



2021年3月12日

**亚厦股份(002375):装配式装修龙头,行业变革破局者**

**审慎推荐(首次)**

建筑装饰

当前股价: 8.24元

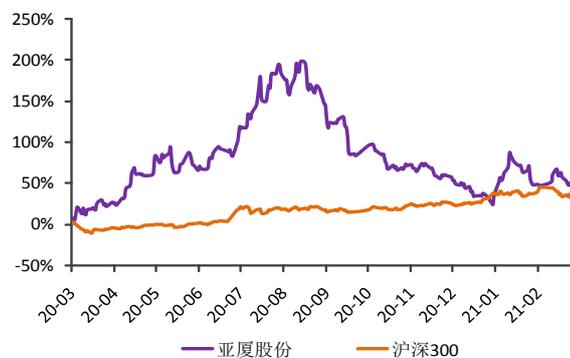
### 主要财务指标 (单位: 百万元)

	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	10,786	10,766	12,453	13,940
(+/-)	17.2%	-0.2%	15.7%	11.9%
营业利润	543	409	609	692
(+/-)	18.0%	-24.6%	48.9%	13.6%
归属母公司净利润	426	309	470	535
(+/-)	15.4%	-27.3%	51.9%	13.8%
EPS (元)	0.32	0.23	0.35	0.40
市盈率	25.9	35.7	23.5	20.6

### 公司基本情况 (最新)

总股本/已流通股 (万股)	134,000/133,099
流通市值 (亿元)	110
每股净资产 (元)	6.13
资产负债率 (%)	61.8

### 股价表现 (最近一年)



资料来源: Wind, 华鑫证券研发部

分析师: 万蓉  
 执业证书编号: S1050511020001  
 电话: 021-54967577  
 邮箱: wanrong@cfsc.com.cn

分析师: 董冰华  
 执业证书编号: S1050515080001  
 电话: 021-54967581  
 邮箱: dongbh@cfsc.com.cn

华鑫证券有限责任公司  
 地址: 上海市徐汇区肇嘉浜路 750 号  
 邮编: 200030  
 电话: (8621) 64339000  
 网址: <http://www.cfsc.com.cn>

● **公司是国内建筑装饰领军企业, 率先进行工业化布局:** 公司主要从事建筑装饰装修和建筑幕墙工程的设计和施工, 连续 14 年获得中国建筑装饰百强企业第二名。2012 年开始布局工业化装配式装修领域, 具备领先优势。2020 年公司业绩受疫情拖累, 但下半年已逐步走出困境。截至 20Q4 末, 公司在手订单 233.9 亿元, 是 2020 年营业收入的 2.2 倍, 后续业绩有保障。

● **装配式装修迎来两大强催化, 市场空间大:** 受中长期政策 (装配式建筑发展规划及碳中和环保政策) 以及建筑劳工短缺两大因素催化, 我国装配式装修有望迎来快速发展。2016 年国务院发布《关于大力发展装配式建筑的指导意见》, 提出的力争用 10 年左右时间, 使装配式建筑占新建建筑面积的比例达到 30%。根据 2017 年住建部发布的《装配式建筑评价标准》中规定的装配式建筑装配率要求以及各省奖励政策, 我们对装配式装修市场规模进行了测算, 预计 2026 年我国装配式装修市场规模有望达到 3000 至 5000 亿元左右。

● **公司已领先商业化运营装配式装修, 竞争优势明显:** 公司已开始商业化运营装配式装修业务, 并已发布第七代工业化产品, 在浙江基地拥有两条产线, 产能达 35 亿元, 处于业内领先地位。公司主编我国首部装配式装修行业标准, 龙头地位彰显。公司的装配式装修模块基本实现了可再循环比例超过 90%, 采用的材料在表面耐磨性能和耐污染性能上都明显高于行业标准, 顺应了国家绿色建筑和碳中和政策的要求。公司已承接多个工业化领域优质项目, 凭借丰富的工程经验和专业化的施工、管理优势, 在开拓新兴装配式装修市场具有明显优势。

● **盈利预测与估值:** 我们预测公司 2020-2022 年营业收入分别为 107.66、124.53 和 139.40 亿元, 实现归属母公司所有者净利润分别为 3.09、4.70 和 5.35 亿元, EPS 分别为 0.23、0.35 和 0.40 元, 当前股价对应的 PE 分别为 35.7 倍、23.5 倍和 20.6 倍。虽然公司目前估值不具备明显优势, 但考虑到装配式装修有望进入快速发展期, 公司已在该领域领先商业化运营, 并在产品研发、产能水平、工程经验等方面全面领先, 将充分享受行业景气向上带来的红利, 首次覆盖, 给予“审慎推荐”评级。

