

中天精装 (002989.SZ)

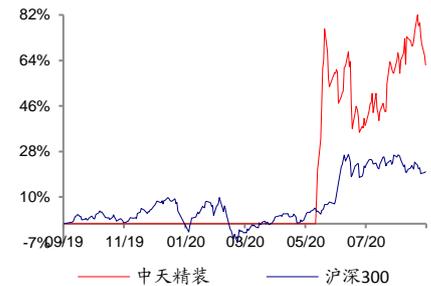
精装龙头优选客户，精细化管理铸就高 ROE

| 公司评级 | 买入 |
|------|------------|
| 当前价格 | 56.94 元 |
| 合理价值 | 63.47 元 |
| 报告日期 | 2020-09-29 |

核心观点:

- **精装修渗透率提升助精装龙头持续发展，高盈利高周转助 ROE 维持高位。** 批量精装修业务是公司最主要的业务，目前已具有每年 4.5 万套精装修房的交付能力。公司成长动力足，18/19 年归母净利润增速增速分别为 45%/72%，19 年 ROE 达 25%，连续三年提升，主要得益于公司的高周转。公司业务回款情况良好，19 年应收账款周转率高达 2.5 次，经营性现金流量净额为 1.72 亿元，且逐年保持增长的趋势。
- **“小班组”模式打造精细化管理体系，提高质量严控成本促成低费用率。** 在项目精细化管理体系中，采取“小班组”模式，公司 19 年典型项目平均班组数量 16 个，工程项目直接协调调度的劳务班组数量达 700 多个，同个区域的多个项目之间可以直接进行劳务资源的调配，体现出公司良好的班组管理能力。公司建立了以经营流程为管理轴心的内部管理制度体系，将劳务制度和采购模式标准化，最终转化为快速周转、高质量经营和成本控制的能力，管理费用率维持在 4% 左右且有下降趋势；销售、财务费用率长期在 1% 以内，精细化管理优势显著。
- **万科为公司第一大客户，积极拓展新优质客户调整收入结构。** 公司主要客户为万科，为大型地产商中的优质客户，“拖账”现象较少，公司回款较好，从而加强了公司自身的资金周转。公司材料采购主要集中在装修辅助材料，自主性强且毛利较高。近年来公司为增强业务布局、降低业务经营风险，积极调整自身客户结构，并积极提升自身在客户中的市场份额，19 年公司签约非万科地产订单规模较 17 年增长 44.7%。
- **投资建议：** 随着公司积极拓展新客户以及提升自身在客户中的份额占比，预计公司 20-22 年归母净利润分别为 2.29/3.15/4.13 亿元，同比增速分别为 25.0%/37.4%/31.2%。考虑到公司现金流较好，采用 FCFE 绝对估值模型计算对应合理价值为 63.47 元/股，给予“买入”评级。
- **风险提示：** 大客户合作及开拓新客户不及预期；精装修发展不及预期。

相对市场表现



分析师:

尉凯旋



SAC 执证号: S0260520070006



021-60750610



yukaixuan@gf.com.cn

分析师:

邹戈



SAC 执证号: S0260512020001



021-38003689



zouge@gf.com.cn

分析师:

谢璐



SAC 执证号: S0260514080004



SFC CE No. BMB592



021-38003688



xielu@gf.com.cn

请注意，尉凯旋、邹戈并非香港证券及期货事务监察委员会的注册持牌人，不可在香港从事受监管活动。

盈利预测:

| | 2018A | 2019A | 2020E | 2021E | 2022E |
|-------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 营业收入(百万元) | 1,363 | 2,340 | 3,042 | 4,107 | 5,341 |
| 增长率(%) | 45.1 | 71.7 | 30.0 | 35.0 | 30.0 |
| EBITDA(百万元) | 158 | 267 | 336 | 448 | 580 |
| 归母净利润(百万元) | 100 | 183 | 229 | 315 | 413 |
| 增长率(%) | 24.2 | 84.1 | 25.0 | 37.4 | 31.2 |
| EPS(元/股) | 0.88 | 1.61 | 1.51 | 2.08 | 2.73 |
| 市盈率(P/E) | - | - | 37.63 | 27.38 | 20.86 |
| ROE(%) | 18.11 | 25.43 | 22.92 | 23.96 | 23.92 |
| EV/EBITDA | - | - | 25.08 | 18.87 | 14.48 |

数据来源: 公司财务报表, 广发证券发展研究中心

目录索引

| | |
|---|----|
| 一、国内领先精装修服务提供商，精装修住宅需求日益增长..... | 5 |
| （一）精装龙头平台化经营管理，股权控制较集中稳定..... | 5 |
| （二）全装修政策促使精装修房成为市场主流，住宅精装修渗透率逐年稳步提升..... | 7 |
| 二、深耕批量精装修，实现营收、利润、现金流同步增长..... | 11 |
| （一）营收、利润、现金流同步增长，依托优质客户坚持全国化布局..... | 11 |
| （二）盈利能力处于在行业前列，高周转率助公司脱颖而出..... | 13 |
| 三、“小班组”模式打造精细化管理体系，提高质量严控成本促成低费用率..... | 17 |
| （一）精细化管理体系，采用小班组劳务分包模式..... | 17 |
| （二）费用率管控良好，人均创利稳中有进..... | 19 |
| 四、精装企业对大客户依赖性强，加强对第一大客户万科服务并积极拓展新优质客户 ... | 22 |
| （一）房地产企业严选供应商，公司客户业务同质性较强..... | 22 |
| （二）万科为公司第一大客户，积极拓展新优质客户调整收入结构..... | 23 |
| 五、盈利预测及投资建议..... | 26 |
| （一）盈利预测..... | 26 |
| （二）投资建议（绝对估值-FCFF 模型）..... | 27 |
| 六、风险提示..... | 31 |

图表索引

| | |
|--|----|
| 图 1: 公司发展历程 | 5 |
| 图 2: 公司股权结构及参控股公司情况 (截至 2020 年 6 月末) | 6 |
| 图 3: 公司经营模式 | 6 |
| 图 4: 装修装饰企业数量持续下降 (万家) | 7 |
| 图 5: 装修装饰企业平均年产值 | 7 |
| 图 6: 装修政策出台情况 | 7 |
| 图 7: 全国历年精装修商品住宅开盘量 | 8 |
| 图 8: 2020 年 1-7 月住宅精装开盘项目开发商需求 | 8 |
| 图 9: 我国精装修商品住宅渗透率 (截至 2020 年 7 月底) | 9 |
| 图 10: 2019 年我国一二三线城市精装修渗透率 | 9 |
| 图 11: 各地区主要精装修开发商市场份额情况 | 9 |
| 图 12: 全装修业务范畴 | 10 |
| 图 13: 公司收入业务结构 (亿元) | 11 |
| 图 14: 公司营业收入及增速 | 11 |
| 图 15: 公司归母净利润及增速 | 11 |
| 图 16: 公司毛利率及净利率水平 | 12 |
| 图 17: 公司期间费用率 | 12 |
| 图 18: 公司经营性现金流净额 (单位: 亿元) | 12 |
| 图 19: 公司资产负债率 | 12 |
| 图 20: 2019 年公司批量精装修业务区域分布 | 13 |
| 图 21: 2019 年国内主要装修公司营业收入及归母净利润增速 (%) | 14 |
| 图 22: 2019 年国内主要装修公司资产负债率 (%) | 14 |
| 图 23: 2019 年国内主要装修公司 ROE (%) | 14 |
| 图 24: 2019 年国内主要装修公司毛利率净利率对比 (%) | 14 |
| 图 25: 2015-2019 年可比公司毛利率 (%) | 15 |
| 图 26: 2015-2019 年可比公司净利率 (%) | 15 |
| 图 27: 2015-2019 年可比公司总资产周转率 (次) | 15 |
| 图 28: 2015-2019 年可比公司应收账款周转率 (次) | 15 |
| 图 29: 2015-2019 年可比公司流动资产周转率 (次) | 15 |
| 图 30: 2015-2019 年可比公司固定资产周转率 (次) | 15 |
| 图 31: 2015-2019 年中天精装 ROE (%) | 16 |
| 图 32: 2015-2019 年可比公司 ROE (%) | 16 |
| 图 33: 精细化管理体系 | 17 |
| 图 34: “小班组” 模式 | 18 |
| 图 35: 传统班组模式 | 18 |
| 图 36: 2015-2019 年可比公司综合费用率 (%) | 19 |
| 图 37: 2015-2019 年可比公司管理费用率 (%) | 19 |
| 图 38: 2015-2019 年可比公司财务费用率 (%) | 19 |
| 图 39: 2015-2019 年可比公司销售费用率 (%) | 19 |
| 图 40: 公司利润水平的主要影响因素公式 | 20 |
| 图 41: 人均创利 (万元) | 21 |

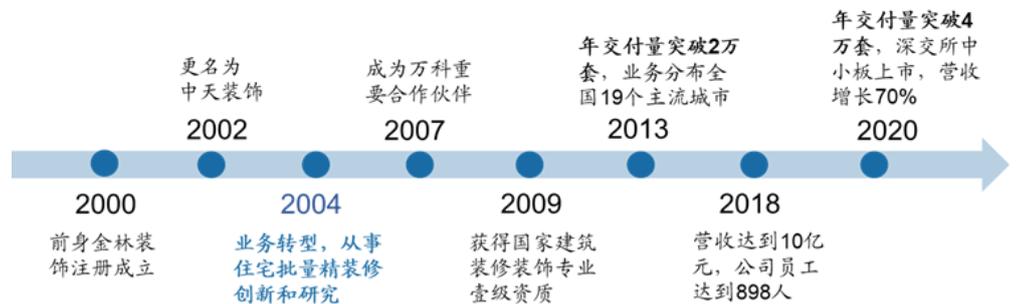
| | |
|--|----|
| 图 42: 精装修施工项目流程图 | 22 |
| 图 43: 公司历年客户收入结构变化..... | 23 |
| 图 44: 公司 2017-2019 年在手订单情况..... | 24 |
| 图 45: 公司 2017-2019 年订单来源 (亿元) | 24 |
| | |
| 表 1: 2014 年至今装配式建筑重要政策汇总..... | 8 |
| 表 2: 全装修房、毛坯房及简装修房对比..... | 10 |
| 表 3: 可比公司杜邦分析对比 (2019 年) | 16 |
| 表 4: 公司主要原材料采购情况..... | 18 |
| 表 5: 公司与主要客户交易情况 (亿元) | 23 |
| 表 6: 全筑股份和中天精装业务模式对比..... | 25 |
| 表 7: 盈利预测表 (单位: 百万元) | 26 |
| 表 8: FCFF 自由现金流预测表 1 (单位: 百万元) | 29 |
| 表 9: FCFF 自由现金流预测表 2 (单位: 百万元) | 29 |
| 表 10: 敏感性分析-不同 WACC 及永续增长率下对应公司合理价值 (单位: 元/股) | 30 |
| 表 11: 可比公司估值对比 (2020/09/29) | 30 |

一、国内领先精装修服务提供商，精装修住宅需求日益增长

（一）精装龙头平台化经营管理，股权控制较集中稳定

公司是国内领先的精装修服务提供商，主要为国内大型房地产商等提供批量精装修服务，具体业务包括建筑装饰工程施工、建筑装饰工程设计等方面，公司在精装修领域具有较强的市场竞争力。中天精装成立于2000年，2020年6月1日在深圳证券交易所中小企业板上市。公司自2004年进行业务转型，从事住宅批量精装修的创新和研究，便始终坚持住宅批量精装修的企业发展方向，是国内领先的精装修服务提供商，具备国家建筑装饰装修专业壹级资质，中国建筑装饰行业百强企业、住宅精装修专业细分市场前三强。采用高效的“1+N”平台化经营管理，通过总部职能部门和区域中心实现对项目执行过程和项目团队的直接管理和双向监督。依托雄厚的技术实力与强大的标准化精细化项目管理体系，公司目前已具备年交付4.5万套以上精装的施工能力，同时管理的项目可达150个。

图 1：公司发展历程



数据来源：公司招股说明书、广发证券发展研究中心

以极具竞争力的成本控制优势，专注于为客户提供优质的批量精装修服务及完善的全面家居解决方案。公司具有较强的采购成本管控能力，对劳务采购精细化管理，引入竞争机制并全面自主采购材料，有效降低采购成本。

