

# 中装建设 (002822.SZ)

## 装饰快船驶入物业管理蓝海值得期待

**装饰强企盈利加速增长，在手订单充足。**公司以公装为主业，深耕华南市场的同时，已建立华南、华东、华北等区域营销中心。近年来公司大力开展公装管控体系建设，经营效率持续提升，2019H1 营收/盈利同比增长 25%/40%，同时不断加强收款，实现经营性现金流显著转正。截至 2019 年上半年，公司已签约未完工订单金额 84.5 亿元，为 2018 年营收的 2 倍，在手订单充裕，为公司未来业绩护航。

**物业管理行业进入黄金发展期，装饰与物管业务具有协同性。**在我国从增量经济向存量经济转变背景下，国内物管行业正处于快速成长期，港股物管龙头除通过内接外拓方式快速做大住宅物业规模外，纷纷大力拓展非住宅物业市场，包括商业和公建物业市场。公装与物管行业天然存在协同性，一方面，装饰企业对项目整体设计和运维信息把握强于第三方物管机构，旗下物业公司承接物管业务更具优势；另一方面，物管公司对在管项目的后续维护和二次装修中可为公装业务进行导流。

**公司拟收购控股科技园物业，切入物业管理蓝海值得期待。**公司早在 2017 年便战略入股赛格物业 25% 股权，后者 2016/2017/2018/2019H1 分别实现营收 1.5/1.0/2.5/1.6 亿元，净利润 683/1026/2589/1537 万元，目前在管面积达百万平方米。近期公司公告拟发行股份及支付现金收购嘉泽特 100% 股权（总价 1.73 亿元），后者持有园区及公建物管领域优质物管企业科技园物业 51.6% 股份，承诺科技园物业 2020-2022 年业绩分别不低于 2500/2800/3100 万元。科技园物业拥有 20 年高科技园区规划、运营及管理经验，在产业规划、招商运营、园区商务平台搭建等方面拥有较强业务能力，物管服务对象与公司公装客户群体有明显重叠，未来协同可期。

**未来公司成长具有三大看点：1) 公装业务方面：**今年以来政府持续推动老旧小区改造给装饰行业带来业务增量，公司今年 4 月与香港丰展出资共同成立泛湾城市微更新公司开拓旧改市场，有望为装饰业务增添动力。**2) 物管业务方面：**外延并购是物业管理公司快速扩张的重要渠道，后续公司有望继续通过并购方式在物管领域再加码。**3) 经营效率方面：**近期完成限制性股权激励计划，核心员工激励充分，有望加速订单转化，促经营效率持续提升。

**投资建议：**我们预测 2019-2021 年公司盈利分别为 2.3/3.0/3.8 亿元，对应 EPS 分别为 0.39/0.50/0.63 元（2018-2021 年 CAGR 为 32%），对应 PE 分别为 22/17/14 倍。公司在深耕装饰主业的同时大力开拓物业市场，未来成长值得期待。考虑到目前公司装饰主业增长快于同业、物业市场的广阔前景、当前物业上市公司的估值水平及 A 股稀缺度，首次覆盖给予“买入”评级。

**风险提示：**地产调控趋严风险，物管业务拓展不及预期风险，应收账款坏账风险等。

财务指标	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入 (百万元)	3,173	4,146	5,238	7,104	8,818
增长率 yoy (%)	17.9	30.7	26.4	35.6	24.1
归母净利润 (百万元)	161	167	233.9	304.7	383.9
增长率 yoy (%)	2.9	3.9	40.0	30.2	26.0
EPS 最新摊薄 (元/股)	0.27	0.28	0.39	0.50	0.63
净资产收益率 (%)	7.9	7.6	9.7	11.4	12.8
P/E (倍)	32.6	31.4	22.4	17.2	13.7
P/B (倍)	2.6	2.4	2.2	2.0	1.8

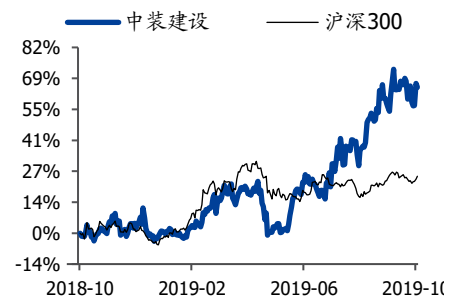
资料来源：贝格数据，国盛证券研究所

### 买入 (首次)

#### 股票信息

行业	装修装饰
最新收盘价	8.65
总市值(百万元)	5,241.90
总股本(百万股)	606.00
其中自由流通股(%)	50.50
30 日日均成交量(百万股)	6.37

#### 股价走势



#### 作者

##### 分析师 夏天

执业证书编号: S0680518010001

邮箱: xiatian@gszq.com

##### 分析师 何亚轩

执业证书编号: S0680518030004

邮箱: heyaxuan@gszq.com

##### 分析师 廖文强

执业证书编号: S0680519070003

邮箱: liaowenqiang@gszq.com



**财务报表和主要财务比率**
**资产负债表 (百万元)**

会计年度	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
<b>流动资产</b>	3839	4215	6731	8438	10084
现金	1280	1086	3020	4096	5084
应收账款	2338	2789	3302	3801	4401
其他应收款	69	0	87	31	115
预付账款	16	29	28	49	46
存货	124	189	195	322	317
其他流动资产	13	121	99	139	121
<b>非流动资产</b>	291	527	626	763	895
长期投资	50	63	86	110	137
固定资产投资	161	154	196	267	323
无形资产	74	266	299	339	388
其他非流动资产	6	44	45	46	47
<b>资产总计</b>	4130	4742	7357	9201	10979
<b>流动负债</b>	1991	2464	4805	6394	7853
短期借款	970	1310	3260	4501	5646
应付账款	737	588	1037	1149	1552
其他流动负债	283	566	508	743	654
<b>非流动负债</b>	104	107	160	155	146
长期借款	100	100	153	147	138
其他非流动负债	4	8	8	8	8
<b>负债合计</b>	2095	2571	4965	6549	7998
少数股东权益	0	-2	-3	-4	-7
股本	600	600	606	606	606
资本公积	661	661	661	661	661
留存收益	775	912	1105	1344	1661
归属母公司股东收益	2035	2172	2394	2657	2988
<b>负债和股东权益</b>	4130	4742	7357	9201	10979