● **风险提示:** 装配式装修推广不及预期、坏账风险、房地产调控超预期等。



## 目录

<b>1. 公司概况</b> .....	<b>4</b>
1.1 建筑装饰行业领军企业，率先布局工业化转型 .....	4
1.2 经营稳健，2020 年下半年走出疫情低谷 .....	5
1.3 股权结构集中，有助于稳健经营 .....	5
<b>2. 装配式装修迎来两大强催化剂，将步入高速发展期</b> .....	<b>6</b>
2.1 催化剂一：中期和长期顶层政策持续助推 .....	6
2.1.1 中期政策：装配式建筑评价体系催化装配式装修发展 .....	6
2.1.2 长期政策：环保政策趋严，装配式建筑符合绿色建筑要求 .....	7
2.2 催化剂二：人口红利逐渐消失，劳动力短缺成阻力 .....	9
2.3 市场空间广阔 .....	10
<b>3. 公司已领先商业化运营装配式装修，竞争优势突出</b> .....	<b>11</b>
3.1 产品已迭代至第七代，拥有两条产线，业内领先 .....	11
3.2 主编装配式装修国家标准，彰显行业龙头地位 .....	11
3.3 装饰材料节能环保，性能优越 .....	12
3.4 工程经验丰富，具备专业化施工优势 .....	12
<b>4. 盈利预测与估值</b> .....	<b>13</b>
<b>5. 风险提示</b> .....	<b>13</b>



## 图表目录

图表 1: 近年公司主营业务收入构成.....	4
图表 2: 按地区营业收入占比 (单位: %)	4
图表 3: 公司工业化布局历程.....	4
图表 4: 营业收入及同比增长情况.....	5
图表 5: 归母净利润及同比增长情况.....	5
图表 6: 公司股权结构.....	5
图表 7: 各省市装配式建筑建设计划情况.....	6
图表 8: 装配式建筑认定评分标准.....	7
图表 9: 2018 年建筑全寿命周期能耗占全国比重情况.....	8
图表 10: 2018 年建筑全寿命周期碳排放占全国比重情况.....	8
图表 11: 传统住宅与装配式住宅在材料消耗、能耗、碳排放方面的比较.....	8
图表 12: 建筑业农民人数及增速情况.....	9
图表 13: 建筑业农民工年龄构成情况 (单位: %)	9
图表 14: 建筑业农民工工资情况 (单位: 元)	9
图表 15: 我国 65 岁以上人口占比情况 (单位: %)	9
图表 16: 装配式装修市场规模预测.....	10
图表 17: 公司工业化装配式产品更新迭代情况.....	11
图表 18: 公司工业化装配式装修示范项目.....	12
图表 19: 公司主营业务经营预测.....	13
图表 20: 公司盈利预测 (单位: 百万元)	14

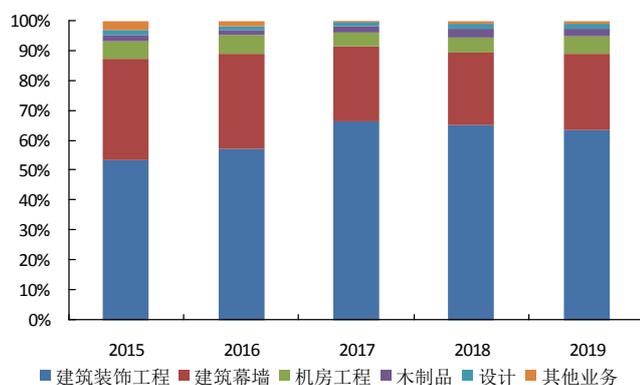
## 1. 公司概况

### 1.1 建筑装饰行业领军企业，率先布局工业化转型

公司成立于 1995 年，于 2010 年 3 月 23 日在深交所上市，主要从事建筑装饰装修工程、建筑幕墙工程、互联网家装、建筑智能化工程的设计和施工，其中建筑装饰工程和建筑幕墙工程两项业务 2019 年营收占比分别为 63.5% 和 25.6%。公司业务布局全国，超过五成收入来自华东地区。

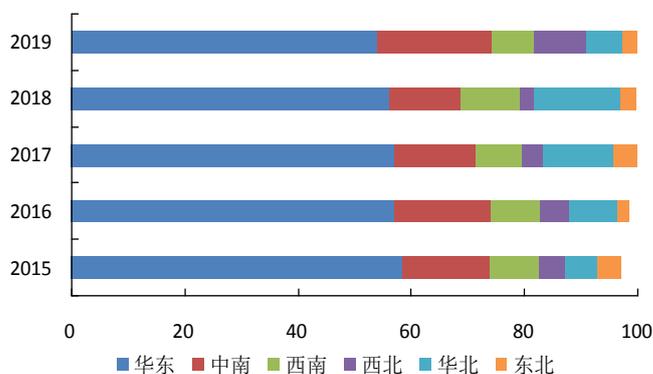
公司是中国建筑装饰行业领军企业，连续 14 年荣膺中国建筑装饰百强企业第二名。致力于打造“一体化”大装饰蓝海战略，在大型公共建筑装修、高端星级酒店、高档住宅精装修和建筑智能化工程领域具有领先优势。

图表 1：近年公司主营业务收入构成



资料来源：Wind，华鑫证券研发部

图表 2：按地区营业收入占比（单位：%）



资料来源：Wind，华鑫证券研发部

近年传统建筑装饰行业面临施工用人成本高、管理半径小难做大、环境污染、运维难度大等痛点，行业发展亟待破局。公司管理层高瞻远瞩，从 2012 年开始探索工业化转型，并取得一系列进展，目前已领先于业内规模化运营装配式装修业务。

