



# 东风已至，装配式装修渐入红利期

## 投资要点

- 装配式装修相较传统装修优势突出：**装配式装修即将传统装修部件化，并对部件进行工业化生产现场安装的新兴装修方式，目前主要包括地板、墙体、门窗、吊顶、卫浴和厨房六大子系统。装配式装修在管线分离技术体系下，无需破坏建筑的原有结构，可显著延长建筑的生命周期；同时，装配式装修可实现建筑、装修与部品设计间的数据共享，装修精度大幅提升；部品部件的工业化生产可显著减少材料浪费；另外，装修现场仅需工人按说明完成部品部件安装，全程干法施工，可大幅缩减工期和人力需求。相较于传统装修，装配式装修的相对优势显著，未来或逐渐发展为主流装修方式。
- 大势所趋，装配装修长期或迎万亿市场规模。**装配式装修工期短、品质高的特点更加符合地产客户的需求，在精装房渗透率大幅提升的现状下，装配式装修或迎来发展良机。国家对装配式建筑的政策指导逐步完善，各省市也相继出台发展规划，装配式建筑的发展或将带动装修的扩容，同时装配式装修行业标准也在逐步制定和执行，行业发展将迈入正规化。未来几年传统装修将面临人员短缺和用工成本上升的问题，也为装配式装修的发展奠定了条件。根据我们测算，中期装配式装修将重点突破国家保障房、长租公寓和酒店装修三大领域，预计规模近 3000 亿元；长期来看，装配式装修需求将主要由新房（精装修为主）和存量房装修构成，市场规模预计将达到万亿。
- 迎装配之风，上市公司正加力布局。**国内装配式装修当前的市场渗透率还很低，2018 年作为装配式装修元年，在政策加码的引导下，资本关注度逐步提升，市场参与者在迅速增加，相关上市公司开始着力内装工业化的布局。亚厦股份是国内最早布局装配式装修的上市公司，已初步建立了国内领先的工业化内装体系，打造了完整的装配式装修产品体系。作为装配式装修的先行者和技术领先者，公司装配式装修订单正逐步起量，至 2018 年年末，公司已中标但尚未签约的装配式装修订单达到 10.6 亿元。惠达卫浴是国内一站式综合卫浴解决方案的领先者，2018 年 6 月成立惠达住工，引进行业专家开展整体卫浴项目，公司投资 3 亿元建设的装配式整装卫浴的一期项目已基本完成建设，已于 2019 年 5 月 25 日投产，计划年产能为 15 万套。海鸥住工是国内较早开始布局整体卫浴的企业之一，2018 年收购有巢氏并成立控股孙公司海鸥福润达开展整体卫浴项目，目前已有苏州和青岛两大生产基地，另有 20 万套整体卫浴间项目在建，2018 年整体卫浴订单量已经达到 6300 万元。
- 风险提示：**房地产行业不景气的风险，保障安居工程推进低于预期的风险。

## 西南证券研究发展中心

分析师：蔡欣

执业证号：S1250517080002

电话：023-67511807

邮箱：cxin@swsc.com.cn

## 行业相对指数表现



数据来源：聚源数据

## 基础数据

股票家数	127
行业总市值(亿元)	7,124.97
流通市值(亿元)	6,964.81
行业市盈率 TTM	21.58
沪深 300 市盈率 TTM	12.2

## 相关研究

- 轻工行业周报(7.8-7.14):流动性宽松,关注中报业绩确定性高的标的 (2019-07-15)
- 轻工行业周报(6.24-6.30):贸易战缓和,出口企业或估值修复 (2019-07-01)
- 轻工行业 2018 年报及 2019 一季报总结:板块业绩承压,看好工程业务爆发 (2019-05-14)
- 轻工行业周报(2.25-3.3):寻找一季报高增长标的 (2019-03-04)
- 轻工行业周报(1.7-1.13):备货期促进造纸原料价格小幅反弹,目前需求尚未真正回暖 (2019-01-14)
- 轻工行业 2019 年投资策略:聚焦分化、拥抱变化 (2018-11-18)

## 目 录

<b>1 优势凸显，装配式或成装修新趋势</b> .....	<b>1</b>
1.1 进阶版装修，装配式四大技术升级 .....	1
1.2 设计专业化、生产标准化、施工装配化，装配式优势突出.....	2
1.3 受制于历史瓶颈，行业推动缓慢 .....	6
1.4 技术研发和制造力是核心，现阶段聚焦 B 端客户 .....	7
<b>2 东风已至，行业渐入爆发期</b> .....	<b>7</b>
2.1 政策加码，装配式装修迎发展良机 .....	7
2.2 人力成本上升，成装配式装修发展的重要支撑因素.....	10
2.3 装配式装修中期 3000 亿、长期万亿市场待开拓 .....	10
<b>3 关注度逐渐提升，上市公司加力布局</b> .....	<b>14</b>
3.1 亚厦股份：装配式装修引领者 .....	14
3.2 惠达卫浴：整体卫浴领导企业，新建产能已经落地.....	14
3.3 海鸥住工：整体卫浴订单正在放量 .....	16
<b>4 风险提示</b> .....	<b>17</b>

## 图 目 录

图 1: 装配式装修结构图 .....	1
图 2: 装配式内装样板房 .....	1
图 3: 装配式装修四大技术特点 .....	2
图 4: 装配式内装六大子系统 .....	2
图 5: 装配式内装集成地面系统结构图 .....	3
图 6: 装配式内装集成地面系统效果图 .....	3
图 7: 装配式内装集成墙体系统结构图 .....	3
图 8: 装配式内装集成墙体系统效果图 .....	3
图 9: 装配式内装门窗及门内体系统结构图 .....	4
图 10: 装配式内装门窗及门内体系统效果图 .....	4
图 11: 装配式内装吊顶系统剖面结构图 .....	4
图 12: 装配式内装吊顶统效果图 .....	4
图 13: 装配式卫生间结构图 .....	5
图 14: 装配式卫生间效果图 .....	5
图 15: 装配式厨房效果图 .....	5
图 16: 装配式厨房效果图 .....	5
图 17: 装配式装修的整体优势 .....	6
图 18: 31 省装配式建筑扶持政策梳理及目标规划 .....	8
图 19: 2008-2018 农民工总人数变化 (万人) .....	10
图 20: 2008-2017 各年龄段农民工占比变化 .....	10
图 21: 2014-2020 棚改全国建设计划与执行 (万套) .....	11
图 22: 2008-2017 中央保障安居工程支出 (亿元) .....	11
图 23: 亚厦股份 2018 年四季度经营情况简报 .....	14
图 24: 惠达住工成立现场 .....	15
图 25: 惠达 SMC 整体浴室 .....	15
图 26: 惠达整装卫浴产能建设计划 .....	15
图 27: 惠达卫浴零售门店分布情况 .....	16
图 28: 惠达卫浴合作主要地产客户 .....	16