**现金流量表 (百万元)**

会计年度	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
<b>经营活动净现金流</b>	-178	-246	146	214	294
净利润	160	165	233	303	381
折旧摊销	18	25	25	32	40
财务费用	43	72	119	186	241
投资损失	-4	-13	-12	-14	-17
营运资金变动	-466	-615	-219	-293	-352
其他经营现金流	71	120	0	0	0
<b>投资活动净现金流</b>	-116	-248	-112	-155	-156
资本支出	64	246	76	112	106
长期投资	-48	-8	-23	-24	-27
其他投资现金流	-101	-9	-58	-66	-77
<b>筹资活动净现金流</b>	283	246	-50	-225	-294
短期借款	301	340	0	0	0
长期借款	100	-1	53	-5	-9
普通股增加	300	0	6	0	0
资本公积增加	-300	0	0	0	0
其他筹资现金流	-118	-94	-109	-220	-285
<b>现金净增加额</b>	-12	-247	-16	-166	-156

**利润表 (百万元)**

会计年度	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
<b>营业收入</b>	3173	4146	5238	7104	8818
营业成本	2708	3541	4343	5842	7218
营业税金及附加	31	27	89	134	172
营业费用	33	39	60	109	153
管理费用	97	99	162	231	295
财务费用	43	72	119	186	241
资产减值损失	63	119	141	185	220
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	4	13	12	14	17
<b>营业利润</b>	206	252	336	431	535
营业外收入	1	0	0	0	0
营业外支出	4	7	4	5	5
<b>利润总额</b>	202	245	333	427	530
所得税	42	80	100	124	148
<b>净利润</b>	160	165	233	303	381
少数股东收益	-1	-2	-1	-2	-3
<b>归属母公司净利润</b>	161	167	234	305	384
EBITDA	247	324	438	592	745
EPS (元/股)	0.27	0.28	0.39	0.50	0.63

**主要财务比率**

会计年度	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
<b>成长能力</b>					
营业收入 (%)	17.9	30.7	26.4	35.6	24.1
营业利润 (%)	4.1	22.8	33.2	28.3	23.9
归属母公司净利润 (%)	2.9	3.9	40.0	30.2	26.0
<b>盈利能力</b>					
毛利率 (%)	14.6	14.6	17.1	17.8	18.1
净利率 (%)	5.1	4.0	4.5	4.3	4.4
ROE (%)	7.9	7.6	9.7	11.4	12.8
ROIC (%)	5.8	5.6	4.9	5.4	5.7
<b>偿债能力</b>					
资产负债率 (%)	50.7	54.2	67.5	71.2	72.9
净负债比率 (%)	-10.3	15.3	18.0	22.6	25.4
流动比率	1.9	1.7	1.4	1.3	1.3
速动比率	1.9	1.6	1.4	1.3	1.2
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	0.8	0.9	0.9	0.9	0.9
应收账款周转率	1.6	1.6	1.7	2.0	2.2
应付账款周转率	4.1	5.3	5.3	5.3	5.3
<b>每股指标 (元/股)</b>					
每股收益 (最新摊薄)	0.27	0.28	0.39	0.50	0.63
每股经营现金流 (最新摊薄)	-0.31	-0.33	0.24	0.35	0.49
每股净资产 (最新摊薄)	3.36	3.58	3.95	4.38	4.93
<b>估值指标 (倍)</b>					
P/E	32.6	31.4	22.4	17.2	13.7
P/B	2.6	2.4	2.2	2.0	1.8
EV/EBITDA	20.4	17.2	12.9	9.9	8.1

资料来源: 贝格数据, 国盛证券研究所

## 内容目录

1. 公装主业盈利加速增长，在手订单充足 .....	4
1.1. 品牌实力突出、业务布局广泛的装饰强企 .....	4
1.2. 盈利加速增长，现金流大幅改善 .....	5
1.3. 在手订单充足为业绩护航 .....	6
2. 切入万亿物业蓝海值得期待 .....	7
2.1. 万亿物管行业进入黄金发展期，公建物管市场成新焦点 .....	7
2.2. 提前布局物管业务，2017年已投资参股赛格物业 .....	9
2.3. 拟收购控股科技园物业，开拓物业市场再下一城 .....	10
3. 未来成长三大看点 .....	11
3.1. 持续开拓物业市场做大规模 .....	11
3.2. 老旧小区改造有望增添新动力 .....	11
3.3. 股权激励与管理改革有望促经营效率持续提升 .....	12
4. 盈利预测、估值与投资建议 .....	13
5. 风险提示 .....	15

## 图表目录

图表 1: 公司历史沿革 .....	4
图表 2: 公司股权结构图 .....	4
图表 3: 公司营收分区域构成 .....	5
图表 4: 公司历年营收及增速 .....	6
图表 5: 公司历年净利润及增速 .....	6
图表 6: 公司历年毛利率和净利率 .....	6
图表 7: 公司半年度经营性现金流量净额 .....	6
图表 8: 公司各季度新签订单额 .....	7
图表 9: 2011-2017年物业行业管理面积规模及增速 .....	7
图表 10: 2017年百强物业企业分类型管理面积占比 .....	8
图表 11: 百强物业企业分类型基础物管收入占比 .....	8
图表 12: 物业公司收购外拓情况 .....	9
图表 13: 嘉泽特近两年主要财务数据 .....	10
图表 14: 非住宅物业收购标的经营数据对比 .....	10
图表 15: 城镇老旧小区改造内容和标准 .....	12
图表 16: 泛湾城市微更新公司股权结构 .....	12
图表 17: 公司限制性股票激励计划授予对象 .....	13
图表 18: A股装饰行业可比公司估值情况 .....	14
图表 19: A股物管行业可比公司估值情况 .....	14
图表 20: 港股物管行业可比公司估值情况 .....	14

