

审慎推荐-A (首次)

柯利达 603828.SH

目标估值: NA
 当前股价: 4.58 元
 2020年03月13日

传统主营稳健，战略转型装配式装修新领域

基础数据

上证综指	2923
总股本(万股)	55333
已上市流通股(万股)	54756
总市值(亿元)	25
流通市值(亿元)	25
每股净资产(MRQ)	2.1
ROE(TTM)	2.7
资产负债率	67.9%
主要股东	苏州柯利达集团有限
主要股东持股比例	37.93%

股价表现



资料来源: 贝格数据、招商证券

相关报告

郑晓刚

zhengxiaogang@cmschina.com.cn
 S1090517070008

于泽群

yuzequn@cmschina.com.cn
 S1090518080002

我们预测未来装配式装修发展是大趋势，公司积极布局公装装配式，配合公司引入战投，将有效提升市场竞争力。公司对应 20 年的 PE、PB 分别为 21.4、1.7，首次覆盖，给予“审慎推荐-A”评级。

□ **传统主业夯实，幕墙与公装推动成长。**公司连续多年被评为江苏省建筑装饰十强、全国建筑装饰百强企业、幕墙 50 强企业，是业内的领军企业。公司立足江苏，逐渐把业务拓展全国范围内，打造“建筑幕墙+公共建筑装饰”双维度发展。18 年建筑装饰工程收入 12.85 亿元，占营收 92.4%，增速达 30.86%。**幕墙行业机遇仍存，公司营收增长稳健。**17 年我国建筑幕墙工程总产值达 3700 亿元，增速为 8%，预计到 20 年总产值将突破 5000 亿元，年均增长速度在 11% 左右。18 年 CR8 为 9.47%。公司 18 年幕墙业务收入 12.85 亿元，增速为 30.76%，为公司近年新高点；幕墙业务毛利率为 14.91%，稳中有升，处于行业较高水平。**公装前景看好，公司业务稳步增长。**17 年公装市场产值为 2.03 万亿元，占建筑装饰市场总产值 51.52%，增速为 7.95%。公装行业增速放缓，产值稳步上升。19 年固投有所下降，但房地产投资增速为 9.92%，有望继续推动行业发展。

□ **公司定增引入战投，进军装配式装修带来新机遇。**公司拟定增 5.69 亿元引入战略投资者陈正华先生为江苏省建设集团董事长，苏州中恒投资有限公司以及江苏省住建集团均为江苏省工程总包商。装配式装修在业务上的发展需要与 EPC 相结合，在设计建设一体化过程中体现出装配式的优势。公司集中资源快速切入装配式装修行业，有望取得先发优势。

□ **投资建议：**公司依托原有公装及幕墙的技术优势，开始进军装配式装修领域，同时公司拟计划非公开募集 5.69 亿元引入战略投资者，深度绑定江苏省省内总包商，有望快速开展装配式装修业务。此外，公司通过定增有望降低资产负债率，为接下来转型战略保驾护航。我们预计公司 2019 年-2021 年 EPS 分别为 0.08、0.21 以及 0.29 元，对应 PE 为 55.3、21.4 以及 15.6 倍，首次覆盖，给予“审慎推荐-A”评级。

□ **风险提示：**业务转型不及预期、应收账款风险，定增方案不及预期。

财务数据与估值

会计年度	2017	2018	2019E	2020E	2021E
主营收入(百万元)	2035	2385	2470	3374	4586
同比增长	24%	17%	4%	37%	36%
营业利润(百万元)	70	86	67	222	304
同比增长	14%	22%	-22%	232%	37%
净利润(百万元)	58	58	46	151	207
同比增长	19%	1%	-22%	231%	37%
每股收益(元)	0.17	0.14	0.08	0.21	0.29
PE	26.2	33.4	55.3	21.4	15.6
PB	1.4	1.8	2.2	1.7	1.6

