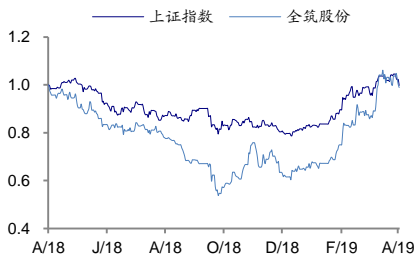


证券研究报告—深度报告
建筑工程
装饰装修
全筑股份(603030)
买入

合理估值：10.40-11.70 元 昨收盘：7.31 元

(维持评级)

2019年05月16日

一年该股与上证综指走势比较

股票数据

总股本/流通(百万股)	538/534
总市值/流通(百万元)	3933/3904
上证综指/深圳成指	2939/9259
12个月最高/最低(元)	8.79/4.46

相关研究报告:

《国信证券-全筑股份(603030.SH):全装修龙头崛起,受益地产订单业绩均实现高速增长》——2018-08-15

《国信证券-全筑股份(603030.SH):业绩超预期,全装修龙头估值有望修复》——2018-10-26

《国信证券-全筑股份(603030.SH):业绩高增长,定制精装业务成长迅速》——2019-04-04

证券分析师: 周松

电话: 021-60875163
 E-MAIL: zhousong@guosen.com.cn
 证券投资咨询执业资格证书编号:
 S0980518030001

联系人: 江剑

电话: 021-60933161
 E-MAIL: jiangjian@guosen.com.cn

独立性声明:

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道,分析逻辑基于本人的职业理解,通过合理判断并得出结论,力求客观、公正,结论不受任何第三方的授意、影响,特此声明。

深度报告

高成长低估值,全装修龙头乘势起航

● 政策利好推动全装修市场扩容,龙头有望受益市场集中度提升

近年来在政策推动下,各类长租公寓品牌纷纷落地,未来土地供应也将逐步倾向房屋租赁市场,此外随着地产行业加速整合,市场份额向以成品住宅交付为主的龙头房企集中,利好全装修市场扩容;目前市场中全装修项目占比不超过20%,住建部提出到2020年新开工成品住宅占比要达到30%的目标,为全装修行业带来了确定性的增量市场。作为龙头公司从2014年至今在全装修市场中的占有率逐年提升,但目前仍不超过2%,未来市场集中度提升空间较大。

● 利用传统业务的渠道资源拓展装修后市场,高增长助力估值提升

2016年公司与德国知名设计团队共同打造了高端家居品牌赫斯帝,并借助多年积累的渠道资源市场开拓突飞猛进,业绩连续多年高增长。2018年公司家具业务实现收入2.83亿,同比大幅增长411%,近三年复合增长率达到165.53%。公司已将面向C端的家居业务列为未来的重点发展战略,如果对标家居配饰龙头尚品宅配近35倍的市盈率,公司未来的估值提升空间较大。

● 盈利能力有望提升

公司2018年定制精装和设计业务新签订单增速分别为107.64%、96.79%,均高于主营业务全装修42.15%的订单增速,而近五年定制精装和设计的平均毛利率分别为20.25%、39.14%,也高于全装修11.80%的平均毛利率。随着未来定制精装和设计订单逐步转化为业绩,公司的毛利率有望提升。

● 业绩优异订单充沛,估值处在历史低位

2018年公司实现营收65.21亿,同比增长40.98%,近三年CAGR达43.98%;实现归母净利润2.60亿,同比增长58.10%,近三年CAGR达46.32%。新签订单107.79亿元,同比增长38.89%。公司当前PE(TTM)约为16.16倍,低于历史估值中枢46.31倍,在所有装饰上市公司中排名倒数第2。

● 风险提示

应收账款坏账风险,财务杠杆风险,房地产开发投资大幅放缓等。

● 投资建议

预计公司19-21年EPS为0.65/0.86/1.13元,对应PE分别为10.6/8.0/6.1倍,采用相对估值法得出的合理估值为10.40-11.70元,维持“买入”评级。

盈利预测和财务指标

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	4,625	6,521	8,489	10,932	14,015
(+/-%)	38.7%	41.0%	30.2%	28.8%	28.2%
净利润(百万元)	165	260	352.04	465.61	610.39
(+/-%)	64.1%	58.1%	35.1%	32.3%	31.1%
摊薄每股收益(元)	0.31	0.48	0.65	0.86	1.13
EBIT Margin	6.5%	11.0%	7.4%	7.1%	7.0%
净资产收益率(ROE)	10.3%	14.3%	17.4%	20.5%	23.3%
市盈率 PE	22.6	14.3	10.6	8.0	6.1
EV/EBITDA	22.3	13.2	16.0	15.2	14.4
市净率(PB)	2.32	2.04	1.85	1.64	1.42

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

注: 摊薄每股收益按最新总股本计算

投资摘要

盈利预测与投资建议

公司业务增长迅速，基本面稳健；伴随房地产行业市场集中度提升以及相关政策的推动，公司的全装修业务将持续受益；高毛利率的定制精装和设计业务订单高增长，盈利能力有较大提升空间；提出向“人居生活服务”转型、拓展 C 端家居市场，未来估值有望提升。我们预计公司 19/20/21 年 EPS 为 0.65/0.86/1.13 元，对应 PE 分别为 10.6/8.0/6.1 倍，给予“买入”评级。

核心假设或逻辑

我们将各业务进行分拆，具体每项的预测如下。

表 1：公司业务收入拆分（亿元）

收入预测	2017	2018	2019E	2020E	2021E
公装施工					
收入	43.05	58.93	74.84	93.55	116.00
增长率	34.28%	36.89%	27.00%	25.00%	24.00%
毛利率	11.85%	12.08%	11.40%	11.00%	10.40%
设计					
收入	1.88	2.96	4.44	6.57	9.73
增长率	229.82%	57.45%	50.00%	48.00%	48.00%
毛利率	45.21%	50.00%	35.00%	35.00%	35.00%
家装施工					
收入	0.76	0.49	0.51	0.54	0.57
增长率	46.15%	-35.53%	5.00%	5.00%	5.00%
毛利率	19.74%	12.24%	13.00%	13.00%	13.00%
家具及其他					
收入	0.55	2.83	5.09	8.66	13.86
增长率	175.00%	414.55%	80.00%	70.00%	60.00%
毛利率	23.64%	27.56%	25.00%	24.00%	22.00%
合计					
收入	46.24	65.21	84.89	109.32	140.15
增长率	38.65%	41.03%	30.18%	28.78%	28.20%
毛利率	13.47%	14.48%	13.46%	13.48%	13.26%

资料来源：Wind、国信证券经济研究所分析师归纳整理及预测

核心假设：

- (1) 传统的核心业务全装修市场份额稳定，保持稳健增长；
- (2) 设计业务订单保持快速增长，毛利率维持较高水平并趋于稳定；
- (3) 定制精装、家具业务市场开拓较为顺利；

与市场预期的差异之处

1) 市场普遍认为随着下游房地产行业景气度下降, 房地产开发投资放缓导致建筑装饰企业业绩下滑。我们分析认为公司主营的住宅全装修目前受益政策推动, 未来是一块确定的增量市场, 并不会过多受到地产行业整体下行的影响; 此外地产行业的市场集中度同时也在提升, 头部效应愈发明显, 龙头房企通过并购整合增强了自身实力, 公司主要合作的大客户都是排名靠前的龙头房企, 业务量、资金充足, 信誉良好, 公司的订单和回款风险相对都较小。

2) 市场普遍低估了公司后家装市场中 C 端家居业务的发展及在公司的战略定位。我们认为公司通过多年的布局, 已具备发展 C 端家居的平台、渠道、制造经验等优势, 而且公司已将拓展 C 端家居业务列为重点发展战略, 未来这部分业务有望继续保持高速增长。因此, 如果对标 C 端家居龙头尚品宅配的估值, 公司目前的股价是明显被低估的。

股价变化的催化因素

短期催化因素: 业绩超预期、大股东持续增持等。

长期催化因素: 公司估值修复及定制精装、C 端家居等新业务取得较大进展。

风险提示:

1) 应收账款坏账风险: 建筑行业是典型的资金驱动型行业, 垫资施工的经营模式使得建筑企业的应收账款和长期应收款占用资金比例较大。随着公司装饰施工业务规模逐年增长, 特别是大型项目的承接比例逐渐提高, 未来应收款项可能继续保持在较高的水平, 相应的坏账损失风险增加, 给公司的利润增长和现金流造成了一定的压力。

2) 财务杠杆风险: 公司目前的整体资产负债率在装修行业中仍处于较高的水平。高负债水平增加了财务风险, 公司降杠杆或面临较大压力。

3) 房地产开发投资大幅放缓: 房地产行业处在装饰行业的上游, 房地产开发投资是影响装修装饰行业需求的重要因素。从市场整体来看, 虽然去年以来房地产投资一直保持着较高的增速, 但同时国家对于房地产市场的调控力度也在不断加大, 货币化棚改逐渐收缩, 银行业融资监管持续趋严, 这些因素制约着未来房地产投资的高增长。

内容目录

投资摘要	2
估值与投资建议	7
绝对估值法: 10.67-13.07 元.....	7
估值的敏感性分析.....	8
相对估值法: 10.40-11.70 元.....	8
住宅全装修整体解决方案及系统服务提供商	10
住宅全装修领域龙头, 业务遍布全国.....	10
资质齐全, 业务涵盖建筑装饰全产业链.....	12
研发智能施工机器人, 核心技术保障业务提质增效.....	16
政策利好推动全装修市场扩容, 行业集中度有望进一步提升	18
装修装饰行业市场规模大, 集中度低.....	18
房地产市场份额向以成品住宅交付为主的龙头企业集中.....	21
政府大力推广成品住宅, 住宅全装修覆盖率有望快速提升.....	23
租赁市场快速发展, 长租公寓落地为装修行业提供新的增长空间.....	24
公司业绩名列前茅, 有望受益市场集中度提升.....	29
利用传统业务的渠道资源拓展装修后市场, 高增长助力估值提升	30
打造高端家居品牌赫斯帝, 市场开拓成效显著.....	30
智能家居市场前景广阔, 人居生活服务平台未来可期.....	31
对标家居配饰龙头尚品宅配, 公司估值提升空间较大.....	32
盈利能力有望提升	34
高毛利率的定制精装和设计业务增长迅速.....	34
未来盈利能力仍有较大的提升空间.....	36
业绩优异订单充沛, 现金流大幅改善	38
营收稳步增长, 净利润大幅提升.....	38
在手订单充足, 保障未来业绩高增长.....	39
现金流显著改善.....	40
营运能力有待提升, 大客户保障应收账款回收风险可控.....	40
当前估值处在历史低位, 低于行业平均水平	42
纵向比较处在历史最低位.....	42
横向比较低于同行业平均水平.....	43
盈利预测与投资评级.....	43
风险提示	43
附表: 财务预测与估值	44
国信证券投资评级	45
分析师承诺	45
风险提示	45
证券投资咨询业务的说明	45

图表目录

图 1: 公司发展历程.....	10
图 2: 公司精品住宅装修项目示例 (汤臣一品)	11
图 3: 公司精品酒店装修项目示例 (四季酒店)	11
图 4: 公司近年来各地区收入占比	11
图 5: 公司非华东地区收入占比的变化情况.....	11
图 6: 公司业务范围已遍及全国 20 余省、50 余市	12
图 7: 公司股权结构.....	12
图 8: 公司近几年各业务板块收入占比情况.....	13
图 9: 公司近几年公装施工业务收入情况.....	14
图 10: 公司近几年设计业务收入增长情况.....	15
图 11: 公司近几年家装施工业务收入情况.....	15
图 12: 公司近几年家具及其他业务收入情况	16
图 13: 上海地区建筑业部分人工成本 (元/平方米)	16
图 14: 公司研发的智能划线机器人样机	17
图 15: 近几年公司的劳务支出情况	17
图 16: 装修装饰行业分类.....	18
图 17: 建筑装饰行业近几年新签合同额情况	19
图 18: 近几年房地产开发投资 (计划总投资) 情况	19
图 19: 装修装饰行业近几年主营业务收入及毛利率	19
图 20: 我国装修装饰 (含设计) 市场规模变化情况	20
图 21: 我国装修装饰行业市场集中度变化情况	20
图 22: 我国装修装饰行业企业数量逐年减少	21
图 23: 近几年房地产行业市场集中度变化情况	21
图 24: 排名前 50 的房地产企业内部差距分化依然很明显.....	22
图 25: 部分排名前 20 的房企成品住宅交付率 (即全装修项目比重)	22
图 26: 中国近几年流动人口情况.....	24
图 27: 2016 年流动人口居住方式	24
图 28: 中国与主要发达国家租赁房屋与租赁人口占比.....	24
图 29: 中国一线城市“十三五”土地规划中租赁房屋占比情况.....	26
图 30: 中国房屋租赁市场规模	28
图 31: 近几年全装修市场规模及公司的市占率估计	29
图 32: 公司营收规模在所有装饰上市公司中排名第 6	30
图 33: 公司净利润规模在所有装饰上市公司中排名第 7.....	30
图 34: 近几年公司家具业务成长迅速.....	31
图 35: 未来的智能家居系统.....	32
图 36: 尚品宅配的收入结构	33
图 37: 尚品宅配近几年营业收入稳步增长.....	33
图 38: 尚品宅配近几年净利润保持快速增长	33
图 39: 尚品宅配的估值水平高于全筑股份.....	34
图 40: 定制精装和设计业务的毛利率显著高于全装修.....	34
图 41: 三种业务模式的关系示意图	35

图 42: 公司定制精装业务新签订单额.....	35
图 43: 公司近两年设计业务新签订单情况.....	36
图 44: 公司的 ROE 有所提升.....	36
图 45: 公司近几年的毛利率和净利率情况.....	37
图 46: 公司 2018 年的期间费用率同比下降.....	37
图 47: 公司 2018 年设计和定制精装业务新签订单增速均高于全装修.....	37
图 48: 公司近几年营业收入稳步增长.....	38
图 49: 公司近几年净利润保持高增长.....	38
图 50: 近几年公司四大板块业务收入增速.....	38
图 51: 截至 2018 年公司已签约待实施的合同额.....	39
图 52: 公司的经营性净现金流大幅改善.....	40
图 53: 公司总资产周转率和应收账款周转率有待提升.....	40
图 54: 公司近几年的应收账款增长情况.....	41
图 55: 公司合作的主要大客户.....	41
图 56: 纵向来看, 公司的当前估值处在历史低位.....	42
图 57: 公司的 PE 估值在装修装饰行业中排名倒数第 2, 低于平均水平.....	43
表 1: 公司业务收入拆分 (亿元).....	2
表 2: 估值假设.....	7
表 3: FCFE 估值表.....	7
表 4: 基于 FCFE 针对折现率和永续增长率的敏感性分析结果 (元).....	8
表 5: 行业同类公司估值比较.....	9
表 6: 公司主要的子公司.....	10
表 7: 公司拥有的主要资质.....	13
表 8: 公司近期收购或参股的设计公司.....	14
表 9: 近年来各地区/部门颁布的推进全装修住宅政策.....	23
表 10: 近年来各地区/部门颁布的租赁住宅政策.....	25
表 11: 知名房地产企业的长租公寓品牌及发展计划.....	27
表 12: 近年来部分银行对长租公寓提供的金融支持.....	28
表 13: 公司家具业务发展历程.....	30
表 14: 公司赫斯帝家具的品牌优势.....	31
表 15: 公司 2017 及 2018 年新签订单额 (亿元).....	39
表 16: 公司排名前 5 位的应收账款欠款客户.....	42

估值与投资建议

绝对估值法：10.67-13.07 元

我们采用 FCFF 估值法对公司进行绝对估值，根据以下假设得出公司合理股价为 10.67-13.07 元，估值中枢为 11.75 元/股。

表 2：估值假设

	合理值	参考值
无杠杆 Beta	0.89	
无风险利率	2.50%	
股票风险溢价	10.00%	
公司股价	8.19	
发行在外股数	538	
股票市值(E)	4408	4408
债务总额(D)	1087	1087
Kd	5.30%	5.30%
T	20.38%	20.38%
Ka	11.40%	
有杠杆 Beta	1.06	1.06
Ke	13.15%	
E/(D+E)	80.23%	80.23%
D/(D+E)	19.77%	19.77%
WACC	11.38%	