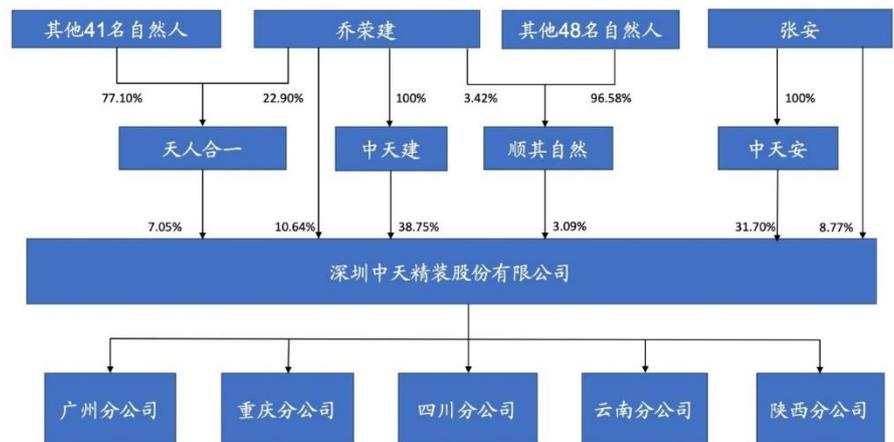
经过在批量精装修领域的十几年的积累，公司积累了良好的口碑和较高的认可度，连续三年获得中国建筑装饰协会颁发的企业信用等级AAA级证书，多次获得万科地产、保利地产、融创地产、龙湖地产、中航善达等重要客户的奖项认证。同时公司具有优质的客户资源，公司已经成为万科地产、保利地产、龙湖地产、碧桂园、中海地产、时代地产等大型地产商的供应商，优质稳定的客户资源保障了公司主营业务的可持续发展，为公司在我国住宅批量精装业务市场的领先优势提供坚实的保障。

经过多年的发展，公司的区域营销优势不断加强，业务覆盖区域逐步扩大，公司批量精装修业务在全国各地成立了11个区域中心，重点覆盖区域内经济相对发达的城

市，并初步形成了覆盖全国的批量精装修业务能力，为公司业务持续稳定发展提供了必要的保障。截至2019年末，公司工程部项目经理及以上级别管理人员共计145人，平均司龄约为7.43年，具有由素质能力强的高层管理人员、执行力强的中层管理人员、创新能力强的设计人员、业务技术优异的项目管理和工程技术人员组成的稳定团队。

股权控制较集中稳定，实际控制人为公司创始人乔荣建。截至2020年6月末，乔荣健先生直接持有公司7.98%的股份，通过其100%持股的中天健间接持有公司29.06%的股份，同时通过担任天人合一和顺其自然的普通合伙人间接持有公司股份，总计持有38.33%的股份。张安于2001年成为公司股东，合计持有公司30.36%股份。

图 2：公司股权结构及参控股公司情况（截至 2020 年 6 月末）



数据来源：公司招股说明书、广发证券发展研究中心

公司具有强大的标准化、精细化项目管理体系。公司自2004年便专注于批量精装修行业至今，是行业内的领头羊之一，较早掌握批量精装修管理方法与核心技术的专业施工企业。公司已经通过质量、环境、职业健康安全管理体系认证，并建立了以经营流程为管理轴心的内部管理制度体系。对项目采取自营的运作模式，以项目为核心，步骤为节点，达到精细化、高效、低利润损失的作业分工和组织管理的目的。设立超额利润奖，对不同部门各级员工均制定了明确的绩效考核管理制度，有效激励员工合理管控项目成本。

图 3：公司经营模式



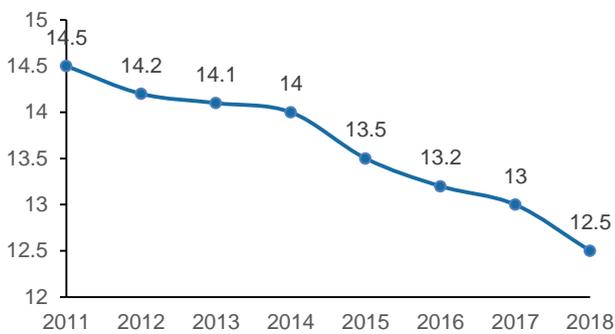
数据来源：公司招股说明书、广发证券发展研究中心

(二) 全装修政策促使精装修房成为市场主流，住宅精装修渗透率逐年稳步提升

装饰行业企业数量持续呈现下降趋势，伴随企业平均年产值稳步增长，证明行业集中度将得到进一步提升。从企业数量方面看，市场在逐步淘汰缺乏竞争力的小微装饰企业，行业竞争压力得到释放。从企业平均年产值方面看，尽管近两年增速放缓，整体依然呈现上升趋势，存活下来的企业将逐步瓜分市场。同时，得益于市场环境和体量，龙头企业的品牌效应将进一步显示，未来装饰行业市场集中度将继续提升。

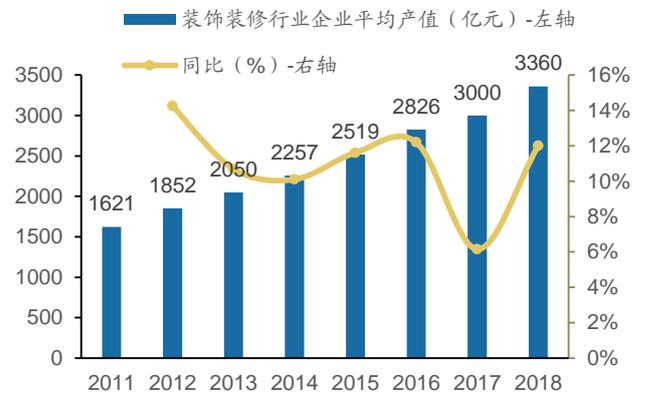
而全装业务是装修装饰企业以及国内地厂商近年来最具竞争力的服务之一。得益于精装修“标准化、可复制”等优势，精装企业的高周转和快速扩张等优势将帮助企业竞争中脱颖而出。

图 4：装修装饰企业数量持续下降（万家）



数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

图 5：装修装饰企业平均年产值



数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

近年来的密集出台的政策推动也是促使精装修房逐步成为市场主流的原因之一。自从2016年政策爆发期开始后，2017至2019年出台政策数量稳定，精装修商品住宅市场逐步完整化、规范化。相较于2016至2018年开盘数量的爆发式增长，精装商品住宅开盘数量呈现稳定上升趋势。截止2020年7月，住宅精装修开盘项目在全国各个区域都存在开发商的需求。

图 6：装修政策出台情况



数据来源：奥维云网、广发证券发展研究中心

表 1: 2014年至今装配式建筑重要政策汇总

| 时间 | 部门 | 政策或会议名称 | 主要内容 |
|---------|-------------|------------------------------|--|
| 2017.04 | 住建部 | 《建筑业发展“十三五”规划》 | 到 2020 年，城镇新建民用建筑全部达到节能标准要求。城镇绿色建筑占新建建筑比重达到 50%，新开工全装修成品住宅面积达到 30%，绿色建材应用比例达到 40%。 |
| 2019.02 | 住建部 | 《住宅项目规范（征求意见稿）》 | 新建城镇建筑应全装修交付。 |
| 2014.10 | 江苏省住房和城乡建设厅 | 《关于加快推进建筑产业现代化促进建筑产业转型升级的意见》 | 到 2025 年年末，装饰装修装配率要达到 60%以上。 |
| 2016.03 | 四川省住房和城乡建设厅 | 《关于推进建筑产业现代化发展的指导意见》 | 2025 年新建住宅全装修率要达到 70%。 |
| 2017.10 | 成都市政府 | 《关于进一步加快推进我市成品住宅发展的实施意见》 | 2022 年底，全市新开工商品住宅和保障性住房成品住宅面积比例达到 100%。 |
| 2018.12 | 西安市政府 | 《西安市推进新建住宅全装修工作实施意见》 | 2021 年后达到 100%全装修建设。 |
| 2019.01 | 山西省住房和城乡建设厅 | 《关于加快推进住宅全装修工作的实施意见》 | 2019 年 1 月 15 日后，山西省各设区城市中心城区新批土地上建设的住宅，全部实行全装修。 |
| 2020.01 | 晋城市政府 | 《关于加快推进住宅全装修工作的实施意见》 | 到 2025 年，全市新开工全装修住宅面积占新开工住宅面积的比例力争达到 60%以上，其中中心城区达到 95%以上。 |

数据来源：各住房和城乡建设厅、住建部、公司招股说明书、广发证券发展研究中心

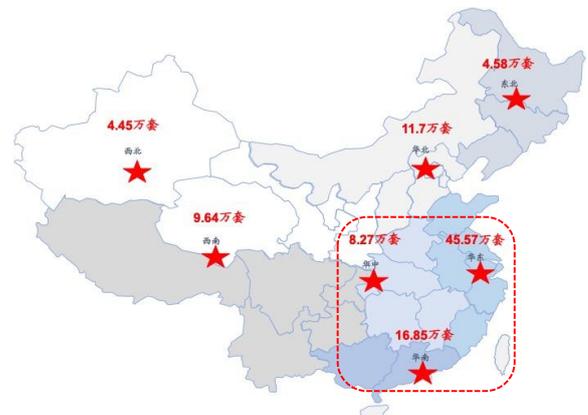
截止2020年7月，住宅精装修开盘项目累计在全国各个区域都存在开发商的需求。精装修住宅逐渐增高的需求量说明全装修政策的推动效果开始显现，作为开发商提高溢价的一种途径，地产商对精装房的开发落地比较明显。在华东地区开发商的需求最高，累计达到45.57万套；华南地区的开发商需求也累积达到16.85万套；从区域布局来看，华东和华南领跑其他区域，占整个市场61.76%。

图 7: 全国历年精装修商品住宅开盘量



数据来源：中国建筑装饰协会、广发证券发展研究中心

图 8: 2020 年 1-7 月住宅精装开盘项目开发商需求



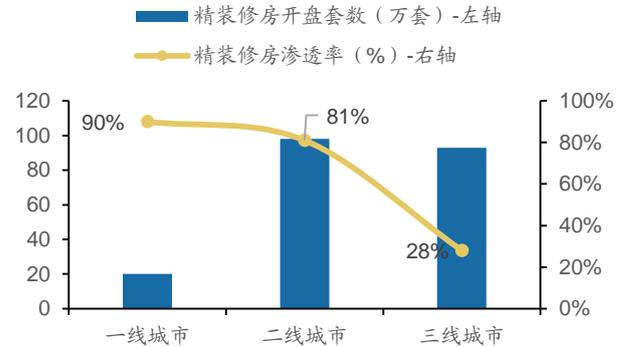
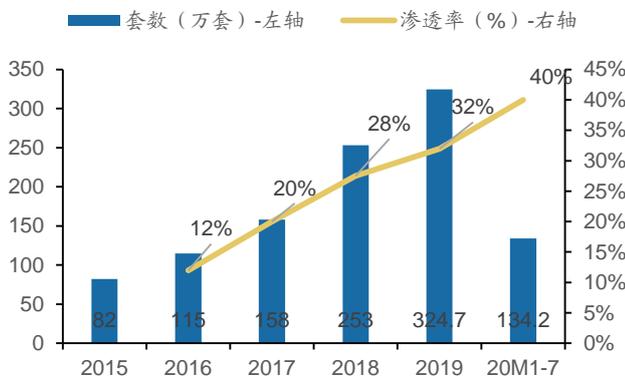
数据来源：奥维云网、广发证券发展研究中心

精装房是房地产产品最终面向消费者的完整体现形式，毛坯房的交房模式系房地产经济爆发式发展的阶段性产物，根据发达国家发展经验，精装修住宅占当期交付住宅的比例相对较高。据奥维云网（AVC）地产大数据显示：截至2020年7月底，我国国内精装修商品住宅比例已接近40%，一线城市住宅全装修已达到90%。虽然与发达国家80%的整体住宅全装修比例仍有较大的差距，但是我国整体上住宅精装修的渗透率正在逐年稳步提升，未来市场空间正在被逐步开发，其中，万科在多地市场其占有率均较高。