图表 3：公司工业化布局历程

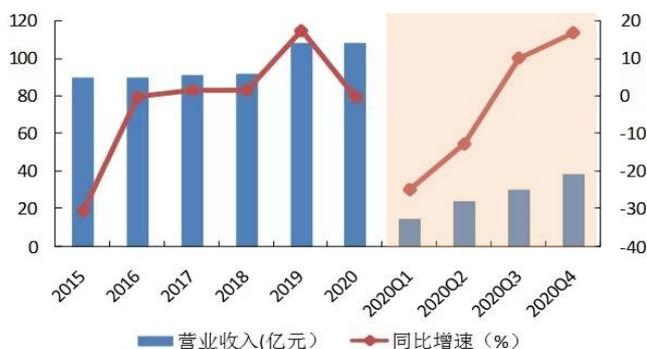


资料来源：公司官网，华鑫证券研发部

## 1.2 经营稳健，2020 年下半年走出疫情低谷

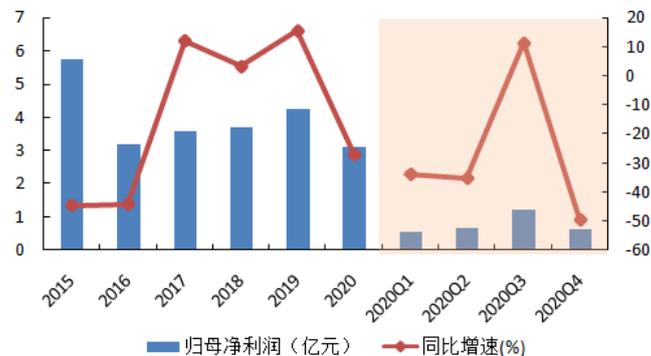
根据 2020 年业绩快报，公司实现营业收入 107.7 亿元，同比小幅下降 0.18%；实现归属母公司净利润 3.1 亿元，同比下降 27.3%。分季度看，2020 年 Q1-4 公司单季度实现营业收入分别同比-25.0%/-12.8%/+10.0%/+16.7%；实现归属母公司净利润分别同比-33.9%/-35.3%/11.2%/-49.6%。2020 年公司业绩下滑的主要原因是受疫情影响，复工复产比同期晚近 4 个月；部分下游客户经营恶化，公司计提坏账增加；理财收益减少以及退回子公司万安智能业绩补偿款。但公司去年分季度营收逐季加速，下半年营收同比增速回正，说明公司经营稳健，已逐步走出疫情低谷。截至 20Q4 末，公司在手订单 233.9 亿元，是 2020 年营业收入的 2.2 倍，后续业绩有保障。

图表 4：营业收入及同比增长情况



资料来源：Wind，华鑫证券研发部

图表 5：归母净利润及同比增长情况

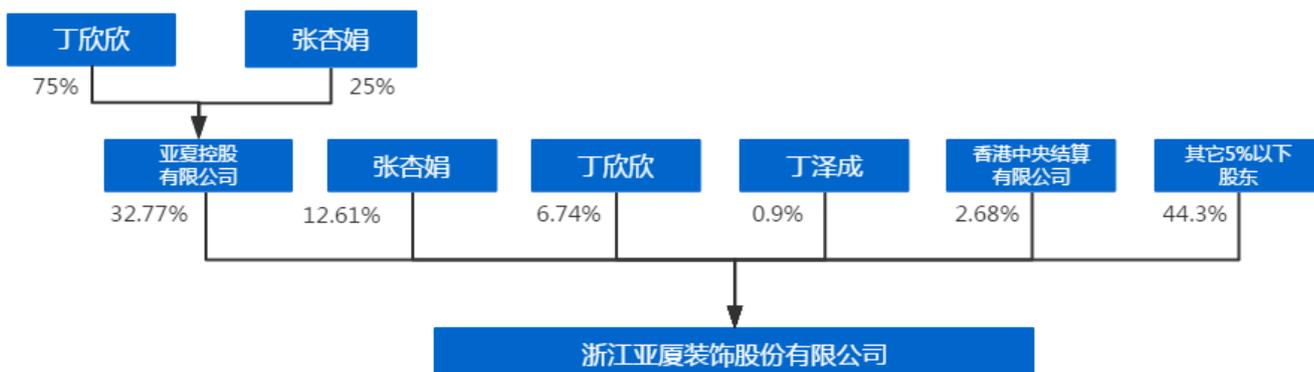


资料来源：Wind，华鑫证券研发部

## 1.3 股权结构集中，有助于稳健经营

亚厦控股为公司控股股东，持有公司 32.77%的股权，公司实际控制人为丁欣欣先生和张杏娟女士，二人之子丁泽成先生为公司现任董事长，持股比例 0.9%。自成立以来，公司控股股东及实际控制人并未发生改变，股权结构相对稳定，管理层持股比例较高，有利于公司核心业务方向的稳定发展。

图表 6：公司股权结构



资料来源：Wind，华鑫证券研发部

## 2. 装配式装修迎来两大强催化剂，将步入高速发展期

传统装修工程采用现场湿作业施工，普遍存在施工工期长、劳动强度大、材料浪费多、环境污染重、工程质量难以保证等痛点。随着社会快速发展、人口红利逐步消失以及国家环保政策趋严，传统装修行业面临的问题越来越严峻，行业发展亟待破局。