资料来源：国信证券经济研究所分析师预测

表 3：FCFF 估值表

	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	TV
EBIT	624	774	976	1,025	1,076	1,130	1,187	1,246	1,309	1,374	
所得税税率	20.38%	20.38%	20.38%	20.38%	20.38%	20.38%	20.38%	20.38%	20.38%	20.38%	
EBIT*(1-税率)	497	616	777	816	857	900	945	992	1,042	1,094	
折旧与摊销	62	66	71	75	79	84	88	93	97	102	
营运资金的净变动	154	(452)	(555)	(123)	(131)	(138)	(147)	(155)	(164)	(173)	
资本性投资	(69)	(69)	(69)	(69)	(69)	(69)	(69)	(69)	(69)	(69)	
FCFF	643	161	223	698	736	776	817	861	906	953	10365
PV(FCFF)	578	130	162	454	430	406	384	363	343	324	3528
核心企业价值	7,102.6										
减：净债务	777.7										
股票价值	6,325.0										
每股价值	11.75										

资料来源：国信证券经济研究所分析师预测

估值的敏感性分析

我们对公司股价进行敏感性分析,假设折现率和永续增长率变化值分别为 0.5%,则我们计算得出公司股价区间在 10.67-13.07 元/股,估值中枢为 11.75 元/股。

表 4: 基于 FCFF 针对折现率和永续增长率的敏感性分析结果 (元)

		WACC 变化			
11.75	10.4%	10.9%	11.38%	11.9%	12.4%
3.5%	15.46	14.21	13.11	12.15	11.30
3.0%	14.74	13.60	12.60	11.72	10.93
2.5%	14.12	13.07	12.15	11.33	10.60
2.0%	13.57	12.61	11.75	10.99	10.30
1.5%	13.08	12.19	11.39	10.67	10.02
1.0%	12.64	11.81	11.06	10.39	9.77
0.5%	12.25	11.47	10.76	10.12	9.54

资料来源: 国信证券经济研究所预测

相对估值法: 10.40-11.70 元

选取金螳螂等上市同行业建筑装饰企业作为比较对象,根据 wind 一致预期数据,同行可比对象 2019 年估值均值为 14.45 倍,我们预计公司 2019 年的估值为 10.60 倍,低于行业平均水平。我们从市场地位、成长性、业绩表现等方面进行综合对比,给出全筑股份的合理估值:

(1) 全筑股份是目前全装修市场中绝对的龙头,在整个装饰行业中的业务规模排名 A 股上市公司前六;可比公司中有部分企业近年来也开始进军全装修市场,但市场份额与全筑股份相比仍有差距。

(2) 可比公司的主要业务以公装和家装为主,从政策、市场空间来看增长潜力均不如全装修市场,尤其公装市场近年来下滑比较明显,而家装市场虽然市场空间较大,但由于过于零散的特征使得企业难以做到规模化,从而限制了业务的快速扩张。

(3) 公司业绩连续保持高增长,近三年营收 CAGR 达 43.98%,归母净利润 CAGR 达 46.32%,从公司的经营目标来看,未来三年公司的业绩复合增长率有望继续保持在 30%以上;而可比公司的平均业绩增速甚至未超过 15%,其中业绩增速最快的可比公司风语筑达到 47.49%,而其 2019 年一致预期的 PE 估值达到 18.10 倍,也是所有可比公司中最高的。

综合以上分析,我们给与全筑股份稍高于可比公司平均值的估值水平,即 16.0-18.0 倍 PE,而公司 2019 年的 EPS 预估为 0.65 元,则合理估值为 10.40-11.70 元/股。

表 5: 行业同类公司估值比较

公司 代码	公司 名称	昨收盘 (元)	总市值 (亿元)	近三年净利 润 CAGR	EPS		PE		投资评级
					2019E	2020E	2019E	2020E	
002081.SZ	金螳螂	10.25	274.33	9.84%	1.05	1.26	9.76	8.13	买入
002482.SZ	广田集团	5.40	83.01	7.69%	0.37	0.52	14.59	10.38	买入
002375.SZ	亚厦股份	5.75	77.05	-13.62%	0.38	0.59	15.13	9.75	无评级
603466.SH	风语筑	15.93	46.51	47.49%	0.88	1.06	18.10	15.03	无评级
002713.SZ	东易日盛	17.26	45.34	36.95%	1.27	1.55	13.59	11.14	无评级
002811.SZ	亚泰国际	14.92	26.86	1.40%	0.96	1.17	15.54	12.75	无评级
	平均	11.59	92.18	14.96%	0.82	1.03	14.45	11.20	--
603030.SH	全筑股份	7.31	39.35	46.32%	0.65	0.86	10.60	8.00	买入

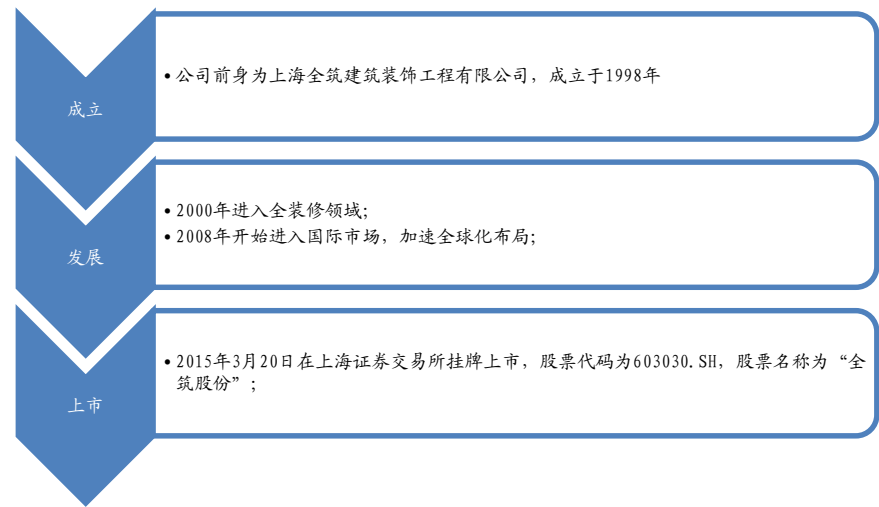
资料来源: wind 一致预期、国信证券经济研究所分析师整理及预测 (除金螳螂、广田集团和全筑股份外其他可比公司数据均来源于 wind 一致预期)

住宅全装修整体解决方案及系统服务提供商

住宅全装修领域龙头，业务遍布全国

全筑股份源自上海全筑建筑装饰工程有限公司，成立于 1998 年，是一家集建筑装饰研发、设计、施工、家具生产、软装配套和建筑科技为一体的装饰集团公司。自 2000 年进入住宅全装修市场后，历经近 20 年公司发展成为住宅全装修领域的龙头企业。经过多次扩股增资后，公司 2011 年整体变更为“上海全筑建筑装饰集团股份有限公司”。2015 年 3 月 20 日，首次公开发行 A 股股票并在上海证券交易所正式挂牌上市（股票代码：603030.SH）

图 1：公司发展历程



资料来源：公司官网，国信证券经济研究所整理

作为一家住宅全装修整体解决方案及系统服务提供商，公司目前已拥有 30 多家控股或参股子公司，涵盖了住宅施工、室内设计、幕墙施工、家具制造等业务。截止 2018 年底，公司累计装修完成 700 多个楼盘，与全国上百家房地产开发商成为长期合作伙伴，打造了汤臣一品、华府天地、上海中心、四季酒店等著名住宅和公装精品项目，蝉联 15 届上海建筑装饰金奖。

表 6：公司主要的子公司

公司名称	主要业务	注册资本（万元）	总资产（万元）
全筑住宅	住宅施工	1000	7134.46
全筑设计	室内设计	3000	6671.17
全筑木业	家具制造	3000	4677.57
全品饰配	软装配饰	500	7490.94
高昕幕墙	幕墙施工	5050	12087.32
地东设计	建筑设计	316.12	10994.78

资料来源：公司 2018 年报，国信证券经济研究所整理

图 2: 公司精品住宅装修项目示例 (汤臣一品)



资料来源: 公司官网, 国信证券经济研究所整理

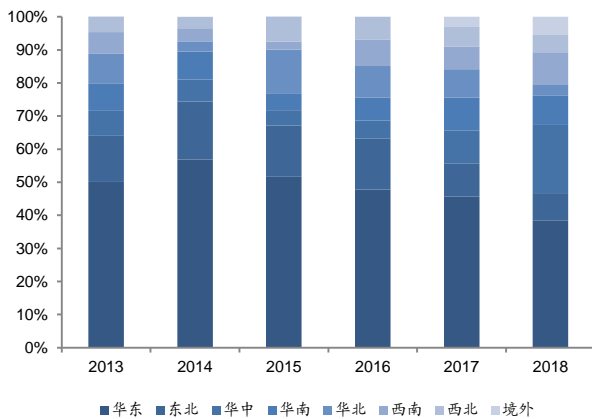
图 3: 公司精品酒店装修项目示例 (四季酒店)



资料来源: 公司官网, 国信证券经济研究所整理

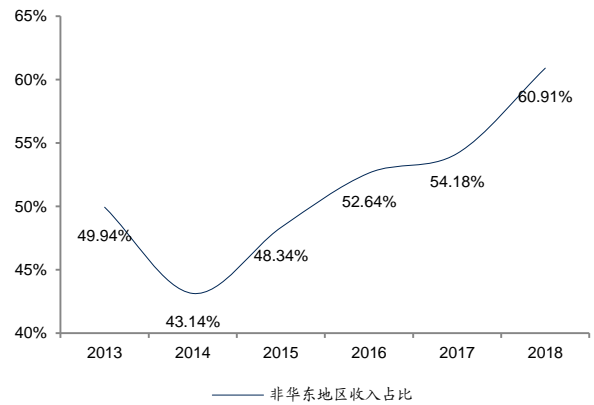
作为一家从上海起家的民营企业, 公司立足于华东地区, 目前业务范围已遍及全国 20 余省、50 余市、港澳台以及海外市场, 总共有华东、东北、华中、华南、华北、西南、西北和境外八大业务分部。虽然华东区域依然是公司的传统核心业务区, 但从 2014 年开始公司非华东地区的收入占比逐年提升, 到 2018 年已超过 60%, 可以看出非华东地区的收入占比逐年提升并已经超过华东区域, 公司全国布局的效果日益显著。

图 4: 公司近年来各地区收入占比



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图 5: 公司非华东地区收入占比的变化情况



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

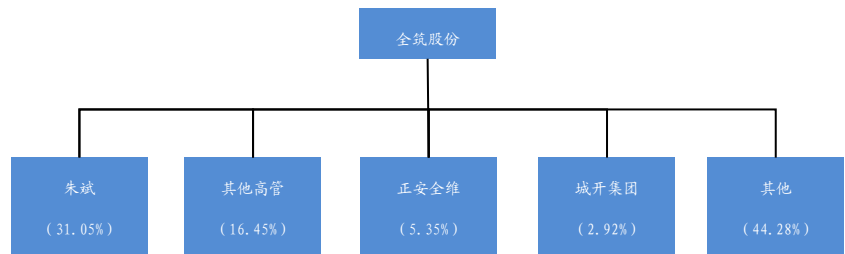
图 6: 公司业务范围已遍及全国 20 余省、50 余市



资料来源: 公司官网, 国信证券经济研究所整理

公司的控股股东、实际控制人、董事长和总经理均为朱斌, 此外公司其他核心高管人员持股比例也较高。截至 2019 年一季度末, 朱斌及核心高管合计持股比例达到 47.50% (其中朱斌持股 31.05%, 其他高管持股 16.45%)。

图 7: 公司股权结构



资料来源: 公司 2018 年报, 国信证券经济研究所整理

资质齐全, 业务涵盖建筑装饰全产业链

建筑装饰行业进入门槛相对不高, 具备高级资质的公司往往能够获得竞争优势。通过多年深耕住宅全装修, 公司目前在建筑装饰工程和设计领域拥有多项专项高级资质, 包括建筑装饰工程设计专项甲级资质、建筑装修装饰工程专业承包一级、建筑幕墙工程专业承包一级、建筑设计事务所甲级、建筑行业 (建筑工程) 甲级、建筑幕墙工程设计专项甲等。

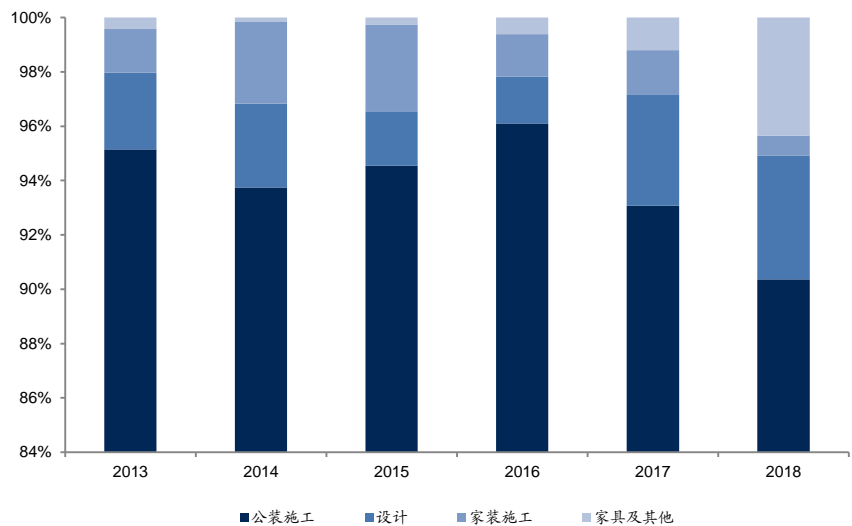
表 7: 公司拥有的主要资质

资质名称	资质等级	颁发机构
建筑装饰工程设计专项资质	甲级	中华人民共和国住房和城乡建设部
建筑业企业施工资质证书	建筑工程施工总承包资质三级; 建筑装修装饰工程专业承包资质一级; 建筑机电安装工程专业承包资质三级; 建筑幕墙工程专业承包一级; 钢结构工程专业承包三级	上海市住房和城乡建设管理委员会
安全生产许可证	--	上海市住房和城乡建设管理委员会
工程设计资质证书	建筑设计事务所甲级; 建筑行业(建筑工程)甲级; 建筑幕墙工程设计专项甲级	中华人民共和国住房和城乡建设部

资料来源: 公司 2018 年年报, 国信证券经济研究所整理

公司通过整合建筑装饰产业链上下游资源, 形成了目前四大业务板块体系, 主要包括公装施工、设计、家装施工、家具及其他业务, 基本覆盖了建筑装饰的全产业链。

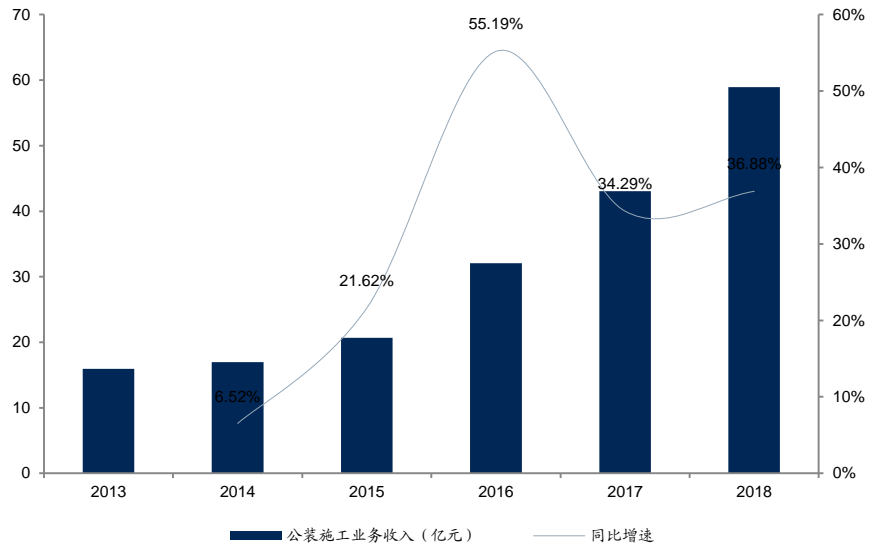
图 8: 公司近几年各业务板块收入占比情况



资料来源: wind, 国信证券经济研究所整理

作为住宅精装修第一股, 公司的传统核心业务为公装施工 (包括公共建筑装修和住宅全装修), 其近几年的营业收入均占公司总收入的 90%左右。公司一直将公装施工业务作为发展的基石, 业务规模增长稳健, 近三年的复合年增长率达到 36.35%。

