变化情况进行合理预测，可以得到公司最终的盈利预测与估值。公司的公共建筑装饰、住宅精装修、装饰设计业务这三项合计营收占比达90%以上，下表是对这三项的盈利预测进行详细说明：

表6：分业务营收预测（百万元）

项目	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
公共建筑装饰					
营业收入	1104	1250	1344	1445	1546
Yoy	6.52%	13.23%	7.50%	7.50%	7.00%
毛利	147	156	162	170	178
毛利率	13.33%	12.46%	12.05%	11.80%	11.50%
住宅精装修					
营业收入	475	695	1042	1501	2116
yoy	63.04%	46.27%	50.00%	44.00%	41.00%
毛利	64	93	130	180	224
毛利率	13.39%	13.39%	12.50%	12.00%	11.55%
装饰设计业务					
营业收入	13	12	15	18	22
yoy	31.99%	-2.66%	20.00%	20.00%	20.00%
毛利	3	3	3	4	4
毛利率	24.63%	24.50%	20.00%	20.00%	20.00%

资料来源：Wind，新时代证券研究所

根据我们的盈利预测,公司 2018-2020 年实现营业收入 24.02/29.64/36.85 亿元,同比增长 22.7%/23.4%/24.3%; 实现归母净利 0.99/1.19/1.43 亿元,同比增长 25.1%/20.7%/20.4%; 对应 EPS 为 0.47/0.57/0.69 元。当前股价对应 2018-2020 年 PE 为 20.9/17.3/14.4 倍,首次覆盖,给予“推荐”评级。

5、风险提示

固定资产投资下行,房地产销售不及预期,公司业务回款情况不及预期等。

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)						利润表(百万元)					
	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E		2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
流动资产	1482	1879	2145	2548	3040	营业收入	1597	1958	2402	2964	3685
现金	274	460	709	774	834	营业成本	1383	1706	2107	2610	3258
应收账款	1071	1161	1120	1383	1719	营业税金及附加	19	7	8	10	13
其他应收款	28	45	56	69	85	营业费用	23	26	32	40	49
预付账款	5	3	3	4	5	管理费用	47	64	78	97	120
存货	69	106	131	162	202	财务费用	12	16	7	8	9
其他流动资产	36	103	127	157	195	资产减值损失	34	35	36	38	40
非流动资产	129	186	182	174	168	公允价值变动收益	0	0	0	0	0
长期投资	0	0	0	0	0	投资净收益	0	1	0	0	0
固定资产	25	25	68	64	60	营业利润	79	106	133	162	195
无形资产	15	15	14	12	11	营业外收入	3	1	2	2	2
其他非流动资产	89	146	100	98	97	营业外支出	5	-1	-1	-1	-1
资产总计	1612	2065	2327	2722	3208	利润总额	78	108	136	164	198
流动负债	1152	1267	1379	1676	2043	所得税	23	30	37	45	54
短期借款	266	373	300	350	400	净利润	55	78	99	119	143
应付账款	773	674	833	1032	1288	少数股东损益	0	0	0	0	0
其他流动负债	114	219	246	294	356	归属母公司净利润	55	79	99	119	143
非流动负债	9	8	8	8	8	EBITDA	94	124	149	179	213
长期借款	0	0	0	0	0	EPS(元)	0.54	0.57	0.47	0.57	0.69
其他非流动负债	9	8	8	8	8						
负债合计	1161	1275	1387	1684	2051						
少数股东权益	0	14	14	14	14	主要财务比率	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
股本	102	139	208	208	208	成长能力					
资本公积	98	350	350	350	350	营业收入(%)	19.3	22.6	22.7	23.4	24.3
留存收益	250	288	369	467	585	营业利润(%)	48.4	33.2	26.3	21.1	20.7
归属母公司股东权益	450	776	927	1025	1143	归属于母公司净利润(%)	51.2	43.0	25.1	20.7	20.4
负债和股东权益	1612	2065	2327	2722	3208	获利能力					
						毛利率(%)	13.4	12.9	12.3	11.9	11.6
						净利率(%)	3.5	4.0	4.1	4.0	3.9
						ROE(%)	12.3	10.2	10.6	11.6	12.5
						ROIC(%)	9.1	7.6	8.2	8.9	9.5
						偿债能力					
						资产负债率(%)	72.1	61.8	59.6	61.9	63.9
						净负债比率(%)	16.5	18.1	12.9	12.9	12.5
						流动比率	1.3	1.5	1.6	1.5	1.5
						速动比率	1.2	1.4	1.5	1.4	1.4
						营运能力					
						总资产周转率	1.0	0.9	1.0	1.1	1.1
						应收账款周转率	1.3	1.8	2.1	2.4	2.4
						应付账款周转率	1.7	2.4	2.8	2.8	2.8
						每股指标(元)					
						每股收益(最新摊薄)	0.54	0.57	0.47	0.57	0.69
						每股经营现金流(最新摊薄)	0.82	-0.65	1.35	0.22	0.23
						每股净资产(最新摊薄)	4.41	5.60	4.46	4.93	5.50
						估值比率					
						P/E	18.35	17.44	20.91	17.32	14.39
						P/B	2.25	1.77	2.23	2.01	1.80
						EV/EBITDA	26.20	19.8	16.5	13.7	11.5

现金流量表(百万元)					
	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
经营活动现金流	83	-89	280	46	47
净利润	55	79	99	119	143
折旧摊销	3	3	8	10	9
财务费用	12	16	7	8	9
投资损失	0	-1	0	0	0
营运资金变动	-8	-519	179	-162	-206
其他经营现金流	22	333	-13	71	91
投资活动现金流	18	-117	-2	-2	-2
资本支出	-8	-45	-2	-2	-2
长期投资	5	-2	0	0	0
其他投资现金流	15	-164	-4	-4	-4
筹资活动现金流	58	381	-29	21	15
短期借款	0	0	-73	50	50
长期借款	0	0	0	0	0
普通股增加	0	37	69	0	0
资本公积增加	0	251	0	0	0
其他筹资现金流	58	93	-25	-29	-35
现金净增加额	160	174	249	65	60

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 邮箱：haoying1@xsdzq.cn
上海	吕莅琪 销售总监
	固话：021-68865595 转 258 邮箱：lvyuqi@xsdzq.cn
广深	吴林蔓 销售总监
	固话：0755-82291898 邮箱：wulinman@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23楼2317室	邮编：518046

公司网址：<http://www.xsdzq.cn/>