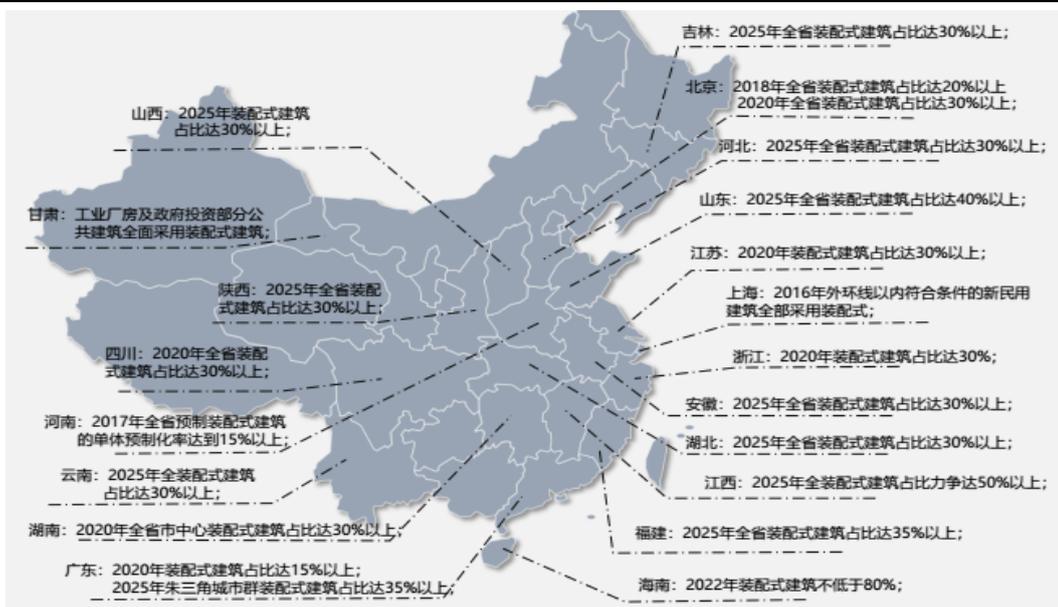
参考发达国家的经历，以日本为例，二十世纪六十年代，由于建筑工人减少，住宅产业化进入初步阶段；到了二十世纪九十年代，随着日本老龄化进一步加深，以及建筑劳动力短缺更加严重，其住宅业的产业化模式得到进一步发展，房屋住宅依靠产业化来生产制造已经接近新建房屋的百分之三十。美国早在 1976 年通过了《国家工业化住宅建造及安全法案》，1997 年全美新建住宅 147.6 万套，其中预制装配式建筑达到 113 万套，且基本采用了装配式装修。我国工业化装配式装修产业仍处于早期阶段，在顶层政策持续催化以及需求扩容的助推下，有望迎来高速发展。

### 2.1 催化剂一：中期和长期顶层政策持续助推

#### 2.1.1 中期政策：装配式建筑评价体系催化装配式装修发展

2016 年国务院发布《关于大力发展装配式建筑的指导意见》，提出以京津冀、长三角、珠三角三大城市群为重点推进地区，因地制宜发展装配式建筑，力争用 10 年左右的时间，使装配式建筑占新建建筑面积的比例达到 30%。2017 年住建部发布《“十三五”装配式建筑行动方案》，提出 2020 年装配式建筑占新建建筑面积比例达到 15% 以上，其中重点推进地区达到 20% 以上。根据住建部数据，2019 年该比例约为 13.4%，因此十四五期间，装配式建筑占新建建筑面积比例仍有近 15 个百分点的提升，空间较大。

图表 7：各省市装配式建筑建设计划情况



资料来源：住建部，各省市住建厅，华鑫证券研发部

2017年住建部颁布了《装配式建筑评价标准》，提出装配式建筑应同时满足四项要求：1) 主体结构部分评分不低于20分；2) 围护墙和内隔墙部分评分不低于10分；3) 采用全装修；4) 装配率不低于50%。除了硬性条件外，该标准还对装配式建筑进行了等级评价划分，装配率分别达到60%-75%、76%-90%以及91%以上，对应A级、AA级和AAA级。目前部分城市已出台相关政策，对装配式建筑的装配率达到一定等级给予财政补贴、容积率等奖励。另外，该标准还明确提出“**装配式建筑宜采用装配化装修**”。

从装配率要求及奖励政策来看，采用装配式装修有助于装配式建筑达到装配率的认定标准，有利于拉高分值获得奖励。从评分标准分项看，主体结构占50分、外装占10分、内装（通常指装配式装修）占40分。由于我国目前装配式建筑主体结构面临成本高、技术难等问题，主体结构+外装评分普遍难以达到装配率50%的基本认定标准，因此大力推行装配式装修成为高性价比举措。如果想获得政府奖励，主体结构+外装即使获得满分（60分），也必须获得装配式装修的分数才能达到。

因此，在国务院和住建部关于装配式建筑的中期政策催化下，装配式装修行业有望迎来同步发展。

图表 8：装配式建筑认定评分标准

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、延性墙板等竖向构件	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	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	

