

做强设计，做精工程，品牌酒店装饰冠军未来可期

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

● 品牌酒店装饰领域冠军，业绩增长稳健：

亚泰国际是中国高端公共建筑装饰行业的领先企业之一，也是高端星级酒店特别是国际品牌酒店装饰领域的领军品牌。公司大力发展设计及工程业务，积极拓展优质客户，承接订单增加，带来收入和净利润的稳步增长。2018 年前三季度实现营收 15.63 亿元，同比增长 17.86%；实现归母净利润 0.79 亿元，同比增长 30.33%。截至 2018 年第二季度，公司累计已签约未完工订单 40.21 亿元，充足在手订单为未来业绩增长提供有力的保障。

● 高端酒店设计实力世界一流，品牌优势突出：

公司设计业务以原创设计为主，其设计水平已获得国际酒店管理集团及国际同行的认可，旗下拥有的国际化设计品牌——Cheng Chung Design (CCD)，在美国权威专业室内设计杂志《室内设计》(Interior Design) 评出的“2013 年全球酒店设计百大排行榜”中位居全球第三。公司自建立起就将原创设计纳入公司发展战略的首位，其设计业务营收占比从 2016 年的 15% 上升至 2018 年中报的 18%，稳居同行业第一。设计业务毛利率在 2018 年上半年达 39.19%，领先于国内同行业其他可比上市公司，拥有绝对竞争优势。

● 聚焦 EPC 模式发展战略，提升市场占有率：

公司拥有丰富的高端星级酒店建筑装饰设计、装饰工程建设与装饰配套服务的成功经验，在此之上打通服务流程，形成独具特色的 EPC 服务模式。公司旗下的设计品牌 CCD 和工程品牌 ATG 实现设计与施工的完美衔接，保证 EPC 模式的成功推广和运用。2017 年 EPC 工程项目实现营业收入 8.79 亿元，占公司营业收入总额的 48.16%。公司将 EPC 模式定位为企业未来业务承接的主要模式，目前已通过 EPC 模式完成了多个高端星级酒店的项目，并顺利向业主及酒管公司交付，例如深圳中洲万豪酒店、北京三里屯 1 号洲际酒店、杭州泛海美高梅钓鱼台酒店等项目。

● 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 21.80/24.89/28.18 亿元，同比增长 19.4%/14.2%/13.2%；实现归母净利润 1.37/1.72/2.10 亿元，同比增长 27.5%/24.8%/22.5%；对应 EPS 为 0.76/0.95/1.17 元。当前股价对应 2018-2020 年 PE 为 19.9/16.0/13.0 倍。考虑公司设计实力领先，品牌优势突出，叠加 EPC 模式发展顺利，首次覆盖，给予“推荐”评级。

● 风险提示：地产周期性波动，回款风险。

财务摘要和估值指标

指标	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	1664	1,825	2,180	2,489	2,818
增长率(%)	-7.9	9.7	19.4	14.2	13.2
净利润(百万元)	81	108	137	172	210
增长率(%)	-26.1	33.2	27.5	24.8	22.5
毛利率(%)	18.4	17.2	16.9	17.6	18.3
净利率(%)	4.9	5.9	6.3	6.9	7.5
ROE(%)	6.6	8.3	9.9	11.4	12.8
EPS(摊薄/元)	0.45	0.60	0.76	0.95	1.17
P/E(倍)	33.9	25.4	19.9	16.0	13.0
P/B(倍)	2.2	2.1	2.0	1.8	1.7

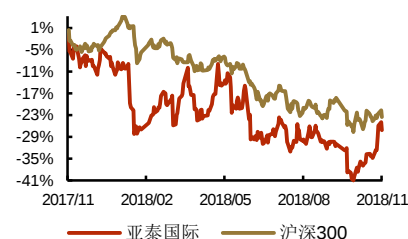
推荐 (首次评级)

市场数据

时间 2018.11.20

收盘价(元):	15.18
一年最低/最高(元):	11.8/21.52
总股本(亿股):	1.8
总市值(亿元):	27.32
流通股本(亿股):	0.45
流通市值(亿元):	6.83
近 3 月换手率:	109.25%

股价一年走势



收益涨幅 (%)

类型	一个月	三个月	十二个月
相对	20.85	6.05	-3.75
绝对	23.52	4.56	-26.09

相关报告

目 录

1、 品牌酒店装饰领域冠军，设计实力全球领先.....	3
1.1、 高端星级酒店装饰领军品牌，治理结构完善.....	3
1.2、 业绩增长稳健，在手订单充足	4
2、 高端星级酒店建设规模持续扩张，带来大量建筑装饰需求.....	5
3、 做强设计，做精工程，打造设计和施工一流品牌.....	8
3.1、 高端酒店设计实力跻身世界一流水平，品牌优势突出.....	8
3.2、 聚焦 EPC 模式发展战略，提升市场占有率	11
3.3、 积极拓展综合业务，扩大国内及境外市场份额.....	13
4、 盈利预测与估值.....	14
5、 风险提示	15
附： 财务预测摘要.....	16

图表目录

图 1: 公司股权结构及其控股子公司	3
图 2: 公司近年单季度营业收入及增速	4
图 3: 公司近年单季度净利润及增速	4
图 4: 公司近年分业务营业收入	4
图 5: 公司近年分地区营业收入	4
图 6: 新开星级酒店数量	6
图 7: 各类星级酒店占比	6
图 8: 办公写字楼竣工面积及同比增速	7
图 9: 北上广深甲级写字楼面积及新增面积	7
图 10: 设计业务营收及同比增速	8
图 11: 公司经典案例	9
图 12: 酒店集团合作伙伴	10
图 13: 地产集团合作伙伴	10
图 14: 建筑装饰行业可比上市公司设计业务毛利率	11
图 15: 建筑装饰公司设计业务占比情况	11
图 16: 丽江铂尔曼度假酒店	12
图 17: 上海佘山世茂洲际酒店	12
图 18: 施工业务营收占比	13
图 19: 公司全国营销网络布局	13
图 20: 缅甸仰光泛太平洋酒店	14
图 21: 英国伦敦万达文华酒店	14
表 1: 公司新签订单情况（亿元）	5
表 2: 部分国际品牌酒店在华发展计划	6
表 3: Interior Design“2013 年全球酒店设计排名”	8
表 4: Cheng Chung Design（CCD）获得的国际奖项	9
表 5: 公司资质情况	12