## 表 目 录

表 1: 装配式建筑国家级鼓励政策或文件 .....	7
表 2: 装配式建筑评分标准 .....	9
表 3: 装配式建筑评分标准 .....	9
表 4: 保障安居工程部分装配式装修市场容量估算 .....	11
表 5: 长租公寓装配式装修市场容量估算 .....	12
表 6: 酒店装配式装修市场容量测算 .....	12
表 7: 新房部分装配式装修市场容量测算 .....	13
表 8: 存量房翻新部分装配式装修市场容量估算 .....	13
表 9: 海鸥住工在建整装卫浴项目 .....	16
表 10: 海鸥住工 2018 年部分整装卫浴项目 .....	17

## 1 优势凸显，装配式或成装修新趋势

装配式装修即工业化装修，是将传统装修所涉及到的硬件部件化，并对部件进行工业化生产，再由安装工人按照标准化程序对部件进行现场拼接安装。装配式装修相对更加标准化、规范化和体系化，还能达到高效节能的效果，在国家的大力引导下，未来前景广阔。

图 1：装配式装修结构图



数据来源：筑龙学社官网，西南证券整理

图 2：装配式内装样板房



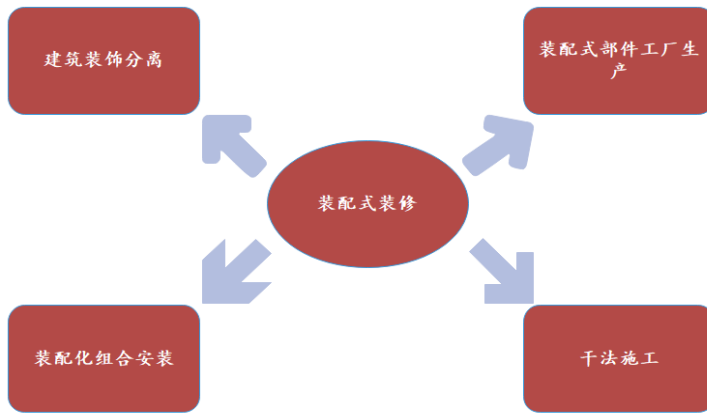
数据来源：品宅，西南证券整理

2018 年是装配式装修元年，行业迎来重要发展机遇期，主要是源于政府政策推动以及市场认可度提升。目前我国的装配式装修还处于早期发展阶段，渗透率低，在发展过程中也遇到了一些瓶颈，包括配套产业链、装配技术、满足个性化需求等方面的问题。目前这些难点在逐步解决，部分品类逐渐实现工业化生产、标准化作业，为全屋装配化提供了重要参考范本。本文主要从装配式装修的技术特点、行业痛点、行业拐点、市场规模、相关标的等方面对装配式装修的现状进行分析。

### 1.1 进阶版装修，装配式四大技术升级

同传统装修相比，装配式装修有四大技术特点：1) 装配式装修采用的是 SI 体系（支撑体 Skeleton 和填充体 Infill 分离），即装配式装修将建筑和装饰分离，三大装饰面（墙、地和顶）及电机管线均与主体分离，不破坏建筑本体结构。2) 装配式装修所有部品部件均在工厂生产，品质和稳定性更有保障。3) 装配式装修现场为干法施工，不用水和砂浆。4) 装修现场为组合式安装，集成部品部件，由安装工人按说明完成室内组装，对工人的技术要求低，可大大节省工期。

图 3：装配式装修四大技术特点

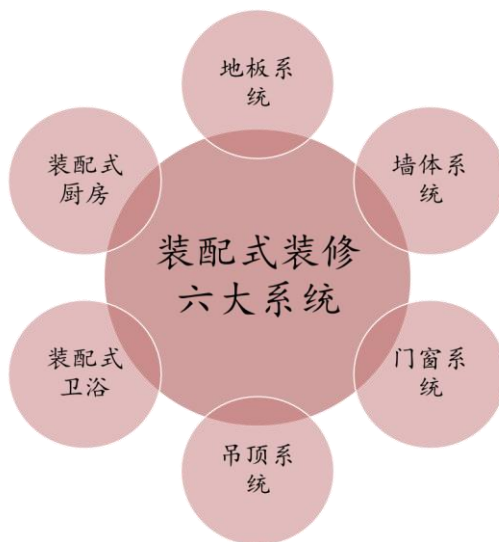


数据来源：公司官网，西南证券整理

## 1.2 设计专业化、生产标准化、施工装配化，装配式优势突出

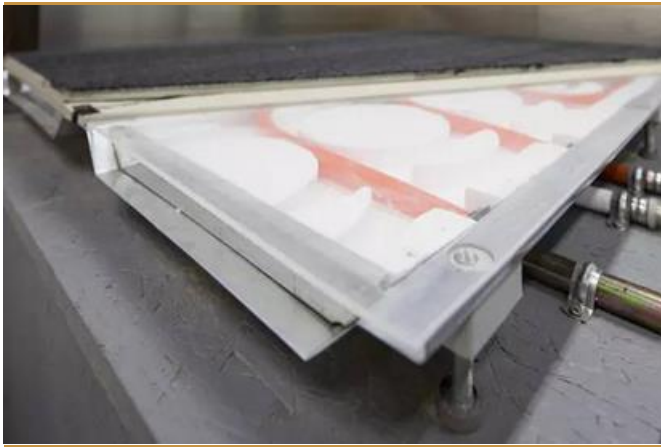
装配式装修和传统装修一样涵盖内装的全套解决方案，目前主要包括地板、墙体、门窗、吊顶、卫浴和厨房六大子系统，但具体的构造和装修过程与传统装修有显著差别。

图 4：装配式内装六大子系统



数据来源：公司官网，西南证券整理

**装配式地板系统：**主要流程为架空地脚支撑定制模块，在架空层内布置水暖电管，再对地脚螺栓进行调平，并在架空层上铺设地砖、地板或者石材。地板是拼装而成，不用开槽即可灵活布管，并且可拆卸，易于更换，当前技术体系下，支撑结构牢固、耐久且平整度高。

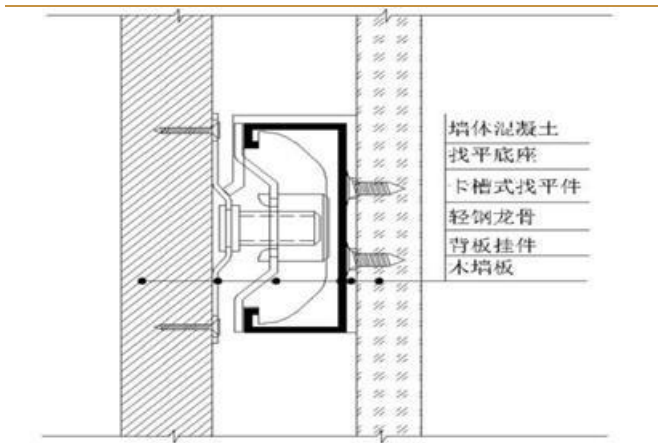
**图 5：装配式内装集成地面系统结构图**


数据来源：搜狐网，西南证券整理

**图 6：装配式内装集成地面系统效果图**


数据来源：腾讯网，西南证券整理

**装配式墙体系统：**墙体主要以轻钢龙骨做支架，搭配轻质墙，可实现室内的灵活分隔；墙体均在工厂生产，内部填充环保隔音材料，降噪功能好，有专用部件可以快速调平墙面；同时，墙板基材表面集成壁纸、木纹、石材等肌理效果用于装饰，饰面的仿真性高，无色差；墙体可适用不同环境，墙板可留缝，可密拼。