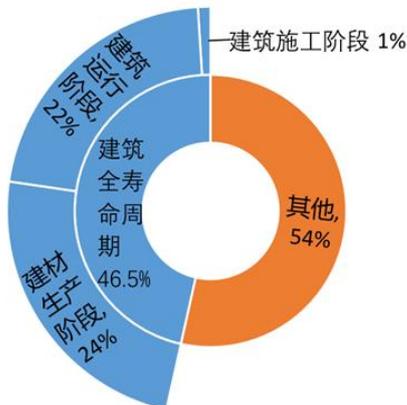
资料来源：《装配式建筑评价标准》，华鑫证券研发部

## 2.1.2 长期政策：环保政策趋严，装配式建筑符合绿色建筑要求

2013年1月1日，国务院办公厅转发国家发改委、住建部制定的《绿色建筑行动方案》，明确提出推动新建建筑节能工作，大力发展绿色建材，推动建筑工业化。2020年12月18日，中央经济会议将“做好碳达峰、碳中和工作”列为八大重点任务之一，要求我国二氧化碳排放量力争在2030年达到峰值，2060年前实现碳中和。随后，国务院在2020年12月21日发布《新时代的中国能源发展》白皮书，明确提出要提升新建建筑节能标准，推动既有建筑节能改造，强化建筑领域节能。

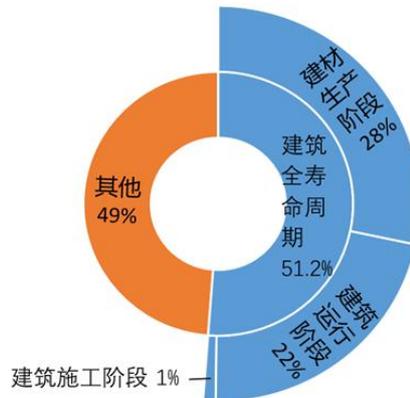
根据中国建筑节能协会发布的《中国建筑能耗研究报告 2020》,2018 年全国建筑全寿命周期(包括建材生产、建筑施工和建筑运行三个阶段)能耗占全国能耗总量的 46.5%,碳排放量 49.3 亿吨 CO<sub>2</sub>, 占全国碳排放总量的 51.2%。

图表 9: 2018 年建筑全寿命周期能耗占全国比重情况



资料来源:《中国建筑能耗研究报告 2020》, 华鑫证券研发部

图表 10: 2018 年建筑全寿命周期碳排放占全国比重情况



资料来源:《中国建筑能耗研究报告 2020》, 华鑫证券研发部

根据 2015 年住建部科技与产业化发展中心刘美霞博士发表在《建筑结构》期刊上的《住宅产业化装配式建造方式节能效益与碳排放评价》研究成果, 装配式建筑在材料消耗、能耗和碳排放方面比传统现浇住宅均有一定程度的优势, 符合我国绿色建筑政策。随着我国装配式建筑产业不断发展, 其能耗和碳排放优势有望得到进一步优化。

根据《装配式建筑评价标准》, 装配式装修有助于提高装配式建筑装配率要求, 未来发展相辅相成, 那么长期环保政策利好装配式建筑产业发展, 从这个角度看, 也是间接利好装配式装修产业发展。

图表 11: 传统住宅与装配式住宅在材料消耗、能耗、碳排放方面的比较

	消耗类型	传统现浇住宅	装配式住宅	节约率
材料消耗	钢材消耗量/kg	55	62	-13%
	混凝土消耗量/m <sup>3</sup>	0.4	0.42	-5%
	水消耗量/kg	780	620	20.50%
	保温材料消耗量/kg	3.64	1.75	52%
	木材消耗量/kg	15.2	6.3	59%
	砂浆消耗量/kg	18.4	3.5	81%
能源消耗	耗电量/(kW·h/m <sup>2</sup> )	7.29	4.3	41%
	耗油量/(MJ/m <sup>2</sup> )	15.78	7.6	52%
	耗煤量/(kg/m <sup>2</sup> )	0	1.19	—
	折合标准煤/(kg/m <sup>2</sup> )	3.48	2.85	18.1%
碳排放、垃圾排放	碳排放量/kg	281	260	7%
	垃圾排放量/kg	17.5	13.6	22%

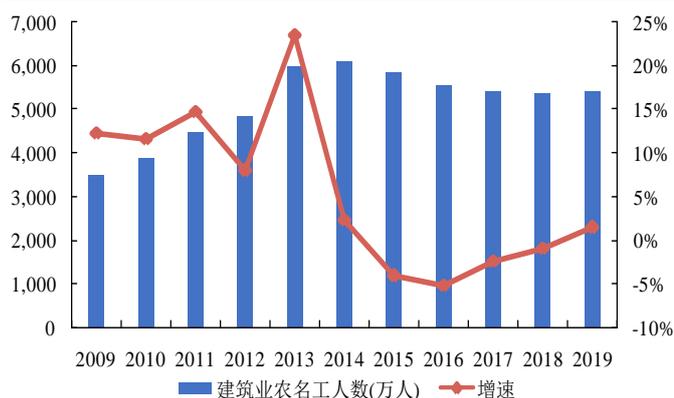
资料来源:《住宅产业化装配式建造方式节能效益与碳排放评价》, 华鑫证券研发部

而从建筑装饰产业本身来看，传统装修施工以湿法作业为主，工序复杂会带来粉尘污染、施工噪声污染，装修材料高耗能、不可回收利用、含有害污染源，既不环保也对容易对人体健康造成影响。而装配式装修采用预制构件，现场标准化拼装，工序简单，以及节能环保材料，有效降低了材料损耗、能耗和污染，符合国家节能环保政策的要求。