1、品牌酒店装饰领域冠军，设计实力全球领先

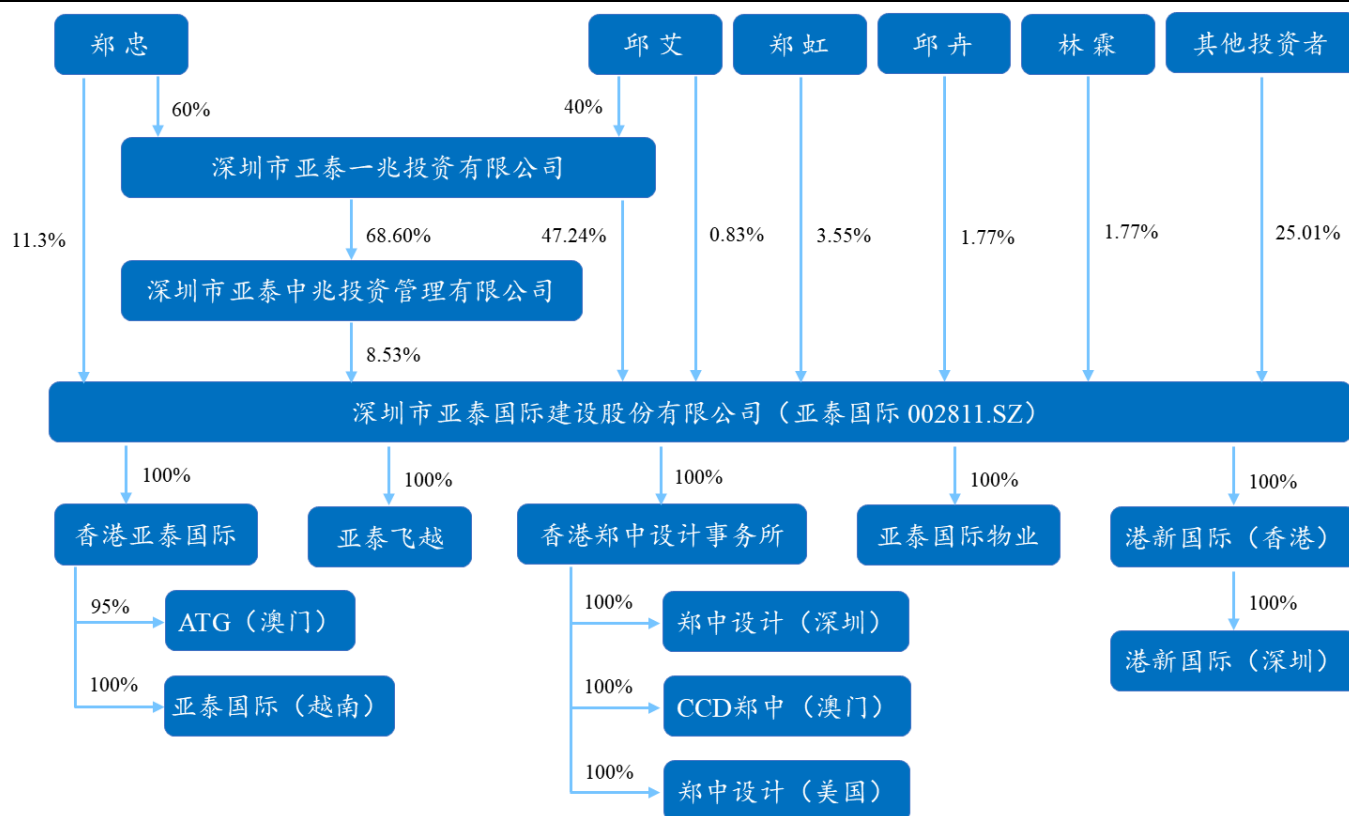
1.1、高端星级酒店装饰领军品牌，治理结构完善

深圳市亚泰国际建设股份有限公司是中国高端公共建筑装饰行业的领先企业之一，也是高端星级酒店特别是国际品牌酒店装饰领域的领军品牌。公司成立至今涉足国际顶级品牌酒店、高质量住宅、高档写字楼、豪华会所、商业综合体等多领域装饰设计与工程建设；持有《建筑装饰工程设计专项甲级》和《建筑装修装饰工程专业承包壹级》资质，资质级别已经达到建筑装饰企业的最高级别。

2016年9月，公司正式在深交所挂牌上市，股票名称：亚泰国际，股票代码：002811.SZ。公司创始人郑忠先生是国际著名的设计师，公司从建立之初就把原创设计业务放在发展战略的第一位，在国际各类设计评选和排名中屡获殊荣。公司的实际控制人为郑忠、邱艾夫妇，直接和间接持有公司67.9%的股权；前十大股东中，郑虹为郑忠之妹、邱卉为邱艾之妹、林霖为邱卉之夫，各持有公司3.55%、1.77%和1.77%的股权。

公司全力聚焦装饰设计与工程建设业务。在设计上，公司旗下香港郑中设计事务所2015年3月取得郑中设计（美国）100%股权；并于2017年10月，获得澳门CCD100%股权。2018年4月，公司收购环球资源置业（深圳）100%股权，并更名为深圳亚泰国际物业，用以支持深圳创意设计中心物料管理等工作。在工程建设上，公司于2016年10月设立香港亚泰国际建设有限公司，该子公司在2017年10月取得澳门ATG95%的股权，并于2018年4月新设立亚泰国际（越南）二级子公司。

图1：公司股权结构及其控股子公司



资料来源：2018 半年报，公司公告，新时代证券研究所

1.2、业绩增长稳健，在手订单充足

公司经营稳健，2017 年全年实现营收 18.25 亿元，同比上升 9.69%；实现归母净利润 1.08 亿元，同比上升 33.16%。2018 年前三季度，公司实现营收 15.63 亿元，同比增长 17.86%；实现归母净利润 0.79 亿元，同比增长 30.33%。公司整体净利润增长表现优于营收增长的主要是净利润率高的设计业务的高速增长带来的。公司大力发展设计及工程业务，积极拓展优质客户，承接订单增加，带来收入和净利润的稳步增长。