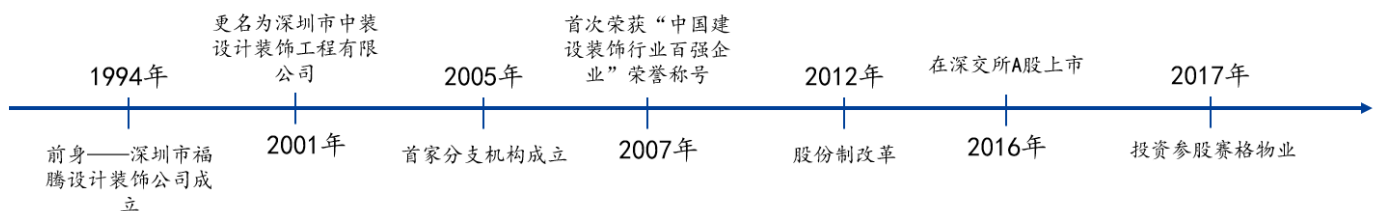
## 1. 公装主业盈利加速增长，在手订单充足

### 1.1. 品牌实力突出、业务布局广泛的装饰强企

**装饰为主业，产业链各品类协同发展。**公司以室内外装饰为主业，融合幕墙、建筑智能、机电、园林、新能源、物业管理等业务为一体，主要承接办公楼、商业建筑、高档酒店、文教体卫设施、交通基础设施等公共建筑和普通住宅、别墅等住宅建筑的装饰施工和设计业务。近年来，凭借着全面的业务资质和优秀的施工能力，公司在全国范围内成功完成了一系列的代表性装饰工程项目。公司在全国装饰行业百强企业综合评价中的排名连续三年位列第8位。

公司前身为1994年成立的深圳市福腾设计装饰公司，2001年更名为中装设计装饰工程有限公司，2005年成立首家分支机构成立，至今成立了近40家分支机构。2016年在深交所A股上市，2017年投资参股赛格物业，进军物业管理行业。

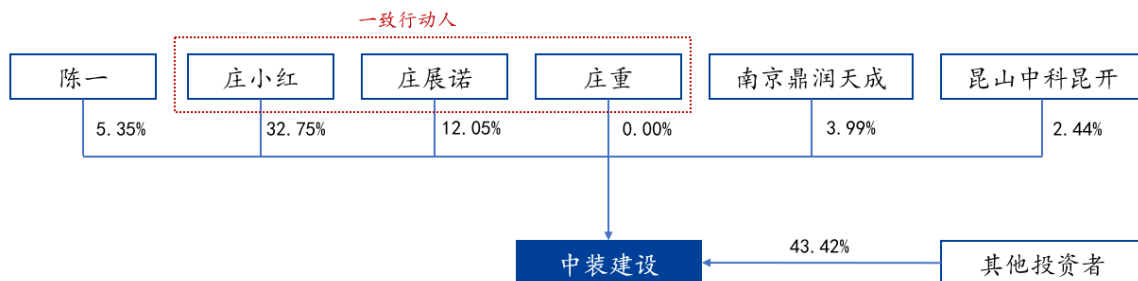
图表1：公司历史沿革



资料来源：公司官网，国盛证券研究所

公司实际控制人为庄小红、庄展诺、庄重3名一致行动人，分别持公司32.8%/12.1%/0.0%的股份。其中庄重现担任深圳市中装建设集团股份有限公司董事长；庄展诺现担任深圳市中装建设集团股份有限公司董事、总经理，庄小红现担任深圳市中装建设集团股份有限公司总裁办职员。

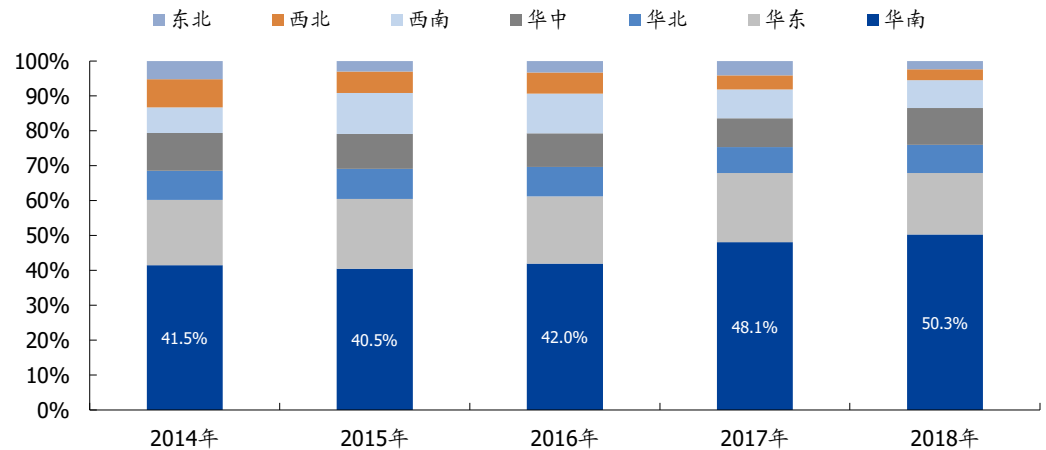
图表2：公司股权结构图



资料来源：Wind，国盛证券研究所

立足华南，面向全国。分区域上看，华南地区是公司的主战场，2018年华南地区业务收入占比约50%。公司坚持“立足华南、面向全国”的战略方针，已在北京、上海、江苏、陕西、山东、海南、安徽、云南、四川和辽宁等地设立了分支机构，已建立华南、华东、华北等区域营销中心，形成了一个覆盖全国的市场网络，在珠江三角洲、长江三角洲和京津环渤海经济带等重点区域形成了稳定的品牌影响力。