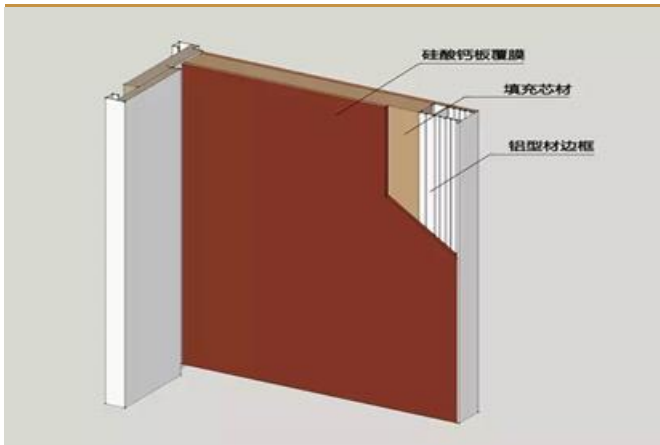
**图 7：装配式内装集成墙体系统结构图**


数据来源：北京聚星官网，西南证券整理

**图 8：装配式内装集成墙体系统效果图**


数据来源：腾讯网，西南证券整理

**装配式门窗系统：**装配式门窗主要有两种施工工法，一种是门窗外框和墙板一起在工厂浇筑完成，现场安装内扇；另一种是预埋附框工法，在 PC 工厂内预埋附框，在现场安装门窗外框和内扇。由于整体设计建造上的标准化，门窗企业不用像传统方式一样需到施工现场进行门洞尺寸测量，在门窗的生产上不用受到土建的进度和精度影响。

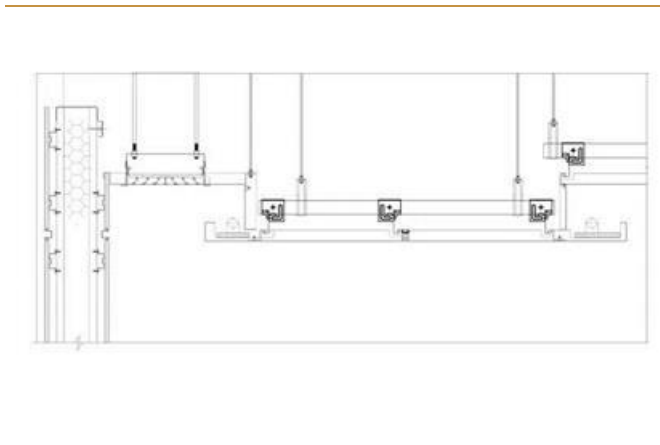
**图 9：装配式内装门窗及门内体系结构图**


数据来源：搜狐网，西南证券整理

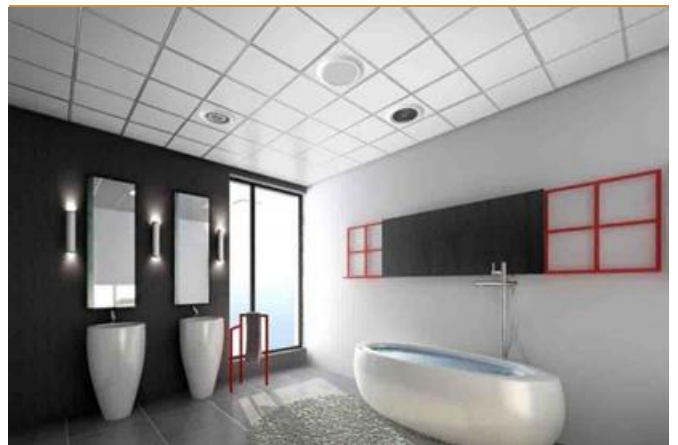
**图 10：装配式内装门窗及门内体系效果图**


数据来源：腾讯网，西南证券整理

**集成吊顶系统：**吊顶系统同样以轻钢龙骨为支架与墙板搭接形成基础框架，利用上字形龙骨承插可加固吊顶板，并且可在顶板基材表面集成壁纸、油漆、金属效果。优势在于龙骨与部品之间契合度高，同时可免吊筋、免打孔、现场无噪音，另外施工简单，安装效率提高 100%。

**图 11：装配式内装吊顶系统剖面结构图**


数据来源：北京聚星官网，西南证券整理

**图 12：装配式内装吊顶统效果图**


数据来源：腾讯网，西南证券整理

**装配式卫生间：**装配式卫生间又称整体浴室，即用一体化防水底盘、壁板、顶板构成整体框架，配上各种功能洁具形成独立卫生单元，具有淋浴、盆浴、洗漱、便溺四大功能或这些功能之间的任意组合，在有限的空间内达到最佳的整体效果，防潮性能优。**目前卫生间是装配式运用最为广泛的领域。**

整体浴室可集成制作，防水密封可靠度 100%；模具可变，可快速定制各种尺寸卫浴部件；浴室空间及部件一体化设计，契合度高；此外，整体浴室使用专用地漏，构造更科学，地面减重 70%。



图 13: 装配式卫生间结构图



数据来源: 土木在线, 西南证券整理

图 14: 装配式卫生间效果图



数据来源: 土木在线, 西南证券整理

**装配式厨房:** 装配式厨房同传统厨房比, 主要区别在于墙、顶与柜体的一体化打造上, 装配式墙面可避免打洞开槽, 标准柜体部件间也可以随意组合, 灵活度更高, 集中化生产以及干法施工的方式, 在成本和效率上也更具优势。

图 15: 装配式厨房效果图



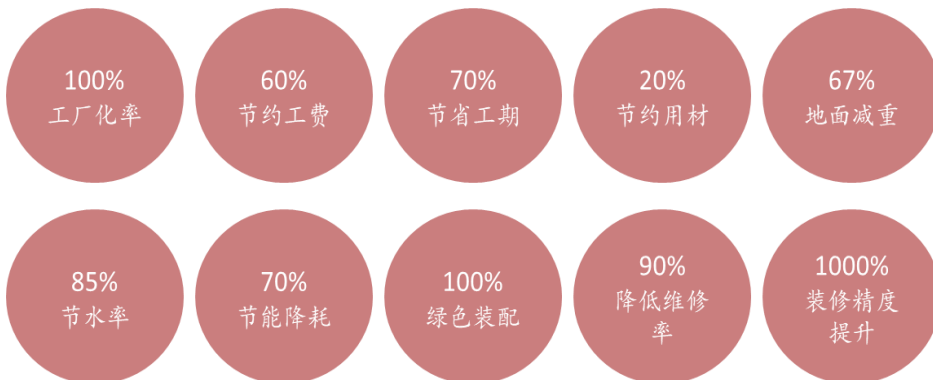
数据来源: 万科官网, 西南证券整理

图 16: 装配式厨房效果图



数据来源: 预制建筑网, 西南证券整理

总体来看, 装配式装修具有装配速度快, 质量稳定可靠, 自重轻和便于后期维护等特点。目前相对于传统装修已可节水 85%, 工期缩短 70%, 能耗降低 70%, 工费降低 60%, 装配式装修有望逐步颠覆传统装修行业。