从国内城市角度看，一线、二线城市全装比例分别达到90%与81%，已完全达到发达国家全装渗透率水平。而三线城市全装比例仅为28%，仍有较大上升空间。

图 9：我国精装修商品住宅渗透率（截至2020年7月底）

图 10：2019年我国一二三线城市精装修渗透率



数据来源：奥维云网、广发证券发展研究中心

数据来源：中国产业信息网、广发证券发展研究中心

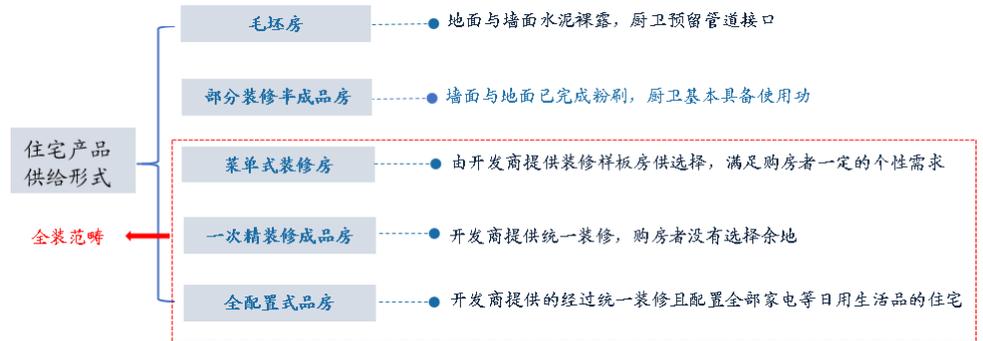
图 11：各地区主要精装修开发商市场份额情况

| 区域 | TOP1 | 份额 | TOP2 | 份额 | TOP3 | 份额 |
|----|------|-------|--------|-------|---------|-------|
| 华北 | 力高地产 | 12.4% | 万科 | 12.3% | 天津万新合置业 | 11.1% |
| 华东 | 融创中国 | 7.8% | 万科 | 5.6% | 碧桂园 | 4.6% |
| 华中 | 康桥集团 | 10.6% | 景瑞地产 | 10.1% | 湖南建工置业 | 9.2% |
| 华南 | 保利地产 | 16.6% | 方圆地产 | 7.1% | 中国恒大 | 6.9% |
| 西北 | 碧桂园 | 33.5% | 当代置业 | 22.2% | 西安腾翔地产 | 19.6% |
| 西南 | 万科 | 28.8% | 成都港基地产 | 11.9% | 中南置地 | 9.4% |
| 东北 | 中国恒大 | 58.8% | 金地集团 | 18.2% | 旭辉集团 | 10.0% |

数据来源：奥维云网、广发证券发展研究中心

从购房者的角度来看，在住宅供给方式中，属于全装范畴的有：菜单式装修房、一次精装修成品房、全配置式成品房几种方式。相较于毛坯房和装修半成品房，全装商品房由开放商提供装修，提升用户购房和居住体验，同时能达到节能减耗，降低成本等目的。

图 12: 全装修业务范畴



数据来源：公司招股说明书、广发证券发展研究中心

三维度对比毛坯房和全装修房的优劣，全装修住房也有其自身的缺点，比如缺乏个性化，比如目前全装修住房缺少统一的标准，造成装修质量良莠不齐。但是总体而言，全装房的业务特点在当今市场环境中更具优势。

表 2: 全装修房、毛坯房及简装修房对比

| | 全装修房 | 毛坯房 | 简装修房 |
|-----------|--|---|-----------------------|
| 装修成本 | 免住房装修之苦，以规模化效应降低平均装修成本（建设部测算口径为：平均节约业主费用 20%）、加速入住时间 | 私拆乱改现象严重，浪费严重，而且存在安全隐患 | 二次装修往往拆掉初装，浪费较毛坯房更为严重 |
| 环境保护 | 将装修污染降到最低 | 装修噪声、粉尘污染严重，且因各住户装修入住时间不一，邻里间干扰严重 | 二次装修噪声、粉尘污染与毛坯房无异 |
| 装修服务专业化程度 | 一般聘请大型专业装饰公司进行室内设计，选用专业施工队伍进行施工，装修质量有保障 | 出于成本考虑，大都选取一般小型装饰公司，或不聘请设计师进行室内设计，选取一般施工队伍装修，装修质量无保障，纠纷较多 | 与毛坯房情况类似 |

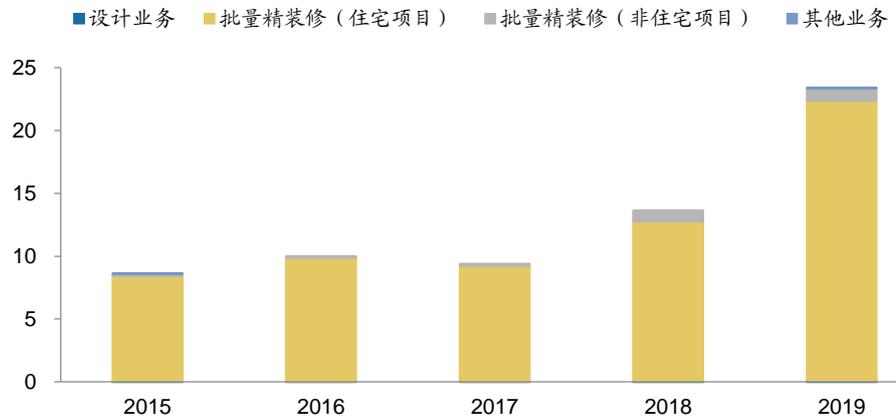
数据来源：公司招股说明书、广发证券发展研究中心

二、深耕批量精装修，实现营收、利润、现金流同步增长

（一）营收、利润、现金流同步增长，依托优质客户坚持全国化布局

公司主营业务为批量精装修业务、设计业务和其他业务，其中，批量精装修业务是公司最主要的业务，占主营业务比例稳定在99%以上。为丰富业务结构，2018年公司着力开发新增了学校装修、幼儿园装修等非住宅装修项目，充分丰富了客户的种类。2018年及2019年，非住宅类项目的施工业务收入占比已达到6.16%及4.23%，远高于2017年的水平。

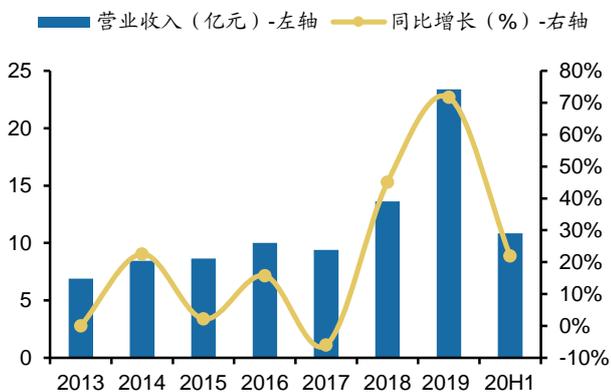
图 13: 公司收入业务结构 (亿元)



数据来源：公司财报、广发证券发展研究中心

收入利润增速较快，批量精装修业务占比99%，2020年上半年，公司实现营业收入10.85亿元，同比增长21.89%；实现净利润8854.75万元，同比增长10.97%。分业务看，公司批量精装修业务实现收入10.83亿元，同比增长22.12%，占营业收入比为99.75%；设计业务实现收入244.06万元，同比减少38.02%。

图 14: 公司营业收入及增速



数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

图 15: 公司归母净利润及增速

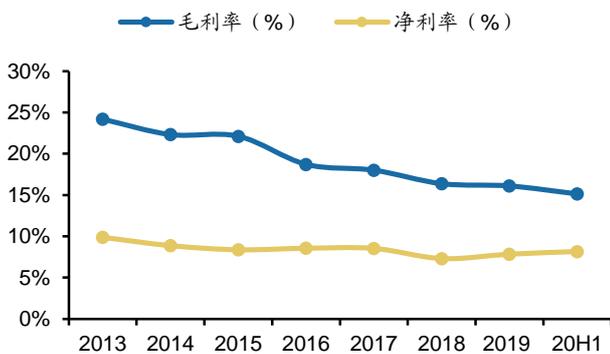


数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

公司2020年上半年毛利率/净利率分别为15.13%/8.16%，较去年同期分别下降1.15pct/1.24pct。公司2020上半年期间费用率为4.45%，较去年下降0.31pct，其中销售/管理(含研发)/财务费用率分别为0.71%/3.35%/0.49%，较去年分别变动-0.06/-0.14/-0.11pct。2018年非万科客户的收入占比显著增大，而公司与新客户首次合作在项目执行过程中存在一定的适应期和磨合成本，导致公司毛利率有所下降。此外，受今年上半年疫情的影响，项目无法正常开工，但仍有大量固定成本支出，所以毛利率尚未恢复到平均水准。今年公司为提高毛利率与净利润，相应加大了应收账款的回收力度，减少坏账。

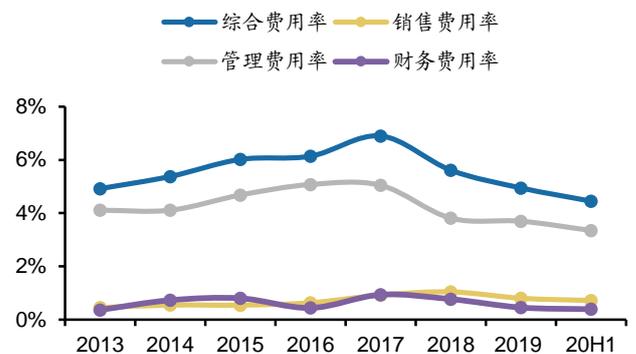
费用率趋于平稳，管理费用率稍高。公司自2017年以来费用占营收比例不断下降，综合费用率从2017年的6.90%下降至2019年的4.94%，约4.66个百分点。其中，管理费用率下降最为明显，从2017年的5.04%下降至2019年的3.69%，表明公司在优化内部管理效率方面取得一定成绩。2018年后，公司业务规模大幅度增长新客户大量增加，销售费用率相应上升。

图 16: 公司毛利率及净利率水平



数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

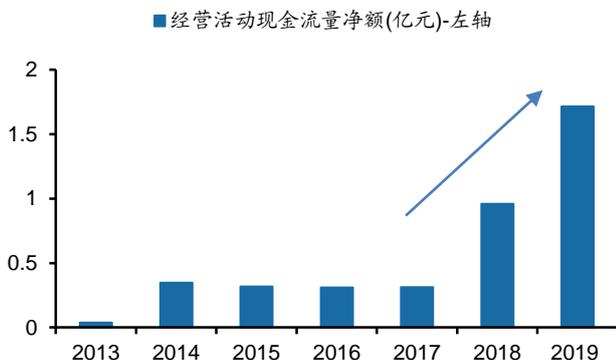
图 17: 公司期间费用率



数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

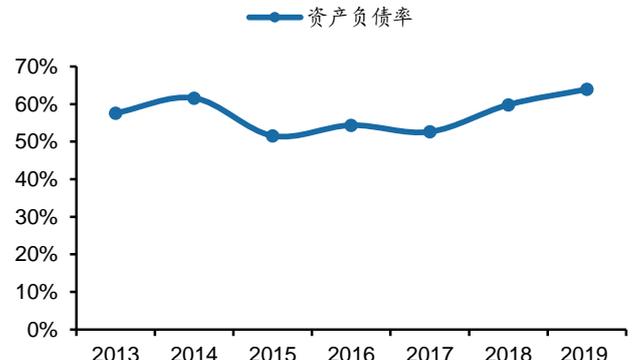
经营性现金流净额增幅明显, 资本结构方面, 公司资产负债率从2017年的52.62%上升至2019年的63.93%。受良好业绩推动, 公司经营性现金流情况较好, 2019年经营活动现金流净额为1.72亿元, 同比增长78.71%。公司近两年实现高速增长的原因, 除受益于行业红利外, 对新客户的开发力度也有所加大, 订单增长明显。

图 18: 公司经营性现金流净额 (单位: 亿元)



数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

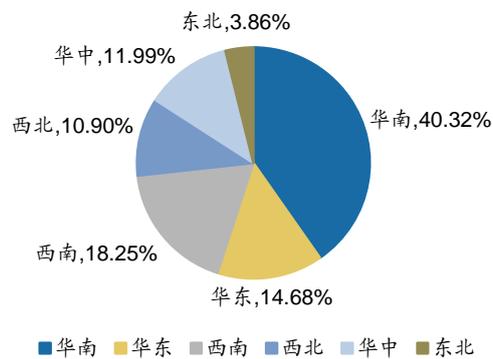
图 19: 公司资产负债率



数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

新签订单充足，优化客户结构，加大非万科地产业务开发。公司在手未完成订单额从2017年的12.57亿元增长至2019年的22.94亿元，近三年累计新增的客户数达47家，且绝大多数是已上市的优质房企，如美的置业、融创中国等，客户质量始终保持高品质。公司依托优质客户，业务坚持全国化布局，公司重点拓展大客户项目，与保利地产、融创中国、美的置业、雅居乐、旭辉地产、碧桂园等大型房地产公司均建立或保持了良好的合作关系，该等客户均为全国经营的大型房地产开发商，具有项目分布广、精装修需求大等特点，对公司业务发展起到重要作用。公司批量精装修业务在全国各地成立了11个区域中心，重点覆盖区域内经济相对发达的城市，并初步形成了覆盖全国的批量精装修业务能力。