图2： 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3： 公司近年单季度净利润及增速

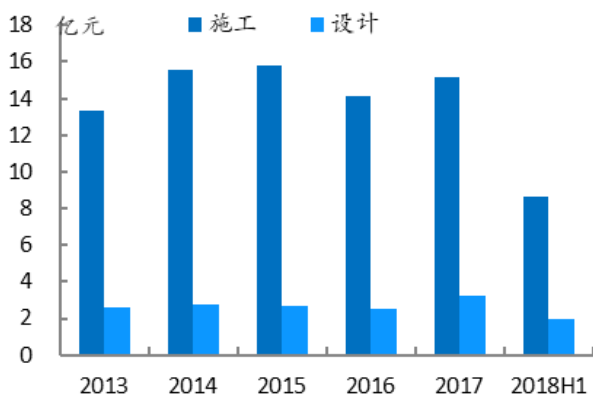


资料来源：公司财报，新时代证券研究所

公司的主营业务为装饰工程施工及设计，其中施工是公司收入的主要来源，近年来营收占比基本保持在 80%以上。设计业务营收占比也在逐年提高，设计业务毛利率较高，带动公司整体毛利率提升。2018 年上半年公司施工业务实现营收 8.62 亿元，占比 81.71%，设计业务实现营收 1.93 亿元，占比 18.29%。

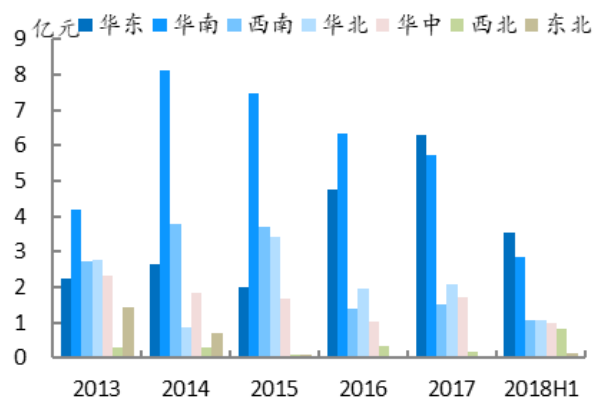
按照地区来看，公司近年来华东地区营收逐渐增长，华南地区营收逐渐下降，自 2017 上半年华东地区营收超越华南地区，成为公司营收贡献最大的区域。2018 年上半年，华东/华南/西南/华北/华中/西北/东北/境外营收占比分别为 33.67%/27.22%/10.25%/10.09%/9.41%/7.73%/1.25%/0.37%，同比增减 47.06%/-5.58%/59.10%/14.46%/92.11%/1811.16%/196.32%/-93.36%。

图4： 公司近年分业务营业收入



资料来源：公司财报，新时代证券研究所

图5： 公司近年分地区营业收入



资料来源：公司财报，新时代证券研究所

公司 2018 年第一季度新签订单出现大幅下滑至 2.11 亿元，同比减少 56.67%；2018 年第二季度订单回升至 14.42 亿元，同比增长 45.07%。其中工程建设订单一季度大幅下降至 0.32 亿元，同比减少 92.23%，第二季度增加至 11.28 亿元，同比增长 28.18%；装饰设计订单涨势迅猛，一季度为 1.79 亿元，同比增长 138.67%，二季度为 3.14 亿元，同比增长 177.88%。毛利率较高的装饰设计业务订单快速增长，有助于公司未来整体毛利率水平的提升。截至 2018 年第二季度，公司累计已签约未完工订单 40.21 亿元，充足的在手订单为未来业绩增长提供有力的保障。

表1： 公司新签订单情况（亿元）

项目	2016Q4	2017Q1	2017Q2	2017Q3	2017Q4	yoy	2018Q1	yoy	2018Q2	yoy
单季度新签订单金额	5.07	4.87	9.94	7.88	7.23	42.60%	2.11	-56.67%	14.42	45.07%
工程建设	3.96	4.12	8.80	6.92	5.94	50.00%	0.32	-92.23%	11.28	28.18%
装饰设计	1.11	0.75	1.13	0.97	1.29	16.22%	1.79	138.67%	3.14	177.88%
单季度中标未签订单金额	5.73	2.34	1.63	1.83	2.54	-55.67%	8.23	251.71%	5.18	217.79%
工程建设	5.20	1.71	1.14	1.35	1.91	-63.27%	7.46	336.26%	3.59	214.91%
装饰设计	0.52	0.63	0.49	0.49	0.64	23.08%	7.76	1131.75%	1.58	222.45%
截至报告期末累计已签约未完工订单金额	26.91	26.69	30.46	33.91	35.73	32.78%	32.92	23.34%	40.21	32.01%
工程建设	14.66	14.47	18.07	21.67	22.93	56.41%	19.08	31.86%	25.65	41.95%
装饰设计	12.25	12.22	12.39	12.24	12.80	4.49%	13.85	13.34%	14.57	17.59%

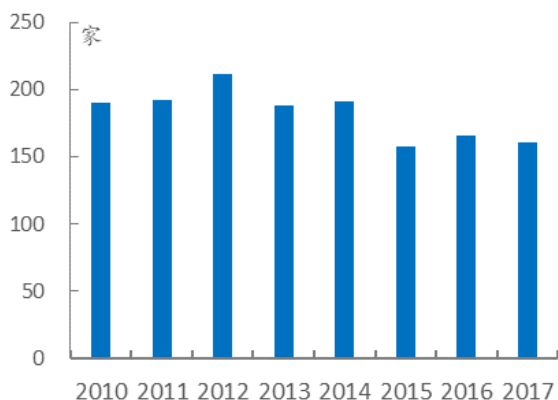
资料来源：公司公告，新时代证券研究所

2、 高端星级酒店建设规模持续扩张，带来大量建筑装饰需求

新经济形势下消费理念助推酒店业发展，酒店装修市场前景广阔。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。

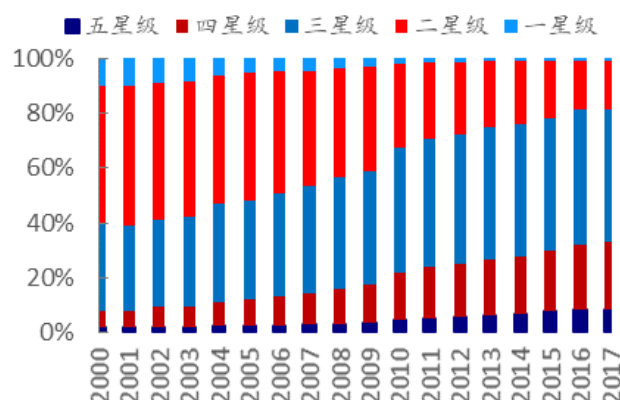
随着经济的发展，人民生活逐渐从温饱型向享受型转变，大众旅游经济的发展与差旅市场的变化，使得国内外酒店集团纷纷发力中档酒店市场。未来国内供需预计将以中档为主，并逐渐向度假及精品市场延伸。2017 年底，共有 9775 家星级酒店通过省级旅游主管部门审核，包括一星级 66 家、二星级 1774 家、三星级 4721 家、四星级 2392 家和五星级 822 家，三星级以上酒店呈明显上升态势。2018 年第二季度，国内新开业中高端酒店数量 69 家，其中国际酒店集团管理数达到 40 家，包括万豪、雅高和希尔顿等国际酒店集团。根据洲际酒店集团的预测，中国酒店市场规模将在 2025 年超过美国，酒店房间数量届时可能达到 610 万间；2039 年酒店房间数量可能增至 910 万间。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6: 新开星级酒店数量