图 9：公司近几年公装施工业务收入情况



资料来源：wind，国信证券经济研究所整理

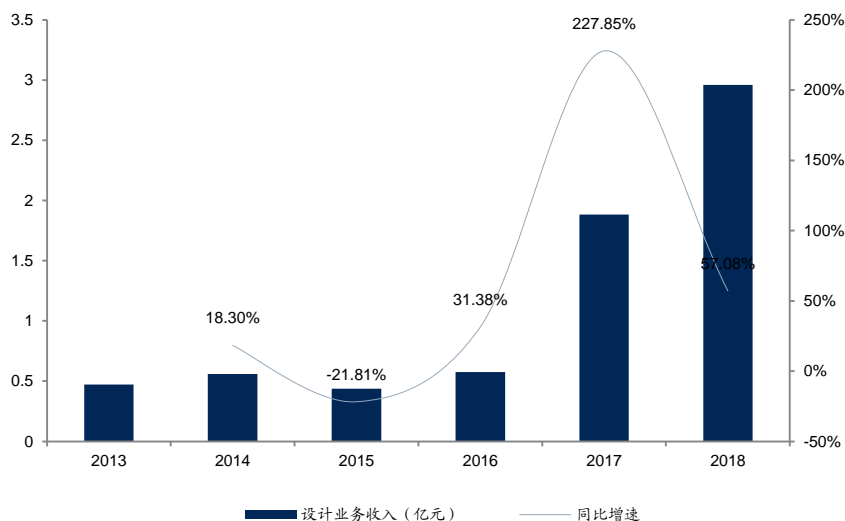
在公司实行前向一体化战略的过程中，设计板块是第一个开拓的新业务。受益于近几年的大举并购，目前公司的设计板块业务类型日益丰富，涵盖了建筑、景观、城市规划等专业的设计子公司。2017 年设计业务营业收入同比大幅增长 227.85%，在总收入中的比重显著增加。近三年设计业务的复合年增长率达到 49.89%。

表 8：公司近期收购或参股的设计公司

被收购公司名称	从事业务
地东设计	建筑设计、景观规划设计，城市设计
东瑞设计	建筑设计
创羿设计（参股）	利用 BIM 技术提供设计咨询服务

资料来源：公司 2018 年年报，国信证券经济研究所整理

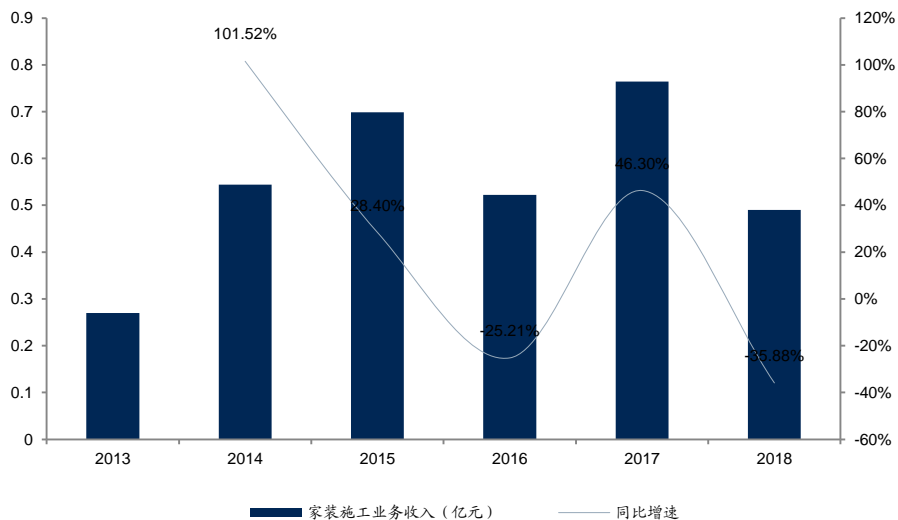
图 10: 公司近几年设计业务收入增长情况



资料来源: wind, 国信证券经济研究所整理

近年来公司开始大力拓展以定制精装为主的家装施工业务, 2017 年公司家装业务收入 0.76 亿, 同比增长 46.3%, 虽然目前体量规模还比较小, 但未来增长空间巨大, 具体分析将在之后行业及公司前景分析中详细展开。

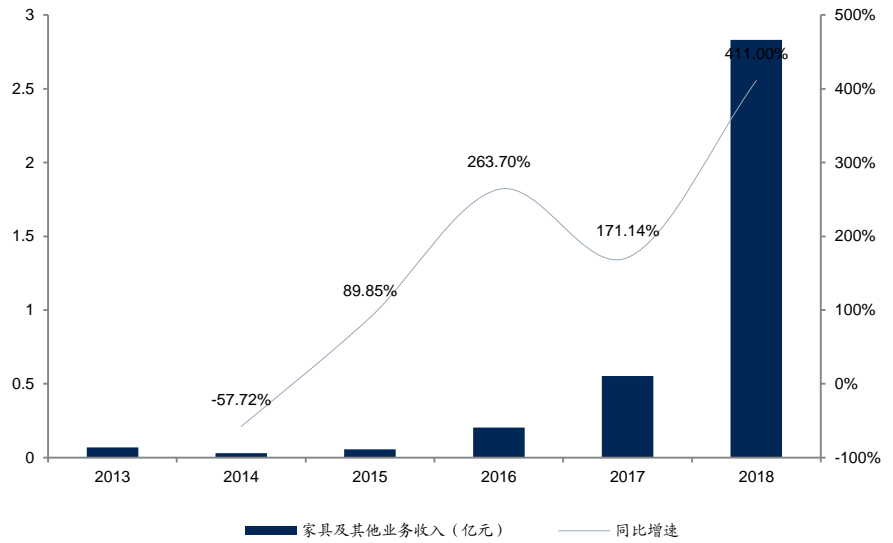
图 11: 公司近几年家装施工业务收入情况



资料来源: wind, 国信证券经济研究所整理

除了建筑行业主流的设计施工业务之外, 公司的其他业务类型还包括家具生产及销售、智能建筑家居系统研发、新型社区服务等创新业务。公司的其他业务承载了公司“二次创业”的希望, 近几年研发投入不断加大, 业务增长势头迅猛, 近三年的复合年增长率达到 165.53%。

图 12: 公司近几年家具及其他业务收入情况

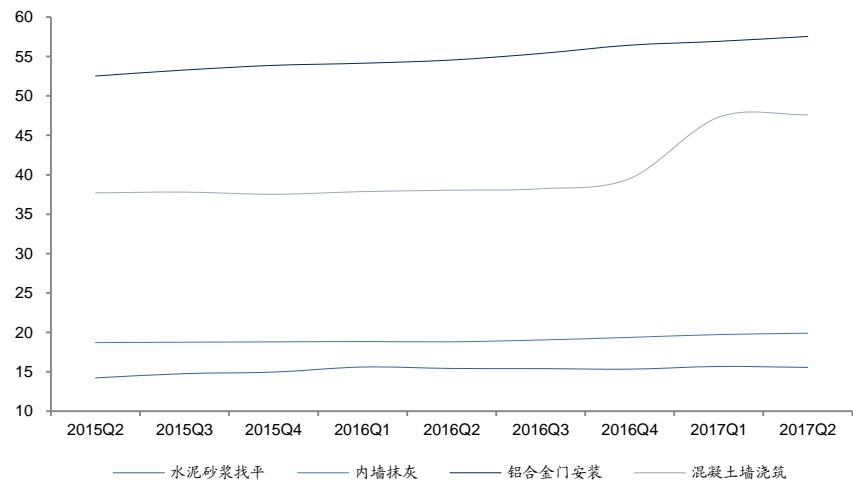


资料来源: wind, 国信证券经济研究所整理

研发智能施工机器人, 核心技术保障业务提质增效

劳动力断层、年轻人就业观改变以及全社会通胀压力等诸多因素导致建筑业近几年人工成本逐年上升, 以公司主要业务分部上海地区的统计结果为例, 大多数分部分项工程的平均人工成本均在提升, 其中熟练工缺乏、工程量大的分项工程人工成本上升幅度较大, 如混凝土墙浇筑工程的人工成本在两年内上涨了 26.3%。

图 13: 上海地区建筑业部分人工成本 (元/平方米)



资料来源: wind, 国信证券经济研究所整理

建筑业逐步机械化、自动化作业是未来的发展趋势, 也是在不断高企的人工成本压力下企业寻求变革的出路。公司近期加大研发支出, 与上海大学共同研制了人工替代智能施工机器人, 最终目标是脱离人工辅助实现完全自控, 目前研

究初见成效，智能划线机器人样机已经完成。一旦公司成功研发并投入实际生产，将大大提升工程现场的生产效率，并可显著减少人为因素导致的质量缺陷等问题。

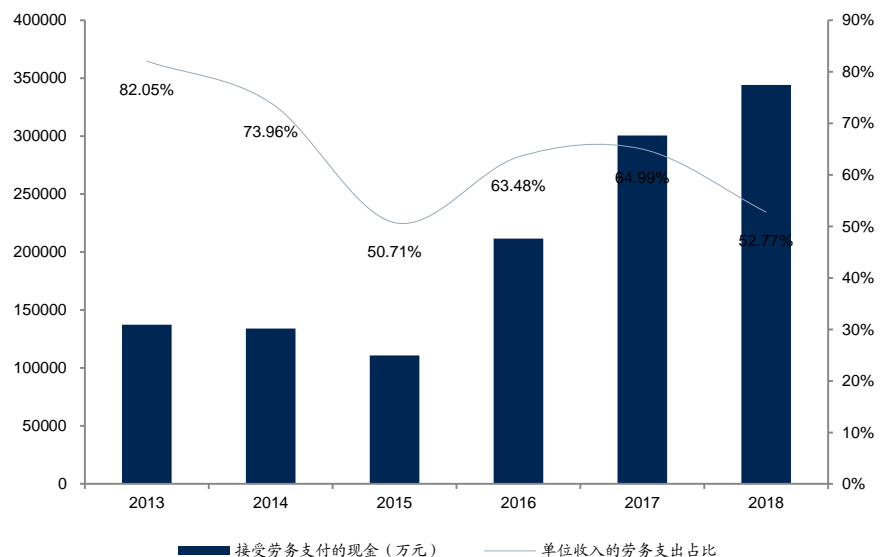
图 14: 公司研发的智能划线机器人样机



资料来源：公司官网，国信证券经济研究所整理

根据年报披露，2018 年公司的智能施工机器人项目已转为无形资产并投入试运行，将有效缓解劳务成本上涨带来的压力。2018 年公司单位收入的劳务支出占比同比下降 12.23pct 至 52.77%，未来随着施工机器人的逐步推广应用，公司的生产效率有望进一步提升。

图 15: 近几年公司的劳务支出情况



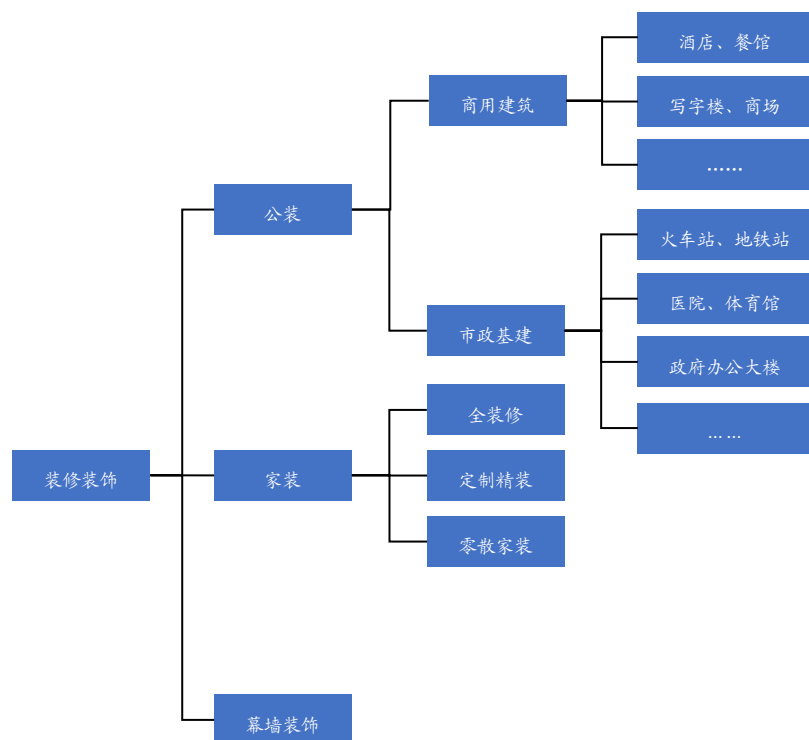
资料来源：wind，国信证券经济研究所整理

政策利好推动全装修市场扩容，行业集中度有望进一步提升

装修装饰行业市场规模大，集中度低

装修装饰行业主要是在建筑物的主体结构落成后，对水电、墙体、地板、天花板、景观等进行安装和修饰。按照建筑物的使用性质不同，装修装饰行业可以分为公共建筑装饰（包括酒店、商场等商用建筑以及医院、火车站等市政建筑，简称“公装”）、住宅装饰（简称“家装”）以及幕墙装饰，其中家装根据客户的类型又可分为全装修（最终客户为房地产商）、零散家装（最终客户为个体业主）以及定制家装（房地产商为中介、最终客户为个体业主）。

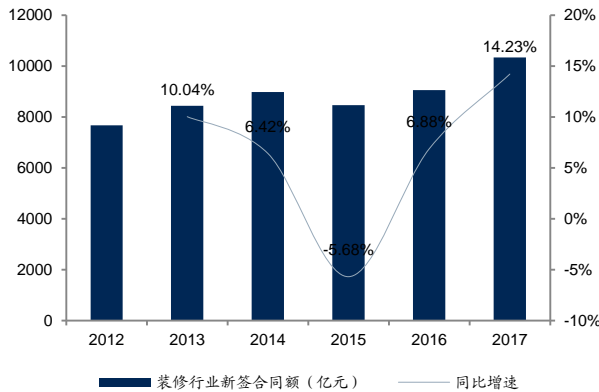
图 16: 装修装饰行业分类



资料来源：中国建筑装饰协会，国信证券经济研究所整理

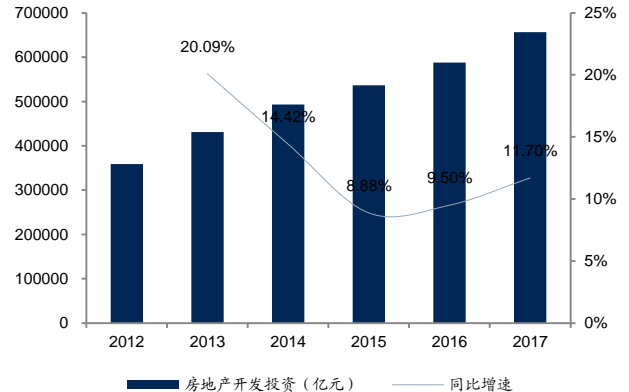
作为房地产业的上游行业，装修装饰行业的景气度与房地产市场的发展息息相关，最直接的表现就是受到房地产开发投资的影响。从 2013 年到 2015 年，房地产开发投资的增速放缓，同年的装修装饰行业订单量增速也同步下降，甚至到了 2015 年即使房地产开发投资仍有 8.88% 的增速而装修装饰行业的订单量却变成了负增长。到了 2016 年房地产开发投资的增速企稳并小幅回升后，装修装饰订单量迅速大幅反弹。

图 17: 建筑装饰行业近几年新签合同额情况



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

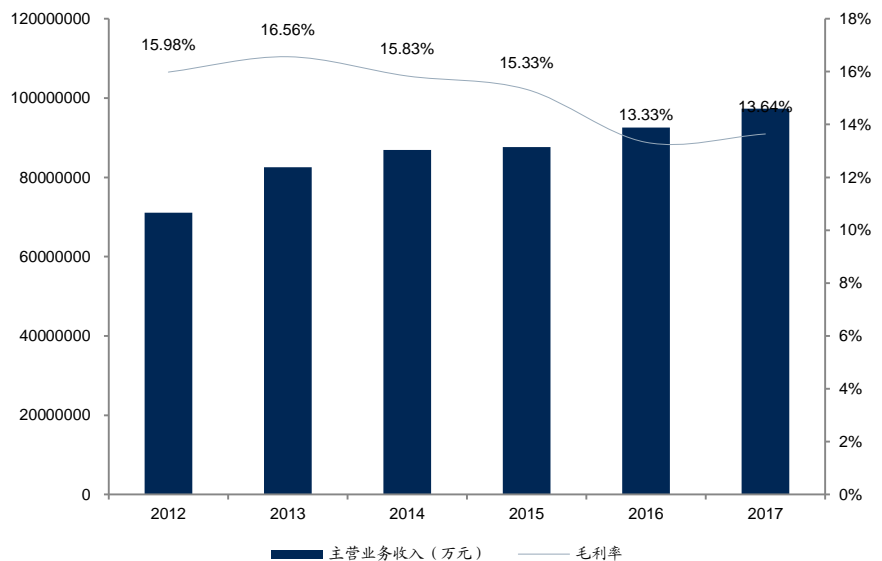
图 18: 近几年房地产开发投资 (计划总投资) 情况



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

装饰装修全行业的主营业务收入水平保持着逐年增长的趋势, 但毛利率却从2013年开始显著下滑, 至2016年已下降了3.23个pct至13.33%。这主要是由于装修行业技术含量低、进入门槛较低, 近年来行业内有许多新的进入者, 加剧了市场竞争, 同时下游房地产市场景气度下降, 二者叠加导致建筑装饰行业毛利率下滑。