图 20: 2019 年公司批量精装修业务区域分布



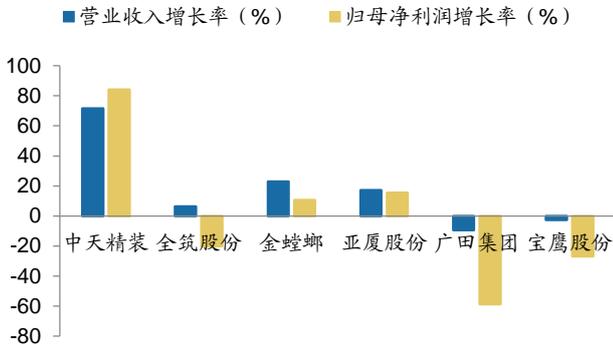
数据来源：公司招股说明书、广发证券发展研究中心

（二）盈利能力处于在行业前列，高周转率助公司脱颖而出

盈利能力走在行业前列，营业收入保持持续高速增长的趋势。公司 2019 年营收/归母净利润增长率为 71.66%/84.05%，均大幅高于同行业可比公司。主要原因为：（1）公司传统主要客户万科地产等 2019 年收入规模快速增长；（2）公司客户结构调整呈现出良好效果，公司自 2017 年起新开发客户如美的置业、融创中国等持续保持快速发展状态，为公司业务规模扩张提供了良好的机会；（3）公司在加大业务开拓的同时，也在积极开展人员招聘工作，公司员工人数从 2017 年底的 584 人增加至 2019 年底的 1238 人，由此使得公司产能有所提升，为公司业务规模扩张提供了良好基础。

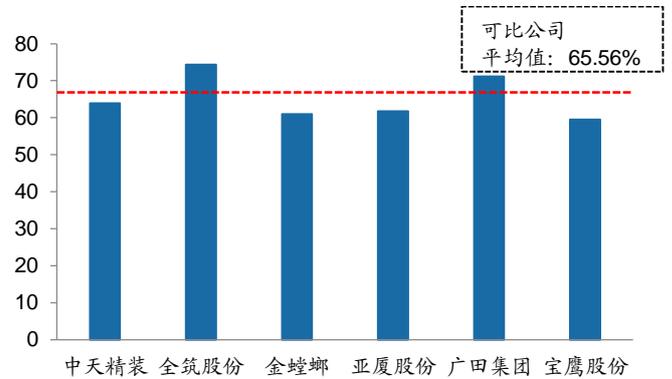
此外，公司的杠杆水平低于同行，资产负债水平健康。根本原因在于多数同行采取的“大客户战略”之下，“甲指乙供”（甲方在招标当中要求由乙方（承包方）在承包工程后进行原材料的采购）的原材料采购情况以及大量订单与大客户绑定，存在一定程度的垫资现象，同时采购的毛利率也被限制，导致其毛利率和负债率不如公司。

图 21: 2019年国内主要装修公司营业收入及归母净利润增速 (%)



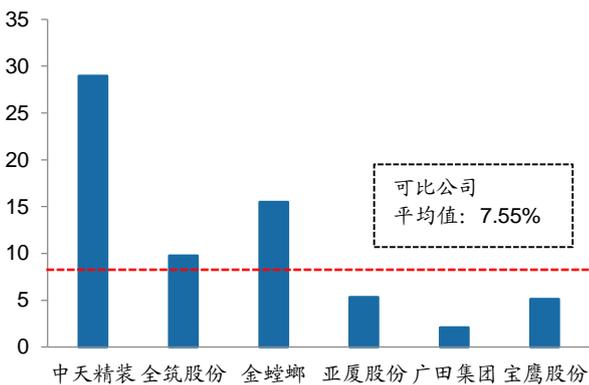
数据来源: 公司年报、广发证券发展研究中心

图 22: 2019年国内主要装修公司资产负债率 (%)



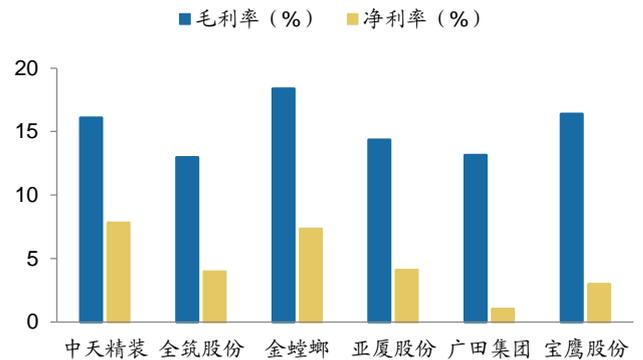
数据来源: 公司年报、广发证券发展研究中心

图 23: 2019年国内主要装修公司ROE (%)



数据来源: 公司年报、广发证券发展研究中心

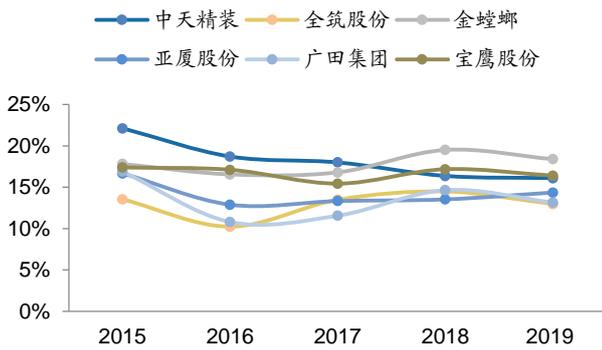
图 24: 2019年国内主要装修公司毛利率净利率对比 (%)



数据来源: 公司年报、广发证券发展研究中心

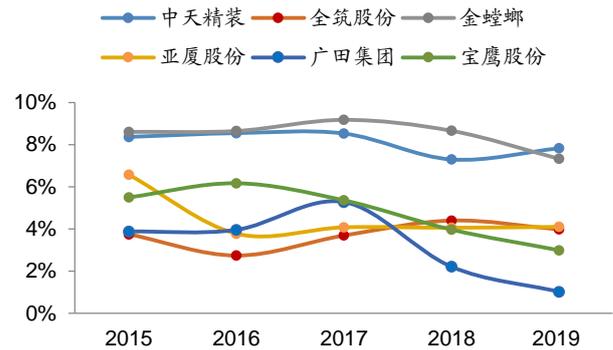
公司的毛利率、净利率均位于行业前列。2019年公司毛利率为16.10%；净利率为7.83%，相比同行业公司的净利率高出3-6个百分点。公司主业为批量精装修业务，2019年占比高达99.75%。公司在执行批量精装修业务时，更多提供的是装修服务，只就业主方难以管理、难以集中采购的辅助材料进行采购，较少对业主方进行材料采购垫款，因上述原因，公司的材料成本占营业成本的比重显著低于同行。

图 25: 2015-2019 年可比公司毛利率 (%)



数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

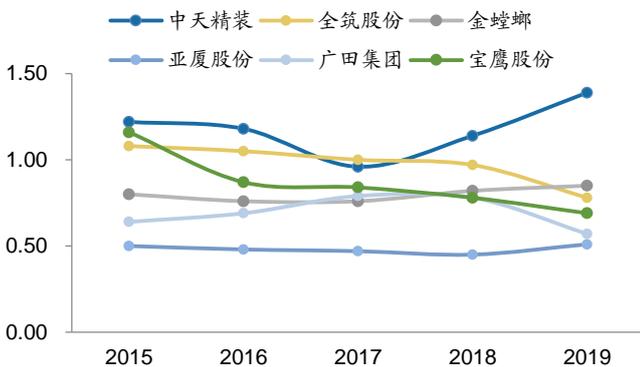
图 26: 2015-2019 年可比公司净利率 (%)



数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

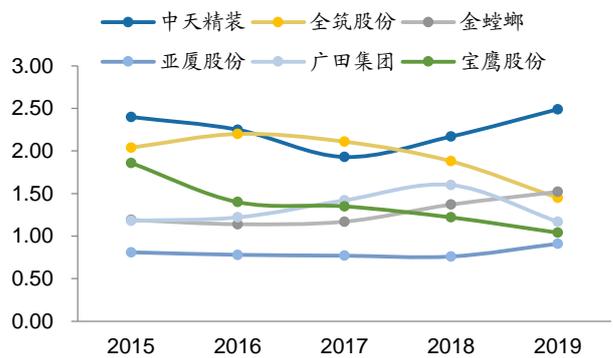
公司总资产周转率处于行业较高水平。2019 年总资产周转率为 1.39 次, 高于同行业可比公司平均水平, 体现了公司较高的运营效率。公司应收账款周转率从 2017 年的 1.93 次提升至 2019 年的 2.49 次, 高于同行业可比公司的应收账款周转率, 表明公司回款能力良好。公司流动资产周转率水平大幅高于同行业可比公司, 固定资产周转率均处于行业平均水平。

图 27: 2015-2019 年可比公司总资产周转率 (次)



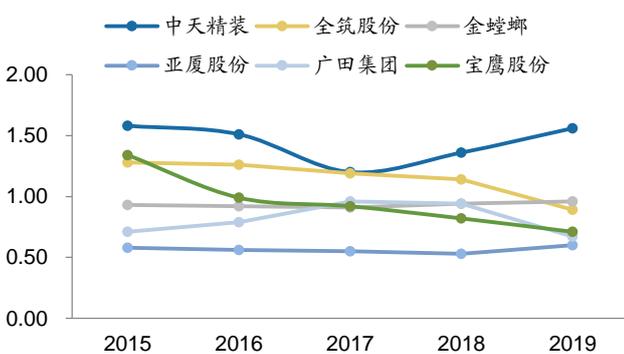
数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

图 28: 2015-2019 年可比公司应收账款周转率 (次)



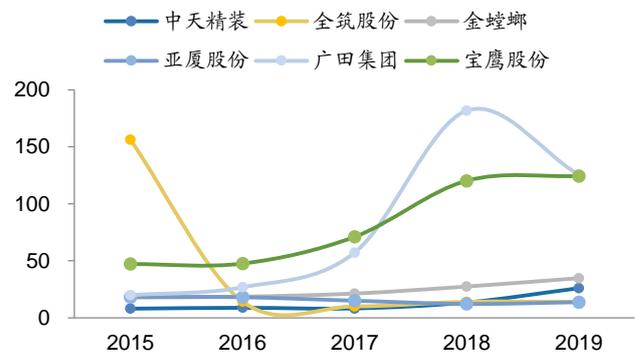
数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

图 29: 2015-2019 年可比公司流动资产周转率 (次)



数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

图 30: 2015-2019 年可比公司固定资产周转率 (次)



数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

表 3: 可比公司杜邦分析对比 (2019年)

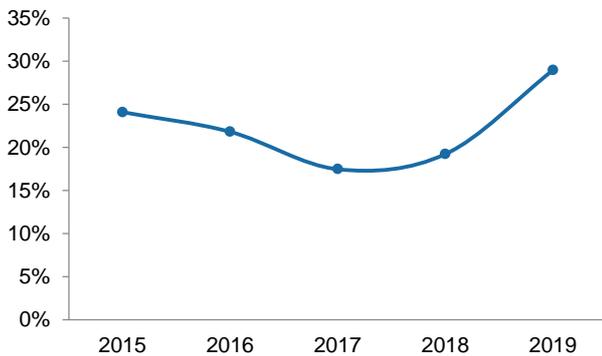
| 公司名称 | ROE (%) | 净利率 (%) | 资产周转率 (次) | 权益乘数 |
|------|---------|---------|-----------|------|
| 中天精装 | 28.85 | 7.83 | 1.39 | 2.65 |
| 全筑股份 | 10.54 | 3.98 | 0.78 | 4.49 |
| 金螳螂 | 16.55 | 7.33 | 0.85 | 2.56 |
| 亚厦股份 | 5.36 | 4.10 | 0.51 | 2.68 |
| 广田集团 | 2.07 | 1.02 | 0.57 | 3.27 |
| 宝鹰股份 | 5.19 | 2.99 | 0.69 | 2.42 |

数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

公司具有高盈利和高周转的特征, 同时公司的 ROE 也远高于同行, 过去五年平均值为 22.31%。公司自 2017 年起, ROE 从 17.47% 上升至 2019 年的 28.96%, 而同行业可比公司 2019 年的 ROE 均未达到 20%。营收与净利润增速均大幅领先同行业同时, 这种增长不以净利率的大幅牺牲为代价, 公司净利率始终维持在 8% 左右, 与装修行业龙头金螳螂持平。

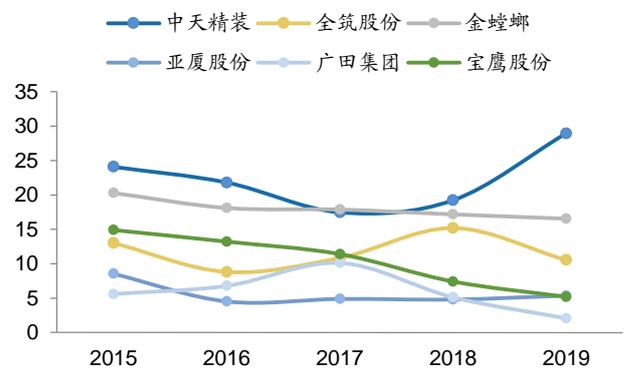
公司的 ROE 在 2019 年最高为 29%, 一直保持在高位。公司于 2020 年 6 月 10 日在深交所上市, 募集资金净额为 7.82 亿元, 公司上市后净资产接近翻倍, 导致公司 20H1 的 ROE 回落至 11.75%。