资料来源: 迈点网, 新时代证券研究所

图7: 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

此外, 经济发展带来的文化休闲业、会展业、餐饮业等现代服务业繁荣, 商务差旅增加、大型活动举办都拉动了酒店消费需求, 尤其是高端星级酒店需求。高端星级酒店不仅反映了酒店业主的经济实力, 还在一定程度上反映了酒店所在城市的服务能力和繁荣程度。随着一线城市酒店行业竞争的加剧, 再加上目前我国有很多的地级市或者旅游城市缺乏相应的高端星级酒店设施, 许多城市对于高端星级酒店的建设需求较为迫切, 高端星级酒店有向二、三线城市扩张的趋势, 这表明国内高端星级酒店的建设规模将持续增大。

与高端星级酒店逐渐膨胀的消费需求相对应的却是我国高端星级酒店供给的相对不足。一直以来, 我国高端星级酒店在建设缺乏自主品牌, 现阶段的高端星级酒店市场基本由一些国际品牌酒店主导。面对高端星级酒店这样一种供不应求的现状, 不少的国际品牌酒店集团趁热打铁, 正在逐步扩大对我国酒店行业的投资, 一方面能够进一步扩大在中国酒店行业的市场, 另一方面巩固自身在国际上酒店行业的地位。下表为部分国际品牌酒店在我国的发展计划。

表2: 部分国际品牌酒店在华发展计划

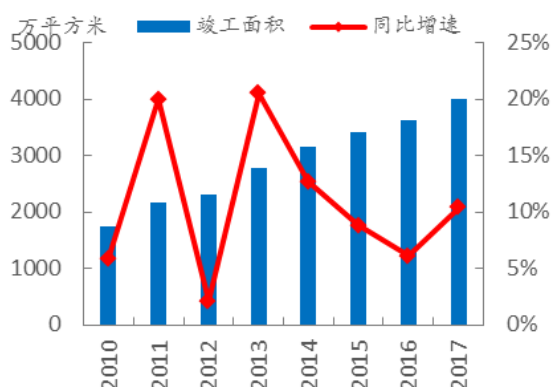
酒店	已有数(家)	目标额(家)	新增数量(家)	目标时间
万豪国际	64	125	61	2016 年
洲际酒店	208	308	100	2016 年
喜达屋	133	253	120	2018 年
希尔顿	58	140	82	2018 年
凯宾斯基	25	29	4	2016 年
香格里拉	42	54	12	2018 年
朗廷酒店	10	50	40	2019 年
雅高集团	170	240	70	2018 年
卡尔森酒店	14	50	36	2019 年

资料来源: 公司招股说明书, 新时代证券研究所

国内星级酒店的蓬勃发展将给中国建筑装饰行业带来大量的建筑装饰需求, 酒店装饰市场规模由两方面组成, 一方面是新建酒店项目蕴含的装饰需求, 另一方面是已存在的酒店进行品牌化建设或者翻新装饰装修时带来的装饰新需求。根据公司招股说明书中对新增酒店和已有酒店翻新的合理测算, 到 2022 年我国五星级酒店新增装饰市场规模将达到 102.64 亿元, 翻新市场规模将达到 156.18 亿元, 四星级酒店新增装饰市场规模将达到 167.37 亿元, 翻新市场规模将达到 285.06 亿元, 五星级和四星级酒店装饰市场总体规模将达到 711.25 亿元。可以看出, 在未来几年里, 酒店装饰行业前景十分明朗。

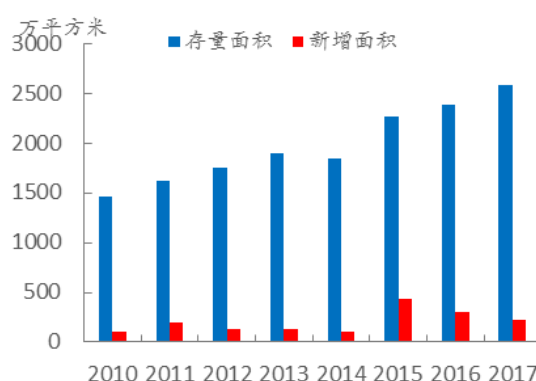
写字楼作为城市的公共建筑，不仅给城市带来美的建筑，还是城市经济地位的风向标，在一定程度上能够推动城市经济的发展。近几年来办公写字楼新增面积不减，旧楼重装需求叠加，办公写字楼装修装饰增量与存量市场共繁荣。随着经济持续增长，办公写字楼新增面积不断增加，根据国家统计局数据，2017年办公楼竣工面积达4006万平方米，为建筑装饰业带来可观的增量市场。同时据中国建筑装饰协会统计显示，办公写字楼装修周期一般为6-8年，以北上广深甲级写字楼为例，2012年之前完工的写字楼都具有较高重新装修的可能性，对应面积达1759万平方米。目前北京、重庆、广州、福州和济南等多个城市都提出或正在执行中央商务区翻倍扩容或新建计划，同时深圳前海、上海自贸区、重庆两江、兰州新区和南沙新区等一批国家级新区建设和各地方新区建设也将拉动写字楼建设和装饰需求。

图8：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9：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