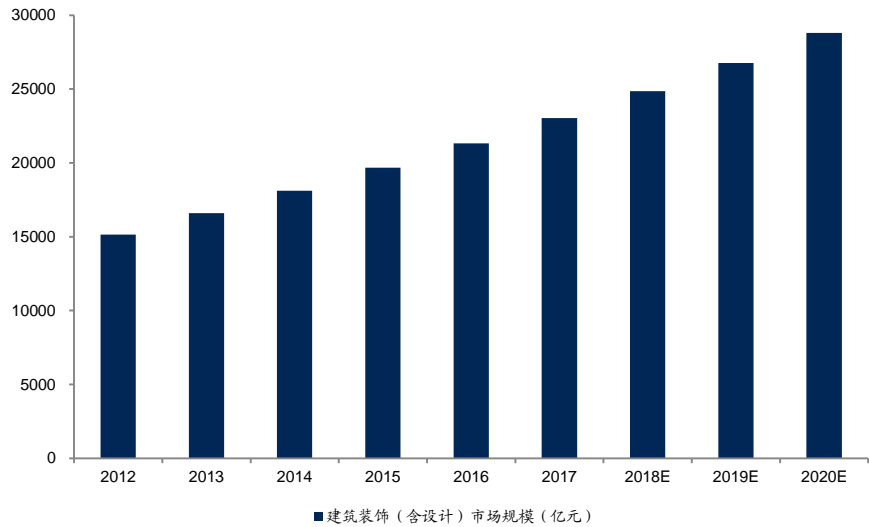
图 19: 建筑装饰行业近几年主营业务收入及毛利率



资料来源: wind, 国信证券经济研究所整理

伴随着房地产市场的发展以及国内人民生活水平的提高, 对室内设计及装修的需求日益扩大, 建筑装饰行业的市场规模逐步增加。根据弗若斯特沙利文报告, 2012年至2017年期间, 我国建筑装饰 (含设计) 行业的市场规模 (按收入计算) 从15157亿增长至23035亿, 复合年增长率为8.7%, 预计到2020年市场规模将达到28808亿。

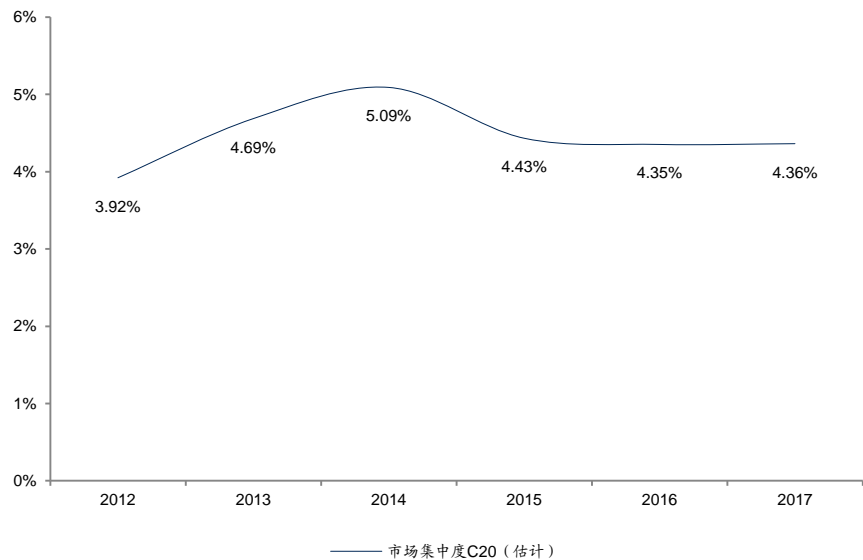
图 20: 我国装修装饰（含设计）市场规模变化情况



资料来源：弗若斯特沙利文报告，国信证券经济研究所整理

虽然装修装饰行业市场体量庞大，但市场份额比较分散，集中度低，没有任何一家市场占有率很高的企业，呈现出“大行业，小企业”的特点。以 A 股装修装饰上市公司中业绩排名前 20 的企业总收入占行业市场规模的百分比来近似估计行业的市场集中度 CR20，可以看出近几年市场集中度仅有 4% 左右，而且上升趋势缓慢，未来提升的空间还很大。

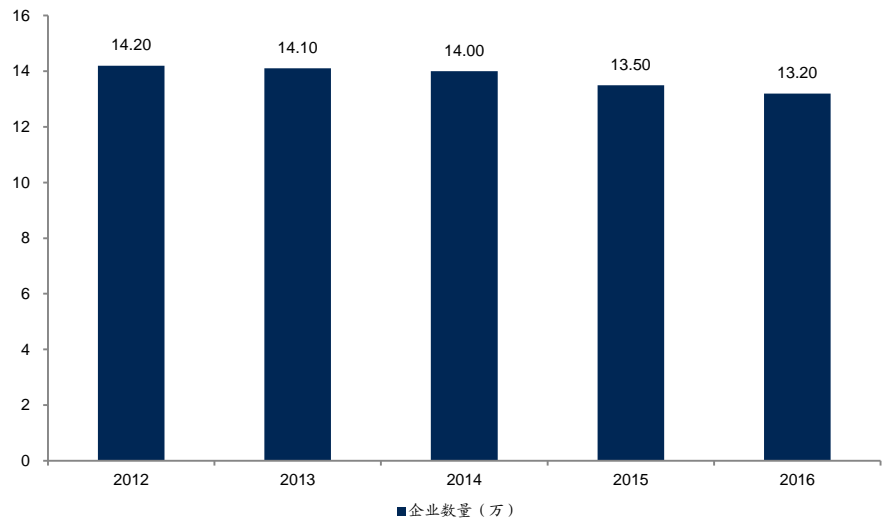
图 21: 我国装修装饰行业市场集中度变化情况



资料来源：弗若斯特沙利文报告，wind，国信证券经济研究所整理

装修装饰行业进入门槛低，经营零散化、地域性强、服务同质化等是造成行业市场集中度低的主要原因。目前全国共有十几万家装修装饰企业，行业内部竞争十分激烈。从 2012 年开始，装修装饰企业数量开始逐年减少，这主要是零散化经营、不具备资质的小企业逐渐退出导致的。

图 22: 我国装修装饰行业企业数量逐年减少



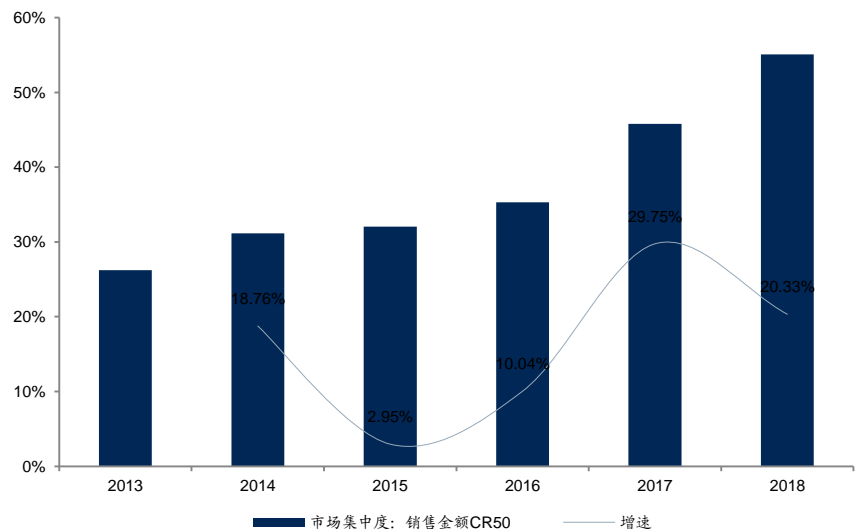
资料来源: 弗若斯特沙利文报告, 国信证券经济研究所整理

未来装修装饰行业越来越趋向精细化、规范化经营管理, 伴随着并购整合的增加, 市场内企业会进一步减少, 集中度会显著提高。

房地产市场份额向以成品住宅交付为主的龙头企业集中

近几年来房地产市场加速整合趋势, 行业内并购重组十分频繁, 市场集中度迅速提升, 逐渐呈现出“强者恒强”的竞争格局。以市场中排名前 50 房企的销售金额占比 CR50 来衡量房地产行业的市场集中度, 从 2013 年的 26.23% 至 2018 年已大幅攀升至 57.94%, 短短五年时间内房地产行业完成了从低集中度到高度集中的快速转变。

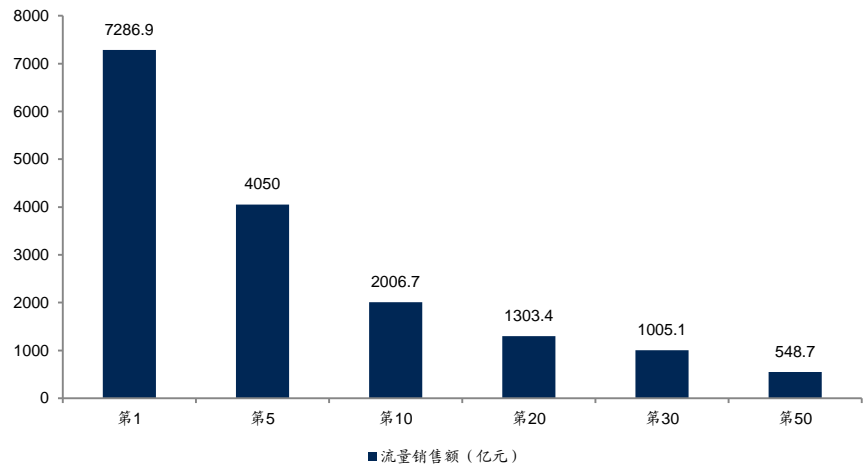
图 23: 近几年房地产行业市场集中度变化情况



资料来源: wind, 国信证券经济研究所整理

市场集中的同时也意味着两级分化，头部效应越来越明显，甚至在前 50 强的房地产企业当中这一差距也是巨大的。以易居房地产研究院发布的 2018 年房地产企业流量销售额排行榜来看，排名第 1 位的是碧桂园，销售额为 7286.9 亿元，而排名第 50 位的东原地产则仅有 548.7 亿元的销售额，只占到碧桂园的 7.53%。市场结构在逐渐向金字塔形转化，朝着“二八定律”发展的整合浪潮大势所趋，未来房地产行业还将会涌现出越来越多类似碧桂园这样的巨无霸企业。

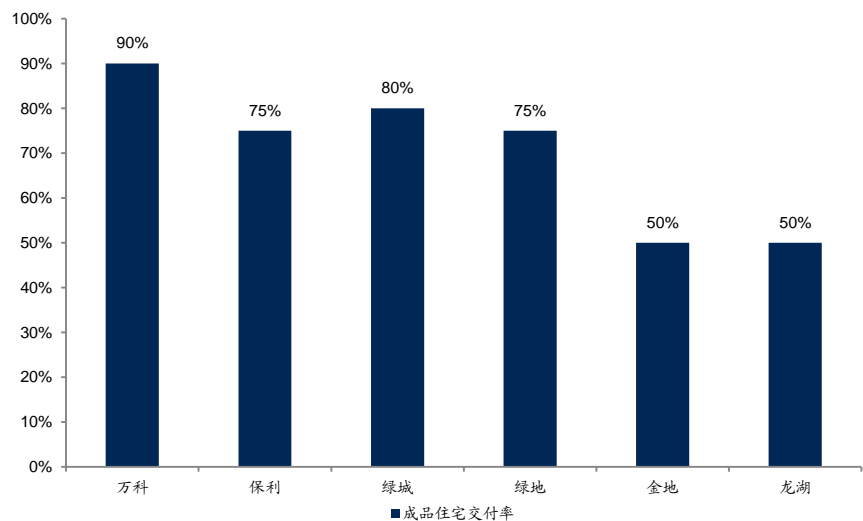
图 24: 排名前 50 的房地产企业内部差距分化依然很明显



资料来源：易居房地产研究院，国信证券经济研究所整理

住宅全装修是指房屋交钥匙前，所有功能空间的固定面全部铺装或粉刷完成，厨房和卫生间的基本设备全部安装完成，即完全以成品住宅的方式交付给业主。根据全联房地产商会全装修产业分会的估计，目前国内住宅交付仍以毛坯房为主，成品住宅占有率不超过 20%。对比欧美、日本等发达国家大部分实现了土建装修一体化、标准化，我国还存在很大的差距。

图 25: 部分排名前 20 的房企成品住宅交付率（即全装修项目比重）



资料来源：全联房地产商会全装修产业分会，国信证券经济研究所整理

但如果考虑到目前房地产行业市场集中的现状，把范围缩小到市场份额占比较大的前 20 房地产企业，可以发现这些龙头房企中成品住宅交付比例很高，其中万科甚至达到 90% 项目全部采用全装修后以成品住宅形式交付业主。在当前房地产行业的发展格局下，随着龙头房企的规模优势越发明显，未来成品住宅占有率将会进一步提升，这对于以全装修为主业的建筑装饰企业来说是一个重大的发展机遇。

政府大力推广成品住宅，住宅全装修覆盖率有望快速提升

不论是中央还是各级省市政府部门，对于推广住宅全装修的初衷由来已久。国务院办公厅联合八部委最早于 1999 年就曾首次提出“加强对住宅装修的管理，积极推广一次性装修或菜单式装修模式，避免二次装修造成的破坏结构、浪费和扰民等现象”；近年来，许多省市相继出台了鼓励成品住宅建设的政策，提出成品住宅发展目标。而住宅城乡建设部 2017 年 4 月印发的《建筑业“十三五”规划》中更是直接指出 2020 年新开工全装修成品住宅面积要达到 30% 的目标。

表 9：近年来各地区/部门颁布的推进全装修住宅政策

颁布时间	地区/部门	政策文件及主要内容
2016 年 12 月	山东	《关于转发省住房城乡建设厅山东省建筑设计和装修服务业转型升级实施方案的通知》：次年设区城市新建高层住宅实行全装修。
2016 年 12 月	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》：次年 7 月 1 日起各市(县)商品住宅项目全部实行全装修。
2016 年 12 月	成都	《成都市建设行业大气污染防治十条措施》：2020 年底，成都中心城区、高新区和天府新区新建商品住宅中成品住宅比例达到 80%。
2017 年 7 月	上海	《上海市住房发展“十三五”规划》：大力推进装配式建筑发展，积极推进全装修住宅建设。新建装配式住宅建筑单体预制率不应低于 40% 或单体装配率不低于 60%。
2017 年 8 月	苏州	《市政府办公室印发关于推进装配式建筑发展加强建设监管的实施细则（试行）的通知》：新建普通商品住房实施全装修，其他居住建筑倡导实施全装修。
2017 年 8 月	浙江	《关于加快建筑业改革与发展的实施意见》：杭州市、宁波市、绍兴市作为重点推进城市，中心城区出让或划拨土地上的新建项目全部实施装配式建造；新建住宅率先推行标准化、集成化、模块化的装配式装修。
2017 年 9 月	辽宁	《关于大力发展装配式建筑的实施意见》：城市中心区域原则上全部推行新建住宅全装修，逐年提高成品住宅比例。到 2020 年底，全省装配式建筑占新建建筑面积的比例力争达到 20% 以上，其中沈阳市力争达到 35% 以上。
2017 年 9 月	嘉兴	《嘉兴市绿色建筑专项规划(2017-2025)》：嘉兴市近期全面实行住宅全装修的中心城区（东至秀洲区区界、南湖湖区区界，南至沪昆高速，西至乍嘉苏高速，北至申嘉湖高速）范围以内新建住宅全面实行全装修，实现成品交房。
2018 年 7 月	菏泽	《关于推进全装修住宅建设工作的实施意见》：自 2018 年 7 月 1 日以后菏泽市商品住宅工程实行全装修，全装修比例不低于该项目同期商品住宅开发建筑面积的 40%，之后逐步加大全装修的实施力度，每年全装修比例提高 15%，2022 年以后开工的工程基本实现全装修。