图表 3: 公司营收分区域构成



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

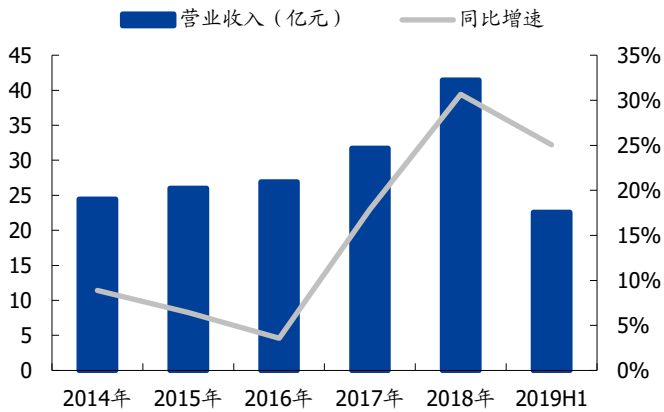
公装为主要收入来源。公司公装施工业务是第一大主业，占比超过95%。根据挂网投资者关系活动记录，公司公装业务分为以下三部分：**1) 企业装饰业务**：酒店、商业、企业单位场所等装饰业务，占比35%-45%；**2) 公共空间装饰业务**：主要有市政设施、机场、医院、高铁交通、学校等，大概占比35%左右；**3) 住宅装修业务**：主要是开发商的批量精装修，基本上维持在20%-30%的比例，今年上半年大概是26.4%左右。

## 1.2. 盈利加速增长，现金流大幅改善

营收较快增长，业绩增长加速。近年来，公司大力开展公装管控体系建设，经营效率持续提升，2018年公司实现营业收入41.5亿元，同比增长31%，增速自2016年见底以来持续加速；实现归母净利润1.67亿元，同比增长4%，增长较为平稳，但2019年上半年公司实现归母净利润1.14亿元，同比大幅增长40%。

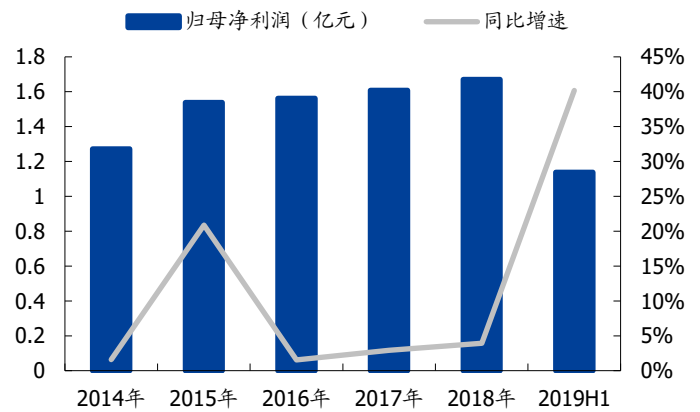
2019年上半年现金流回正，收款大幅改善。公司上市后现金流一直表现为净流出状态，但2019年上半年起，公司加大回款力度，实现经营性现金流量净流入5700万元，表现亮眼。

图表 4: 公司历年营收及增速



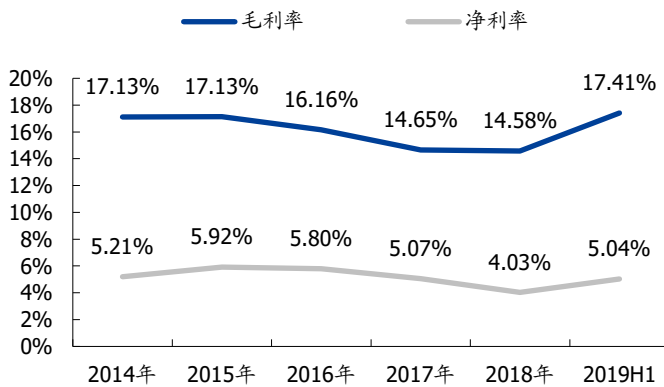
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 5: 公司历年净利润及增速



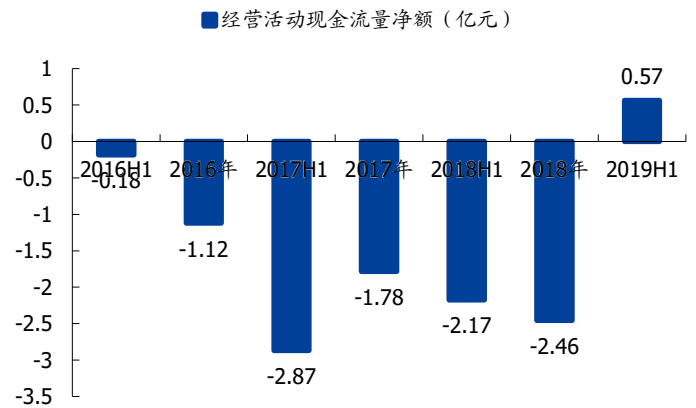
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 6: 公司历年毛利率和净利率



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 7: 公司半年度经营性现金流量净额



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

### 1.3. 在手订单充足为业绩护航

2019年Q2公司新签订单17.6亿元,同比增长10.4%,上半年累计新签订单30.0亿元。截至Q2末,公司累计已签约未完工订单金额84.5亿元,是公司2018年营收的2.0倍,在手订单较为充裕,为公司营收业绩加速护航。

图表8: 公司各季度新签订单额(亿元)

季度	单季新签	公装	住宅	设计	园林绿化
2017年Q1	7.72	5.57	0.79	0.18	1.18
2017年Q2	12.56	10.97	1.14	0.27	0.18
2017年Q3	11.56	8.53	2.66	0.19	0.18
2017年Q4	12.19	9.55	2.39	0.26	-0.01
2018年Q1	16.96	11.94	4.10	0.41	0.51
2018年Q2	15.91	13.04	2.25	0.30	0.32
2018年Q3	15.17	11.37	3.11	0.53	0.16
2018年Q4	10.48	7.67	1.91	0.53	0.37
2019年Q1	12.40	9.35	2.49	0.31	0.26
2019年Q2	17.57	11.35	5.42	0.52	0.28