图 31: 2015-2019 年中天精装 ROE (%)



数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

图 32: 2015-2019 年可比公司 ROE (%)



数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

三、“小班组”模式打造精细化管理体系，提高质量严控成本促成低费用率

（一）精细化管理体系，采用小班组劳务分包模式

公司具有强大的标准化、精细化项目管理体系。公司自 2004 年便专注于批量精装修行业至今，是行业内的领头羊之一，较早掌握批量精装修管理方法与核心技术的专业施工企业。公司已经通过质量、环境、职业健康安全管理体系认证，并建立了以经营流程为管理轴心的内部管理制度体系。对项目采取自营的运作模式，以项目为核心，步骤为节点，达到精细化、高效、低利润损失的作业分工和组织管理的目的。设立超额利润奖，对不同部门各级员工均制定了明确的绩效考核管理制度，有效激励员工合理管控项目成本。

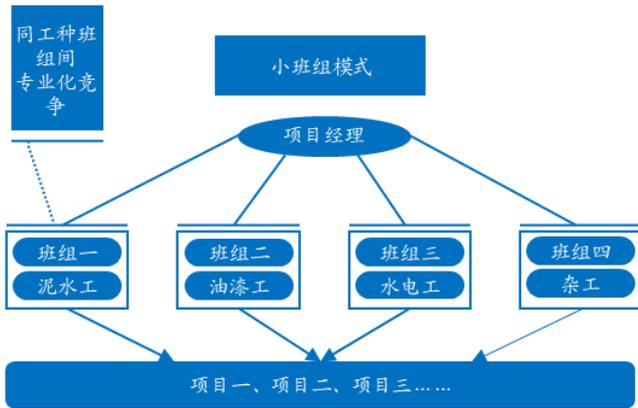
图 33: 精细化管理体系



数据来源：公司招股说明书、广发证券发展研究中心

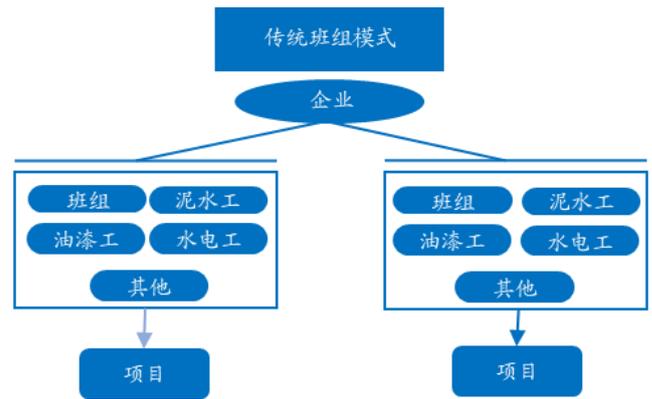
在项目精细化管理体系中，采取“小班组”模式，对劳务进行标准化从而提高效率。传统班组模式中一个班组涵盖各类工种，使其统揽项目全部劳务，一个班组对一个项目负责，不存在竞争因素。中天精装采取多个专业班组对单个项目的“小班组”模式，即对项目按照施工环节、施工工种进行分解，并相应选择专业化的施工班组，各个班组对应不同的工种，提高了劳务人员的专业化，分工模式更加合理，同时与大包大揽的竞争模式不同，一个工种有两个以上班组形成专业化良性竞争。使公司对劳务供应商在工程质量、作业效率和采购成本等方面有较强的掌控能力，在多项目批量装修的情况下依然可以通过规模效应降低成本，减少了单一分包可能造成的利润损失与管理盲点，增加施工质量的稳定性。公司 19 年典型项目平均班组数量为 16.09 个，工程项目直接协调调度的劳务班组数量达 700 多个，同个区域的多个项目之间可以直接进行劳务资源的调配，体现出公司良好的班组管理能力。

图 34: “小班组”模式



数据来源: 公司招股说明书, 广发证券发展研究中心

图 35: 传统班组模式



数据来源: 公司招股说明书, 广发证券发展研究中心

公司对劳务分包作业专业化拆解, 项目部实施现场直管。在项目实施过程中, 为确保项目进度、施工质量, 以及内部管理需要, 要求单项目主要工种至少选择 2 个以上的班组同时施工, 对各个班组、各个工序实施直管, 精细化的工序划分保证公司严格控制劳务成本。验收全部采用实测实量, 并严格比对前期合同要求, 对施工班组的完工情况进行全面检验。在通过发行人的验收后, 在项目整体完工后业主方及监理方将对项目执行整体验收, 若出现问题, 施工班组需继续予以整改。待项目验收通过后, 公司方可与劳务分包公司办理结算事宜。

总部集中采购, 应用 ERP 出库领料精细化管理模式。精装修项目由于材料复杂、型号众多, 材料的采购和使用管理工作量极大。与业内部分企业采取由地区公司、项目公司采购或由劳务班组代为采购材料不同, 几乎全部己方负责材料均为自主采购, 大部分材料通过中天精装总部集中采购的方式。对于新增采购事项, 均要求“货比三家”后签署采购合同。施工过程中, 采取 ERP 出库领料登记方式, 确保劳务班组领料有据可查并受到监控。严格控制材料成本和管理。

表 4: 公司主要原材料采购情况

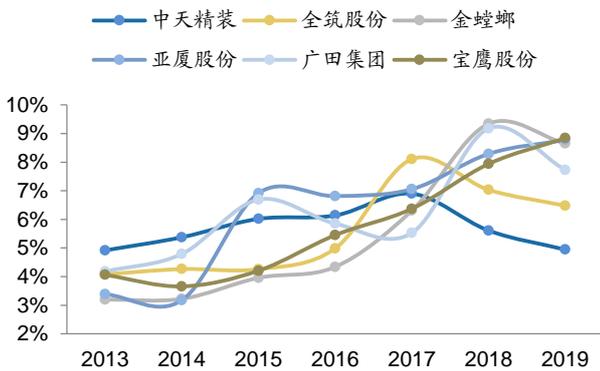
| 原材料 | 2017 年 | | 2018 年 | | 2019 年 | |
|---------|---------|--------|---------|--------|---------|--------|
| | 金额 (亿元) | 占比 (%) | 金额 (亿元) | 占比 (%) | 金额 (亿元) | 占比 (%) |
| 胶粘剂及成分 | 0.35 | 11.83 | 0.62 | 13.46 | 1.15 | 15.75 |
| 石材 | 0.55 | 18.35 | 0.61 | 13.28 | 1.13 | 15.44 |
| 木工材料 | 0.39 | 13.06 | 0.60 | 12.98 | 0.94 | 12.83 |
| 金属 | 0.20 | 6.72 | 0.38 | 8.23 | 0.51 | 6.95 |
| 土建改造类辅材 | 0.11 | 3.75 | 0.35 | 7.64 | 0.63 | 8.67 |
| 墙地砖 | 0.24 | 8.00 | 0.32 | 6.86 | 0.39 | 5.34 |
| 部品 | 0.35 | 11.68 | 0.28 | 6.07 | 0.33 | 4.58 |
| 小五金 | 0.14 | 4.81 | 0.27 | 5.86 | 0.44 | 6.10 |
| 电线电缆 | 0.14 | 4.55 | 0.26 | 5.58 | 0.36 | 4.93 |
| 其他材料 | 0.52 | 17.26 | 0.93 | 20.06 | 1.42 | 19.40 |
| 总计 | 3.00 | 100.00 | 4.63 | 100.00 | 7.29 | 100.00 |

数据来源: 公司招股说明书, 广发证券发展研究中心

(二) 费用率管控良好，人均创利稳中有进

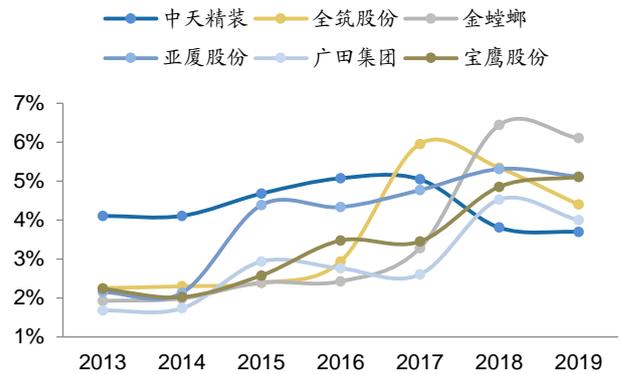
公司费用率近年呈下降趋势，2019年在同行业公司中费用率最低。公司精细化管理体系直接造成的影响就是销售、管理和财务费用低。近几年，其他可比公司综合费用率都呈现上涨趋势，但中天精装综合费用率下降，主要系收入增长摊薄了费用率、提高了人员工效管理成本，精细化的管理方式使得公司应收账款周转率高和利息收入增加，同时深耕于批量精装修数十载使得公司均是大客户且回头客占比多，进一步降低费用，使得销售、财务费用很低，长期维持在1%以内。公司管理费用率近年呈下降趋势，且近三年管理费用率最低。

图 36: 2015-2019 年可比公司综合费用率 (%)



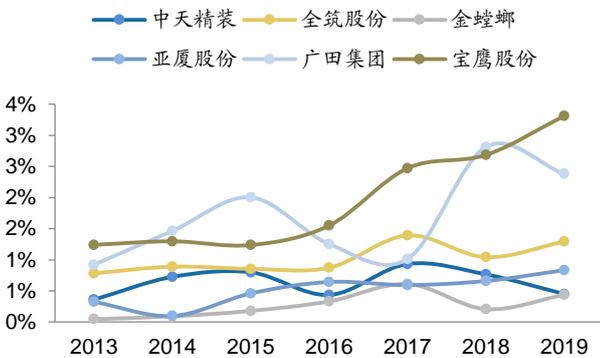
数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

图 37: 2015-2019 年可比公司管理费用率 (%)



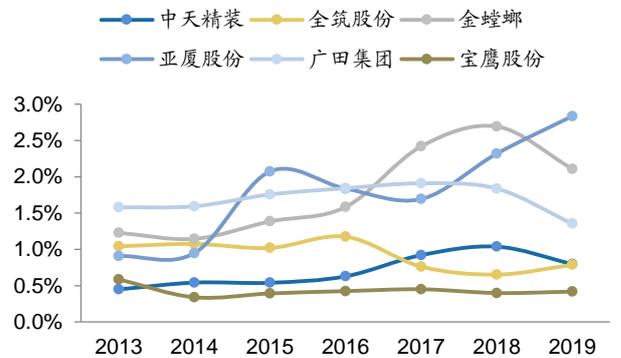
数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

图 38: 2015-2019 年可比公司财务费用率 (%)



数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

图 39: 2015-2019 年可比公司销售费用率 (%)



数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

同时中天在未来发展战略上，为持续优化业务结构，深化企业管理机制，在不改变主营业务方向的基础上开拓经营思路，积极拓展新的利润增长空间。构建了利润水平的主要影响因素公式：

$$P = A \times B \times C \times D$$

其中 P 代表公司年度实现利润额，A 代表公司平均合同金额，B 代表公司项目团队数量，C 代表公司单个项目团队平均完成项目数量，D 代表公司的利润率水平。为

提升公司利润水平，公司采取以下措施，针对 A，设定承接项目的最低标准，筛选规模大、档次高的项目；针对 B，依托公司“1+N”的管理模式，通过人力资源的扩张及严格培训，丰富公司人才储备；针对 C，**优先选择工期合理、周转率较快的项目，提高公司的进度控制水平和项目周转率**；针对 D，通过合理选择项目和严格进行成本控制，提升公司的利润率水平，在项目施工时通过严格的成本管控机制保证利润率。