资料来源：公司 2017 年年报，全联房地产商会全装修产业分会，国信证券经济研究所整理

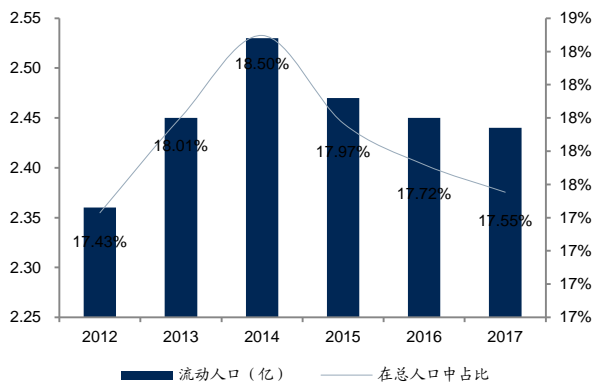
伴随着全装修政策落地，国家和地方政府也陆续出台了住宅全装修相关的标准

规范，内容涉及设计、施工、验收等方面，为住宅全装修发展提供了技术支撑，如 2015 年住房城乡建设部颁布的《住宅室内装饰装修设计规范》不仅明确了住宅室内装饰装修设计内容，对住宅室内各功能空间的装饰装修设计也做出了明确规定。近年来各级地方政府和部门密集出台的全装修住宅政策、标准规范，将有力推动成品住宅比例迅速提升，未来全装修市场将进一步扩大。

租赁市场快速发展，长租公寓落地为装修行业提供新的增长空间

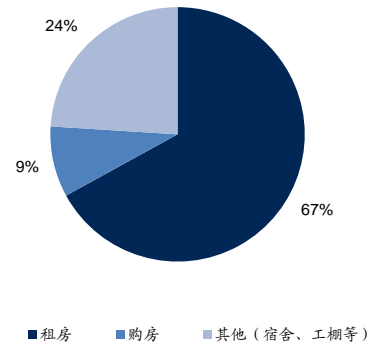
在中国的城镇化发展进程中，始终伴随着巨大的人口流动。到 2017 年底中国的流动人口总数大约为 2.44 亿人，占总人口的比例为 17.55%。根据国家计生委的《中国流动人口发展报告》，以 2016 年为例中国的流动人口当中有 67% 的比例选择在工作地点租房生活，如果将这一比例换算到总人口上，相当于全中国租房人口占比大约为 11.8%。

图 26: 中国近几年流动人口情况



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

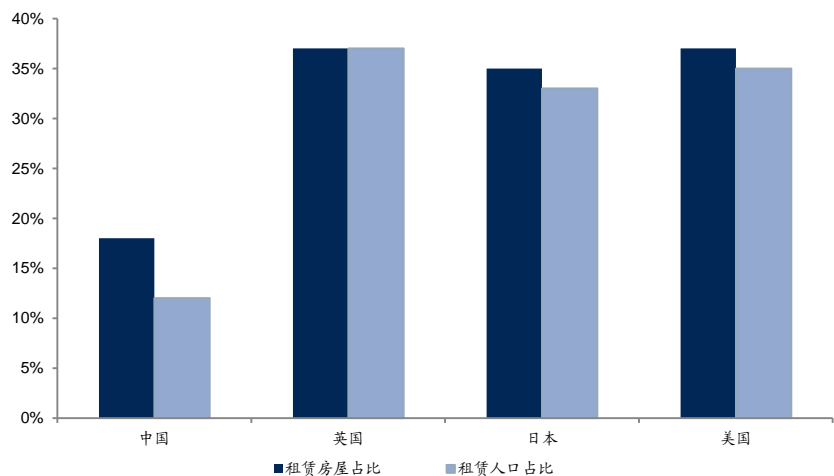
图 27: 2016 年流动人口居住方式



资料来源: 计生委《中国流动人口发展报告》，国信证券经济研究所整理

横向对比来看，世界上主要发达国家如英国、日本和美国的租房人口比例大约为 37%、33%和 35%，中国目前的租房人口比例相比依然偏低，住房租赁市场空间潜力巨大。

图 28: 中国与主要发达国家租赁房屋与租赁人口占比



资料来源: 全联房地产商会全装修产业分会，国信证券经济研究所整理

住建部等 9 部门于 2017 年 7 月指出在人口净流入的大中城市要借鉴发达国家经验，支持企业转型为住房租赁企业，积极盘活存量房屋用于租赁，增加租赁住房有效供给。在此前后，各级地方政府和部门相继出台了发展租赁住宅的相关指导文件，制定了如租售同权、公积金提取用于支付房租等优惠政策。一系列动作充分表明了发展租赁住房市场已经成为国家的重点政策扶持导向。

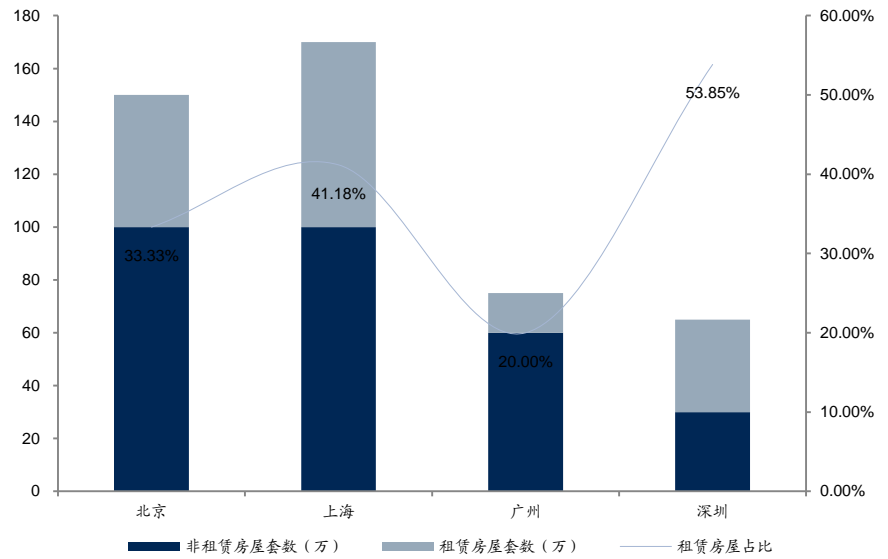
表 10: 近年来各地区/部门颁布的租赁住宅政策

颁布时间	地区/部门	政策内容
2016 年 11 月	税务总局	纳税人以长（短）租形式出租酒店式公寓并提供配套服务的，按照住宿服务缴纳增值税
2017 年 1 月	广东	工作目标：到 2018 年，基本形成供应主体多元、经营服务规范、租赁关系稳定的住房租赁市场体系，推动实现城镇居民住有所居的目标
2017 年 2 月	住建部	规范租赁市场：加快住房租赁市场立法；多渠道增加租赁住房有效供应；大力发展公租房；加强住房租赁市场监管
2017 年 4 月	住建部	鼓励房地产开发企业参与工业厂房改造；开展集体建设用地建设租赁住房试点；鼓励个人依法出租自有住房
2017 年 4 月	北京	推动住房用地供给侧结构性改革，促进完善购租并举的住房体系，实现住有所居。未来 5 年加快供地新建住房中产权类约占 70%，租赁类约占 30%，未来五年 150 万套住房建设需求中包括 50 万套租赁住房
2017 年 7 月	九部委	在人口净流入的大城市中，加快发展住房租赁市场。选取广州、深圳、南京、杭州、厦门、武汉、成都、沈阳、合肥、郑州、佛山、肇庆等 12 个城市为首批试点单位，明确各地要搭建住房租赁交易平台增加新建租赁住房供应
2017 年 7 月	深圳	提出要加快培育住房租赁市场，规范租赁市场秩序，培育多元化、规模化、专业化的住房供应主体，形成先租后买的梯度住房消费模式，努力构建分层次、多渠道的住房供应体系
2017 年 7 月	上海	“十三五”时期上海新增住房供应总套数要比“十二五”期间增加 60% 左右，其中将大幅增加租赁住房供应。在产业集聚区、交通枢纽区、商办过剩区重点发展租赁住房，预计新增供应租赁住房 70 万套
2017 年 7 月	广州	住房租赁新政共 16 条，从商改租、入学、税收、水电等多个方面对住房租赁进行史无前例地大力扶持，首先提出了“租售同权”
2017 年 11 月	上交所	全国首单长租公寓资产类 REITs(房地产信托投资基金) 获得上交所审议通过
2017 年 11 月	上海公积金中心	上海市首批 14 家具有较大规模的住房租赁企业共同签署住房公积金租赁提取集中办理业务合作协议，可申请公积金提取支付房租
2018 年 1 月	国土资源部	沈阳、南京、杭州等 11 个城市利用集体建设用地建设租赁住房试点实施方案获得国土部同意

资料来源：全联房地产商会全装修产业分会，国信证券经济研究所整理

根据北上广深等一线城市制定的“十三五”土地规划，未来 5 年将增加住宅用地中用于建设租赁住房的比例，其中深圳更是计划将 53.85% 的土地用于建设长租公寓和公租房，如果计划顺利实施，未来中国的大中城市将达到欧美发达国家的租房供给水平。

图 29: 中国一线城市“十三五”土地规划中租赁房屋占比情况



资料来源: 全联房地产商会全装修产业分会, 国信证券经济研究所整理

在政策利好的大环境下, 品牌房企纷纷将长租公寓作为新的战略增长点, 相继成立了各自的长租公寓品牌, 如万科的泊寓、龙湖的冠寓等, 并从一二线城市开始发力以求快速抢占市场份额。房地产企业这一轮新的资本扩张, 得到了以银行为主的金融机构的大力支持, 从国有大行到地方股份制银行, 以信贷资金、资产支持票据、长租公寓 ABS 等各种方式为房企提供融资。

表 11: 知名房地产企业的长租公寓品牌及发展计划

名称	长租公寓品牌	已取得成绩	发展计划
万科	泊寓	已进入 28 个城市, 获取房间 8.4 万间	2017 年预计总获取房间数量超过 10 万间, 预计到 2018 年, 拓展公寓目标 45 万间, 远期规划则计划提供 100 万套公寓
龙湖	冠寓	进入了 16 个城市	2017 年开业 1.5 万间长租公寓, 至 2020 年, 数量达成行业前三, 营收 20 亿元
旭辉	领寓国际	已开发 1 万间, 筹建运营 28 个项目, 进入 13 个城市	今年的目标是入市 2 万间, 5 年运营管理 20 万间, 完成国际化布局, 同时实现 IPO 上市
远洋	邦舍 Boonself	进入北京、上海、深圳、广州、杭州、成都、大连共 7 个城市, 2000 套房	2017 年目标签约 5000 套房
金地	草莓社区	已开业 4 家门店 (上海、深圳), 约 1200 间房。筹备中 7 家门店待开业 (深圳、上海、杭州、昆明) 约 1500 间	近三年目标拓展 6 万间, 主力发展一线, 准一线, 二线重点城市
保利	N+公寓	已进入重庆、西安、大连、长沙等城市	十三五规划的战略目标指出, 3 年内商业公寓板块做到内部自持和外部拓展双轨同时布局
招商蛇口	壹间公寓	目前招商蛇口运营中的长租公寓达 1.6 万间, 建筑规模总计约 60 万平方米	未来, 通过收购兼并的模式加速扩张, 管理规模扩容至 100 万间
上海地产集团		已经竞得 9 宗租赁住宅用地, 总规划建筑面积超 66 万平方米	今年获得 19 幅地块, 共计 108 万平方米建筑面积, 可提供 2 万套租赁住宅, 2018 上半年前计划开工约 4000 套, 到 2018 年底开工 100 万平米, 2020 年交付 2 万套租赁住房
上海张江集团		已竞得 4 宗租赁住宅用地, 总规划建筑面积超 25 万平方米	

资料来源: 公司 2017 年年报, 国信证券经济研究所整理

表 12: 近年来部分银行对长租公寓提供的金融支持

时间	机构	动作
2017 年 10 月 25 日	江苏银行	碧桂园上海长租项目获得 2500 万融资
2017 年 10 月 30 日	中信银行	将在未来 3 年为碧桂园在长租领域提供 300 亿元保障基金
2017 年 11 月 1 日	建设银行	湖北武汉市房管局联合中国建设银行打造的武汉住房租赁交易服务平台正式上线运营
2017 年 11 月 2 日	中国银行	与厦门市国土资源与房地产管理局合作, 为住房租赁市场各参与主体提供全链条的金融产品与服务
2017 年 11 月 2 日	建设银行	与广东省住建厅、佛山市政府达成住房租赁战略合作
2017 年 11 月 3 日	建设银行	在深圳与万科、恒大、碧桂园等 11 家房企以及比亚迪、方太等 11 家承租企业签署住房租赁战略合作协议
2017 年 11 月 16 日	工商银行	与广州市住房和城乡建设委员会合作, 将为广州市住房租赁市场参与主体提供 5000 亿元授信资金支持
2017 年 11 月 16 日	建设银行	携手星河控股推出“ccb 建融家园·星河荣御”长租公寓
2017 年 12 月 5 日	建设银行	提供 200 亿元资金, 助力碧桂园在上海发展长租公寓
2017 年 12 月 11 日	建设银行	招商蛇口通过建设银行发行全国首单银行间市场长租公寓资产支持票据, 规模 200 亿元
2018 年 1 月 18 日	农业银行	发布“法人租赁住房贷款”和“共有产权住房贷款”产品, “法人租赁住房贷款”的贷款对象涵盖了租赁住房的开发建设主体、购置并购主体、专业运营主体和其他出租主体, 可有效满足客户在房源获取阶段、装修改造阶段、项目运营阶段的合理融资需求。而“共有产权住房贷款”则可重点满足客户在共有产权住房开发和销售环节的融资需求。

资料来源: 公司 2017 年年报, 国信证券经济研究所整理

根据弗若斯特沙利文报告, 2017 年我国的房屋租赁市场规模达到了 11541 亿, 近年来保持快速增长, 自 2012 年起复合年增长率达到 17.1%, 2020 年预计将增长至 16769 亿。

图 30: 中国房屋租赁市场规模



资料来源: 弗若斯特沙利文报告, 国信证券经济研究所整理

房屋租赁市场的发展如火如荼，建筑装饰行业预计也将会迎来一波新的增长高峰期。长租公寓以及各类公租房、廉租房的增加提升了成品住宅交付比例，全装修为主业的建筑装饰企业直接受益；此外，长租公寓的推广普及会带动私人租赁房屋的装修品质提升，再考虑到私人住宅普遍上 5-8 年的翻新率，由此产生的二次装修增量市场空间也是不容忽视的。

公司业绩名列前茅，有望受益市场集中度提升

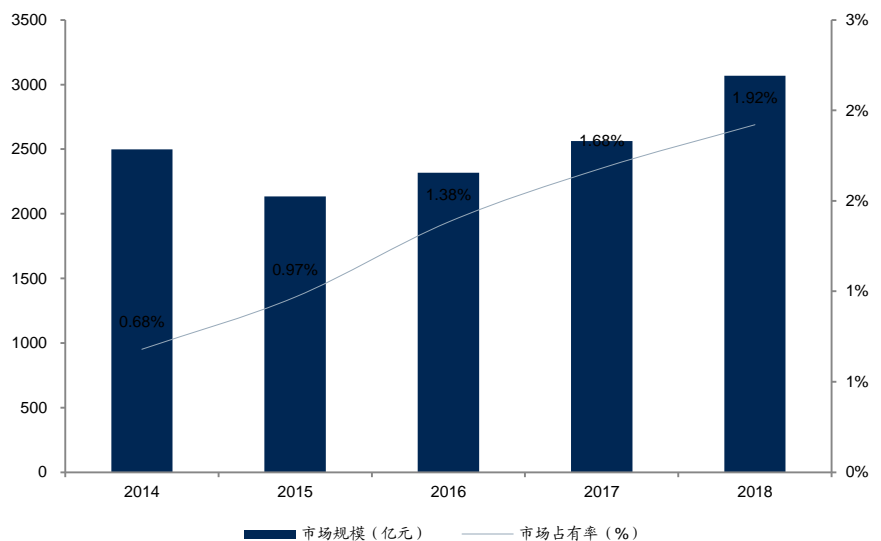
我们以公司全装修业务收入占市场规模的比例来衡量公司的市场占有率，其中每年的全装修市场规模估算方法为：

全装修市场规模=住宅新开工面积×全装修项目占比×单位面积造价

其中住宅新开工面积数据来源于统计局，全装修项目占比近似取 20%，单位面积造价采用目前装修行业平均水平 1000 元/平方米。

通过我们的估算，从 2014 年至今公司在全装修市场的占有率逐年提升，但目前仍不超过 2%，这反映出全装修市场仍处于较为分散的状态，未来的市场集中度提升空间较大。