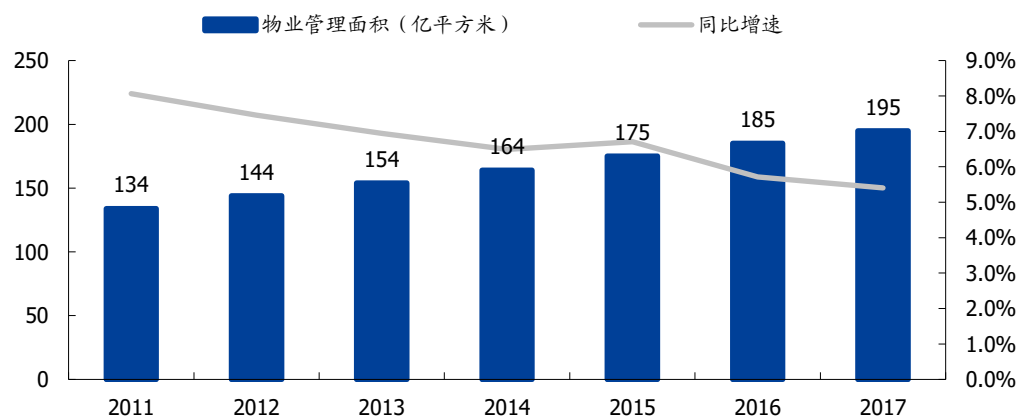
资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

## 2. 切入万亿物业蓝海值得期待

### 2.1. 万亿物管行业进入黄金发展期, 公建物管市场成新焦点

存量物业规模庞大, 竣工交付推动物管面积稳步增长。根据中国指数研究院数据, 2017年我国物业管理面积达到195亿平方米规模, 较2011年增长61亿平方米, 2011-2017年复合增速为6.5%, 维持稳健增长趋势。2012-2018年全国商品房销售面积由11.1亿平方米增长至17.2亿平方米, 2012-2018年CAGR为7.5%。2018年房屋竣工面积为9.4亿平方米, 同比回落7.8%, 近年来每年均保持在约9-10亿平米量级, 这为物业管理行业持续贡献新增规模。

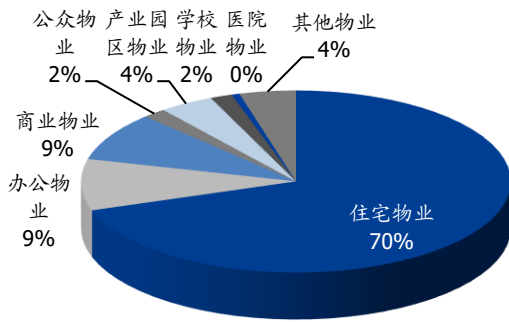
图表9: 2011-2017年物业行业管理面积规模及增速



资料来源: 中国指数研究院, 国盛证券研究所

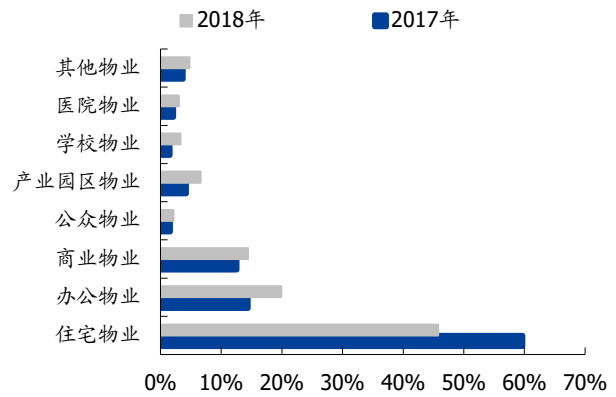
近年来, 港股物管龙头除通过内接外拓方式快速做大住宅物业规模外, 纷纷大力拓展非住宅物业市场, 包括商业和公建物业市场。2017年百强物业企业的管理面积中非住宅物业占比30.15%, 但贡献的收入占比超过40%, 2018年收入占比超过55%。非住宅物业以更小的管理面积提供为物管企业贡献了更多的收入。相比住宅物业较为成熟的市场格局, 非住宅物业格局较为分散, 尤其是产业园区物业、医院物业及学校物业, 尚未有特别突出的企业, 仍有发展空间。

图表 10: 2017 年百强物业企业分类型管理面积占比



资料来源: 中国指数研究院, 国盛证券研究所

图表 11: 百强物业企业分类型基础物管收入占比



资料来源: 中国指数研究院, 国盛证券研究所

上市物业公司通过收并购拓展业态，进入办公、商业、公建物业市场。上市物业公司积极通过收并购拓展商业、办公、公建等业态。比如 2019 年 6 月永升生活服务收购青岛雅园 55% 股份，拓展商业物业，业绩承诺 2019-2022 利润不低于 0.6/0.7/0.73/0.76 亿元。2019 年 7 月，碧桂园服务拟以 3.75 亿元人民币收购港联不动产服务，港联不动产在 2019 年中国物业服务百强企业中位居第 17 位，主要提供商业物业管理服务，2018 年收费管理面积为 1346.8 万平方米，业绩承诺为 2019-2021 年收费管理面积达到 1481.5/1629.6/1792.6 万平方米。雅生活服务通过收购青岛华仁、哈尔滨景阳、广州粤华、兰州城关、中民物业等，扩大公建、商业物业版图，其中中民物业在公建市场品牌影响力巨大，旗下 8 个品牌位列中国物业百强，在管面积为 2.59 亿平方米。