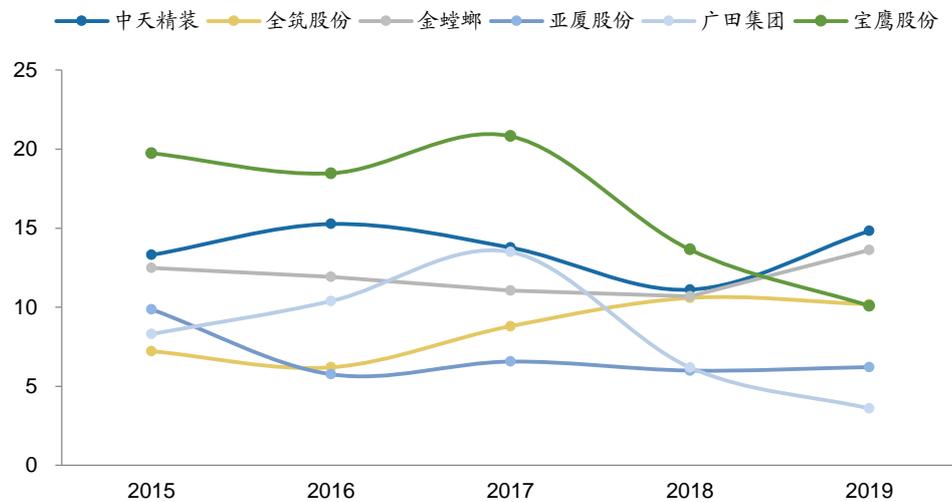
图 40: 公司利润水平的主要影响因素公式



数据来源：公司招股说明书、广发证券发展研究中心

建立了完整的精细化管理体系，2019 年人均创利为可比公司中最高。中天精装经过二十余年，对劳务的制度、采购的模式、员工激励方式等进行了长期的摸索和完善，远非同行能够迅速模仿和掌握的。标准化管理最终体现为公司**高效经营、快速周转、成本控制的能力**，公司的总资产周转率、存货和应收账款的周转率也远超同行。2017 年末、2018 年末及 2019 年末，公司工程管理相关人员分别为 499 人、793 人和 1123 人，同比增长率分别为 5.72%、58.92%和 41.61%。即使公司对于人员和成本投入很大，但是**多带来的高收入和原材料的采购低成本形成的收益远远优于管理成本的投入**。这也使得公司人均创利在同行业中较高，高于可比公司金螳螂、亚厦股份、广田集团和全筑股份。在 2019 年人均创利达到可比公司中最高，15-19 年人均创收保持稳定，在 15 万元左右。人均创利是每个人在一定时间段内（一般以年为期限）创造的利润，人均创利高，说明精细化管理带来了实际的利润增长。

图 41: 人均创利 (万元)



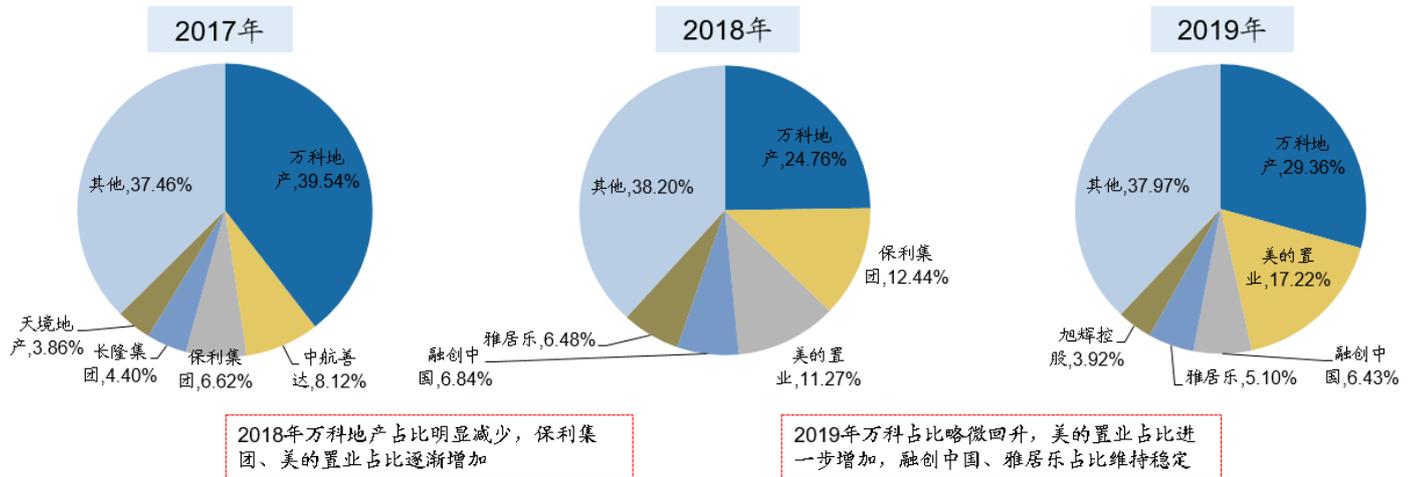
数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

公司经过多年深耕于批量精装修行业，创建一套完整的精细化管理体系、标准的劳务制度和采购模式，使得公司具有高效经营、快速周转、成本控制的能力，从而创造出高人均创利、低费用率的局面，说明精细化标准化管理产生了实际的优良收益。

(二) 万科为公司第一大客户，积极拓展新优质客户调整收入结构

公司与业内主要优质客户均有业务合作。在房地产行业前二十强企业，有十六家与公司有业务合作，公司在批量精装修领域的专业能力与经验获得客户认可，公司被多个甲方评定为“优秀供应商”。目前公司已成为万科地产、时代地产、佳兆业地产、龙湖地产、阳光城地产、卓越地产、中航善达、中海地产、旭辉地产、保利地产、香江控股、星河地产、招商蛇口、雅居乐地产、中国金茂、华侨城地产、美的置业、碧桂园、华润地产等大型地产商的供应商，建立了良好的合作关系。

图 43: 公司历年客户收入结构变化



数据来源：公司招股说明书、广发证券发展研究中心

表 5: 公司与主要客户交易情况 (亿元)

| 类别 | 客户名称 | 2017年 | | | 2018年 | | | 2019年 | | |
|---------|------|--------|--------|----|--------|--------|----|--------|--------|----|
| | | 金额 | 占比 | 排名 | 金额 | 占比 | 排名 | 金额 | 占比 | 排名 |
| 第一类 | 万科地产 | 3.71 | 39.54% | 1 | 3.38 | 24.76% | 1 | 6.87 | 29.36% | 1 |
| | 雅居乐 | 0.23 | 2.42% | 9 | 0.88 | 6.48% | 5 | 1.19 | 5.10% | 4 |
| | 保利地产 | 0.62 | 6.62% | 3 | 1.70 | 12.44% | 2 | 0.59 | 2.50% | 7 |
| | 旭辉控股 | 0.23 | 2.46% | 8 | 0.11 | 0.82% | 18 | 0.92 | 3.92% | 5 |
| 第二类 | 美的置业 | 0.19 | 2.04% | 11 | 1.54 | 11.27% | 3 | 4.03 | 17.22% | 2 |
| | 融创中国 | 0.07 | 0.70% | 22 | 0.93 | 6.84% | 4 | 1.50 | 6.43% | 3 |
| 第三类 | 天境地产 | 0.36 | 3.86% | 5 | 0.03 | 0.23% | 28 | 0.26 | 1.13% | 15 |
| | 中航善达 | 0.76 | 8.12% | 2 | 0.04 | 0.30% | 27 | - | - | - |
| | 长隆集团 | 0.41 | 4.40% | 4 | 0.12 | 0.88% | 17 | - | - | - |
| 合计收入 | | 6.59 | | | 8.73 | | | 15.36 | | |
| 占当年收入比例 | | 70.16% | | | 64.02% | | | 65.67% | | |

数据来源：公司招股说明书、广发证券发展研究中心

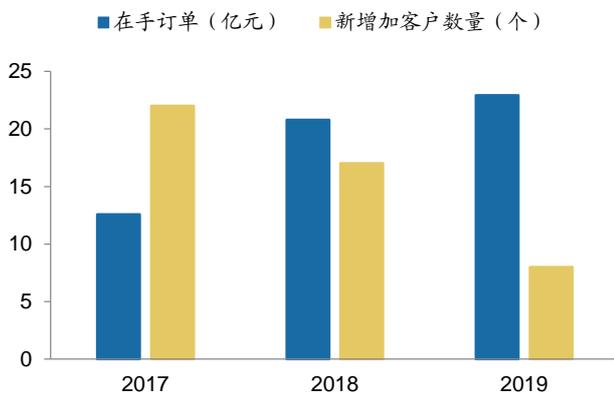
中天精装自 2003 年起就与万科地产建立起良好合作关系，目前公司最大客户也是万科地产，万科重视质量把控，且融资成本相应较低，有助于公司在保证自身现金流的基础上持续发展业务。

据公司招股说明书披露，2017-2019年三年间，公司来源于上市公司的收入占比持续上升，分别为**69.81%/75.73%/79.06%**。优质稳定的客户资源保障了公司主营业务的可持续发展，为公司在我国住宅批量精装业务市场的领先优势提供坚实的保障。同时，随着主要客户在全国的业务发展和项目管理水平的不断提升，为满足业务需要，公司的业务布局和业务水平也在随之提高。

2017年公司闯关IPO失败，公司主动调整客户结构，加大非万科地产业务开发。2017年公司IPO被中国证监会发审委否决，主要原因系当时股东万丰资产（持有中天精装4.89%的股份）的唯一股东为万科企业股资产管理中心，万科地产员工代表大会对该中心的宗旨及理事会人选有最终决定权。而万科地产为中天精装重要客户，根据实质重于形式原则，相关交易被怀疑属于关联交易。中天精装上市被否决后，发审委问询中提到的万丰资产便于2017年12月26日将持有的中天精装股份全部转让。

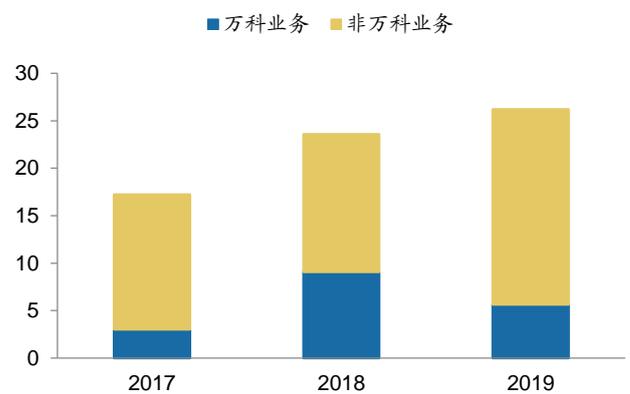
经过三年的业务调整，非万科地产的新签订单额持续增长。2019年签约非万科地产订单规模较2017年增长44.69%，来自万科地产的收入规模总体控制在合理水平。公司近年来为增强业务布局、降低业务经营风险，公司大力开拓与其他优质地产客户的合作空间。公司通过优质项目的建设逐步得到保利地产、龙湖地产、碧桂园、中海地产、时代地产等客户的认可，为公司降低经营风险、提高收入水平起到积极作用。

图 44: 公司 2017-2019 年在手订单情况



数据来源：公司招股说明书，广发证券发展研究中心

图 45: 公司 2017-2019 年订单来源 (亿元)



数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

大客户融资成本高，将原材料采购转移给装修企业，我们以A股上市公司中除中天精装以外唯一一家精装修公司全筑股份为例，其第一大客户为恒大地产。横向比较全筑股份和中天精装二者的第一大客户的融资成本来看，根据Wind数据，恒大和万科二者2019年发行的5年期企业债票面利率分别为6.8%/3.6%，可见万科的融资成本要小得多，自身就具有融资优势，更愿意自己承担采购原材料部分。

而全筑股份面对“甲指乙供”材料的项目，恒大只提供材料采购价格10%的材料管理费，所以材料的毛利率约为10%左右，低于公司自身精装修业务平均毛利率水平，拉低整体毛利率水平。而中天精装的材料采购主要集中在一些装修辅助材料，且这部分自主性也较强，所以公司毛利率和净利率表现优异。公司原材料的供应商也非常分散，2019年其前五大供应商占比仅5.2%。

表 6: 全筑股份和中天精装业务模式对比

| | 中天精装 | 全筑股份 |
|-------------------|------------------------------|------------------------------|
| 第一大客户 | 万科地产 | 恒大集团 |
| 客户融资成本 | 19 年发行 5 年期企业债票面利率 3.6% | 19 年发行 5 年期企业债票面利率 6.8% |
| 施工模式 | 小班组模式 | 传统大班组模式 |
| 施工原材料 采购模式 | 甲方采购为主, 公司购买装修辅助材料 | 恒大项目有甲指乙供情况 |
| 前五大原材料供应商 供货占比 | 2019 年其前五大供应商采购额占年度采购总额 5.2% | 2019 年前五大供应商采购额占年度采购总额 51.2% |

数据来源: 公司招股说明书、广发证券发展研究中心

公司的高质量批量精装修服务吸引优质客户合作, 为公司提供了优异的毛利率和现金流表现, 在高盈利的同时拓展更多的优质客户, 实现良性循环。在近几年公司发展过程中, 公司的营收增速快、负债情况好、现金流表现优, 增长模式优越已经得到了验证。未来, 随着精装修的渗透率进一步提升, 在装修装饰行业本身进一步增长的背景下, 公司的优质客户战略还将发挥更大的作用。