**图 17：装配式装修的整体优势**


数据来源：预制建筑网，西南证券整理

### 1.3 受制于历史瓶颈，行业推动缓慢

尽管装配式装修的优势突出，在日本等国家已盛行多年，但当前我国的装配化率还很低，主要是因为过去存在一系列政策、技术和落地服务上的难点：

(1) 我国装配式概念起步很早，在上世纪 50 年代，日本开启装配住宅探索时，我国也引入了相关概念。但是我国缺少当时日本发展装配式建筑的条件：1) 战后日本重建，当时即对建筑标准统一性有所要求；2) 日本处于地震带上，采用装配式混凝土减震隔震技术，并且政府立法来确保预制混凝土构建的质量；3) 政府参与制定相关标准，每五年都有住宅建设五年计划，专门机构的推广；4) 大集团积极参与装配式住宅领域，引领技术发展。通过颁布企业规范和流程标准，给装配式行业提供了标杆的依据，从而带动专业性公司崛起。但在我国过去城市化进展的 30 年间，大量的农民工群体为现浇建筑提供了廉价劳动力，成本端没有解放人力的动力，导致装配式难有市场。

(2) 政策支持有限，缺乏具体执行标准。行业发展初期，尽管关注度在提升，但有关各方的参与积极性有限，国家虽出台相应鼓励政策，但具体执行标准尚不清晰，在落地层面存在困难。

(3) 装配式装修对房屋建筑的标准化要求高，否则生产企业难以实现规模化生产，导致成本居高不下。但过去不同开发商不同户型的差异较大，未形成统一标准，相关企业难以介入。且从房企角度看，在过去相当长的时期，开发商的商品住宅一直是毛坯交房，以避免后续质量纠纷问题的产生，因此从上游开发商角度难有推行动力。

(4) 由于装配式对生产制造商的要求较高，技术研发和智能制造是生产的两大核心。消费者的消费习惯并不对装配式有必要的的需求，装配式的成功推行必须是在同等产品力下，综合成本更低。以前这个行业的参与者小企业居多，受到技术与生产水平限制，难以提供从产品设计、生产、运输、安装及后期维修的整体交付方案，甚至部分出现用材低廉、安装不当等问题，只替代了传统装修中比较低端、对装修时间要求较高的建筑，类似连锁酒店等。

但应该看到的是，经过十余年的发展，行业已经逐步进入拐点期，政策、技术相继加码，行业标准逐步落地，产业资本相继进入，行业发展前景广阔。

## 1.4 技术研发和制造力是核心，现阶段聚焦 B 端客户

传统装修门槛较低、鱼龙混杂，竞争较强，而建筑装修的工业化，对企业的研发能力、制造能力以及项目管理能力都有更高的要求，入局门槛提升。

装配式装修相较于传统装修，核心区别在于装修的部品部件化，在现阶段行业技术水平尚不成熟，部品部件库尚未完善的背景下，企业能否设计出更多的能满足市场需求的部品部件将决定现阶段企业的市场竞争力。同时，由于参与者有限，当前装配式装修部件处于供不应求的状态，因此拥有部品部件生产及落地能力的企业也将更具优势。

另外，受限与行业的发展阶段、C 端客户装修需求太过于多样化以及 C 端客户对装配式的接受度尚低，可预见的几年内，装配式装修企业的发展重心将聚焦于需求相对更集中和标准的 B 端客户，主要包括工装市场、长租公寓以及酒店等。

## 2 东风已至，行业渐入爆发期

### 2.1 政策加码，装配式装修迎发展良机

政策扶持，装配式建筑进入快速发展期。欧美发达国家装配式建筑的占比很高，相比之下，我国装配式建筑刚处于起步阶段。但从 2016 年国家出台《关于大力发展装配式建筑的指导意见》以来，装配式建筑政策的发布频率逐年提高，行业标准和规划也在快速出台，计划到 2020 年全国装配式建筑占新建建筑比例达到 15% 以上，2026 年达到 30%。此外，除港澳台之外的 31 个省市的相关政策也相继出台，绝大部分地方政府在用地、补贴、专项基金、税收以及容积率上给与装配式建筑支持。政策大力扶持之下，国内装配式建筑行业将进入快速发展期。

表 1：装配式建筑国家级鼓励政策或文件

时间	相关政策	主要内容
2016/2/6	《关于进一步加强城市规划建设管理工作若干意见》	明确大力推广装配式建筑，力争用 10 年时间，使装配式建筑占新建建筑比例达到 30%
2016/3/5	2016 年《政府工作报告》	积极推广绿色建筑和建材，大力发展钢结构和装配式建筑，提高建筑标准和质量。
2016/9/30	《关于大力发展装配式建筑的指导意见》	明确了目标及十二项重点任务，包括全标准规范体系、创新装配式建筑设计、优化部品部件生产、推进建筑全装修、推广绿色建材等。
2017/3/23	十三五装配式建筑行动方案	到 2020 年，全国装配式建筑占新建建筑的比例达到 15% 以上，其中，重点推进地区达到 20% 以上，积极推进地区达到 15% 以上，鼓励推进地区达到 10% 以上。
2017/4/11	关于发布行业标准《装配式劲性柱混合梁框架结构技术规程》的公告	细化了装配式建筑的行业技术标准，进一步完善市场运作
2017/11/15	关于认定第一批装配式建筑示范城市和产业基地的函	认定 30 个城市为第一批装配式建筑示范城市，195 个企业为第一批装配式建筑产业基地
2017/12/12	关于发布国家标准《装配式建筑评价标准》的公告	废除《工业化建筑评价标准》，实施新规《装配式建筑评价标准》
2018/2/14	关于发布行业标准《装配式环筋扣合锚接混凝土剪力	细化了装配式建筑的行业技术标准，进一步完善市场运作

时间	相关政策	主要内容
	《墙结构技术标准》的公告	
2018/11/13	关于对《装配式混凝土砌块建筑技术规程》(征求意见稿)征求意见的函	为《装配式混凝土砌块建筑技术规程》征求修改意见
2018/12/21	《国际化工程建设规范标准体系表》	优化装配式内装修技术标准,完善行业发展环境
2019/1/16	关于对《装配式建筑密封胶应用技术规程》(征求意见稿)征求意见的函	为《装配式建筑密封胶应用技术规程》征求修改意见
2019/2/19	关于对《可移动装配式模筒房屋技术规程》(征求意见稿)征求意见的函	为可移动装配式建筑模筒房屋技术规程征求修改意见
2019/2/20	关于对《可移动装配式建筑模筒》(征求意见稿)征求意见的函	为可移动装配式建筑模筒征求修改意见
2019/2/26	关于发布《村镇装配式承重复合墙结构居住建筑设计标准》的公告	自2019年8月1日起施行《村镇装配式承重复合墙结构居住建筑设计标准》
2019/5/12	《国家生态文明试验区(海南)实施方案》	有计划、分阶段、分区域地推进装配式建筑发展,提高新建绿色建筑比例。