图表 12: 物业公司收购外拓情况

公司	时间	标的	对价 (百万)	收购股 权比例	主要业态	2018 年合约面积	说明
雅生活 服务	2018-04	南京紫竹物业	204.8	51%	公建、商业、住宅	2755 万平	物业百强 (2016 年 61 名)
	2018-07	兰州城关物业	147.9	51%	住宅、办公	1700 万平 (2017)	物业百强 (2016 年 29 名)
	2018-08	深圳莱龙头开 发商物业	10.5	100%	住宅	342 万平	
	2019-01	青岛华仁物业	133.6	89.66%	公建、办公、住宅	608 万平	新三板企业
	2019-02	哈尔滨景阳	113.9	60%	住宅、商业、办公	1048 万平	黑龙江龙头企业
	2019-03	广州粤华物业	195.3	51%	公建	3000 万平	物业百强
	2019-09	中民物业	1560	60%	住宅、公建、商业、 办公	在管 2.59 亿平	旗下 8 个品牌位列中国物业百 强, 承诺 2019 年扣非归母净 利润 2.08 亿元
	2019-09	新中民物业	≤ 500	60%	住宅、商业	在管 3600 万平	旗下科瑞物业在物业百强中 位居 21 位
	碧桂园 服务	2018-11	北京盛世物业		70%		
成都佳祥物业			合计	100%			
成都清华逸家			683	100%			
南昌洁佳物业			百万	100%			
上海睿靖实业			100%				
2019-03	北京盛世物业	90	30%				
永升 生活 服务	2019-07	港联不动产服 务	375	100%	商业	在管 1346.8 万平	物业百强 (2019 年 17 名), 业绩承诺为 2019-2021 年收 费管理面积达到 1481.5/1629.6/1792.6 万平
	2019-06	青岛雅园	462	55%	商业	在管 185 万平 (2019H1)	新地集团子公司, 业绩承诺 2019-2022 利润不低于 0.6/0.7/0.73/0.76 亿元

资料来源: 各公司公告、官网, 国盛证券研究所

公装与物管行业天然存在协同性。一方面, 装饰企业对项目整体设计和运维思路强于第三方物管机构, 因此旗下物业公司承接该项目的物管业务时更具优势; 另一方面, 物管公司在对物业项目进行管理的同时, 可以在后续维护和二次装修中为公装业务进行导流。因此, 公司当前凭借公装业务资源及并购扩张切入物业管理市场值得期待。

## 2.2. 提前布局物管业务, 2017 年已投资参股赛格物业

2017 年 5 月公司已战略投资深圳市赛格物业管理有限公司, 投资后持有赛格物业 25% 的股权。赛格物业成立于 1993 年 3 月, 注册资金 1500 万, 是中国物业管理协会理事、国家一级物业管理公司。本公司管理物业类型齐全, 涵盖了办公、住宅、商场、酒店、公寓、厂房等多种物业。所管理的物业面积愈百万平方米。

赛格物业 2016/2017/2018/2019H1 分别实现营收 1.5/1.0/2.5/1.6 亿元, 分别实现净利润 683/1026/2589/1537 万元。

### 2.3. 拟收购控股科技园物业，开拓物业市场再下一城

近期公告拟收购嘉泽特 100% 股权，间接控股科技园物业 52% 股权，物业管理业务布局再下一城。公司近日公告拟向严勇等人发行股份及支付现金收购其持有的嘉泽特 100% 股权。此次标的资产交易价格暂定为 17348 万元，其中 12143 万元由公司发行股份的方式支付（发行价格为 6.9 元/股），剩余 5204 万元由公司现金方式支付。嘉泽特为持股型公司，其主要资产为持有深圳市科技园物业集团有限公司 51.63% 股权。此次交易完成后，中装建设将持有嘉泽特 100% 股权，间接持有科技园物业 51.63% 股权。嘉泽特承诺科技园物业公司 2020-2022 年实现归属母公司所有者净利润分别不低于 2500 万元、2800 万元、3100 万元，对应嘉泽特 2020-2022 年实现归属母公司所有者净利润分别不低于 1291 万元、1446 万元、1601 万元。

**未来盈利能力有较大改善空间。**科技园物业公司自设立以来一直从事物业管理相关服务，主要提供综合物业管理服务和专项物业管理服务，公司在 2018 年度广东省物业服务综合实力排名 28 位，在深圳市 2018 年度物业服务综合实力排名第 18 位。作为建设部首批一级资质物业管理企业，科技园物业借助 20 年的高科技产业园区规划、运营及管理经验，在园区的产业规划、功能定位、施工建设、招商运营、日常管理及园区商务平台搭建等方面，均与国内多地政府、高新技术企业、产业园区等单位建立了良好的业务合作关系。根据披露，2018 年嘉泽特收入 5.0 亿元，归母净利润 1188 万元，考虑到其主要持股科技园物业 51.63% 股权，其收入应为并表收入、归母净利润为扣除少数股东权益后利润，因此估算科技园物业 2018 年收入约为 5.0 亿元、盈利约为 2300 万元，净利率约为 4.6%。参考同业非住宅物业被收购表的净利率水平，公司未来盈利能力有较大提升空间。

图表 13: 嘉泽特近两年主要财务数据

项目 (万元)	2018 年 12 月 31 日	2017 年 12 月 31 日
资产总额	33,608.47	30,364.85
负债总额	13,410.21	12,381.97
所有者权益	20,198.26	17,982.88
项目 (万元)	2018 年度	2017 年度
营业收入	49,792.96	42,261.77
营业利润	2,989.52	3,400.05
归属于母公司所有者的净利润	1,188.19	1,424.02