资料来源: 公司数据、招商证券

正文目录

一、传统主营业务夯实，幕墙与公装推动成长	5
1、立足江苏，打造“建筑幕墙+公共建筑装饰”双维度发展	5
2、实控人股权较集中，近期引入战略投资者	6
3、主营业务成熟，历史业绩稳健	7
4、施工与设计资质齐全，获奖与专利数量众多	10
二、幕墙行业机遇仍存，公司营收增长稳健	12
1、幕墙市场稳健增长，发展机遇仍存	12
2、行业集中度低，第一梯队企业区域集中	14
3、幕墙营收稳健增长，订单数量及质量支撑再发展	15
三、公装前景看好，公司业务稳步增长	16
1、公装行业发展态势良好，未来成长空间依然可观	16
(1) 建筑装饰业看好发展，公装市场潜力可观	16
(2) 商业地产、科教文卫体等产业支撑公装发展	17
2、公司公装经营稳健，毛利持续增长	19
四、定增引入战投进军装配式装修带来新机遇	21
1、政策持续驱动装配式装修快速发展	21
(1) 政策助力装配式装修，迎来发展拐点	21
(2) 装配式装修优势凸显，成为装饰业发展新趋势	23
2、公司进军装配式装修领域，强化企业竞争力	26
(1) 定增补流有望推动公司快速进军装配式装修领域	26
(2) 引入产业战投，深度绑定业务发展	26
五、投资建议	30
六、风险提示	30

图表目录

图 1: 柯利达公司发展历程	5
图 2: 公司省外业务营收已经占比达 50%以上	6
图 3: 柯利达股权结构图	6
图 4: 2018 年公司主营收入构成	7
图 5: 2012 年至 2018 年主营业务同比增速	7

图 6: 太湖国际会议中心幕墙工程.....	8
图 7: 苏州工业园区生物纳米科技园幕墙工程.....	8
图 8: 苏州大学炳麟图书馆.....	8
图 9: 月亮湾喜来登酒店.....	8
图 10: 中国建筑幕墙工程总产值及增速.....	12
图 11: 2010-2019 办公楼销售、开工情况.....	13
图 12: 2010-2019 办公楼投资情况.....	13
图 13: 2010-2017 年 CR8 呈下降趋势.....	14
图 14: 2010-2017 年代表公司市占率比较.....	14
图 15: 2018 年中国幕墙 50 强分布.....	15
图 16: 公司幕墙业务营收稳健增长.....	15
图 17: 公司幕墙业务毛利率小幅下降.....	16
图 18: 近七年代表公司市占率比较.....	16
图 19: 2008-2017 年公共建筑装饰市场产值及增速.....	16
图 20: 2008-2017 年建筑装饰市场总产值及增速.....	16
图 21: 2008-2017 年公共建筑装饰与住宅装饰市场产值占比.....	17
图 22: 2010-2019 年房地产开发投资额及增速.....	17
图 23: 2010-2019 固定资产投资额及增速.....	17
图 24: 2010-2019 年商业营业用房投资额及增速.....	18
图 25: 2010-2019 年办公楼投资额及增速.....	18
图 26: 2010-2019Q3 年星级酒店数量.....	18
图 27: 2010-2019Q3 高端酒店占比.....	18
图 28: 2010-2017 年科、教、医、文、体、娱乐用房建筑装饰业竣工价值.....	19
图 29: 2011-2018 年公装业务收入占比.....	19
图 30: 2016-2019Q3 公共建筑装饰工程累计签订额.....	20
图 31: 2016-2019Q3 公共建筑装饰工程收入.....	20
图 32: 2011-2018 年公共建筑装饰工程毛利及增速.....	20
图 33: 2011-2018 年公共建筑装饰工程毛利率.....	20
图 34: 南京 MAX 生命科学研发中心.....	28
图 35: 南京体育学院.....	28
图 46: 江苏永钢主营收入构成.....	29