数据来源:政府网站,西南证券整理

图 18: 31 省装配式建筑扶持政策梳理及目标规划

省市	用地支持	财政补贴	专项资金	税费优惠	容积率	评价	信贷支持	审批	消费引导	行业扶持	目标占比	达成年份
北京		√		√	√			√			30%	2020
上海		√									>45%	有补助
天津			√	√	√					√		
重庆		√		√						√		
黑龙江	√	√		√			√			√		
吉林	√		√	√		√					30%	2025
辽宁	√	√		√	√							
河北	√	√		√							30%	2025
山西	√			√				√			30%	2025
河南	√	√	√	√	√						15%	2017
湖北			√		√				√		35%	2025
山东	√			√	√		√				40%	2025
湖南		√		√	√			√	√		30%	2020
内蒙古	√	√		√	√		√					
江苏	√	√		√	√						30%	2020
安徽	√		√	√						√	30%	2025
浙江	√		√		√				√		30%	2020
江西	√		√	√	√					√	50%	2025
福建	√			√	√				√		35%	2025
广东	√	√		√			√				15%	2020
广西	√			√				√				
海南	√		√	√				√			10%	2020
陕西	√	√	√	√							30%	2025
甘肃		√		√	√	√						
宁夏		√		√			√					
青海	√			√						√		
新疆	√	√	√	√	√	√	√			√		
四川	√	√		√	√	√				√	30%	2020
贵州	√	√	√	√	√		√					
云南	√			√			√	√				
西藏	√	√		√			√			√		

数据来源:前瞻经济学人,西南证券整理

**装配式建筑达标条件或助力装修齐步发展。**内装工业化是建筑工业化重要组成部分。根据国家装配式达标条件，装配式建筑需据标准评分达到 50 分，若达标，则一般可获得地上建筑面积 3%左右的容积率奖励。从具体标准来看，建筑主体结构加外墙总分为 60 分，但根据我国目前装配式建筑的现状，主体结构整体的装配化率普遍未达 50%，因此，大力推进装配式装修或为提升建筑评分的有效方式。

**表 2：装配式建筑评分标准**

评价项		评价要求	评价分值	最低分值
主体结构 (50 分)	柱、支撑、承重墙、延性墙板等塑向构件	35%≤比例≤80%	20-30	20
	梁、板、楼梯、阳台、空调板等构件	70%≤比例≤80%	10-20	
围护墙和内隔墙 (20 分)	非承重围护墙非砌筑	比例≥80%	5	10
	围护墙与保温、隔热、装饰一体化	50%≤比例≤80%	2-5	
	内隔墙非砌筑	比例≥50%	5	
	内隔墙与管线、装修一体化	50%≤比例≤80%	2-5	
装修和设备管线 (30 分)	全装修	-	6	-
	干式工法楼面、地面	比例≥70%	6	
	集成厨房	70%≤比例≤90%	3-6	
	集成卫生间	70%≤比例≤90%	3-6	
	管线分离	50%≤比例≤70%	4-6	

数据来源：《装配式建筑评价标准 GB/T51129-2017》，西南证券整理

装配式建筑包括建筑结构和装配式装修两部分。装修的发展是基于 SI 理论，把建筑的结构 (skeleton-支撑体) 与内装 (Infill-填充体) 进行分离，由于建筑结构的寿命现在一般是 50 年、70 年，与之对应的内装部分寿命则要短很多，分开后就可以分别进行工业化生产。建筑结构的工业化，也就是现在主要提到的装配式建筑部分，实际上装配式建筑应该包括装配式结构与装配式内装，在我国目前多数人还是认为建筑结构等同于建筑。内装部分的工业化，也就是装配式装修，其应用有利于实现室内空间的灵活调整，装修不伤害建筑的主体结构，可以随着住户的家庭结构变化需要进行更改。

**标准逐步推行，保障行业规范发展。**18 年 3 月至今，墙板、整体厨房和整体卫生间的装配式技术标准陆续出台。同时，尽管装配式装修的起步晚于建筑，但更具标准化和工业化生产前置，随着标准制定和执行逐步到位，行业将会步入更加规范的发展阶段。

**表 3：装配式建筑评分标准**

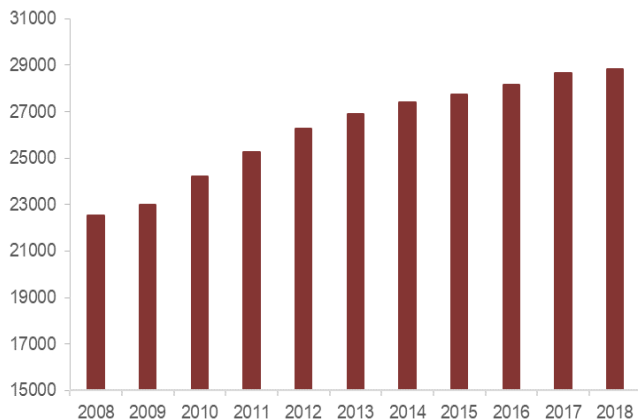
时间	政策名称	主要内容
2017/1/17	住房城乡建设部标准定额司关于印发 2017 年工作要点的通知	全面提高建筑标准水平，重点在提高建筑的装配式装修、绿色装修和全装修水平，改善建筑室内环境质量等
2018/3/20	关于发布行业产品标准《厨卫装配式墙板技术要求》的公告	细化了装配式建筑的行业技术标准，进一步完善市场运作
2018/12/18	《装配式整体厨房应用技术标准》	批准《装配式整体厨房应用技术标准》为行业标准，自 2019 年 8 月 1 日起实施
2018/12/27	《装配式整体卫生间应用技术标准》	批准《装配式整体卫生间应用技术标准》为行业标准，自 2019 年 5 月 1 日起实施。

数据来源：住房城乡建设部，西南证券整理

## 2.2 人力成本上升，成装配式装修发展的重要支撑因素

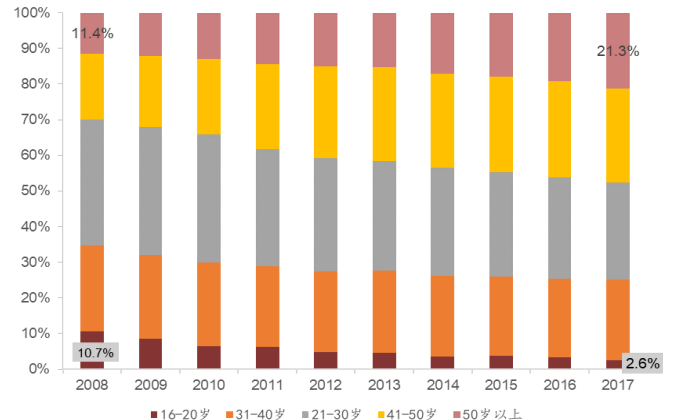
传统装修涉及泥工、木工、油漆工等数十个工种，技术门槛不低，但社会地位不高。而从行业从业者的年龄结构来看，20-35岁的从业者主要集中于工程设计、施工管理以及工厂加工领域，而施工现场老龄化趋势严重。未来几年内或出现适龄技工数量断档的情况。传统装修将面临工人短缺的问题，人工成本也将逐步上升。若将装修工业化，现场只需安装工人，对数量和技能需求都优于传统方式，人口红利缩减背景下装配式是未来发展重要方向。