资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 14: 非住宅物业收购标的经营数据对比

公司	非住宅收购标的	主要服务业态	2018 年营业收入 (亿元)	2018 年净利润 (万元)	净利率	2018 年在管面积
中装建设	嘉泽特 (持股科技园物业 51.63%)	公建、办公、住宅	5.0	1188.2	2.4%	-
中装建设	赛格物业	办公、住宅、商业	2.5	2589.0	10.4%	> 100 万平
雅生活服务	中民物业	公建、住宅、商业、办公	39.6	35100.0	8.9%	2.94 亿平
雅生活服务	广州粤华	公建	-	3846.3	-	3000 万平
雅生活服务	青岛华仁	公建、办公、住宅	-	484.6	-	570 万平
永升生活服务	青岛雅园	商业	2.0	3339.7	16.7%	185 万平(2019H1)
碧桂园服务	港联不动产	商业	-	3280.7	-	1346.8 万平

资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

探索“装饰+物业”协同模式样本。公司装饰服务提供的对象与物业密不可分，特别是一、二线城市中，物业环境离不开装饰的专业服务，装饰特色离不开物业的先行定位，加之双方共处在深圳同一区域，具有地区协同性，有利于收购完成后的整合、沟通交流及战略目标实现，在政策的指引下，打造“物业+装饰”的强强联合模式。

### 3. 未来成长三大看点

#### 3.1. 持续开拓物业市场做大做强

未来公司除依托自身公装业务资源获取部分外拓物业机会外，还有望通过并购扩张快速做大物业规模。雅生活服务、碧桂园服务、永升生活服务龙头物业管理公司均积极通过收并购扩规模、拓业态。例如雅生活服务上半年通过收购青岛华仁、哈尔滨景阳、广州粤华和兰州城关合计新增在管面积高达 6360 万平方米；碧桂园服务也积极进行收并购，自 2018 年底至今收购了 6 家物业公司，其中 2019 年 7 月收购港联不动产，港联不动产在 2019 年物业百强中排名第 17 位，2018 年在管面积为 1346.8 万平。永升生活服务在 2019 年 6 月收购青岛雅园 55% 股份，2019 H1 在管面积为 185 万平。未来公司凭借上市平台优势积极开展物业公司并购，有望实现物业业务的快速扩张。

#### 3.2. 老旧小区改造有望增添新动力

**政策推动老旧小区改造加速。**2017 年 12 月 1 日，住建部在厦门召开的老旧小区改造试点工作座谈会上提出“将在 15 个城市开展老旧小区改造试点”，其中 15 个试点城市分别为广州、韶关、柳州、秦皇岛、张家口、许昌、厦门、宜昌、长沙、淄博、呼和浩特、沈阳、鞍山、攀枝花和宁波。

2019 年 3 月 5 日，政府工作报告中强调“城镇老旧小区量大面广，要大力进行改造提升，更新水电路气等配套设施，支持加装电梯，健全便民市场、便利店、步行街、停车场、无障碍通道等生活服务设施。”

2019 年 4 月，住建部、发改委及财政部发布《关于做好 2019 年老旧小区改造工作的通知》，其中肯定了 15 个试点城市的工作进展，并决定自 2019 年开始将老旧小区改造纳入城镇保障性安居工程中，中央给予补助资金支持。

2019 年 6 月 14 日，李总理在杭州考察时表示，改造老旧小区、发展社区服务，不仅是民生工程，也可成为培育国内市场拓展内需的重要抓手，既能拉动有效投资，又能促进消费，带动大量就业，发展空间广阔，要做好这篇大文章。

2019 年 6 月 20 日，李总理主持召开国务院常务会议，重点推进城镇老旧小区改造，从明确改造标准和对象、政府引导、投融资机制、以及改造范围等 4 大方面进行了部署。其中表示今年将对城镇老旧小区改造安排中央补助资金，同时鼓励金融机构和地方积极探索可持续金融支持方式。

图表 15: 城镇老旧小区改造内容和标准

项目	具体内容
基础设施	道路、水、电、气、热、绿化、照明、围墙、停车库(场)、污水与垃圾处理设施等
服务设施	配套养老抚幼、无障碍设施、便民市场等
房屋设施	公共区域修缮、建筑节能改造、加装电梯(有条件的)等

资料来源: 住建部, 国盛证券研究所

与香港丰展出资共同成立泛湾城市微更新公司开拓旧改市场。今年4月公司公告, 在广东省住建部门的支持下, 与香港丰展公司合资成为泛湾城市微更新公司以开展存量市场业务。香港丰展是一家香港上市公司的关联公司, 已在既有房屋检测、维修、改造等方面积累了丰富的经验。公司根植于深圳, 主要业务分布在粤港澳大湾区里, 现计划投资设立泛湾城市微更新公司, 是为了通过在粤港澳大湾区、深圳先行示范区试点推广既有房屋检测、保养、维修、改造业务, 在实现城市微更新的同时, 逐步建立健全大湾区、深圳先行示范区既有建筑物大数据, 实现建筑物全生命周期管理和服务, 助力公司转型升级。

图表 16: 泛湾城市微更新公司股权结构

出资方	出资比例
中装建设	51%
香港丰展	23%
金诺投资	21%
广州科创	5%

资料来源: 公开资料整理, 国盛证券研究所

### 3.3. 股权激励与管理改革有望促经营效率持续提升

2019年8月, 公司发布限制性股票激励计划(草案), 并于9月完成计划授予, 首次授予数量600万股, 授予对象为57名公司董事高管及核心管理人员、核心技术人员、业务骨干, 授予价为3.7元/股。限售考核年度为2019-2021年需满足以2018年营业收入为基数, 营收增速不低于15%/30%/45%。此外, 随着公司施工体系变革和完善, 未来公司经营效率有望进一步提升。

图表 17: 公司限制性股票激励计划授予对象

姓名	职务	拟授予的限制性股票数量 (万股)	占本激励计划授出总数的比 (%)	占本激励计划公告日股本总 额的比例 (%)
何斌	董事、副总经理	15	2.50	0.0250
赵海峰	副总经理	57	9.50	0.0950
于桂添	副总经理、董事会秘书	35	5.83	0.0583
曾凡伟	副总经理、财务总监	45	7.50	0.0750
杨战	副总经理	20	3.33	0.0333
黎文崇	副总经理	13	2.17	0.0217
庄超喜	副总经理	14	2.33	0.0233
<b>核心管理人员、核心技术人员、业务骨干 (共 50 人)</b>		<b>401</b>	<b>66.83</b>	<b>66.83</b>
<b>合计</b>		<b>600</b>	<b>100</b>	<b>100.00</b>