## 2.2 催化剂二：人口红利逐渐消失，劳动力短缺成阻力

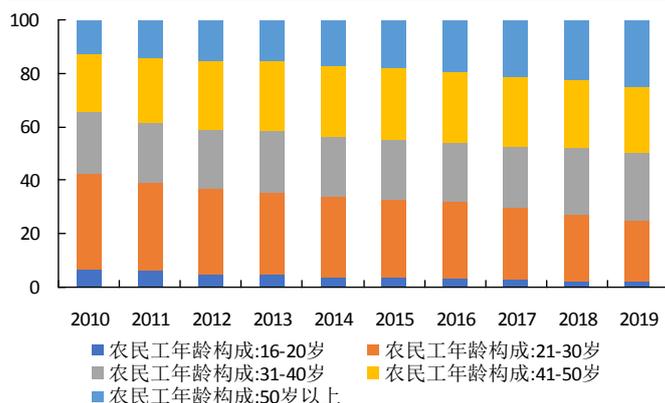
传统建筑装饰行业属于劳动密集型产业，严重依赖劳动力资源。近年来，随着国民收入水平提高以及老龄化程度进一步加深，愿意从事建筑业的人口数量自 2014 年以来呈整体下降趋势，而从事建筑业的农民工年龄均值则明显上移，说明年轻人越来越少进入建筑业。从用人成本角度看，近十年建筑业农民工平均工资稳定上涨，从 2010 年的 1946 元月薪，涨到 2019 年 4567 元月薪，复合增长率达 9.94%，未来传统建筑业用人成本或因建劳动力短缺而进一步上涨。因此，在人口红利逐渐消失的时代背景下，装配式装修迎来发展机遇。

图表 12：建筑业农民人数及增速情况



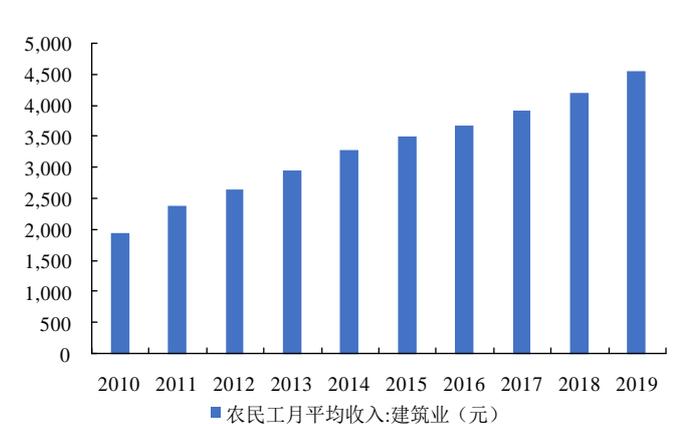
资料来源：Wind，华鑫证券研发部

图表 13：建筑业农民工年龄构成情况（单位：%）



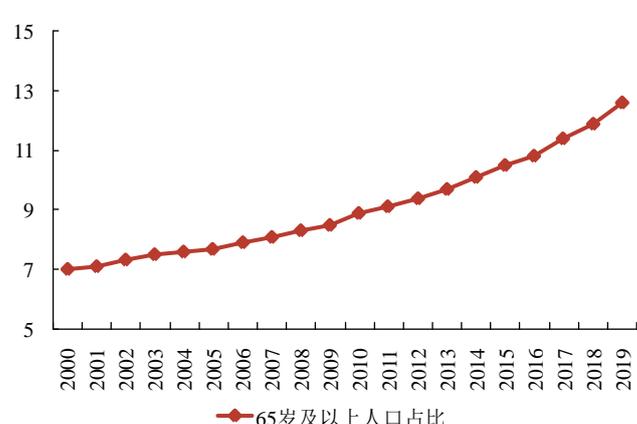
资料来源：Wind，华鑫证券研发部

图表 14：建筑业农民工工资情况（单位：元）



资料来源：Wind，华鑫证券研发部

图表 15：我国 65 岁以上人口占比情况（单位：%）



资料来源：Wind，华鑫证券研发部

## 2.3 市场空间广阔

根据住建部《2019 装配式建筑发展概况》数据，2019 年全国新建建筑面积 31.2 亿平方米，其中装配式建筑面积占比 13.4%，达 4.18 亿平方米，其中采用装配式装修面积为 4529 万平方米，占装配式建筑面积的 10.8%。我们根据 2016 年国务院发布的《关于大力发展装配式建筑的指导意见》中“力争用 10 年左右的时间，使装配式建筑占新建建筑面积的比例达到 30%”的目标，进行市场规模预测。我们做出以下假设：

1) 基于国家房住不炒的政策，房地产调控趋严以及人口老龄化程度加深，假设 2026 年（10 年后）新建建筑面积不变，为 31.2 亿平米；

2) 在 2017 年住建部颁布的《装配式建筑评价标准》中规定装配率不得低于 50%，以及各省出台的奖励政策背景下，新建装配式建筑将越来越有动力采用装配式装修进行配套。谨慎假设 2026 年装配式装修面积占新建装配式建筑面积比例从 10.8% 提升到 20.0%；乐观建设 2026 年装配式装修面积占新建装配式建筑面积比例从 10.8% 提升到 35.0%；