图 19：2008-2018 农民工总人数变化（万人）



数据来源：Wind，西南证券整理

图 20：2008-2017 各年龄段农民工占比变化



数据来源：Wind，西南证券整理

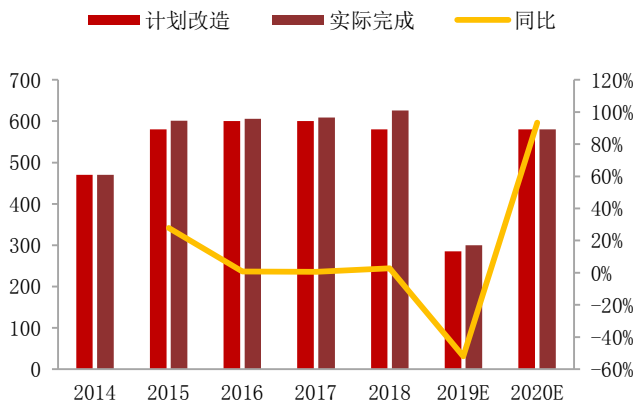
## 2.3 装配式装修中期 3000 亿、长期万亿市场待开拓

由于装配式尚处发展初期，装配式装修在部品部件库、产能、个性化设计以及消费者认知等方面还需进一步完善，消费属性有待提升，To C 端还未形成规模。但装配式装修工期短、易于拆卸的特性天然适合拓展 To B 业务，当前行业客户主要以国家保障安居工程、长租公寓以及酒店为主。我们基于国家保障房、长租公寓和酒店三个方向预测，到 2025 年装配式装修行业规模有望接近 3000 亿。

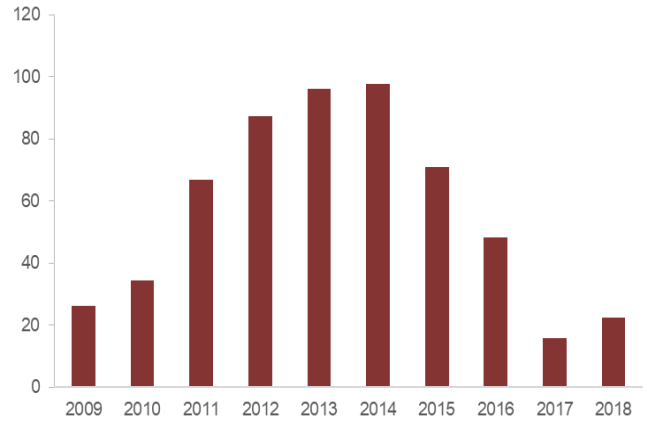
**保障安居工程规模预计百亿级别：**国家保障安居工程近几年的建设计划以棚改为主，从 2015 年数据看，全年保障安居工程总建设计划为 740 万套，其中棚户区改造为 580 万套，非棚户区改造的计划为 160 万套。而从国家在保障安居工程的财政支出来看，非棚户区改造的投资量呈下降趋势，因此我们估测当前非棚户区保障安居工程的建设量约在 100 万套左右。棚改方面，18-20 年国家计划整体再建设 1500 万套，18 年实际执行 626 万套，19 年计划建设 285 万套，预计 2020 年的建设计划为 589 万套。到 2020 年，国家基本完成棚户区改造任务，2020 年之后对棚户区改造不再设定整体计划。2015 年我国总计有超过 1 亿人生活在棚户区，2015 年-2020 年预计共完成棚户区改造 3316 万套，如果以 2.5 人/户计算，合计约有 8000 万人迁出棚户区，到 2020 年预计仍有近 2000 万人生活在棚户区，尽管国家将不再制定具体改造计划，但我们认为后续的改造仍将会持续推进，但规模上会显著下降，假设 2021-2025 年每年改造量在 50 万套左右。

配套率方面，国家计划到 2025 年全国 70% 的政府保障房实现装配化建造，我们假设届时装配式建筑的装配式装修率达到 80%，若再基于保障房每平方米 1000 元的装修标准，我们

预计 19 至 25 年保障安居工程部分装配式装修年规模均在百亿以上,2025 年预计将超过 500 亿元。

**图 21: 2014-2020 棚改全国建设计划与执行 (万套)**


数据来源: Wind, 西南证券整理

**图 22: 2008-2017 中央保障安居工程支出 (亿元)**


数据来源: Wind, 西南证券整理

**表 4: 保障安居工程部分装配式装修市场容量估算**

	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
棚户区改造建设计划 (万套)	285	589					
棚户区改造住房装修套数 (万套)	285	589	50	50	50	50	50
非棚改保障安居建设住房装修套数 (万套)	100	100	100	100	100	100	100
保障安居工程建设住房装修套数 (万套)	385	689	150	150	150	150	150
单套面积 (平米)	50	50	50	50	50	50	50
保障安居工程执行面积 (万平)	19250	34450	7500	7500	7500	7500	7500
单位面积装修均价 (元/平)	1000	1050	1103	1158	1216	1276	1340
保障安居市场容量 (亿元)	1925	3617.3	826.9	868.2	911.6	957.2	1005.1
保障安居中装配式建筑占比	20%	25%	34%	43%	52%	61%	70%
装配式建筑中装配式装修占比	20%	30%	40%	50%	60%	70%	80%
装配式装修占在建保障安居房的比例	4%	8%	14%	22%	31%	43%	56%
<b>装配式装修市场容量 (亿元)</b>	<b>77</b>	<b>271</b>	<b>112</b>	<b>187</b>	<b>284</b>	<b>409</b>	<b>563</b>

数据来源: WIND, 住建部, 西南证券整理

**长租公寓市场有望迎来大幅扩容。**国家“租售并举”的政策陆续出台,租售同权大时代或将到来,作为租赁市场重要组成部分,长租公寓有较大的成长空间。当前全国约有 1.9 亿的租赁人口,在国家政策等多重因素促进下,租赁市场有望迎来持续增长。据智研咨询预测,2023 年租赁人口有望达到 2.48 亿人。目前我国一线城市长租公寓品牌渗透率为 5%,二线城市为 1%,全国平均值约 2%,对比国际市场上,长租公寓品牌渗透率(美国为 31.7%)仍有较大的提升空间。睿信地产研究院估计,2025 年长租公寓市场渗透率有望达到 20%。假定长租公寓装修单价为 1000 元/平,单平装修价格以 3% 的速度增长,人均租房面积约 25m<sup>2</sup>,由此估测出至 2025 年,当装配式装修的渗透率达到 80% 时,长租公寓装配式装修的市场容量或将达到 2054 亿元。

**表 5：长租公寓装配式装修市场容量估算**

	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
租赁人口 (亿人)	2.18	2.22	2.35	2.42	2.48	2.53	2.58
人均租房面积	25	25	25	25	25	25	25
租赁面积 (亿平)	54.5	55.5	58.75	60.5	62	63.24	64.5
长租公寓占比假设	2%	5.0%	8.0%	11.0%	14.0%	17.0%	20%
长租公寓存量面积 (亿平)	1.1	2.8	4.7	6.7	8.7	10.8	12.9
长租公寓增量 (亿平)		1.69	1.93	1.96	2.03	2.07	2.15
单位面积装修价格 (元/平)	1000	1030	1061	1093	1126	1159	1194
长租公寓装修市场容量 (亿元)		1735.6	2042.2	2136.3	2279.2	2400.6	2567.4
装配式装修渗透率							80%
<b>装配式装修市场容量 (亿元)</b>							<b>2053.9</b>