资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

## 4. 盈利预测、估值与投资建议

根据公司在手订单情况及目前的增长趋势, 我们预测 2019-2021 年公司净利润分别为 2.3/3.0/3.8 亿元, 同比增长 40%/30%/26%, 对应 EPS 分别为 0.39/0.50/0.63 元(18-21 年 CAGR 为 32%), 当前股价对应 PE 分别为 22/17/14 倍。公司在深耕装饰主业的同时大力开拓物业管理业务, 未来成长潜力值得期待, 考虑到目前公司装饰主业增长快于同业、物业市场的广阔前景、当前物业上市公司的估值水平及 A 股稀缺度, 首次覆盖给予“买入”评级。

图表 18: A 股装饰行业可比公司估值情况

代码	股票简称	股价 (元)				EPS (元)			PE			PB
		2019/10/11	2019E	2020E	2021E	2019E	2020E	2021E	2019E	2020E	2021E	
002081.SZ	金螳螂	8.44	0.92	1.06	1.22	9.2	7.9	6.9	1.63			
002375.SZ	亚厦股份	5.57	0.31	0.37	0.47	17.8	15.0	11.8	0.96			
002482.SZ	广田集团	4.79	0.27	0.34	0.44	17.6	14.3	10.9	1.05			
002713.SZ	东易日盛	8.36	0.69	0.81	0.96	12.1	10.4	8.7	3.89			
300621.SZ	维业股份	11.40	0.45	0.55	0.66	25.5	20.9	17.3	2.57			
平均值						<b>16.5</b>	<b>13.7</b>	<b>11.1</b>	<b>2.02</b>			

资料来源: Wind, 国盛证券研究所, EPS 数据来源于 Wind 一致预期

图表 19: A 股物管行业可比公司估值情况

代码	股票简称	股价 (元)				EPS (元)			PE			PB
		2019/10/11	2019E	2020E	2021E	2019E	2020E	2021E	2019E	2020E	2021E	
000043.SZ	中航善达	18.98	0.48	0.68	0.84	39.2	28.1	22.5	2.68			
603506.SH	南都物业	18.05	0.82	1.02	1.27	22.1	17.6	14.2	3.82			
平均值						<b>30.6</b>	<b>22.9</b>	<b>18.4</b>	<b>3.25</b>			

资料来源: Wind, 国盛证券研究所, EPS 数据来源于 Wind 一致预期

图表 20: 港股物管行业可比公司估值情况

代码	股票简称	股价 (港元)				EPS (港元)			PE			PB
		2019/10/11	2019E	2020E	2021E	2019E	2020E	2021E	2019E	2020E	2021E	
6098.HK	碧桂园服务	24.30	0.54	0.70	0.89	40.7	31.1	24.6	25.1			
2869.HK	绿城服务	7.70	0.20	0.26	0.34	34.3	26.5	20.1	8.0			
3319.HK	雅生活服务	22.65	0.83	1.14	1.39	24.6	18.0	14.7	5.0			
2669.HK	中海物业	4.04	0.16	0.19	0.24	25.9	20.8	16.8	10.4			
1755.HK	新城悦服务	7.83	0.30	0.44	0.64	23.9	16.1	11.0	6.7			
1995.HK	永升生活服务	4.17	0.13	0.21	0.28	27.9	18.0	13.2	6.4			
平均值						<b>29.6</b>	<b>21.7</b>	<b>16.7</b>	<b>10.3</b>			

资料来源: Wind, 国盛证券研究所, EPS 数据来源于 Wind 一致预期

## 5. 风险提示

地产调控趋严风险，物管业务拓展不及预期风险，管控半径约束风险，应收账款坏账风险等。

### （1）地产调控趋严风险

装饰行业与房地产行业存在显著关联性。近年来，为了调整房市结构、防止房价上涨过快，挤压房市泡沫以避免出现大的资产泡沫化，国家采取了金融、税收、行政等一系列手段对房地产行业进行宏观调控。若后续地产调控持续趋严，则装饰行业成长可能受阻。

### （2）物管业务拓展不及预期风险

一方面公司对嘉泽特收购尚未完成，交易是否能顺利完成仍具有较多不确定性，未来即便交易完成后，承诺业绩是否能实现亦具有不确定性；另一方面，公司作为新进入者，在能力和经验上将面临挑战。

### （3）应收账款坏账风险

公司应收账款余额较大，应收账款净额占总资产比例较高是由所处行业的特点决定的。随着本公司业务规模的扩大，公司应收账款余额总体上呈增加趋势，应收账款净额占总资产的比例预计仍将可能保持较高水平。如果未来宏观经济发生不利变化或者货币资金环境趋紧等因素导致公司应收账款不能及时回收将影响公司的资金周转速度和经营活动现金流量，从而对公司的生产经营及业绩水平造成不利影响。

### 免责声明

国盛证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。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及资料保持在最新状态，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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

### 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

### 投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的6个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中A股市场以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普500指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在-5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
减持		相对同期基准指数跌幅在10%以上	

### 国盛证券研究所

#### 北京

地址：北京市西城区平安里西大街26号楼3层

邮编：100032

传真：010-57671718

邮箱：gsresearch@gszq.com

#### 南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道1115号北京银行大厦

邮编：330038

传真：0791-86281485

邮箱：gsresearch@gszq.com

#### 上海

地址：上海市浦明路868号保利One56 1号楼10层

邮编：200120

电话：021-38934111

邮箱：gsresearch@gszq.com

#### 深圳

地址：深圳市福田区福华三路100号鼎和大厦24楼

邮编：518033

邮箱：gsresearch@gszq.com