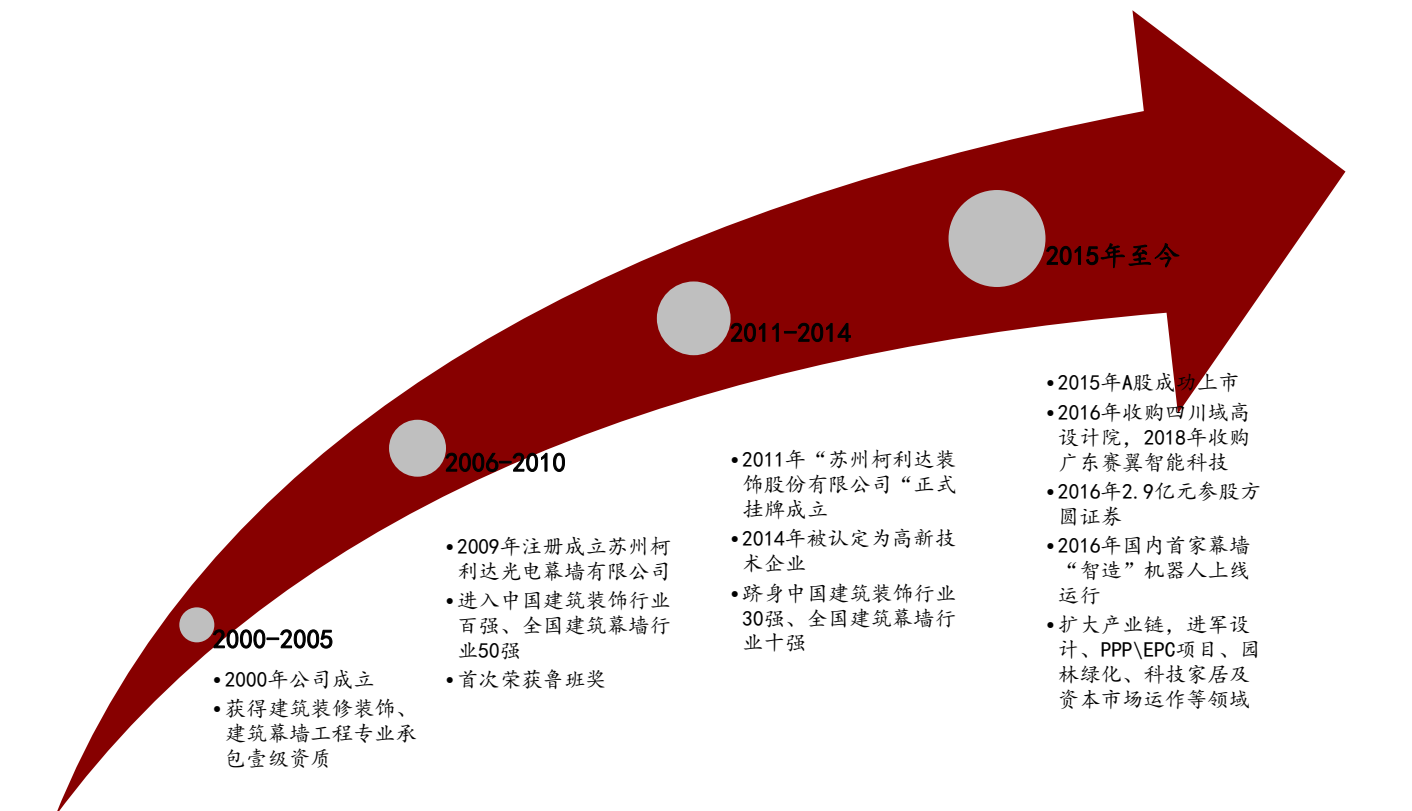
图 37: 2014-2019 年江苏永钢营收及增速	29
图 38: 2014-2019H1 江苏永钢营业利润及增速	29
图 39: 2016-2019H1 江苏永钢毛利率	29
表 1: 公司自上市以来参与重要项目统计	9
表 2: 公司建筑幕墙及相关主要产品分类	9
表 3: 公司及子公司具备的主要业务资质情况	10
表 4: 公司近三年部分工程获奖	10
表 5: 公司近三年部分技术获奖	11
表 6: 各省固投增速计划值与实际值	13
表 7: 2018 年代表公司市占率情况	14
表 8: 同行业上市公司毛利率	20
表 9: 政府文件发布频繁, 助力推动装配式建筑	21
表 10: 装配式装修历史政策	22
表 11: 全国各省市发布的装配式装修相关文件	23
表 12: 装配式装修和传统式装修工期对比	24
表 13: 环保性能对比	25
表 14: 装配式装修和传统式装修对比	25
表 15: 2019 年 12 月公司原非公开发行预案	26
表 16: 公司引入战略投资者认购资金占比	26
表 17: 中亿丰在 BIM 技术领域的软件著作权	27
表 18: 中亿丰上榜榜单及排名	27
表 19: 江苏永钢上榜榜单及排名	28
表 20: 公司盈利预测简表	30
附: 财务预测表	31