五、盈利预测及投资建议

（一）盈利预测

1. 营业收入：公司多年深耕装修行业，是国内领先的精装修服务提供商。批量精装修业务是公司目前的核心业务，近五年占据公司营业收入的99%以上。

分业务看：

批量精装修业务：随着未来我国精装修渗透率进一步提升，公司精细化管理与优质且合理的客户结构优势将会更加显著。因此我们预计公司20-22年批量精装修业务增速分别为30%/35%/30%。预计公司20-22年批量精装修业务分别实现营业收入30.29/40.89/53.52亿元。

主营业务发展的协同效应会带动公司的设计及其他业务增长，由于体量较小，我们预计设计业务2020-2022年收入将保持40%的增长；其他业务2020-2022年的增速为25%。预计公司20-22年设计业务分别实现营业收入0.11/0.15/0.21亿元。预计公司20-22年其他业务分别实现营业收入0.03/0.03/0.04亿元。

2. 毛利率：公司目前批量精装修业务布局广、合作客户多，经过多年业务经验积累，我们认为公司批量精装修毛利率保持稳定，上半年受疫情影响毛利率有所降低，下半年将逐渐恢复正常水平并保持稳定，预计20-22年公司批量精装修毛利率分别为15.7%/15.7%/15.7%。

设计业务和其他业务的毛利率保持近两年的增速，20-22年设计业务毛利率均为35%；其他业务20-22年毛利率分别为6%/8%/8%。

3. 费用率：公司未来将继续专注于批量精装修业务，深入发展除万科以外的优质客户。预计未来公司销售费用率将略有上升，其他费率保持稳定。

总结：随着公司批量精装修业务的稳定发展和精装修渗透率的进一步提升，公司业务有望保持较快的增速，预计公司20-22年归母净利润分别为2.29/3.15/4.13亿元，同比增速分别为25.0%/37.4%/31.2%。

表 7：盈利预测表（单位：百万元）

| | 2018 | 2019 | 2020E | 2021E | 2022E |
|--------------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 批量精装修 | | | | | |
| 营业收入 | 1357.50 | 2329.98 | 3028.97 | 4089.11 | 5351.85 |
| 增长率 | 44.95% | 71.64% | 30.00% | 35.00% | 30.00% |
| 毛利 | 221.64 | 373.89 | 475.55 | 641.99 | 834.59 |
| 毛利率 | 16.33% | 16.05% | 15.70% | 15.70% | 15.70% |
| 设计业务 | | | | | |
| 营业收入 | 5.02 | 7.58 | 10.61 | 14.86 | 20.80 |
| 增长率 | 96.86% | 51.00% | 40.00% | 40.00% | 40.00% |
| 毛利 | 1.53 | 2.58 | 3.71 | 5.20 | 7.28 |

| | | | | | |
|-------------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 毛利率 | 30.53% | 34.01% | 35.00% | 35.00% | 35.00% |
| 其他业务 | | | | | |
| 营业收入 | 0.45 | 2.07 | 2.59 | 3.23 | 4.04 |
| 增长率 | 32.35% | 360.00% | 25.00% | 25.00% | 25.00% |
| 毛利 | -1.44 | 11.70 | 0.16 | 0.26 | 0.32 |
| 毛利率 | -3.17% | 5.65% | 6.00% | 8.00% | 8.00% |
| 合计 | | | | | |
| 营业收入 | 1362.97 | 2339.63 | 3042.17 | 4107.21 | 5340.69 |
| 增长率 | 45.08% | 71.66% | 30.03% | 35.01% | 30.03% |
| 毛利 | 221.73 | 388.17 | 479.42 | 647.45 | 842.19 |
| 毛利率 | 16.27% | 16.59% | 15.76% | 15.76% | 15.77% |

数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

(二) 投资建议 (绝对估值-FCFF 模型)

基于公司较高的财务杠杆比率,我们采用 FCFF 估值法对公司的股权价值进行估值。

所用公式:

1. 公司自有现金流量 (FCFF) = (1-税率) * EBIT + 折旧 - 资本性支出 (CAPX) - 净营运资金的变化 (NWC)

2. EBIT = 净利润 + 所得税 + 利息费用

3. 公司自有现金流量 (FCFF) = (1-税率) * (净利润 + 所得税 + 利息费用) + 折旧 - 资本性支出 (CAPX) - 净营运资金的变化 (NWC)

4. $WACC = K_e * \frac{E}{E+D} + K_d * \frac{D}{E+D} * (1 - T_c)$

K_e : 股权资本成本

K_d : 债务资本成本

E : 公司股本的市场价值

D : 公司债务的市场价值

T_c : 当期税率

$K_e = r_f + \text{Beta} * \text{MRP} + r_c$

r_c : 企业特定风险调整系数

MRP: 市场风险溢价

Beta: 权益的系统分析系数

r_f : 无风险回报率

市场风险溢价 = 成熟股票市场的基本补偿额 + 国家风险补偿额

$$K_d = (1 - T_c) * \left(\text{短期贷款利率} * \frac{\text{短期债务}}{\text{付息债务}} + \text{长期贷款利率} * \frac{\text{长期债务}}{\text{付息债务}} \right)$$

$$5. \text{企业整体价值} = \sum \frac{FCFF_t}{(1+WACC)^t} + [FCFF_{n+1}/(WACC - g_n)] / (1+WACC)^n$$

$$6. \text{股权权益价值} = \text{企业整体价值} - \text{付息债务价值}$$

对于 FCFF 的计算，我们作出假设：

- (1) 我们预计公司 2020-2022 年的营收增长率分别为 30%/35%/30%。
- (2) 用近两年 10 年期国债到期收益率均值作为无风险回报率 r_f 为 3.09%。
- (3) 由于中天精装上市时间不满 100 周无法得出实际 Beta 测算值，因此我们选用同行业可比公司 Beta 的算术平均值 1.4。
- (4) 长期/短期债务利率分别为 4.9%/3.97%（其中，长期借款融资利率为招股说明书披露公司长期债务利率，短期利率为公司短期借款中抵押借款及质押借款融资利率的加权平均）。
- (5) 市场风险溢价我们参考近 5 年 Wind 全 A 年化收益率，假设 MRP 为 5.8%。
- (6) 企业特定风险调整系数是根据待估企业的特殊经营环境、企业规模、经营管理、抗风险能力、特殊因素所形成的优劣势等方面的差异进行的调整系数。我们给中天精装的风险调整系数为 2%。
- (7) 稳定增长率 g_n 为 1%。
- (8) 预测期税率假设为 14%，公司从 19 年开始取得《高新技术企业证书》，3 年内可以享受所得税优惠政策，2019 年公司所得税率接近 14%，长期看，预计公司会持续加强技术研发，有望持续享受优惠政策。
- (9) 公司 2019 年底资产负债率为 64%，2020 年因为公司刚上市负债率明显降低，20H1 末资产负债率为 45%，未来或将有所提升，长期取两者中值 55%。

通过前面计算我们得出中天精装的 WACC 约为 8.05%。

随着未来市场以及运营结构发生变化，公司可能会借助合作客户的渠道优势进行稳步扩张。所以预计公司未来现金流情况会保持平稳增长的态势，公司在 n 年后达到稳定增长状态，稳定增长率为 g_n 。我们分别对公司的折旧摊销、净营运资金的变化、资本性支出、税率等作出预测来测算公司未来的现金流。我们对各项指标未来增速作出解释：

(1) **净利润**：对公司未来净利润状况的判断更多的是依靠公司目前的新签订单以及在手订单情况，同时，公司的资质及实力较强，支撑公司中长期的发展。但是长期来看，随着公司体量的增加增速会有所放缓。

(2) 折旧摊销与利息费用: 假设未来增长率逐渐下滑, 直到 2035 年后保持稳定增速。

(3) 净营运资金的变化: 公司的应收账款周转率和存货周转率近几年一直呈上升态势, 未来随着公司管理水平的提升, 净运营资金预测会有由高到平缓的一个正增速的变化。

(4) 资本性支出: 公司处于扩张规模的成长性阶段, 会购置更多的固定资产至饱和期, 基于往年的增速, 预测资本性支出在未来几年会有较为平缓下降的增速。

我们预测了 2035 年及之后的平稳增长期的现金流, 通过自由现金流的折现, 算出企业整体价值为 97.02 亿元, 扣除付息债务市值, 最后得出中天精装的股权权益价值为 95.76 亿元, 高于公司目前的市值。截止 2020 年 9 月 29 日, 公司总股本为 1.51 亿股, 因此中天精装的合理价值为 63.47 元/股, 首次覆盖给予“买入”评级。

表 8: FCFF 自由现金流预测表 1 (单位: 百万元)

| 项目 | 历史数据 | | | | 预测期 | | | | | |
|--------------|--------|--------|--------|--------|-------|-------|-------|-------|-------|--|
| | 2017A | 2018A | 2019A | 2020E | 2021E | 2022E | 2023E | 2024E | 2025E | |
| 归母净利润 | 80 | 100 | 183 | 229 | 315 | 413 | 516 | 646 | 807 | |
| 增长率 (%) | -6.2% | 24.2% | 84.1% | 25.0% | 37.4% | 31.3% | 25.0% | 25.0% | 25.0% | |
| 净利润 | 80 | 100 | 183 | 229 | 315 | 413 | 516 | 646 | 807 | |
| 增长率 (%) | -6.2% | 24.2% | 84.1% | 25.0% | 37.4% | 31.3% | 25.0% | 25.0% | 25.0% | |
| 利息费用 | 4 | 6 | 6 | 8 | 10 | 10 | 13 | 15 | 18 | |
| 增长率 (%) | 21.1% | 62.5% | 4.7% | 22.5% | 26.6% | 0.0% | 25.0% | 20.0% | 20.0% | |
| EBIT | 109 | 135 | 218 | 274 | 376 | 490 | 613 | 766 | 956 | |
| 增长率 (%) | -7.6% | 23.7% | 61.6% | 25.7% | 37.1% | 30.5% | 25.0% | 24.9% | 24.9% | |
| 折旧摊销 | 8 | 8 | 9 | 19 | 24 | 29 | 36 | 45 | 57 | |
| 增长率 (%) | 5.8% | -3.1% | 25.0% | 116.6% | 26.3% | 25.0% | 25.0% | 25.0% | 25.0% | |
| 净营运资金的变化 | 30 | 98 | 147 | 202 | 263 | 329 | 394 | 473 | 568 | |
| 增长率 (%) | -66.4% | 223.3% | 49.1% | 38.0% | 30.0% | 25.0% | 20.0% | 20.0% | 20.0% | |
| 资本性支出 | 18 | 45 | 11 | 14 | 17 | 20 | 24 | 28 | 32 | |
| 增长率 (%) | 34.9% | 147.3% | -76.1% | 25.0% | 25.0% | 20.0% | 20.0% | 15.0% | 15.0% | |
| 税率 | 15.1% | 14.0% | 13.7% | 13.7% | 13.7% | 14.0% | 14.0% | 14.0% | 14.0% | |
| FCFF (自由现金流) | 0.31 | 0.96 | 1.72 | 0.40 | 0.69 | 1.02 | 1.45 | 2.03 | 2.79 | |

数据来源: 公司财报、广发证券发展研究中心

表 9: FCFF 自由现金流预测表 2 (单位: 百万元)

| 项目 | 预测期 | | | | | | | | | |
|---------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| | 2026E | 2027E | 2028E | 2029E | 2030E | 2031E | 2032E | 2033E | 2034E | 2035E |
| 归母净利润 | 968 | 1162 | 1395 | 1604 | 1844 | 2029 | 2232 | 2343 | 2460 | 2485 |
| 增长率 (%) | 20.0% | 20.0% | 20.0% | 15.0% | 15.0% | 10.0% | 10.0% | 5.0% | 5.0% | 1.0% |
| 净利润 | 968 | 1162 | 1395 | 1604 | 1844 | 2029 | 2232 | 2343 | 2460 | 2485 |

| | | | | | | | | | | |
|--------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 增长率 (%) | 20.0% | 20.0% | 20.0% | 15.0% | 15.0% | 10.0% | 10.0% | 5.0% | 5.0% | 1.0% |
| 利息费用 | 22 | 26 | 31 | 37 | 43 | 49 | 54 | 60 | 63 | 63 |
| 增长率 (%) | 20.0% | 20.0% | 20.0% | 20.0% | 15.0% | 15.0% | 10.0% | 10.0% | 5.0% | 1.0% |
| EBIT | 1148 | 1377 | 1653 | 1902 | 2187 | 2408 | 2649 | 2784 | 2924 | 2953 |
| 增长率 (%) | 20.0% | 20.0% | 20.0% | 15.1% | 15.0% | 10.1% | 10.0% | 5.1% | 5.0% | 1.0% |
| 折旧摊销 | 71 | 85 | 98 | 112 | 129 | 142 | 149 | 157 | 160 | 161 |
| 增长率 (%) | 25.0% | 20.0% | 15.0% | 15.0% | 15.0% | 10.0% | 5.0% | 5.0% | 2.0% | 1.0% |
| 净营运资金的变化 | 653 | 751 | 864 | 950 | 1045 | 1097 | 1152 | 1187 | 1210 | 1222 |
| 增长率 (%) | 15.0% | 15.0% | 15.0% | 10.0% | 10.0% | 5.0% | 5.0% | 3.0% | 2.0% | 1.0% |
| 资本性支出 | 37 | 41 | 45 | 49 | 52 | 55 | 58 | 59 | 60 | 61 |
| 增长率 (%) | 15.0% | 10.0% | 10.0% | 8.0% | 8.0% | 5.0% | 5.0% | 2.0% | 2.0% | 1.0% |
| 税率 | 14.0% | 14.0% | 14.0% | 14.0% | 14.0% | 14.0% | 14.0% | 14.0% | 14.0% | 14.0% |
| FCFF (自由现金流) | 3.68 | 4.78 | 6.10 | 7.50 | 9.13 | 10.61 | 12.18 | 13.06 | 14.04 | 14.18 |