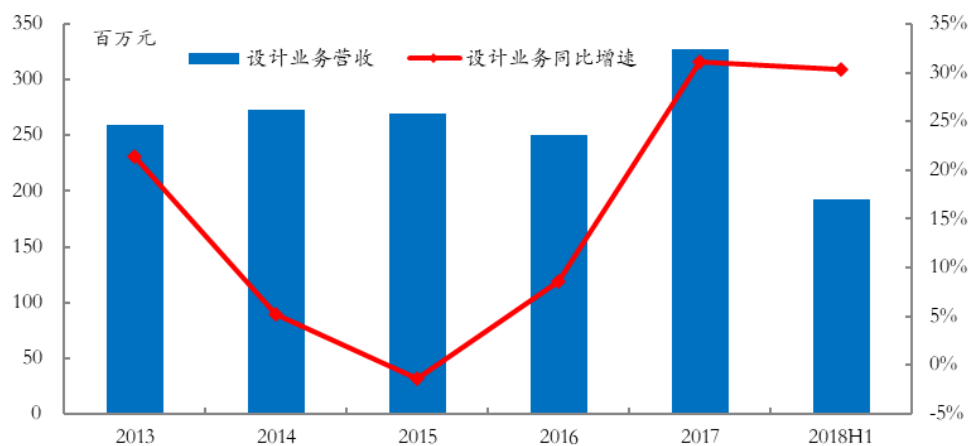
高端公共建筑的设计与施工是两个密不可分的程序，目前市场上提倡的EPC模式相对于传统的建设工程承包程序来说强调原创设计在整个工程的主导作用，能够有效克服设计与施工相互脱节的矛盾，实现不同阶段工作的合理衔接，保证项目工程的效果与质量。基于EPC模式的诸多优点，业主对于EPC项目工程的需求愈来愈强烈，尤其是对于高端公共建筑的建设方面更是如此，这就要求装饰建设单位具备很高的原创设计、深化设计、工程建设和装饰配套能力，同时具备同类工程的实施经验，完成过同领域的标志性工程。目前我国主要的建筑装饰企业在工程建设以及装饰配套能力方面的发展较为成熟，因此针对业主在EPC项目工程这一方面的需求，中国建筑行业企业的核心任务就是提高原创设计水平、实现设计与施工的无缝衔接，以满足业主的需求，并为企业自身的发展奠定基础、赢得口碑。因此，谁要是能够完成这一核心任务，就必然能够在激烈的国内外竞争市场中崭露头角，在行业内占有一席之地。

3、做强设计，做精工程，打造设计和施工一流品牌

3.1、高端酒店设计实力跻身世界一流水平，品牌优势突出

公司设计业务以原创设计为主，旗下拥有国际化设计品牌——Cheng Chung Design (CCD)。经过多年的市场考验，公司原创设计水平已被国际酒店管理集团、众多客户及国际同行认同，具备突出的优势。公司设计业务 2017 年实现跨越式增长，营业收入首次突破 3 亿元，营收占比从 2016 年的 15% 上升至 2018 年中报的 18%。综合设计实力体现了建筑装饰企业的核心竞争力，近两年设计业务的不断做大做强反映了公司核心竞争力的不断提升。

图10：设计业务营收及同比增速



资料来源：wind，新时代证券研究所

目前公司的酒店设计综合实力已经跻身于世界一流水平，公司旗下 Cheng Chung Design (CCD) 设计品牌打破了国际设计机构对高端星级酒店室内设计领域的垄断格局，使亚泰国际成为能与国际一流室内设计机构同场竞技的极少数亚洲企业之一。在美国权威专业室内设计杂志《室内设计》(Interior Design) 评出的“2013 年全球酒店设计百大排行榜”中，CCD 酒店室内设计综合实力位居全球第三。

表3：Interior Design “2013 年全球酒店设计排名”

Rank 2013	Firm*	Hospitality Fees (millions)	Value (millions)	SQ. FT. (millions)	Design Staff
1	HBA/Hirsch Bedner Associates Design Consultants	\$100.108	\$6,006.45	57.20	1,150
2	Gensler	\$50.045	NR	NR	1,400
3	CCD/Cheng Chung Design	\$46.479	\$230.00	3.65	184
4	Wilson Associates	\$46.075	\$3,100.00	NR	360
5	Bilkey Llinas Design	\$23.760	NR	NR	116

资料来源：Interior Design，新时代证券研究所

公司的设计能力获得国内外认可，在国内外设计评选、排名中屡获殊荣。曾获国内奖项如：中国国际空间设计大赛（中国建筑装饰设计奖）酒店空间工程金奖、2017 年度中国建筑设计装饰杰出酒店空间设计机构、ICIF 中国创意设计大奖银奖等，并在国际上获奖众多，得到瑞吉（The St.Regis）、丽思卡尔顿（Ritz-Carlton）、康莱德（CONRAD）、洲际（InterContinental）等众多国际顶级酒店品牌认可。

表4: Cheng Chung Design (CCD) 获得的国际奖项

年份	奖项名称	奖项简介
2018	iF Design Award 2018 酒店设计冠军-北京三里屯通盈中心洲际酒店	德国 iF 设计奖(iF Design Award)
	美国 HD Awards 餐厅冠军奖-杭州泛海钓鱼台酒店	由《Hospitality Design》杂志颁发
	国际 SBID 设计奖 Finalist 酒店公共空间设计类别决赛入围奖-杭州泛海 钓鱼台酒店公共区、深圳南山万豪酒店公共区及套房	由英国室内设计协会(SBID)颁发
	A&D Trophy Awards 2017 透视设计大奖优秀酒店设计奖-深圳南山万豪酒店、北京三里屯通盈中心洲际酒店、杭州泛海钓鱼台酒店及其品聚餐厅	由 Perspective Magazine(透视杂志)颁发
2017	A&D Trophy Awards 2017 透视设计大奖优秀住宅设计奖-广州华润天合别墅	由 Perspective Magazine(透视杂志)颁发
	FX International Interior Design Awards 设计奖 Finalist 餐饮类别决赛入围奖-杭州泛海钓鱼台品聚餐厅	由 FX Magazine 杂志颁发
	IIDA 亚太设计奖餐厅类全球总冠军-杭州泛海钓鱼台酒店 品聚餐厅	由 IIDA 国际室内设计协会颁发
	BEST OF YEAR AWARDS 2017 优秀酒店设计奖-北京三里屯通盈中心洲际酒店	《室内设计》Interior Design 所颁的年度设计
2016	全球室内设计比赛最佳酒店设计奖-重庆威斯汀酒店	由国际室内设计师协会 (IIDA) 颁发
2015	全球杰出酒店设计“金钥匙”奖 (GoldKeyAwards) 最佳大堂设计奖-重庆威斯汀酒店	有设计行业的“奥斯卡”之称, 由美国纽约国际酒店、旅馆及餐馆用品展览会 (IHMSR) 颁发

资料来源: 公司半年报, 新时代证券研究所

公司自成立之初即专注于高端星级酒店的装饰设计与工程建设, 酒店的装修设计与工程建设一直以来都是公司的主要业务。其主要代表作品有天津莱佛士酒店、三亚海棠湾康莱德酒店, 深圳瑞吉酒店等。公司还广泛拓展酒店以外的业务, 在高品质住宅、商业项目以及剧院场馆等领域也有所涉及并且取得不错的成绩, 其承接的深圳平安金融中心荣获美国权威建筑设计大奖“2018 年美国建筑奖”。此外, 公司积极推进“走出去”战略, 拓展海外市场。业务已拓展至亚洲、美洲、欧洲、大洋洲四大洲, 代表作有美国洛杉矶环球喜来登大酒店、德国法兰克福钓鱼台酒店等。