一、传统主营业务夯实，幕墙与公装推动成长

1、立足江苏，打造“建筑幕墙+公共建筑装饰”双维度发展

苏州柯利达装饰股份有限公司（简称“柯利达”）成立于2000年，总部位于江苏苏州，于2015年在A股成功上市。公司旗下拥有苏州柯利达光电幕墙有限公司、苏州中望宾舍设计有限公司等九家子公司，并于2016年收购四川域高设计有限公司，形成建筑装饰、幕墙、设计、PPP\EPC项目、园林绿化、科技家居及资本市场运作、实业制造等多产业链架构。

图 1：柯利达公司发展历程

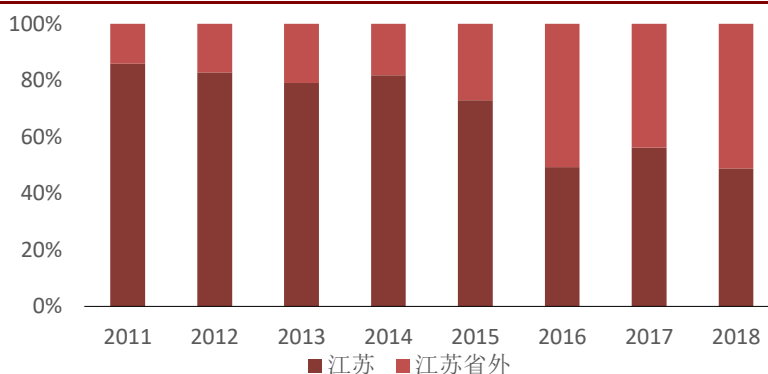


资料来源：公司官网、招商证券

公司立足江苏，并积极开拓省外业务。公司在深耕省内业务的基础上，分布、有效地加速拓展全国市场，省外业务呈现较快增长趋势。公司以设立以成都为中心的西南区域，以北京为中心的华北区域，以郑州为中心的中原区域等作为重点拓展区域，并在全国其他11个城市营销网点基础上，进一步完善全国市场营销网络，初步形成了一个遍及华东、华北、西北、西南、东北的覆盖全国重点市场的营销网络。

在“华东为基础，以事业部模式（北京、成都、广州等地）为据点，辐射全国”的市场格局下，加之公司品牌效应的显现，近年来公司省外业务占比稳步上升，并在近三年内逐步稳定于占公司总营收的一半左右。