数据来源：前瞻产业研究院，西南证券整理

**酒店装配式规模预计近 500 亿元:**2017 年,全国酒店类住宿业总客房数为 1548.1 万间,参考 STR 数据,14-17 年我国酒店供给总量增速在 4%左右,因此我们假设 2018 年至 2025 年,住宿业总客房数仍保持每年 4%的增速。2017 年,高星级酒店客房总数为 295 万间,而从中国饭店协会的数据来看,前 10 年高星级酒店的复合增速为 5.2%,我们假设 2018 年至 2025 年,高星酒店客房数保持每年 5%的增速。此外,假设高星级酒店单间客房面积平均为 25 平,其他住宿类型客房单间面积平均为 15 平,高星级酒店新客房的平均装修价格 19 年为 5000 元/平,其他住宿类型新客房的平均装修价格为 1500 元/平,翻新的装修价格为新房装修价格的一半,且装修均价保持每年 5%的增速。此外,预计至 2025 年装配式装修在酒店装修的渗透率达到 60%,我们预计到 2025 年酒店行业装配式装修的市场容量将达到 480 亿元。

**表 6：酒店装配式装修市场容量测算**

	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
高星级酒店客房总量 (万间)	295	310	325	341	359	377	395	415	436
高星级酒店客房增量 (万间)	15	15	15	16	17	18	19	20	21
高星级酒店单客房面积 (平/间)	25	25	25	25	25	25	25	25	25
高星级酒店增量客房面积 (万平)	375	369	387	407	427	448	471	494	519
高星级酒店新客房单位面积装修价格 (元/平)	4535	4762	5000	5250	5513	5788	6078	6381	6700
高星级酒店新客房装修容量 (亿元)	11	12	13	13	14	14	15	16	17
高星级酒店每年翻新套数 (万间)	28	30	31	33	34	36	38	40	42
高星级酒店翻新面积 (万平)	700	738	774	813	854	896	941	988	1,038
高星级酒店翻新单位面积装修价格 (元/平)	2,268	2,381	2,500	2,625	2,756	2,894	3,039	3,191	3,350
高星级酒店翻新市场容量 (亿元)	159	176	194	213	235	259	286	315	348
酒店类住宿客房总量 (万间)	1548	1610	1674	1741	1811	1884	1959	2037	2119
其他住宿类型客房总量 (万间)	1253	1300	1349	1400	1452	1507	1564	1622	1683
其他住宿类型客房增量 (万间)	123	47	49	51	53	55	57	59	61
其他住宿类型单客房面积 (平/间)	15	15	15	15	15	15	15	15	15
其他住宿类型新客房单位面积装修价格 (元/平)	1361	1429	1500	1575	1654	1736	1823	1914	2010
其他住宿类型新客房装修容量 (亿元)	251	101	110	120	130	142	155	168	183



	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
其他住宿类型年翻新套数 (万间)	125	130	135	140	145	151	156	162	168
其他住宿类型翻新单位面积装修价格 (元/平)	680	714	750	788	827	868	912	957	1005
其他住宿类型翻新市场容量 (亿元)	128	139	152	165	180	196	214	233	254
酒店装修总量 (亿元)	549	428	468	512	560	612	670	732	801
装配式装修渗透率									60%
<b>装配式装修市场容量 (亿元)</b>									<b>481</b>

数据来源：中国饭店协会，盈蝶咨询，STR，西南证券整理

**长期看**，随着行业技术进步以及产业化、规模化的形成，若打开 C 端的消费市场，新房装修和存量房翻新将促进装配式装修市场的再度扩容。**从新房市场来看**，装配式装修最可能选择的**路径是与精装房合作**，当前精装房正处于爆发期，地产商也倾向于寻找工期短、安装便捷、规模效应高的内装方式。由于政策上目前还没有装配式装修的具体规划出台，我们参照装配式建筑中期 30% 的目标，假设中长期国内装配式装修的渗透率达到 30%，则估算出装配式装修的市场规模将达到万亿。

**新房部分**：18 年住宅新开工面积为 15 亿平，假设未来每年新开工面积保持稳定，装修单价为 1000 元/平，装配式装修渗透率长达 30%，则新房部分装配式装修规模约在 4500 亿元。

**表 7：新房部分装配式装修市场容量测算**

	长期规模测算
新开工面积 (亿平)	15
单位面积装修均价 (元/平)	1000
新房市场容量 (亿元)	15000
装配式装修渗透率	30%
<b>装配式装修市场容量 (亿元)</b>	<b>4500</b>

数据来源：西南证券整理

**存量房部分**：根据 86 年后我国商品房销售情况，当前存量房规模约为 240 亿平，假设到 2025 年存量房面积达到 340 亿平，老房翻新周期为 15 年，装修单价为 1000 元/平，装配式装修渗透率达到 30%，则翻新部分的规模有望达到 6777 亿。

**表 8：存量房翻新部分装配式装修市场容量估算**

	2015	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E
住房销售面积 (万平方米)	112406	137540	144889	147929	149408	152396	155444	158553	161724	164959	168258
YOY	7%	22%	5%	2%	1%	2%	2%	2%	2%	2%	2%
存量房面积 (万平方米)	1903300	2015706	2153246	2298135	2446064	2595472	2747869	2903313	3061866	3223591	3388550
翻新周期 (年)	15	15	15	15	15	15	15	15	15	15	15
翻新面积 (万平)	126887	134380	143550	153209	163071	173031	183191	193554	204124	214906	225903
单位面积装修均价 (元/平)	1000	1000	1000	1000	1000	1000	1000	1000	1000	1000	1000
翻新市场容量 (亿元)	12689	13438	14355	15321	16307	17303	18319	19355	20412	21491	22590
装配式装修渗透率											30%
<b>装配式装修市场容量 (亿元)</b>											<b>6777</b>

数据来源：西南证券整理

### 3 关注度逐渐提升，上市公司加力布局

当前国内装配式装修的市场渗透率非常低，目前能实现装配式施工并交付产品的企业还较少，目前还处于行业发展的起步阶段。2018 年作为装配式装修元年，在政策逐渐加码的引导下，资本关注度在逐步提升，市场参与者也不断增加，相关上市公司也都开始着力内装工业化的布局。

#### 3.1 亚厦股份：装配式装修引领者

公司成立于 1995 年，2010 年上市，是国内建筑装饰行业的一线高端品牌，公司于 2012 年确定内装工业化的战略方向，经过多年的研发，已初步建立了国内领先的工业化内装体系，打造了完整的装配式装修产品体系。

公司是国内唯一一家同时被住建部认定为“国家住宅产业基地”和“国家装配式建筑产业基地”的装饰企业，2018 年参与《建筑工业化内装工程技术规程》的编制，并参与主编了《装配式内装产品系列标准》的制定。