图 11: 公司经典案例

酒店	高品质住宅	商业项目	剧院场馆	海外项目
• 大连希尔顿酒店 • 平安金融中心柏悦酒店 • 上海万达瑞华酒店 • 上海东方余山索菲特酒店 • 长白山万达喜来登酒店 • 三亚海棠湾康莱德酒店 • 珠海长隆横琴湾大酒店	• 北京三里屯通盈中心豪华公寓 • 华润深圳湾悦府 • 上海大宁金茂府 • 深圳中洲中央公园 • 成都麓湖生态城白玉台别墅	• 深圳平安金融中心 • 美瑞泰富大厦 • 华谊兄弟电影世界 (苏州) • SCC 中洲控股中心大厦 • 青岛海上嘉年华 • 佛山 AIA 友邦金融中心 • 京基 100 写字楼	• 大厂民族宫 • 北京大都美术馆	• 美国洛杉矶环球喜来登大酒店 • 德国法兰克福钓鱼台酒店 • 英国伦敦万达文华酒店 • 澳大利亚黄金海岸万达文华酒店 • 缅甸仰光泛太平洋酒店

资料来源: 公司官网, 新时代证券研究所

公司设计团队以酒店设计为突破口，通过对酒店功能区的专题性研究和酒店整体风格及本土文化的研究，提升设计水平。公司一直积极构建和发展与供应商、客户的合作伙伴关系，在承接业务时倾向于选择部分综合实力较强的企业作为业务合作伙伴。目前，公司已与近 30 家国际酒店或酒店集团及 44 家地产集团保持良好合作关系，其中 2017 年度全球酒店集团排名前十的酒店集团就有四个已经成为公司的合作伙伴，包括万豪国际、希尔顿、洲际酒店集团和温德姆酒店。另外知名地产集团保利地产、万科、绿地集团等陆续成为公司合作伙伴。

图12: 酒店集团合作伙伴



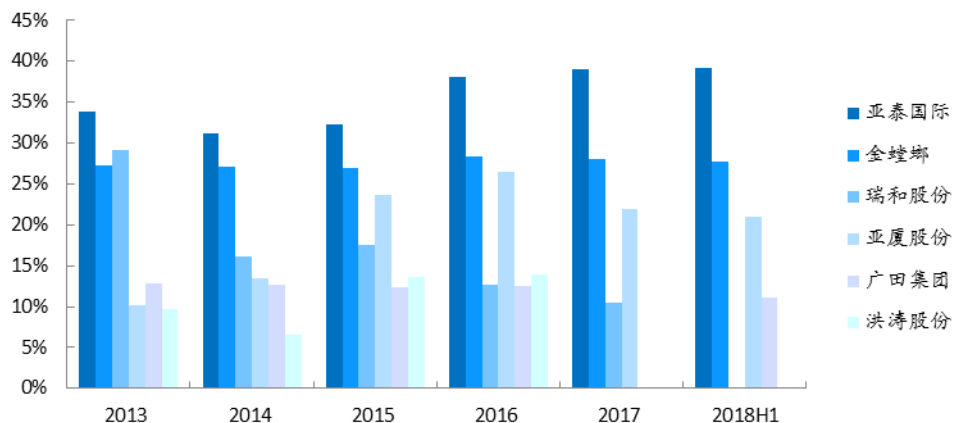
资料来源：公司官网，新时代证券研究所

图13: 地产集团合作伙伴



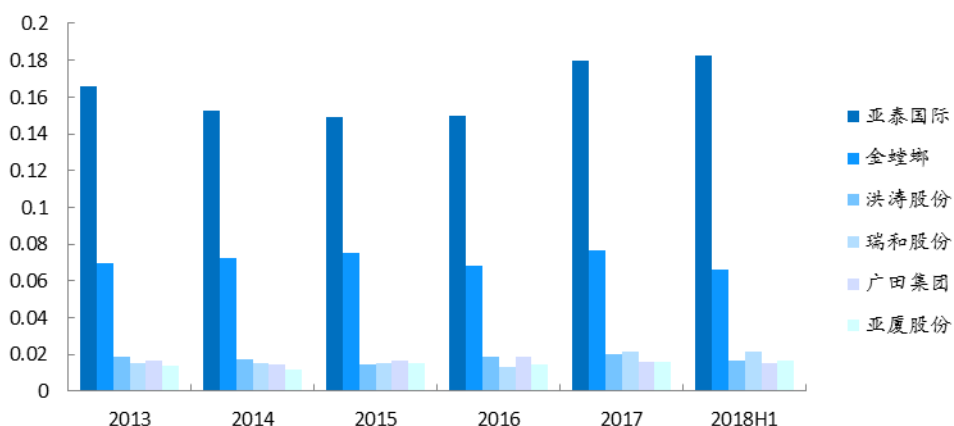
资料来源：公司官网，新时代证券研究所

公司设计业务毛利率自 2013 年起一直处于 30% 以上，并在近几年来稳步上升。2018 年上半年设计业务毛利率攀升至 39.19%，而工程施工业务毛利率一直处于 15% 左右，设计业务毛利率超过工程施工的两倍，为整体毛利率的提升做出很大贡献。另外，公司设计业务毛利率和设计师人均产值一直领先于国内同行业可比上市公司，拥有绝对竞争优势。

图14： 建筑装饰行业可比上市公司设计业务毛利率

资料来源：wind，新时代证券研究所

公司设计业务占比自 2013 年以来保持在 15% 以上，近两年高达 18%，稳居同行业第一。而其他建筑装饰公司设计业务占比仅为个位数，处于第二位的为金螳螂，大致为 7%，其余公司设计业务占比基本不足 2%。公司自建立起就将原创设计纳入公司发展战略的首位，专注于工程施工的同时仍不忘发展设计业务，围绕品牌优势，紧跟发展战略，取得了行业领先地位与竞争优势。

图15： 建筑装饰公司设计业务占比情况

资料来源：wind，新时代证券研究所

3.2、聚焦 EPC 模式发展战略，提升市场占有率

亚泰国际自成立之初即专注于高端星级酒店的装饰设计与工程建设，拥有丰富的高端星级酒店建筑装饰设计、装饰工程建设与装饰配套服务的成功经验，在该领域拥有突出的竞争优势，形成了具有独特特色的 EPC 交钥匙服务模式。公司力推的 EPC 项目强调设计品质和工程质量，对全流程负责，正在逐步获得更多客户的认可，2017 年 EPC 工程项目贡献收入 8.79 亿元，占公司营业收入总额的 48.16%。