图 2: 公司省外业务营收已经占比达 50%以上



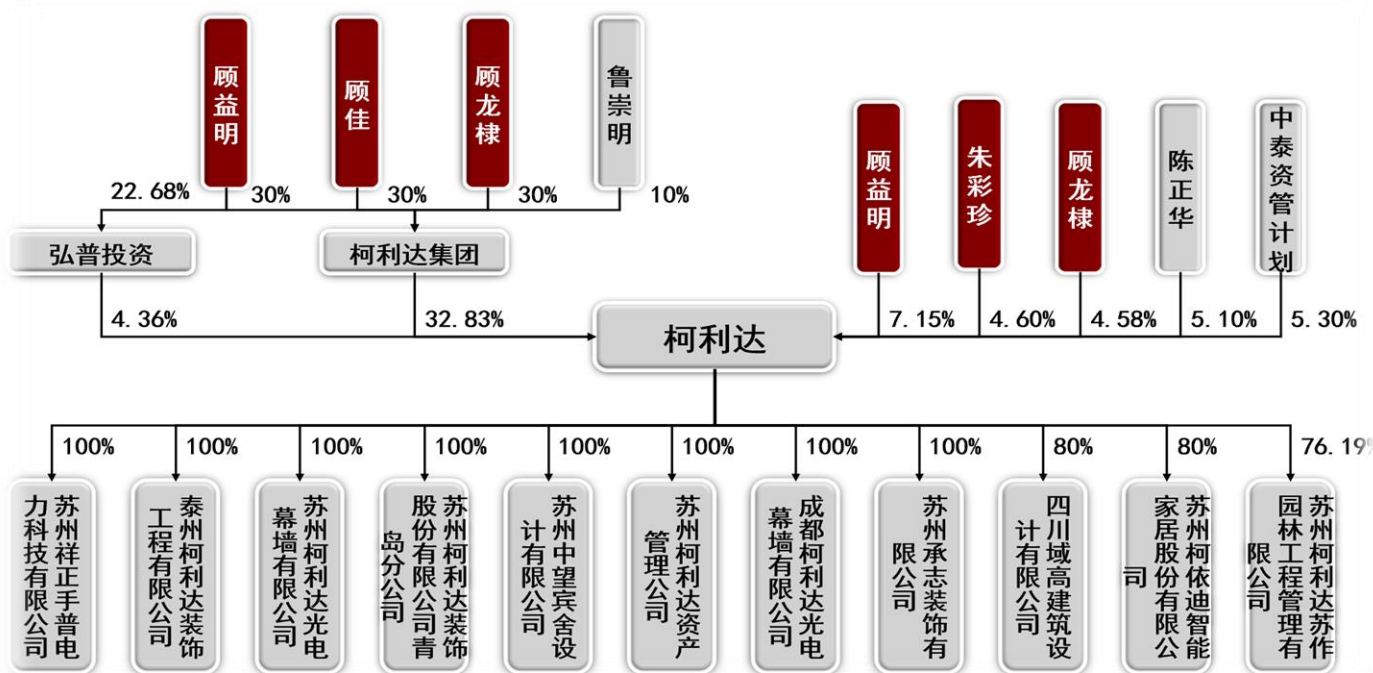
资料来源: Wind、招商证券

公司主营业务为建筑幕墙与建筑装饰工程的设计与施工,坚持“内外兼修”的经营理念,以“建筑幕墙+公共建筑装饰”平行推进为业务发展模式,以设计带动施工,具备建筑幕墙设计、生产、施工与公共建筑装饰设计、施工协同发展的产业链;同时以传承苏式园林建筑“精品传世”的建设宗旨,以“为城市经典留影”为建设理念,专筑精品工程。

2、实控人股权较集中, 近期引入战略投资者

公司实际控制人股权较为集中。截至 2020 年 1 月,公司总股本为 5.53 亿,公司股权结构如下图所示。公司的控股股东为公司的实际控制人为顾益明、顾龙棣、顾佳先生与朱彩珍女士,四人直接间接合计持股共计 46.87%,股权较为集中。其中顾益明为公司董事长,顾龙棣为公司董事,二人系兄弟关系;朱彩珍为原实际控制人顾敏荣之妻,顾佳为原实际控制人顾敏荣之子。