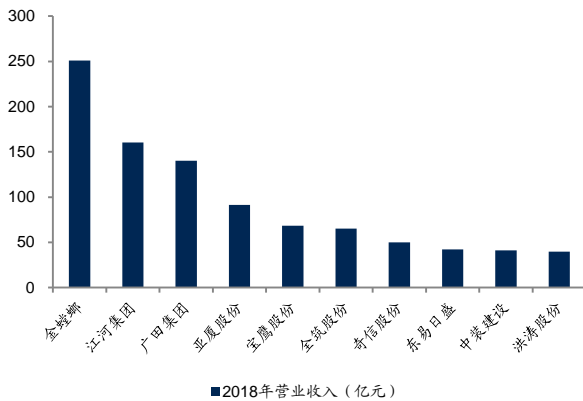
图 31：近几年全装修市场规模及公司的市占率估计



资料来源：公司公告，wind，国信证券经济研究所整理及预测

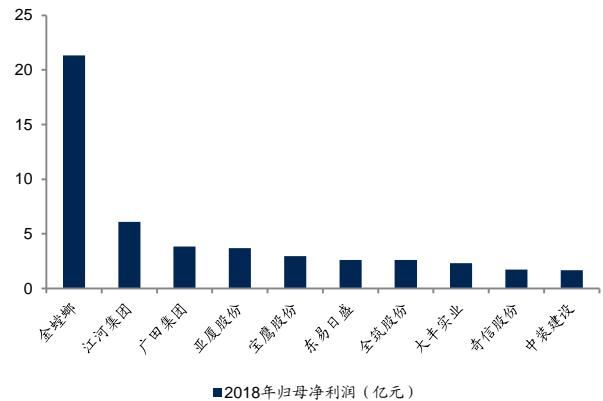
公司深耕全装修领域近 20 年，目前已逐渐跻身装饰行业龙头。根据 2018 年装修装饰行业各上市公司的业绩情况，公司的营收规模排名第 6，净利润排名第 7；2018 年公司的营收和净利润增速分别为 40.98%、58.10%，远高于行业平均水平，未来公司若能继续保持业绩的高增长，在行业内的排位很可能继续上升。随着未来市场集中度提升，市场份额将逐步向龙头集中，公司有望直接受益。

图 32: 公司营收规模在所有装饰上市公司中排名第 6



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图 33: 公司净利润规模在所有装饰上市公司中排名第 7



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

利用传统业务的渠道资源拓展装修后市场，高增长助力估值提升

打造高端家居品牌赫斯帝，市场开拓成效显著

全筑公司的家具生产始于 1998 年，产品线包括了门窗、橱柜、厨具等，是率先进军全装修住宅工程家具供货安装领域的家具生产商之一。公司丰富的施工经验、上乘的产品质量以及一流的服务品质赢得了 B 端客户的良好口碑，从而为公司打造自有品牌、拓展 C 端客户打下了坚实的基础。

表 13: 公司家具业务发展历程

时间	事件
1998 年	全筑公司成立家具加工厂
1999 年	成立全筑公司家装业务，主要配套生产厨具
2003 年	成立九亭生产基地，配合全筑公司菜单式全装修
2006 年	配合全筑公司全装修楼盘，主要生产厨具，衣橱等产品
2007 年	作为万科收纳系统产品供应商，配套生产衣橱、玄关柜、储藏柜、台盆柜
2008 年	成立青浦生产基地，配合全筑公司全装修项目，主要生产套装门、装配式木饰面制品
2012 年	配合全筑公司全装修项目，开始配套生产板式活动家具
2015 年	成立朱家角装配式工厂，专业生产厨具、收纳系统、装配式木饰面、套装门及板式实木家具
2016 年	注册全筑家具品牌，全力配套定制精装项目

资料来源: 公司官网, 国信证券经济研究所整理

2016 年，全筑股份集团与德国专业设计团队共同注资成立了自有家具品牌赫斯帝，品牌依托集团丰富的经营经验与德国资本与技术，以国际先进的设计理念致力于住宅室内装饰的厨具、板式家具、成品木门、装配式木饰面等一系列的设计、研发、制作和安装。公司目前拥有 30000 平米的现代化生产空间，全套先进的生产设备，完整的管理体系并与德国、奥地利等知名品牌作为五金供应商，保证了配件的每一环节的高品质制作，全面为中国高端客户提供最优质的

产品和服务体验。

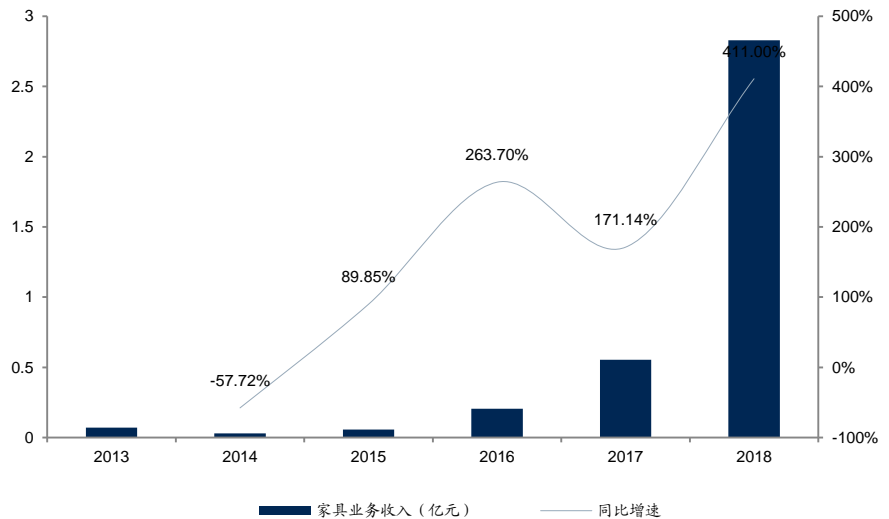
表 14: 公司赫斯帝家具的品牌优势

类别	内容
生产经验	16 年住宅装配式家具生产及施工经验
技术优势	专业的研发团队，数十个专利产品项目
客户优势	与房地产百强企业合作上百个楼盘
丰富的产品线	涵盖厨房橱柜、衣柜及收纳系统、办公家具、固定家具、木饰面、套装门
坚实的生产力量	际一流设备流水线以及拥有数十年生产经验的工程师组成的生产班组

资料来源：公司官网，国信证券经济研究所整理

在公司的大力支持下，赫斯帝品牌市场开拓突飞猛进，市场份额连续多年高增长。2018 年公司家具业务实现收入 2.83 亿，同比大幅增长 411%，近三年复合增长率达到 165.53%，如果考虑到集团内部关联交易抵消的部分营业收入，公司实际的家具业务规模应该会更大。

图 34: 近几年公司家具业务成长迅速



资料来源：wind，国信证券经济研究所整理

智能家居市场前景广阔，人居生活服务平台未来可期

随着消费结构的不断升级，人们对于室内装修已经不满足质量和美感，包括绿色环保、个性化、智能家庭设备等一系列改造升级需求产生。公司抓住这一趋势，提出公司业务要由传统的“人居环境塑造”向“人居生活服务”升级，以住宅装饰为入口，以智能家居设备为硬件，展开社区服务等各种人居创新服务，构建全生态智能家居服务平台。

图 35: 未来的智能家居系统



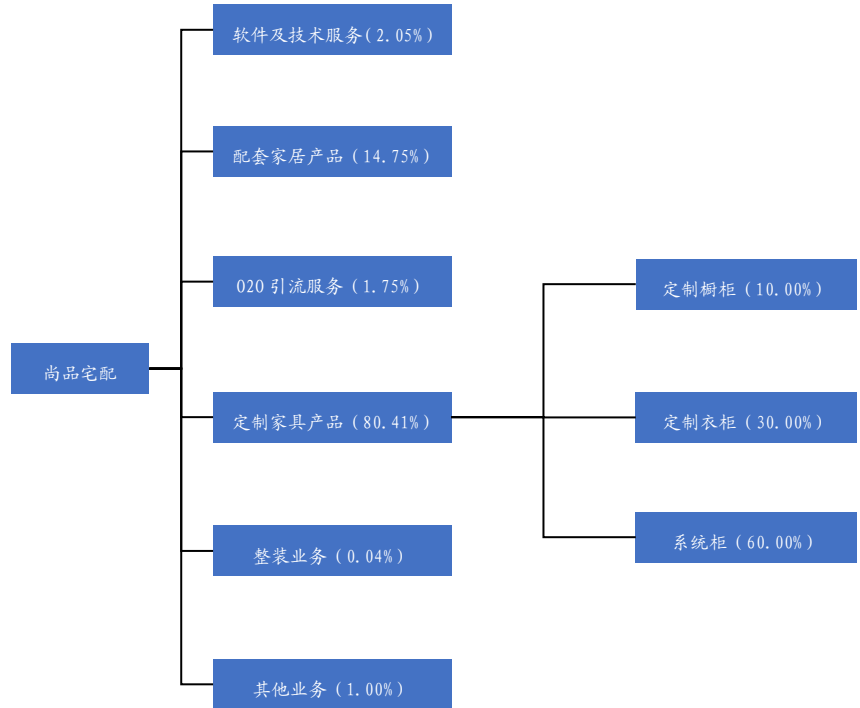
资料来源: 公司官网, 国信证券经济研究所整理

以人居生活服务改造为主的装修后市场, 是一个具备广阔空间的蓝海市场, 公司参与竞争的核心优势在于其自身的底层大数据优势。公司在住宅装修领域深耕近 20 年, 迄今为止已实施了 700 多个楼盘的全装修项目, 在此过程中获取了大量关于房屋和业主的底层数据, 通过分析“完美入住”及“定制精装”的客户需求, 公司能够最先获取业主最直接的生活习惯数据, 这些构成了公司转型“人居生活服务”、建立交互式人居环境数据库的基础。

对标家居配饰龙头尚品宅配, 公司估值提升空间较大

虽然目前公司家具及软装配饰业务的主要客户仍然以 B 端为主, 但在公司最新披露的财报中已经将面向 C 端的家居业务作为未来的重点发展战略。从公司的发展战略来看, 我们将目前 C 端家居的龙头尚品宅配作为对标企业。尚品宅配以满足 C 端消费者个性化需求的定制家具为主要业务, 采用“C2B+O2O”的模式, 在行业中具备渠道流量高、前端信息化、规模化集采、整装一体化等较为突出的竞争优势。

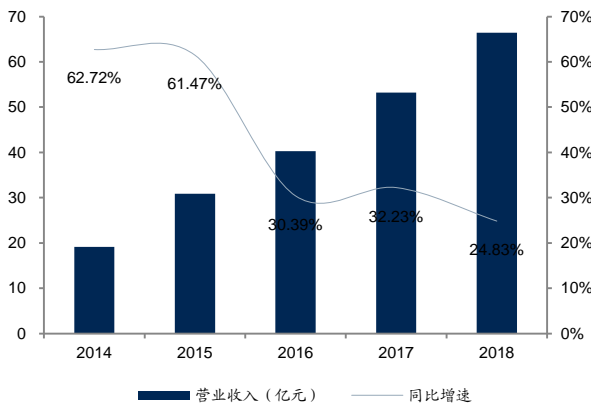
图 36: 尚品宅配的收入结构



资料来源: wind, 国信证券经济研究所整理

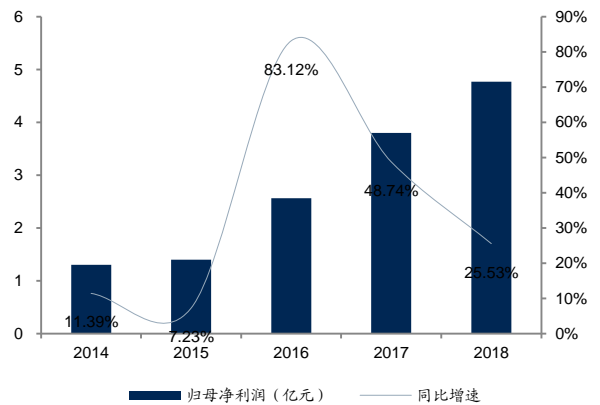
从 2017 年上市至今, 公司业绩始终保持稳健增长。2018 年实现营业收入 66.45 亿, 同比增长 24.83%, 近三年 CAGR 达到 29.10%; 实现归母净利润 4.77 亿, 同比增长 25.53%, 近三年 CAGR 达到 50.47%。

图 37: 尚品宅配近几年营业收入稳步增长



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图 38: 尚品宅配近几年净利润保持快速增长



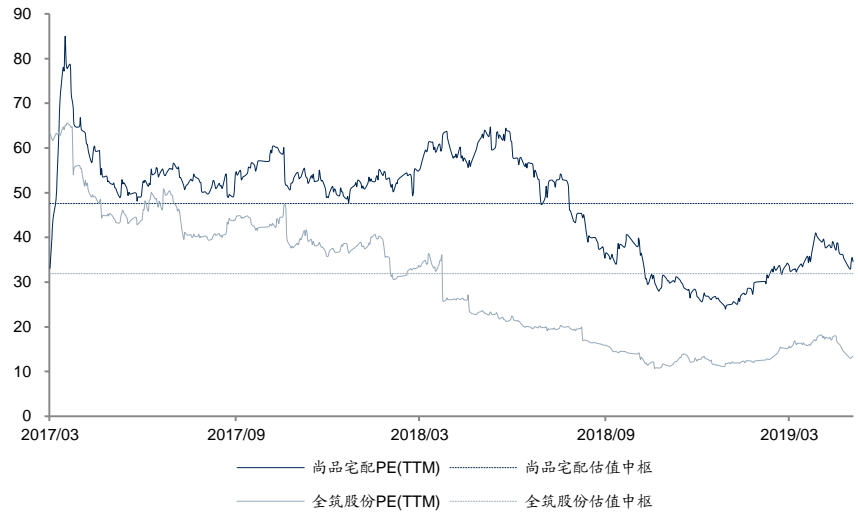
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

从估值水平上看, 尚品宅配当前 PE(TTM)为 34.56 倍, 上市至今估值中枢为 47.58 倍; 而全筑股份当前 PE(TTM)仅为 13.46 倍, 同时段内的估值中枢为 31.88 倍, 均低于尚品宅配。

我们认为, 公司在装修后市场的拓展力度将不断加大, 家具业务未来有望继续保持高速增长, 通过全装修积累的渠道资源为公司切入 C 端客户打下了基础。

随着家居业务占比的提升，未来公司的估值有望向对标企业尚品宅配靠拢，估值提升空间较大。

图 39: 尚品宅配的估值水平高于全筑股份



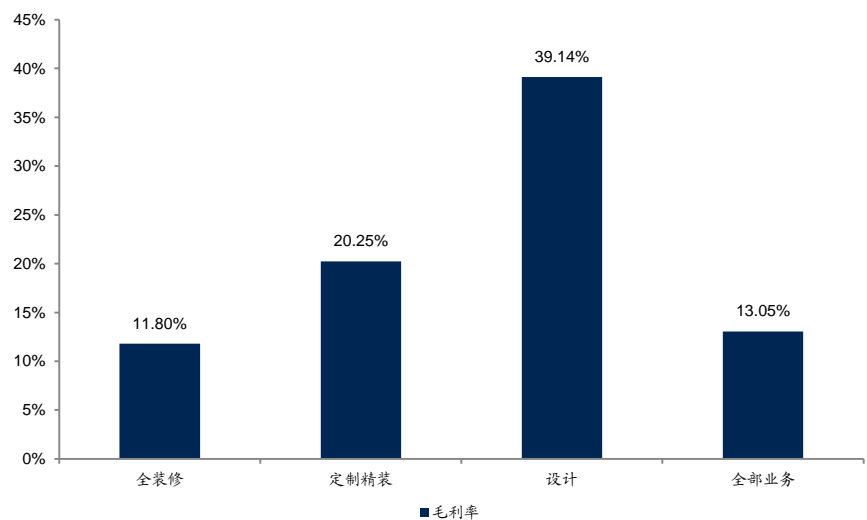
资料来源: wind, 国信证券经济研究所整理

盈利能力有望提升

高毛利率的定制精装和设计业务增长迅速

公司主营业务全装修近五年的平均毛利率为 11.80%，而定制精装和设计业务的平均毛利率分别为 20.25%和 39.14%，均显著高于全装修，也高于公司全部业务的平均毛利率。