公司之所以能在项目中成功推广和运用 EPC 模式，是基于其自身独有的出身和成长特质。首先，公司拥有高水平设计实力，公司从建立之初就将原创设计业务放在公司发展战略的首位，公司创始人郑忠先生是国际著名的设计师，创立公司后始终领衔公司设计业务。公司旗下拥有全球酒店室内设计排名第三的设计品牌——Cheng Chung Design (CCD)，其拥有的国际化团队和丰富项目经验，以及屡获国际

大奖的专业水准，为公司加了独特的核心竞争力。其次，公司还拥有业内有口皆碑的工程品牌——ATG，CCD 和 ATG 两大品牌一脉相承，在合作过程中，能够做到沟通及时，步调一致，实现设计与施工的无缝衔接。公司一直以来坚持以客户为中心，以品质为生命的核心价值观，其力推的 EPC 项目强调设计品质和工程质量，确保客户想要的效果与质量。

公司具有《建筑装修装饰工程专业承包壹级》和《建筑装饰工程设计专项甲级》资质，资质级别已经达到建筑装饰企业的最高级别，并且已经通过质量管理、环境管理和职业健康安全管理三大体系认证。此外，公司分别于 2017 年、2018 年上半年新增五、四项资质，资质体系日趋完备，有助于未来承接更多更复杂的 EPC 项目。

表5： 公司资质情况

公司资质	
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
ISO9001 质量管理	ISO14001 环境管理
OHSAS18001 职业健康安全管理	AAA 资信等级
广东省守合同重信用企业	
2017 年新增	
建筑幕墙工程专业承包二级	消防设施工程专业承包二级
建筑工程施工总承包三级	钢结构工程专业承包三级
环保工程专业承包三级	
2018 年新增	
电子与智能化工程专业承包二级	建筑机电安装工程专业承包三级
防水防腐保温工程专业承包二级	古建筑工程专业承包三级

资料来源：公司官网，公司年报，新时代证券研究所

公司已将 EPC 模式定位为企业未来业务承接的主要模式。近年来公司已通过 EPC 模式完成了多个高端星级酒店项目，并顺利完成交付。EPC 项目的高效运营及为业主或酒管公司带来良好的经济效益，也为公司赢得了良好的口碑与形象。公司 EPC 代表作如北京三里屯通盈中心洲际酒店、杭州泛海钓鱼台酒店、丽江铂尔曼度假酒店、上海佘山世茂洲际酒店等获得多项国际大奖。

图16： 丽江铂尔曼度假酒店



资料来源：公司官网，新时代证券研究所

图17： 上海佘山世茂洲际酒店

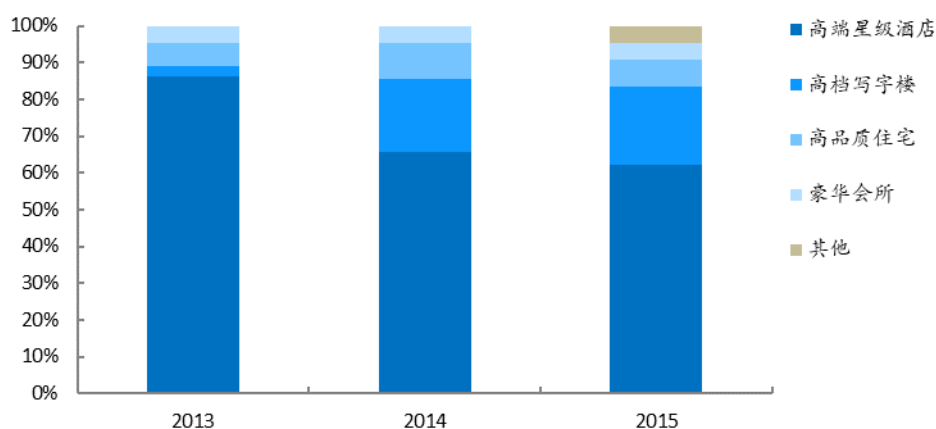


资料来源：公司官网，新时代证券研究所

3.3、积极拓展综合业务，扩大国内及境外市场份额

公司利用建筑装饰设计、工程建设与配套服务具有品牌累积的特点，在高端星级酒店领域拥有了强大的品牌号召力，并通过对业主的优质服务从高端星级酒店装饰切入，逐步进入高档写字楼，高品质住宅、豪华会所等其他高端公共建筑装饰领域。特别地，高品质住宅业务在 2016、2017 年增长最快，公司承接了武汉绿地中心总裁公寓、珠海卓越唐家湾别墅、合肥葛洲坝滨湖中国府等具有代表意义的豪宅项目，实现营业收入约 4200 万元、5861 万元，同比增长达到 61.50%、38.39%。另外在商业办公类业务领域，截止 2017 年末，公司承接了多个城市地标项目，例如深圳的平安国际金融中心、深圳华润前海中心、深圳招商局前海大厦、上海中信泰富总部大厦、VIVO 南京总部大厦、北京国美控股总部、深圳前海世茂金融中心等，均获得了市场的良好反馈，为公司在该领域赢得了良好的口碑。

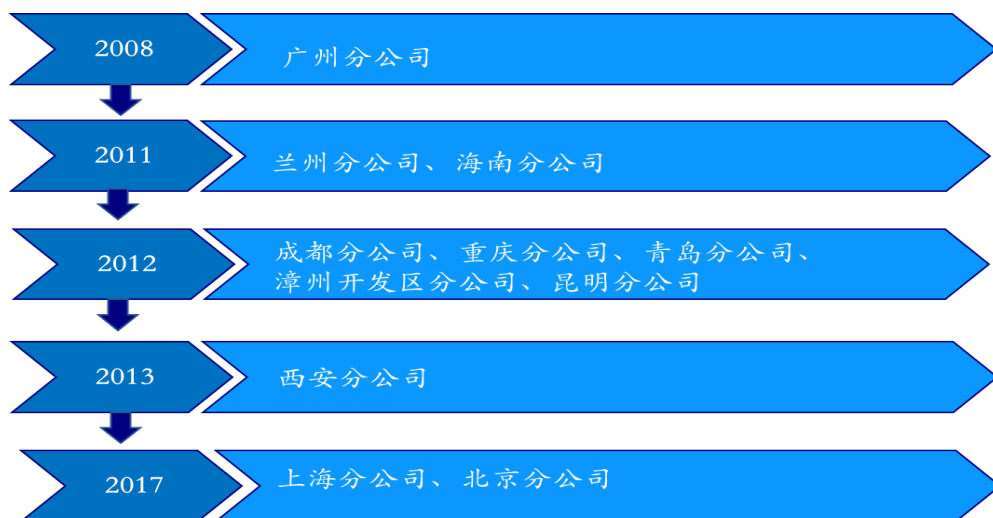
图18： 施工业务营收占比



资料来源：招股说明书，新时代证券研究所

公司参与设计或施工的项目已遍布全国近百个大中型城市，并通过分公司的运营布局全国市场，先后在广东、甘肃、海南、四川等地设立分支机构，2017 年伴随着北京分公司、上海分公司正式运营，公司的营销网络布局已拓展至全国重点区域及城市，能够较好的辐射当地和周边市场。