3) 装配式装修产业当前处于商业化早期，成本较传统装修偏高，未来通过规模化运营可降低成本。假设 2019 年全国装配式装修单价 2000 元/平，2026 年下降到 1600 元/平。

基于以上假设条件，我们预测到 2026 年我国装配式装修产业有望达到 3000 亿至 5000 亿左右的市场规模。

图表 16：装配式装修市场规模预测

年份	新建建筑面积(亿平方米)	装配式建筑占比	装配式建筑面积(亿平方米)	装配式装修占装配式建筑比例	装配式装修面积(亿平方米)	装配式装修单价(元/平)	装配式装修市场规模(亿元)
2019A	31.2	13.4%	4.2	10.8%	0.45	2000	903
2026E(谨慎)	31.2	30.0%	9.4	20.0%	1.87	1600	2995
2026E(乐观)	31.2	30.0%	9.4	35.0%	3.28	1600	5242

资料来源：住建部，华鑫证券研发部

除了新建装配式建筑带来装配式装修需求以外，老旧小区改造也将为装配式装修市场带来一定的增量。2019 年 1 月，“未来社区”首次被写入浙江省《政府工作报告》，浙江省计划到 2021 年底培育省级未来社区试点 100 个左右，2022 年开始全面复制推广。未来社区主要采用模块化建筑设计、装配式建造集成和数字化建设管理的建造技术，以及健康、品质、绿色的建造标准。浙江省现存 70-90 年代的老旧小区建筑面积约 2.5 亿平方米，假设一定的比例逐步进行未来社区模式改造，将会对装配式装修市场带来可观的增量。

### 3. 公司已领先商业化运营装配式装修，竞争优势突出

#### 3.1 产品已迭代至第七代，拥有两条产线，业内领先

公司 2012 年开始布局工业化装配式装修领域，2013-2017 年完成了全工业化装配式装修技术体系第一至第六代开发迭代，2019 年开始规模化运营工业化装配式装修业务，2020 年发布第七代装配式装修产品，是业内唯一同时获得“国家住宅产业化基地”和“国家装配式建筑产业基地”双认证的企业。

第七代产品在准确捕捉市场和应用需求的基础上实现了核心材料、核心技术的全新升级迭代，拥有科宜（经济型）、科睿（品质型）、科誉（高端型）三大产品平台，在硬装、功能和智慧产品线，与市场定位高度匹配，在同类产品迭代中占据有利位置。

目前，公司在浙江基地拥有 2 条工业化装配式装修产线，合计产能 35 亿元。

图表 17：公司工业化装配式产品更新迭代情况



资料来源：公司官网，华鑫证券研发部

#### 3.2 主编装配式装修国家标准，彰显行业龙头地位

2018 年 12 月，住建部联合公司共同主编，清华大学参编的我国首部《建筑工业化内装工程技术规程》（T/CECS 558-2018）发布，该《规程》作为我国建筑装配式装修领域首部国家级行业标准，填补了我国在该领域的技术空白，对装配式装修的设计、施工、验收、使用与维护提供了全流程的技术依据、执行标准和系统解决方案。

另一部由公司主编，北京建工集团、清华大学等参编的重磅级行业标准《装配式内装工程管理标准》正在编制中，该《标准》是国内首部装配式装修的管理标准，填补了装配式内装工程全过程管理标准的空白。另外，公司还参编了部分省级装配式装修行业标准。

### 3.3 装饰材料节能环保，性能优越

公司的装配式装修模块主要有吊顶、墙面、地面、卫浴等系统，基本实现了可再循环比例超过 90%，大大减少了传统装修造成的资源浪费和环境污染。

公司采用的材料在表面耐磨性能和耐污染性能上都做到了明显高于行业技术要求。在健康指标方面，公司材料甲醛释放量和 TVOV 释放量较国家标准明显提高。

公司重视装修材料环保性能的研发与改进，于 2016-2019 年承担了“十三五”国家重点研发计划《建筑室内材料和物品 VOCs、SVOCs 污染源散发机理及控制技术项目》中课题六：《室内材料和物品 VOCs、SVOCs 散发标识体系的建立及工程示范》的研究，并开展了示范工程相关工作。

### 3.4 工程经验丰富，具备专业化施工优势

公司大力推广“工厂化生产、装配化施工”管理体系，引领行业工业化、标准化。公司借助 EPR 信息化系统，利用工业互联网、物联网、BIM 等先进技术，实现从设计到施工的全过程掌控，实现了管理的精细化、标准化，有效地降低了运营成本，缩短了施工工期，且提高了工程质量。

依托公司先进的标准化装饰管理体系和专业化的施工技术，公司近年承接了一大批高质量、高水准的精品项目，包括北京 APEC 峰会主会场、杭州 G20 首脑峰会主会场项目、上海迪斯尼项目、厦门金砖五国峰会主会场项目、上合组织青岛峰会主会场项目等，在大型高端公共建筑装饰项目上处于行业领先地位。