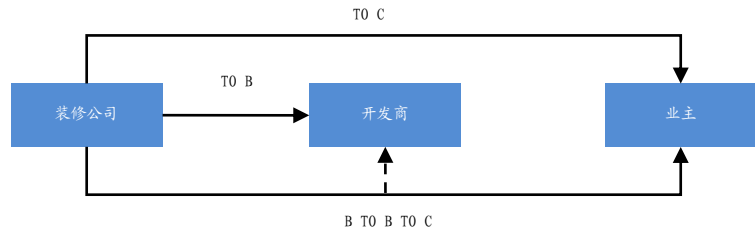
图 40: 定制精装和设计业务的毛利率显著高于全装修



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

定制精装业务采用的是 B TO B TO C 模式。公司传统的全装修业务可以归类为 TO B 的模式，即公司直接面对开发商客户，业务流中只有公司和下游房地产企业两个主体。零散的家装施工业务可以归类为 TO C 业务，即公司直接面对业主。除了上述两种常见模式外，公司从 2016 年开始采用 B TO B TO C 模式发展定制精装业务，即以开发商为导入口，在一个楼盘内为住户提供集中式的毛坯房装修服务。

图 41：三种业务模式的关系示意图

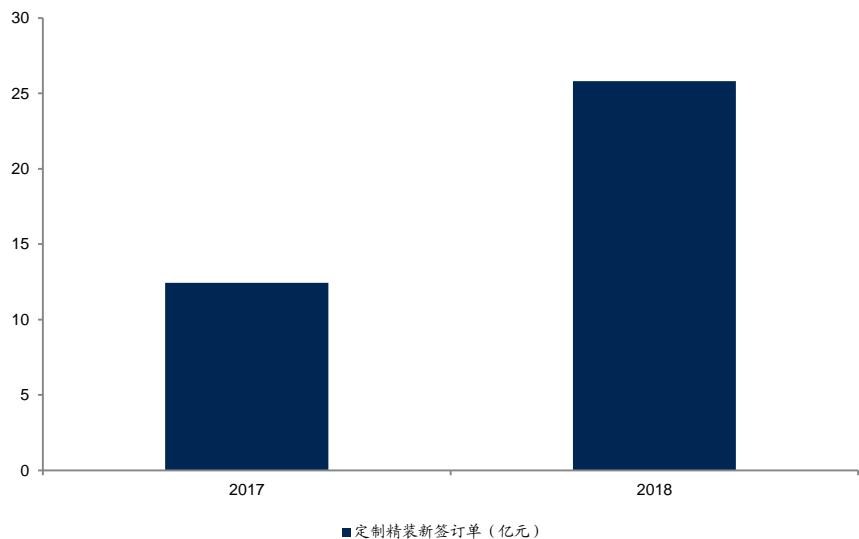


资料来源：公司年报，国信证券经济研究所整理

在 B TO B TO C 模式中，房地产开发商只是一个中介方，相当于提供了一个销售渠道，降低了公司直接获取小业主客户的成本。相对于全装修业务，定制精装业务满足了目前市场依然占主流的毛坯房客户的需求，而且毛利率更高，回款周期短，能有效改善公司的现金流。

虽然公司的定制精装业务刚刚起步、目前相对全装修的规模还比较小，但近一年来新签订单实现了高增长，市场开拓已初见成效，2018 年公司定制精装业务新签订单 25.81 亿元，同比大幅增长 107.64%。目前公司定制精装业务在手的累计已签约待实施合同金额达 32.97 亿，未来订单释放后业绩可期。

图 42：公司定制精装业务新签订单额

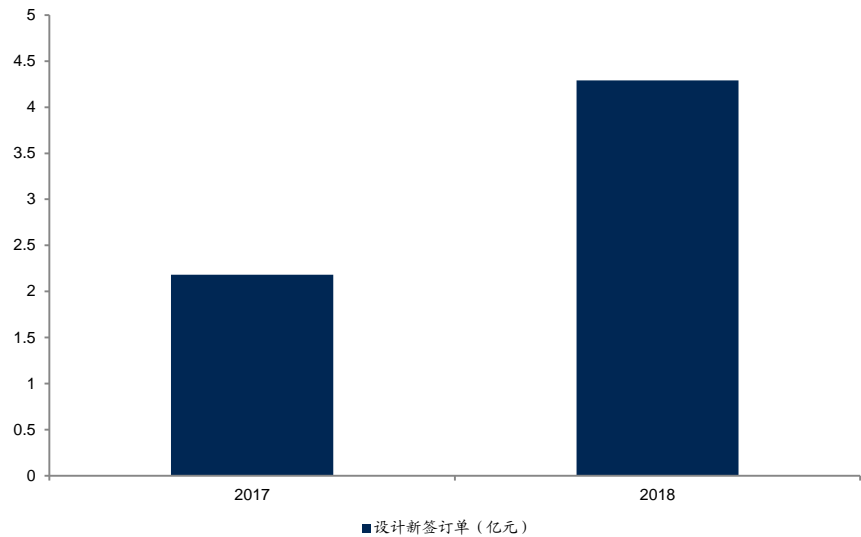


资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

设计业务近一年来同样取得了高增长，2018 年公司设计业务新签订单 4.29 亿

元，同比大幅增长 96.79%。

图 43: 公司近两年设计业务新签订单情况

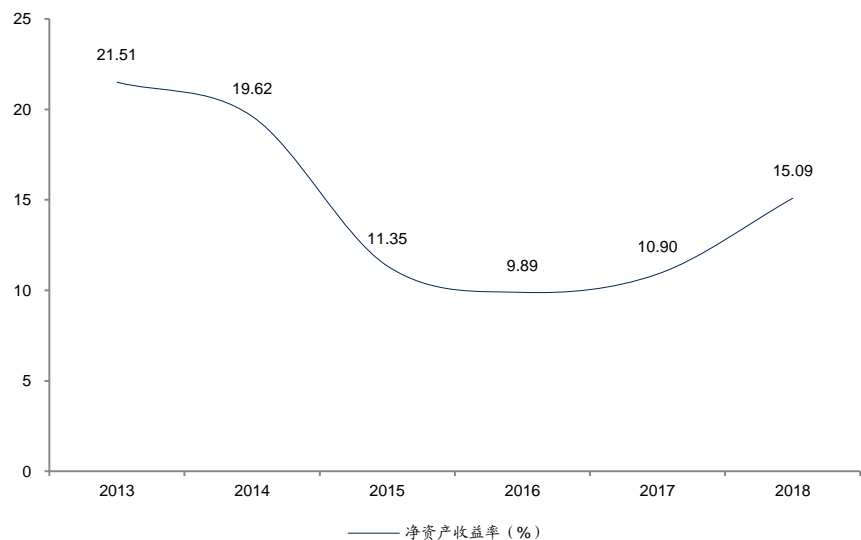


资料来源: wind, 国信证券经济研究所整理

未来盈利能力仍有较大的提升空间

公司的净资产收益率从 2013 年开始受资产周转以及财务去杠杆的影响，连续三年下跌，直到 2016 年达到拐点，止住下跌趋势并企稳回升。2018 年公司的净资产收益率为 15.09%，同比提升 4.19pct，盈利能力逐步回升。

图 44: 公司的 ROE 有所提升

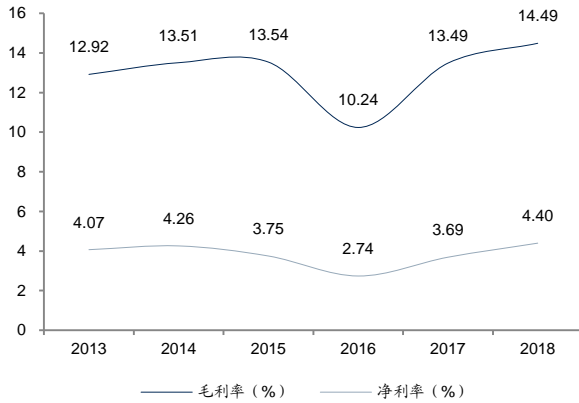


资料来源: wind, 国信证券经济研究所整理

公司 2018 年的毛利率为 14.49%，同比提升 1.00pct，毛利率提升主要是由于

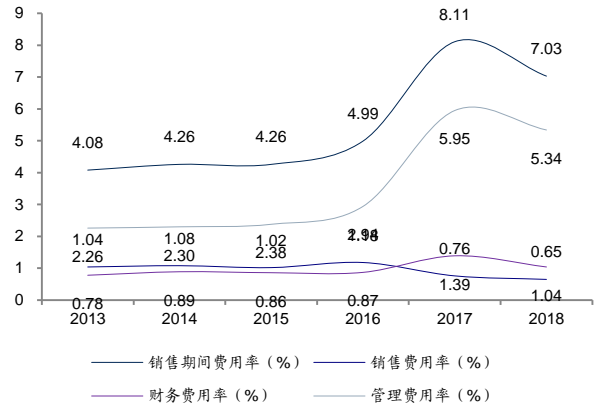
高毛利率的设计和家具业务占比的提升；净利率为 4.40%，同比提升 0.71pct。期间费用率为 7.03%，同比下降 1.08pct；其中管理费用率下降 0.61pct 至 5.34%，财务费用率下降 0.35pct 至 1.04%，销售费用率下降 0.11pct 至 0.65%。

图 45: 公司近几年的毛利率和净利率情况



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

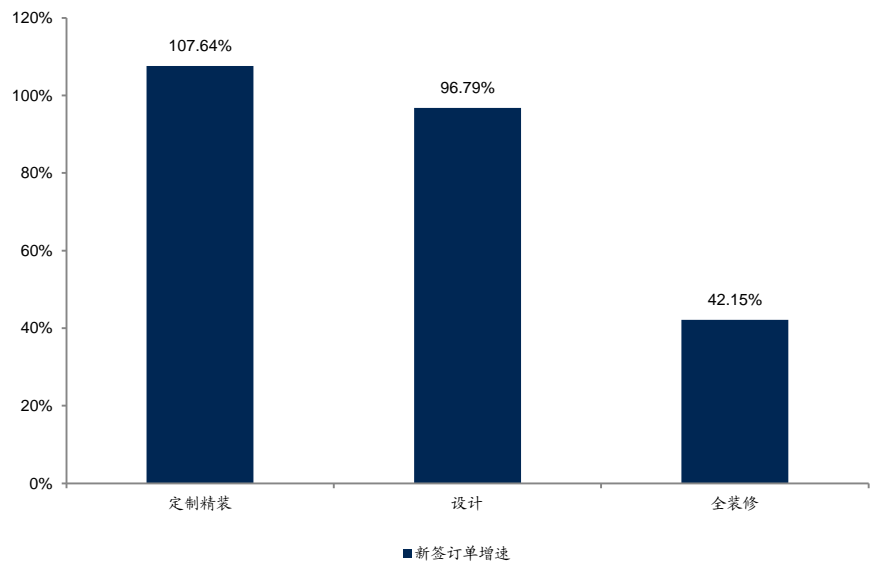
图 46: 公司 2018 年的期间费用率同比下降



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

2018 年公司的设计和定制精装业务的新签订单增速均高于全装修，而设计和定制精装的毛利率也高于全装修，因此随着未来订单转化为业绩，公司的毛利率依然有较大的提升空间。

图 47: 公司 2018 年设计和定制精装业务新签订单增速均高于全装修



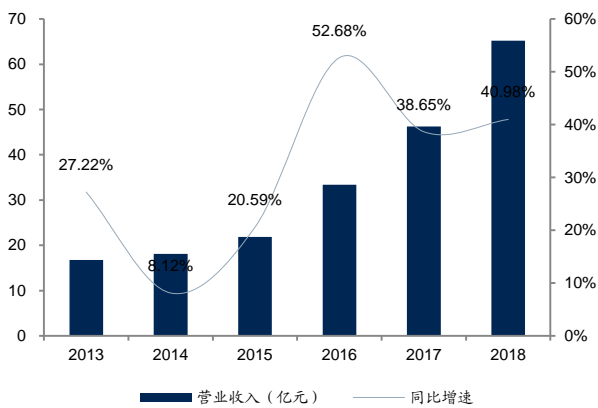
资料来源: wind, 国信证券经济研究所整理

业绩优异订单充沛，现金流大幅改善

营收稳步增长，净利润大幅提升

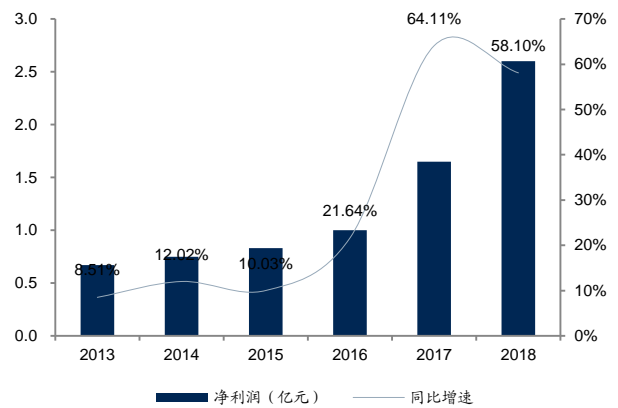
2018 年公司实现营业收入 65.21 亿，同比增长 40.98%，近三年 CAGR 达到 43.98%；实现归属于上市公司股东的净利润 2.60 亿，同比增长 58.10%，近三年 CAGR 达到 46.32%。

图 48: 公司近几年营业收入稳步增长



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

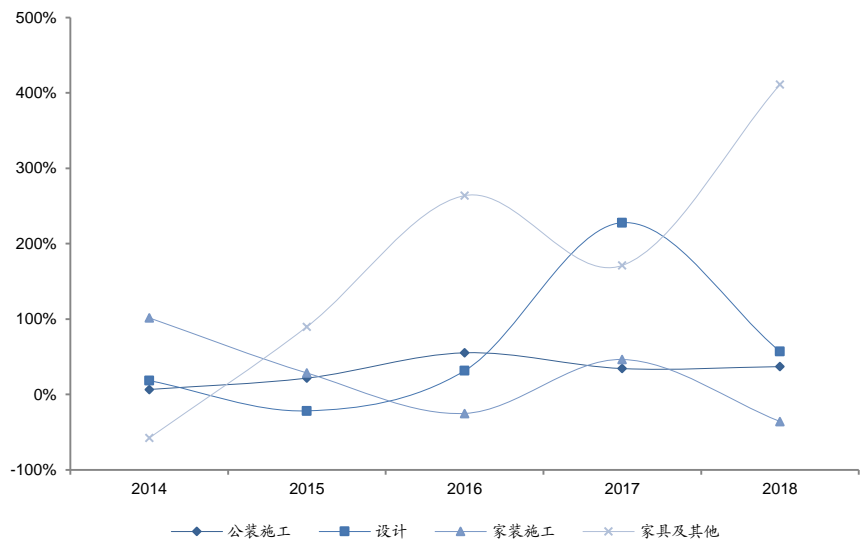
图 49: 公司近几年净利润保持高增长



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

分业务板块来看，公司近几年来四大板块业务规模均逐渐扩大，其中公装施工和家装施工业务增速平稳，而设计业务和家具及其他业务增速较快。

图 50: 近几年公司四大板块业务收入增速



资料来源: wind, 国信证券经济研究所整理

在手订单充足，保障未来业绩高增长

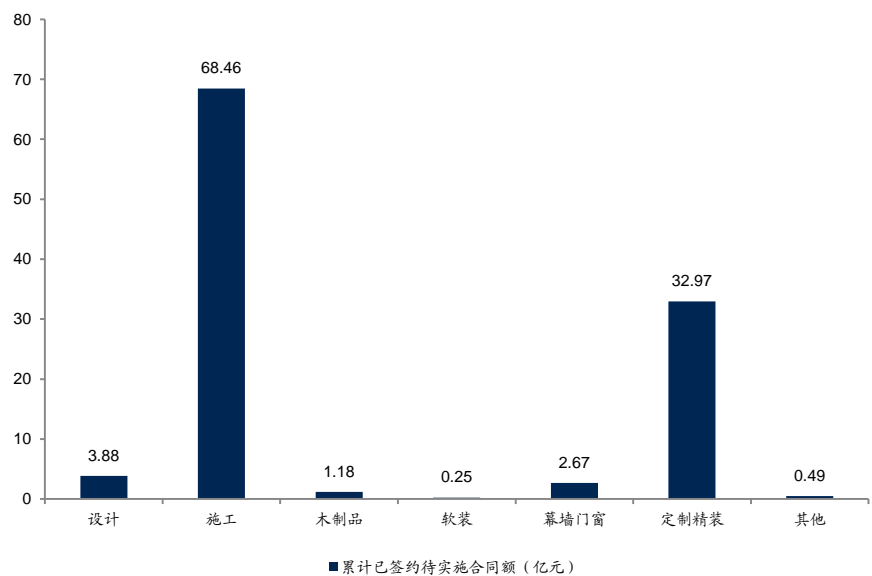
根据公司公告，2018年新签合同额107.79亿元，同比增长38.89%；目前公司已签约待实施的累计合同额达109.90亿元，是2018年全年营业收入的1.69倍。公司新签订单高增长、在手订单充足，预计未来业绩可延续高增长趋势。