数据来源：公司财报、广发证券发展研究中心

同时，我们对 FCFF 自由现金流模型进行敏感性分析，假设 WACC 取值区间为 7.45%-8.65%，每 0.3% 一个区间，而永续增长率取值区间为 0.5%-1.5%，每 0.25% 一个区间，测算公司合理价值在 53.99 元/股-76.39 元/股之间波动，具体结果如下表所示。

表 10: 敏感性分析-不同 WACC 及永续增长率下对应公司合理价值 (单位: 元/股)

| 永续增长率 WACC | 0.50% | 0.75% | 1.00% | 1.25% | 1.50% |
|---------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 7.45% | 69.20 | 70.79 | 72.51 | 74.37 | 76.39 |
| 7.75% | 64.86 | 66.26 | 67.76 | 69.38 | 71.13 |
| 8.05% | 60.91 | 62.14 | 63.47 | 64.88 | 66.41 |
| 8.35% | 57.30 | 58.39 | 59.55 | 60.80 | 62.14 |
| 8.65% | 53.99 | 54.96 | 55.99 | 57.09 | 58.26 |

数据来源：广发证券发展研究中心

表 11: 可比公司估值对比 (2020/09/29)

| 证券代码 | 公司简称 | PE | | | | PB(LF) |
|-----------|------|-------|-------|-------|-------|--------|
| | | TTM | 2020E | 2021E | 2022E | |
| 002375.SZ | 亚厦股份 | 37.31 | 28.03 | 21.90 | 17.54 | 1.66 |
| 603828.SH | 柯利达 | 79.01 | 37.30 | 17.35 | 11.80 | 2.15 |
| 002081.SZ | 金螳螂 | 11.28 | 9.63 | 8.43 | 7.46 | 1.61 |
| 603030.SH | 全筑股份 | 16.81 | 12.41 | 10.10 | 8.31 | 1.43 |
| 002482.SZ | 广田集团 | - | 21.74 | 18.71 | 16.57 | 0.76 |

数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

注释：预测值均来源于 Wind 一致预期。

六、风险提示

- (1) 房地产政策收窄风险: 若政策调控收紧, 新开工建筑减少, 直接影响公司新签订单量, 从而影响公司营收。
- (2) 住宅销售增长不及预期: 若房地产行业整体疲软, 使得房地产投资和销售出现下滑, 可能会对公司批量精装修业务的发展产生不利影响。
- (3) 公司目前合作的大客户后续合作存不确定性, 以及新开拓客户存在风险。
- (4) 精装修渗透率发展不及预期。

| 资产负债表 | | | | | | 现金流量表 | | | | | |
|----------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|----------------|------------|------------|-------------|-------------|-------------|
| 单位: 百万元 | | | | | | 单位: 百万元 | | | | | |
| 至 12 月 31 日 | 2018A | 2019A | 2020E | 2021E | 2022E | 至 12 月 31 日 | 2018A | 2019A | 2020E | 2021E | 2022E |
| 流动资产 | 1,195 | 1,805 | 2,156 | 2,706 | 3,412 | 经营活动现金流 | 96 | 172 | 357 | 145 | 222 |
| 货币资金 | 51 | 91 | 407 | 382 | 431 | 净利润 | 100 | 183 | 229 | 315 | 413 |
| 应收及预付 | 631 | 1,056 | 1,005 | 1,357 | 1,765 | 折旧摊销 | 8 | 9 | 19 | 24 | 29 |
| 存货 | 306 | 380 | 456 | 645 | 863 | 营运资金变动 | -41 | -55 | 63 | -241 | -269 |
| 其他流动资产 | 207 | 277 | 287 | 322 | 354 | 其它 | 29 | 35 | 46 | 48 | 49 |
| 非流动资产 | 173 | 193 | 347 | 489 | 630 | 投资活动现金流 | -62 | -50 | -171 | -164 | -167 |
| 长期股权投资 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 资本支出 | 36 | -1 | -173 | -166 | -169 |
| 固定资产 | 94 | 86 | 227 | 364 | 496 | 投资变动 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 在建工程 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 其他 | -98 | -49 | 2 | 2 | 2 |
| 无形资产 | 7 | 7 | 19 | 24 | 33 | 筹资活动现金流 | -56 | -91 | 130 | -6 | -6 |
| 其他长期资产 | 72 | 101 | 101 | 101 | 101 | 银行借款 | -19 | -84 | 85 | 0 | 0 |
| 资产总计 | 1,368 | 1,998 | 2,503 | 3,195 | 4,042 | 股权融资 | 0 | 0 | 38 | 0 | 0 |
| 流动负债 | 806 | 1,268 | 1,495 | 1,872 | 2,306 | 其他 | -37 | -7 | 7 | -6 | -6 |
| 短期借款 | 122 | 115 | 200 | 200 | 200 | 现金净增加额 | -22 | 31 | 316 | -25 | 48 |
| 应付及预收 | 574 | 970 | 1,060 | 1,372 | 1,728 | 期初现金余额 | 70 | 48 | 91 | 407 | 382 |
| 其他流动负债 | 110 | 183 | 235 | 300 | 378 | 期末现金余额 | 48 | 78 | 407 | 382 | 431 |
| 非流动负债 | 13 | 9 | 9 | 9 | 9 | | | | | | |
| 长期借款 | 10 | 5 | 5 | 5 | 5 | | | | | | |
| 应付债券 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | | | | | | |
| 其他非流动负债 | 3 | 3 | 3 | 3 | 3 | | | | | | |
| 负债合计 | 818 | 1,277 | 1,504 | 1,881 | 2,314 | | | | | | |
| 股本 | 114 | 114 | 151 | 151 | 151 | | | | | | |
| 资本公积 | 75 | 75 | 75 | 75 | 75 | | | | | | |
| 留存收益 | 357 | 541 | 770 | 1,085 | 1,498 | | | | | | |
| 归属母公司股东权益 | 550 | 720 | 999 | 1,314 | 1,727 | | | | | | |
| 少数股东权益 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | | | | | | |
| 负债和股东权益 | 1,368 | 1,998 | 2,503 | 3,195 | 4,042 | | | | | | |

| 利润表 | | | | | |
|-----------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| 单位: 百万元 | | | | | |
| 至 12 月 31 日 | 2018A | 2019A | 2020E | 2021E | 2022E |
| 营业收入 | 1,363 | 2,340 | 3,042 | 4,107 | 5,341 |
| 营业成本 | 1,140 | 1,963 | 2,563 | 3,460 | 4,499 |
| 营业税金及附加 | 7 | 13 | 17 | 23 | 29 |
| 销售费用 | 14 | 19 | 27 | 37 | 48 |
| 管理费用 | 45 | 78 | 106 | 146 | 190 |
| 研发费用 | 7 | 8 | 12 | 18 | 24 |
| 财务费用 | 10 | 11 | 12 | 15 | 20 |
| 资产减值损失 | -22 | -41 | -43 | -44 | -45 |
| 公允价值变动收益 | 0 | 1 | 0 | 0 | 0 |
| 投资净收益 | 2 | 2 | 2 | 2 | 2 |
| 营业利润 | 129 | 212 | 266 | 370 | 492 |
| 营业外收支 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 利润总额 | 129 | 212 | 266 | 370 | 492 |
| 所得税 | 30 | 29 | 37 | 56 | 79 |
| 净利润 | 100 | 183 | 229 | 315 | 413 |
| 少数股东损益 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 归属母公司净利润 | 100 | 183 | 229 | 315 | 413 |
| EBITDA | 158 | 267 | 336 | 448 | 580 |
| EPS (元) | 0.88 | 1.61 | 1.51 | 2.08 | 2.73 |

| 主要财务比率 | | | | | |
|----------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 至 12 月 31 日 | 2018A | 2019A | 2020E | 2021E | 2022E |
| 成长能力(%) | | | | | |
| 营业收入增长 | 45.1% | 71.7% | 30.0% | 35.0% | 30.0% |
| 营业利润增长 | 23.6% | 64.3% | 25.5% | 39.1% | 32.8% |
| 归母净利润增长 | 24.2% | 84.1% | 25.0% | 37.4% | 31.2% |
| 获利能力 | | | | | |
| 毛利率 | 16.4% | 16.1% | 15.8% | 15.8% | 15.8% |
| 净利率 | 7.3% | 7.8% | 7.5% | 7.7% | 7.7% |
| ROE | 18.1% | 25.4% | 22.9% | 24.0% | 23.9% |
| ROIC | 18.2% | 40.4% | 45.4% | 38.3% | 35.5% |
| 偿债能力(%) | | | | | |
| 资产负债率 | 59.8% | 63.9% | 60.1% | 58.9% | 57.3% |
| 净负债比率 | 10.0% | 6.3% | 8.4% | 6.6% | 5.2% |
| 流动比率 | 148.3% | 142.3% | 144.2% | 144.5% | 148.0% |
| 速动比率 | 109.8% | 111.9% | 113.3% | 109.7% | 110.2% |
| 营运能力 | | | | | |
| 总资产周转率 | 1.14 | 1.39 | 1.35 | 1.44 | 1.48 |
| 应收账款周转率 | 2.45 | 2.79 | 3.04 | 3.04 | 3.04 |
| 存货周转率 | 4.86 | 5.72 | 5.62 | 5.37 | 5.21 |
| 每股指标(元) | | | | | |
| 每股收益 | 0.88 | 1.61 | 1.51 | 2.08 | 2.73 |
| 每股经营现金流 | 0.85 | 1.51 | 2.36 | 0.96 | 1.47 |
| 每股净资产 | 4.84 | 6.34 | 6.60 | 8.68 | 11.41 |
| 估值比率 | | | | | |
| P/E | - | - | 37.63 | 27.38 | 20.86 |
| P/B | - | - | 8.63 | 6.56 | 4.99 |
| EV/EBITDA | - | - | 25.08 | 18.87 | 14.48 |

广发建筑工程行业研究小组

邹戈：首席分析师，上海交通大学财务与会计硕士，2011年加入广发证券发展研究中心。

尉凯旋：高级研究员，复旦大学金融硕士，2018年加入广发证券发展研究中心。

广发证券—行业投资评级说明

- 买入：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 10%以上。
- 持有：预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。
- 卖出：预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 10%以上。

广发证券—公司投资评级说明

- 买入：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 15%以上。
- 增持：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 5%-15%。
- 持有：预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。
- 卖出：预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 5%以上。

联系我们

| | 广州市 | 深圳市 | 北京市 | 上海市 | 香港 |
|------|-------------------------------|---------------------------------|-------------------------|----------------------------------|---------------------------------------|
| 地址 | 广州市天河区马场路 26号广发证券大厦35 楼 | 深圳市福田区益田路 6001号太平金融大厦 31层 | 北京市西城区月坛北 街2号月坛大厦18层 | 上海市浦东新区南泉 北路429号泰康保险 大厦37楼 | 香港中环干诺道中111 号永安中心14楼 1401-1410室 |
| 邮政编码 | 510627 | 518026 | 100045 | 200120 | |
| 客服邮箱 | gfzqyf@gf.com.cn | | | | |

法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。

广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，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者口头承诺均为无效。

本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经营收入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

本研究报告可能包括和/或描述/呈列期货合约价格的事实历史信息（“信息”）。请注意此信息仅供用作组成我们的研究方法/分析中的部分论点/依据/证据，以支持我们对所述相关行业/公司的观点的结论。在任何情况下，它并不（明示或暗示）与香港证监会第5类受规管活动（就期货合约提供意见）有关联或构成此活动。

权益披露

(1)广发证券（香港）跟本研究报告所述公司在过去12个月内并没有任何投资银行业务的关系。

版权声明

未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。