在工业化装配式装修领域，公司承接了成都当代璞誉、淮安报道妇幼保健院、启迪郑东科技城、绍兴江与城等优质项目。公司丰富的工程经验和专业化的施工、管理优势，在开拓工业化装配式装修市场具有明显优势。

图表 18：公司工业化装配式装修示范项目



淮安宝岛妇幼保健医院

启迪郑东科技城

绍兴江与城

资料来源：公司官网，华鑫证券研发部

## 4. 盈利预测与估值

2020 年受疫情影响，公司业绩受到拖累，但分季度看，公司单季营收增速呈明显加速状态，Q4 新签订单大幅提速，同比增长 39.99%，体现公司已逐步走出疫情影响。公司 2020 年新签订单 161.96 亿元，同比增长 11.50%，其中住宅施工订单是唯一正增长项目，且增幅高达 50.43%，我们认为可能是公司装配式装修业务快速开拓所致。在环保政策趋严和建筑劳工短缺的背景下，公司装配式装修业务规模有望进一步增长。未来，随着公司工业化装配式装修业务占比提升，整体毛利率、净利润将有所提升。

图表 19：公司主营业务经营预测

主营业务分类		2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
建筑装饰工程	营业收入(亿元)	60.3	60.1	68.5	70.6	82.8	92.8
	YoY	17.3%	-0.3%	13.9%	3.1%	17.3%	12.1%
	毛利率	13.9%	13.5%	13.8%	13.7%	13.9%	13.8%
建筑幕墙	营业收入(亿元)	22.9	22.3	27.6	24.0	26.9	30.1
	YoY	-19.2%	-2.7%	23.9%	-13.2%	12.3%	11.9%
	毛利率	10.9%	10.6%	11.9%	11.5%	11.5%	11.6%
其他	营业收入(亿元)	7.5	9.6	11.8	13.1	14.8	16.5
	YoY	-22.3%	28.4%	22.7%	11.2%	13.2%	11.3%
	毛利率	16.4%	20.2%	23.3%	22.0%	22.5%	22.4%
总计	营业收入(亿元)	90.7	92.0	107.9	107.7	124.5	139.4
	YoY	1.5%	1.4%	17.2%	-0.2%	15.7%	11.9%
	毛利率	13.3%	13.5%	14.4%	14.2%	14.4%	14.4%

资料来源：Wind，华鑫证券研发部

我们预测公司 2020-2022 年营业收入分别为 107.66、124.53 和 139.40 亿元，实现归属母公司所有者净利润分别为 3.09、4.70 和 5.35 亿元，EPS 分别为 0.23、0.35 和 0.40 元，当前股价对应的 PE 分别为 35.7 倍、23.5 倍和 20.6 倍。虽然公司目前估值不具备明显优势，但考虑到装配式装修有望进入快速发展期，公司已在该领域领先商业化运营，并在产品研发、产能水平、工程经验等方面全面领先，将充分享受行业景气向上带来的红利，首次覆盖，给予“审慎推荐”评级。

## 5. 风险提示

装配式装修推广不及预期、坏账风险、房地产调控超预期等。





## 分析师简介

万 蓉：华鑫证券分析师，工商管理硕士，2007 年 7 月加入华鑫证券研发部。

董冰华：华鑫证券分析师，理学与金融学双硕士，2013 年加入华鑫证券研发部。

## 华鑫证券有限责任公司评级说明

股票的投资评级说明：

	投资建议	预期个股相对沪深 300 指数涨幅
1	推荐	>15%
2	审慎推荐	5%---15%
3	中性	(-)5%--- (+)5%
4	减持	(-)15%---(-)5%
5	回避	<(-)15%

以报告日后的 6 个月内，证券相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准。

行业的投资评级说明：

	投资建议	预期行业相对沪深 300 指数涨幅
1	增持	明显强于沪深 300 指数
2	中性	基本与沪深 300 指数持平
3	减持	明显弱于沪深 300 指数

以报告日后的 6 个月内，行业相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准。



## 免责声明

华鑫证券有限责任公司(以下简称“华鑫证券”)具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。本报告由华鑫证券制作,仅供华鑫证券的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告中的信息均来源于公开资料,华鑫证券研究发展部及相关研究人员力求准确可靠,但对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。我们已力求报告内容客观、公正,但报告中的信息与所表达的观点不构成所述证券买卖的出价或询价的依据,该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求,在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估,并应同时结合各自的投资目的、财务状况和特定需求,必要时就财务、法律、商业、税收等方面咨询专业顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果,华鑫证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告中的资料、意见、预测均只反映报告初次发布时的判断,可能会随时调整。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期,华鑫证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。华鑫证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告版权仅为华鑫证券所有,未经华鑫证券书面授权,任何机构和个人不得以任何形式刊载、翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若华鑫证券以外的机构向其客户发放本报告,则由该机构独自为此发送行为负责,华鑫证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成华鑫证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。如未经华鑫证券授权,私自转载或者转发本报告,所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。华鑫证券将保留随时追究其法律责任的权利。请投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的华鑫证券研究报告。

华鑫证券有限责任公司

研究发展部

地址:上海市徐汇区肇嘉浜路 750 号

邮编: 200030

电话: (+86 21) 64339000

网址: <http://www.cfsc.com.cn>