图19： 公司全国营销网络布局



资料来源：公司年报，新时代证券研究所

目前公司正在积极拓展海外市场，以应对单一市场发生的经济波动风险，承接并顺利完成了美国、英国、德国、澳大利亚等多个国家的项目，稳步推进“走出去”战略。公司积极响应国家政策，重视与“一带一路”国家的交流与合作。2017年完工并开业了公司首个海外 EPC 交钥匙项目缅甸仰光泛太平洋酒店，为公司拓展东南亚市场建立了一个展示基地。此外，公司于 2018 年设立越南子公司，通过已经设立的海外公司作为对外业务窗口，积极拓展印度、菲律宾、斯里兰卡等地的业务，最新承接了印度艾美、斯里兰卡丽思卡尔顿公寓等境外设计项目。

图20: 缅甸仰光泛太平洋酒店



资料来源：公司官网，新时代证券研究所

图21: 英国伦敦万达文华酒店



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装饰工程施工和设计业务，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。下表对公司两项主营业务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
装饰工程施工					
营业收入	1414	1515	1743	1917	2070
Yoy	-10.26%	7.15%	15.00%	10.00%	8.00%
毛利	212	187	209	230	248
毛利率	14.97%	12.31%	12.00%	12.00%	12.00%
装饰工程设计					
营业收入	250	327	458	596	775
Yoy	-7.31%	31.08%	40.00%	30.00%	30.00%
毛利	95	128	163	212	271
毛利率	38.07%	38.96%	35.50%	35.50%	35.00%

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 21.80/24.89/28.18 亿元，同比增长 19.4%/14.2%/13.2%；实现归母净利 1.37/1.72/2.10 亿元，同比增长 27.5%/24.8%/22.5%；对应 EPS 为 0.76/0.95/1.17 元。当前股价对应 2018-2020 年 PE 为 19.9/16.0/13.0 倍，首次覆盖，给予“推荐”评级。

5、风险提示

地产周期性波动，回款风险

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	1984	2366	2620	2868	3149	营业收入	1664	1825	2180	2489	2818
现金	462	570	815	809	818	营业成本	1357	1511	1812	2051	2303
应收账款	1410	1551	1516	1731	1960	营业税金及附加	23	11	13	14	16
其他应收款	28	36	43	49	56	营业费用	15	19	23	26	29
预付账款	11	22	22	24	27	管理费用	61	70	84	96	109
存货	30	43	52	59	66	财务费用	16	25	12	12	12
其他流动资产	44	144	172	196	222	资产减值损失	88	44	45	46	47
非流动资产	269	228	228	228	227	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	15	15	15	15
固定资产	16	22	25	27	29	营业利润	105	163	207	258	316
无形资产	45	28	25	23	21	营业外收入	6	2	2	3	3
其他非流动资产	207	178	178	177	177	营业外支出	3	1	1	1	1
资产总计	2253	2594	2849	3096	3375	利润总额	108	163	208	259	318
流动负债	997	1259	1426	1559	1698	所得税	28	55	70	88	108
短期借款	220	404	420	430	440	净利润	81	108	137	171	210
应付账款	573	634	760	861	967	少数股东损益	0	-0	-0	-0	-0
其他流动负债	204	221	245	268	291	归属母公司净利润	81	108	137	172	210
非流动负债	24	27	23	23	23	EBITDA	124	195	229	281	339
长期借款	17	23	23	23	23	EPS (元)	0.45	0.60	0.76	0.95	1.17
其他非流动负债	7	4	0	0	0						
负债合计	1021	1286	1449	1582	1722	主要财务比率	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
少数股东权益	0	14	13	13	13	成长能力					
股本	180	180	180	180	180	营业收入(%)	(7.9)	9.7	19.4	14.2	13.2
资本公积	617	617	617	617	617	营业利润(%)	(28.7)	55.4	27.4	24.6	22.4
留存收益	435	498	589	703	843	归属于母公司净利润(%)	(26.1)	33.2	27.5	24.8	22.5
归属母公司股东权益	1232	1295	1386	1500	1640	获利能力					
负债和股东权益	2253	2594	2849	3096	3375	毛利率(%)	18.4	17.2	16.9	17.6	18.3
						净利率(%)	4.9	5.9	6.3	6.9	7.5
现金流量表(百万元)	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E	ROE(%)	6.6	8.3	9.9	11.4	12.8
经营活动现金流	-186	26	294	47	76	ROIC(%)	6.1	7.1	7.9	9.1	10.2
净利润	81	108	137	172	210	偿债能力					
折旧摊销	4	7	10	11	11	资产负债率(%)	45.3	49.6	50.9	51.1	51.0
财务费用	16	25	12	12	12	净负债比率(%)	11.0	16.8	15.5	14.6	13.7
投资损失	0	-15	-15	-15	-15	流动比率	2.0	1.9	1.8	1.8	1.9
营运资金变动	-290	-538	158	-179	-193	速动比率	2.0	1.8	1.8	1.8	1.8
其他经营现金流	4	439	-8	48	51	营运能力					
投资活动现金流	-46	-38	-10	-10	-10	总资产周转率	0.7	0.7	0.8	0.8	0.8
资本支出	-4	-13	-10	-10	-10	应收账款周转率	1.3	1.2	1.4	1.5	1.5
长期投资	1	-86	0	0	0	应付账款周转率	2.4	2.5	2.6	2.5	2.5
其他投资现金流	-49	-137	-20	-20	-20	每股指标 (元)					
筹资活动现金流	464	135	-38	-44	-57	每股收益(最新摊薄)	0.45	0.60	0.76	0.95	1.17
短期借款	0	0	16	10	10	每股经营现金流(最新摊薄)	-1.03	0			

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	吕筱琪 销售总监
	固话：021-68865595 转 258
	邮箱：lyyouqi@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/>