2018 年 9 月，公司公告首次签订装配式装修业务合同，公司及全资子公司蘑菇加装饰分别与绍兴上虞创恒置业有限公司签订《江与城 2#楼精装修工程建设工程施工合同》及《江与城 3#楼精装修工程建设工程施工合同》，合同金额共计 1.4 亿元。此外，从 2018 年四季度的经营数据来看，公司另有 10.6 亿元已中标但尚未签约的装配式装修订单。

图 23：亚厦股份 2018 年四季度经营情况简报

业务类型	新签订单金额	单位：亿元人民币	
		截至报告期末累计已签约未完工订单金额	已中标尚未签约订单金额
传统装饰施工	27.63	188.16	24
其中公共建筑装饰	18.44	141.93	16.79
住宅装修	9.19	46.23	7.2
全工业化装配式装修施工	1.58	1.4	10.6
装饰设计	0.76	4.21	0.02
装饰制品销售	0.75	2.49	0.45
合计	30.72	196.26	35.07

数据来源：公司公告，西南证券整理

#### 3.2 惠达卫浴：整体卫浴领导企业，新建产能已经落地

公司聚焦于卫浴行业，拥有 30 多年的发展历史，是国内一站式综合卫浴解决方案供应商，2017 年被住建部首批认定为“国家装配式建筑产业基地”。公司目前拥有“惠达”和“杜菲尼”两大品牌，门店总数超过 3300 家。

公司致力于装配式装修重要组成部件整装卫浴的打造，2018 年 6 月，成立惠达住工，引进行业专家开展整体卫浴项目。惠达住工的整体卫浴产品由主体、洁具、通风、照明、人工智能等模块一体式集成，浴室主体板材主要以 SMC 航空材料、彩钢、磁砖和石材为主，采用一体化的防水模压底盘、壁板和顶板集成的整体框架，并装配多种功能性卫浴空间设施，在有限空间实现了洗浴、如厕、收纳、照明、通风五大浴室功能组合的独立卫浴单元。

目前公司合作客户包括保障房项目及地产商碧桂园、龙湖、中海等，到 19 年底预计能交付整装卫浴 1 万套以上，产值约一个亿，订单在持续提升中。

图 24：惠达住工成立现场



数据来源：公司公告，西南证券整理

图 25：惠达 SMC 整体浴室



数据来源：公司公告，西南证券整理

整装卫浴产能方面，公司投资 3 亿元建设的装配式整装卫浴的一期项目已基本完成建设，并已于 2019 年 5 月 25 日投产，设计产能为 15 万套，预计 2020 年全部达产，19 年预计将达到 5 万产能。同时，公司二期项目也将于 19 年下半年动工，设计产能 15 万套，计划 2021 年达产。公司将继续推进整装卫浴的产能建设，预计到 2025 年总产能将达到 50 万套，整装卫浴总产值预计将达到 40 亿左右。

图 26：惠达整装卫浴产能建设计划



数据来源：公司公告，西南证券整理

惠达住工整装卫浴优势突出：依靠集团资源，惠达住工是整装卫浴行业唯一一家可实现全部品自己生产的企业；同时，集团在全国的零售门店已超 3000 家，建立了全链条销售网络渠道，布点完善，可很好的解决整装卫浴售后服务的问题；此外，惠达集团与各大地产集团拥有战略合作关系，惠达住工在渠道的拓展上将具有显著优势。

图 27：惠达卫浴零售门店分布情况



数据来源：公司公告，西南证券整理

图 28：惠达卫浴合作主要地产客户



数据来源：公司公告，西南证券整理

### 3.3 海鸥住工：整体卫浴订单正在放量

公司前身为番禺海鸥卫浴用品有限公司，成立于 1998 年，传统业务为海外卫浴企业提供 OEM/ODM 代工服务，2012 年开始着力内销业务发展，目前已形成了“卫浴+节能”的双业务模式。

公司是国内较早开始布局整体卫浴的企业之一，2016 年与汇威香港签订苏州有巢氏系统卫浴股权转让协议，并于 2018 年完成交割。同时，公司于 2018 年还投资设立控股孙公司海鸥福润达，进一步布局定制整装卫浴产业链。

公司定制整装卫浴已拥有苏州和青岛两大生产制造基地，主要为高端 SMC、彩钢板整体卫浴和瓷砖复合整体卫浴产品的研发、制造，并有 20 万套整体卫浴间项目在建，同时公司已在全国重点城市区域建立了营销中心，致力于为客户提供技术领先、品质卓越的整装卫浴产品。

表 9：海鸥住工在建整装卫浴项目

在建项目	预计投产时间
苏州年产 6.5 万套定制整装卫浴空间项目	2020 年 12 月 31 日
浙江年产 13 万套定制整装卫浴空间项目	2020 年 7 月 31 日
定制整装卫浴浴缸淋浴房智能制造生产线项目	2020 年 12 月 31 日

数据来源：公司公告，西南证券整理

公司整装卫浴从 18 年开始放量，孙公司海鸥福润达中标万科、龙湖地产整体卫浴集采资格并完成批量出货，子公司苏州海鸥有巢氏参与雅世合金公寓、泽信公馆、利锦府百年宅的整装卫浴项目，并完成鲁能集团领秀城 P2 公园世家项目的交付。公司 18 年整装卫浴实现收入超过 6300 万元，预计 19 年将进一步放量。

表 10: 海鸥住工 2018 年部分整装卫浴项目

时间	整装卫浴项目
2018 年 8 月	青岛海鸥福润达中标龙湖集团整体卫浴集采
2018 年 7 月	有巢氏参与北京雅世合金公寓、泽信公馆、利锦府百年宅项目整装卫浴的建设
2018 年 8 月	有巢氏完成鲁能集团领秀城 P2 公园世家项目的交付

数据来源: 公司公告、西南证券整理

## 4 风险提示

房地产行业不景气的风险, 保障安居工程推进低于预期的风险。

## 分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

## 投资评级说明

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
	增持：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-10%以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

## 重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

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。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，本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。

本报告及附录版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

## 西南证券研究发展中心

### 上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

### 北京

地址：北京市西城区南礼士路 66 号建威大厦 1501-1502

邮编：100045

### 重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

### 深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

## 西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	黄丽娟	地区销售副总监	021-68411030	15900516330	hlj@swsc.com.cn
	张方毅	高级销售经理	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	王慧芳	高级销售经理	021-68415861	17321300873	whf@swsc.com.cn
	涂诗佳	销售经理	021-68415296	18221919508	tsj@swsc.com.cn
	杨博睿	销售经理	021-68415861	13166156063	ybz@swsc.com.cn
	吴菲阳	销售经理	13013130110	13013130110	wfy@swsc.com.cn
北京	张岚	高级销售经理	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	路剑	高级销售经理	010-57758566	18500869149	lujian@swsc.com.cn
	刘致莹	销售经理	010-57758619	17710335169	liuzy@swsc.com.cn
广深	王湘杰	销售经理	0755-26671517	13480920685	wxj@swsc.com.cn
	余燕伶	销售经理	0755-26820395	13510223581	yyi@swsc.com.cn
	陈霄（广州）	销售经理	15521010968	15521010968	chenxiao@swsc.com.cn