表 15：公司 2017 及 2018 年新签订单额（亿元）

	2017年新签订单	2018年新签订单	同比增长
设计	2.18	4.29	96.79%
施工总计	59.48	71.86	20.81%
其中：全装修施工			
公装施工	44.96	63.91	42.15%
家装施工	14.52	7.48	-48.48%
木制品	0	0.47	--
软装	0.56	1.00	78.57%
幕墙门窗	0.84	0.71	-15.48%
定制精装	1.45	3.53	143.45%
其他	12.43	25.81	107.64%
总计	0.67	0.57	-14.93%
总计	77.61	107.79	38.89%

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图 51：截至 2018 年公司已签约待实施的合同额

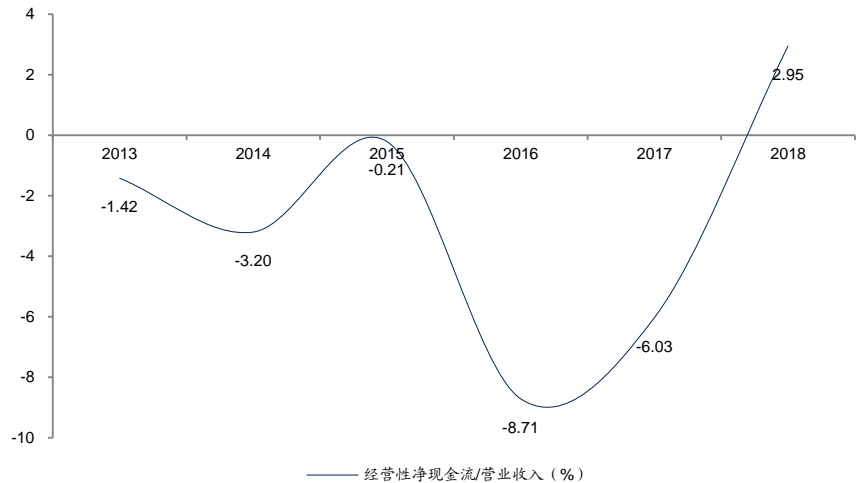


资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

现金流显著改善

由于 2016 年公司与大客户恒大签订了部分全垫资（即不按施工进度付款而是直到竣工交付后才结算）的项目，导致公司经营性现金流出现较大幅度地下滑。此后随着公司加大应收款项的清收力度以及全垫资项目的逐步消化，现金流已经显著改善，2018 年实现经营性净现金流 1.92 亿，自 2013 年来首次转正；经营性净现金流/营业收入为 2.95%，同比增加 8.98pct。

图 52: 公司的经营性净现金流大幅改善

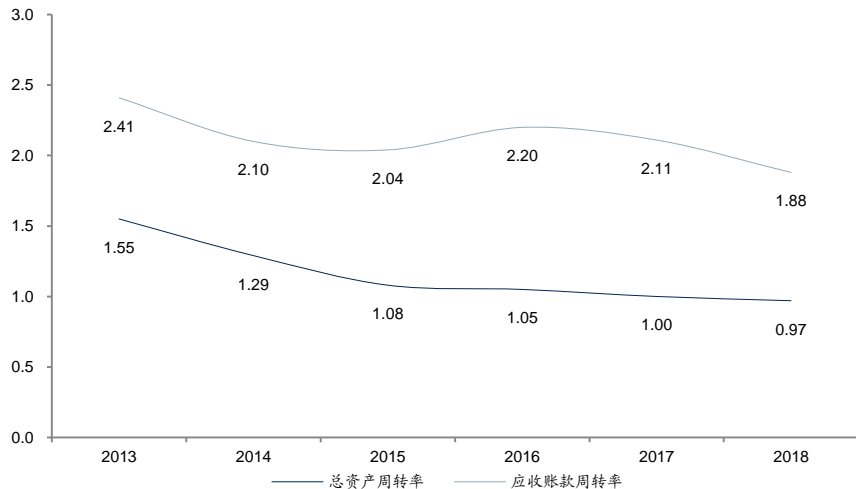


资料来源: wind, 国信证券经济研究所整理

营运能力有待提升，大客户保障应收账款回收风险可控

近几年公司业务规模逐渐扩大，但同时下游房地产企业的回款周期变长，使得公司的应收账款和存货快速增长，总资产周转率和应收账款周转率有所下降。2018 年公司的总资产周转率为 0.97 次，同比下降 3.00%，应收账款周转率为 1.88 次，同比下降 10.90%，营运能力仍有待提升。

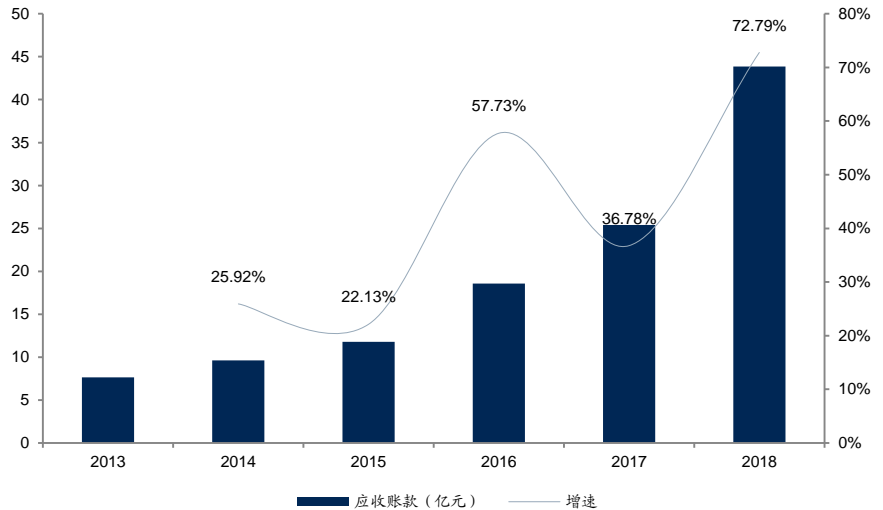
图 53: 公司总资产周转率和应收账款周转率有待提升



资料来源: wind, 国信证券经济研究所整理

截至 2018 年底，公司应收账款账面价值为 43.86 亿元，同比增长 72.79%。虽然公司近年来应收账款增长较快，但公司主要服务的客户都是大中型房地产企业，如恒大、绿地等龙头房企。公司的主要应收账款也集中在这些大客户手中，2018 年排名前五位的欠款客户应收账款总额占比达到 60.50%。

图 54：公司近几年的应收账款增长情况



资料来源：wind，国信证券经济研究所整理

图 55：公司合作的主要大客户



资料来源：wind，国信证券经济研究所整理

随着房地产行业集中度日益提升，只有排名靠前的龙头房企才能拥有雄厚的资金实力、较小的经营风险以及良好的信誉，因此总体来看虽然公司的应收账款总量大，但回收风险相对可控。

表 16: 公司排名前 5 位的应收账款欠款客户

欠款单位	欠款金额 (亿元)	拖欠时间	占总应收账款的比例
恒大地产集团有限公司及其下属控股单位	24.30	1-5 年	51.72%
上海绿地(集团)有限公司及其下属控股单位	1.42	3 年以内	3.03%
三盛集团及其下属控股单位	1.10	1 年以内	2.33%
上海城方租赁住房运营管理有限公司及其下属控股单位	0.82	1 年以内	1.75%
无锡云厦置业有限公司及其下属控股单位	0.78	1 年以内	1.67%
合计	28.42		60.50%

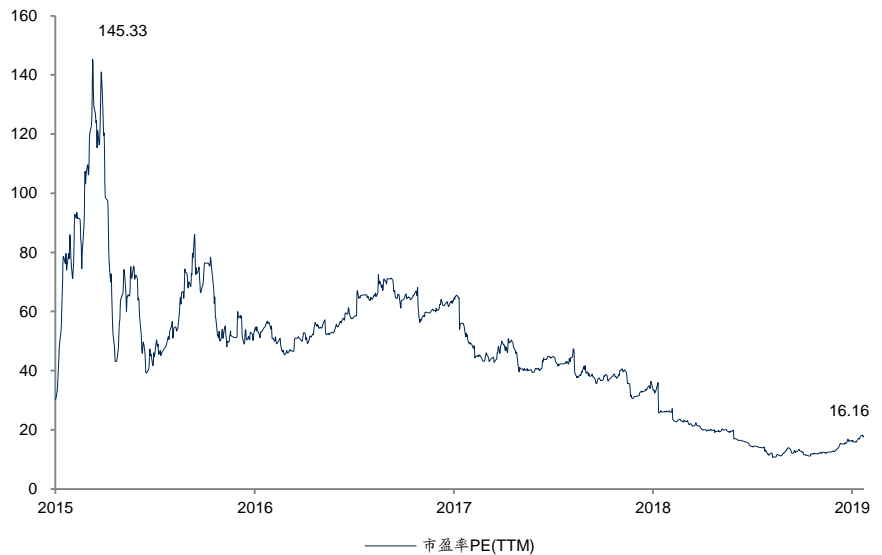
资料来源: 公司 2018 年年报, 国信证券经济研究所整理

当前估值处在历史低位, 低于行业平均水平

纵向比较处在历史最低位

纵向来看, 公司自 2015 年 3 月上市以来, 公司的市盈率最高曾达到 145.33 倍, 历史估值中枢大约为 46.31 倍。目前公司 PE (TTM) 在 16.16 倍左右, 当前的估值水平处在绝对的历史低位。

图 56: 纵向来看, 公司的当前估值处在历史低位

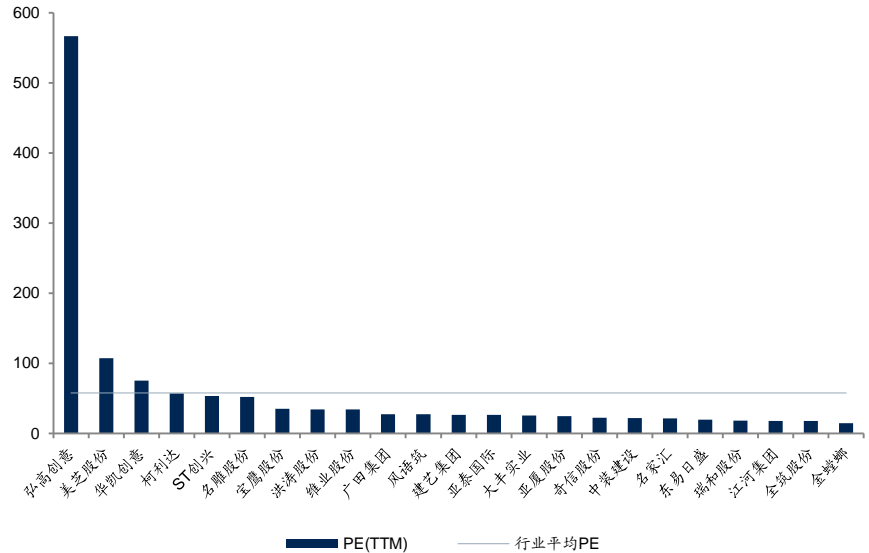


资料来源: wind, 国信证券经济研究所整理

横向比较低于同行业平均水平

横向来看，装修装饰行业的平均 PE (TTM) 估值为 57.77 倍，公司 PE 估值为 16.16 倍，低于行业平均水平，在所有装修装饰行业上市公司中排名倒数第 2 (排名不考虑亏损的上市公司)。

图 57: 公司的 PE 估值在装修装饰行业中排名倒数第 2, 低于平均水平



资料来源: wind, 国信证券经济研究所整理

盈利预测与投资评级

公司业务增长迅速，基本面稳健；伴随房地产行业市场集中度提升以及相关政策的推动，公司的全装修业务将持续受益；高毛利率的定制精装和设计业务订单高增长，盈利能力有较大提升空间；提出向“人居生活服务”转型、拓展 C 端家居市场，未来估值有望提升。我们预计公司 19/20/21 年 EPS 为 0.65/0.86/1.13 元，对应 PE 分别为 10.6/8.0/6.1 倍，给予“买入”评级。

风险提示

1) 应收账款坏账风险: 建筑行业是典型的资金驱动型行业，垫资施工的经营模式使得建筑企业的应收账款和长期应收款占用资金比例较大。随着公司装饰施工业务规模逐年增长，特别是大型项目的承接比例逐渐提高，未来应收款项可能继续保持在较高的水平，相应的坏账损失风险增加，给公司的利润增长和现金流造成了一定的压力。

2) 财务杠杆风险: 公司目前的整体资产负债率在装修行业中仍处于较高的水平。高负债水平增加了财务风险，公司降杠杆或面临较大压力。

3) 房地产开发投资大幅放缓: 房地产行业处在装饰行业上游，房地产开发投资是影响装修装饰行业需求的重要因素。从市场整体来看，虽然去年以来房地产投资一直保持着较高的增速，但同时国家对于房地产市场的调控力度也在不断加大，货币化棚改逐渐收缩，银行业融资监管持续趋严，这些因素制约着未来房地产投资的高增长。

附表：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2018	2019E	2020E	2021E		2018	2019E	2020E	2021E
现金及现金等价物	560	781	716	641	营业收入	6521	8489	10932	14015
应收款项	5699	6156	7928	10164	营业成本	5576	7346	9458	12156
存货净额	638	1001	1290	1660	营业税金及附加	15	20	26	33
其他流动资产	192	528	680	872	销售费用	43	89	115	147
流动资产合计	7089	8466	10615	13338	管理费用	170	409	559	703
固定资产	473	389	304	214	财务费用	68	40	32	34
无形资产及其他	48	47	45	43	投资收益	3	3	3	3
投资性房地产	482	482	482	482	资产减值及公允价值变动	(114)	(114)	(114)	(114)
长期股权投资	25	34	42	51	其他收入	(181)	0	0	0
资产总计	8118	9418	11487	14127	营业利润	357	473	631	831
短期借款及交易性金融负债	1060	814	814	814	营业外净收支	3	14	14	14
应付款项	3962	5202	6706	8629	利润总额	361	488	645	845
其他流动负债	781	835	1080	1388	所得税费用	74	99	131	172
流动负债合计	5802	6851	8600	10831	少数股东损益	27	36	48	63
长期借款及应付债券	273	273	273	273	归属于母公司净利润	260	352	466	610
其他长期负债	106	141	176	211					
长期负债合计	378	413	448	484	现金流量表 (百万元)				
负债合计	6180	7264	9049	11314	净利润	260	352	466	610
少数股东权益	115	136	162	197	资产减值准备	69	(20)	(23)	(23)
股东权益	1822	2018	2277	2616	折旧摊销	31	62	66	71
负债和股东权益总计	8118	9418	11487	14127	公允价值变动损失	114	114	114	114
					财务费用	68	40	32	34
关键财务与估值指标					营运资本变动	(518)	154	(452)	(555)
每股收益	0.48	0.65	0.86	1.13	其它	(53)	40	50	58
每股红利	0.19	0.29	0.38	0.50	经营活动现金流	(96)	701	220	274
每股净资产	3.39	3.75	4.23	4.86	资本开支	14	(69)	(69)	(69)
ROIC	20%	16%	20%	22%	其它投资现金流	0	0	0	0
ROE	14%	17%	20%	23%	投资活动现金流	(8)	(78)	(78)	(78)
毛利率	14%	13%	13%	13%	权益性融资	9	0	0	0
EBIT Margin	11%	7%	7%	7%	负债净变化	268	0	0	0
EBITDA Margin	11%	8%	8%	7%	支付股利、利息	(103)	(156)	(207)	(271)
收入增长	41%	30%	29%	28%	其它融资现金流	(55)	(246)	0	0
净利润增长率	58%	35%	32%	31%	融资活动现金流	283	(402)	(207)	(271)
资产负债率	78%	79%	80%	81%	现金净变动	179	221	(65)	(75)
息率	2.8%	4.2%	5.6%	7.3%	货币资金的期初余额	380	560	781	716
P/E	14.3	10.6	8.0	6.1	货币资金的期末余额	560	781	716	641
P/B	2.0	1.8	1.6	1.4	企业自由现金流	99	643	161	223
EV/EBITDA	13.2	16.0	15.2	14.4	权益自由现金流	312	366	135	196

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	买入	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上

分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

.....

深圳

深圳市罗湖区红岭中路 1012 号国信证券大厦 18 层

邮编：518001 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 楼

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032