图 3: 柯利达股权结构图



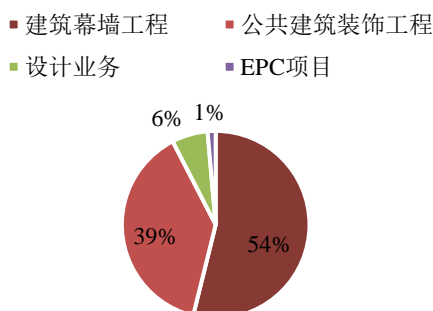
资料来源: 公司公告、公司年报、招商证券

近期，公司控股股东、实际控制人通过协议转让的方式引入战略投资者。其中，公司控股股东拟转让公司 5.1% 股份给陈正华，公司实际控制人顾益明、朱彩珍、顾龙棣拟转让所持公司 5.3% 股份给中泰资管计划。陈正华先生现任江苏省建筑工程集团有限公司董事长、中能服能源科技股份有限公司董事、均安控股有限公司执行董事、扬州熙龙房地产开发有限公司执行董事、江苏华远投资集团有限公司执行董事兼总经理等职务。此次协议转让旨在为公司引入战略投资者，加强业内协同，建立长效共赢机制，提升公司竞争力，促进公司持续稳定发展；本次协议转让未导致公司控制权、实际控制人发生变更。

3、主营业务成熟，历史业绩稳健

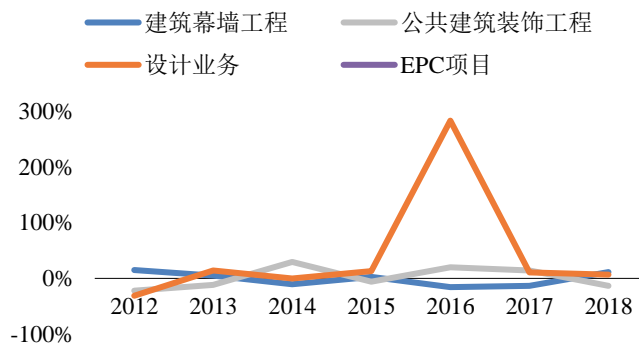
公司传统主营业务为建筑幕墙（外装）与建筑装饰工程（内装）的设计与施工，近年来逐步开拓设计业务与 EPC 项目。2018 年建筑装饰工程收入占公司主营业务收入的 92.4%，设计业务及 EPC 项目仅占 7.58%。其中外装业务占比 53.86%，内装业务占比 38.54%。近年来外装业务收入增速虽有波动，却始终为占比最大的主营业务。2016 年并表四川域高使设计业务收入增长 283%，此后设计业务占比维持 6% 左右。

图 4：2018 年公司主营收入构成



资料来源：Wind、招商证券

图 5：2012 年至 2018 年主营业务同比增速



资料来源：Wind、招商证券

建筑幕墙工程：

建筑幕墙是建筑的外衣。作为一类安装于建筑物结构上的外围护体系，建筑幕墙具有施工期短、重量轻、成本低、物理性能好及能广泛应用新型节能、环保材料的特点，广泛用于各类公共建筑及高端住宅。

建筑幕墙工程目前占据公司主营业务的 50% 以上，在业内享有良好的声誉，公司已连续多年位列全国建筑幕墙行业 50 强（2018 年度位列全国第 5 位），被业内人士誉为“长三角地区最具成长性的幕墙装饰第一品牌”。公司曾主持和参与过国内许多重点幕墙工程的系统设计及生产施工工作，如江苏省建设管理综合楼幕墙工程（鲁班奖）、苏州工业园区综合保税区综保大厦幕墙工程（全国建筑装饰奖）、苏州工业园区生物纳米科技园幕墙工程（全国建筑装饰奖）、陕西郭家河煤矿、万达广场（沈阳、常州、漳州）等一大批政府重点工程和企业知名项目。

公司建筑幕墙生产能力强。柯利达旗下拥有两大幕墙加工中心（苏州工业园区占地 150 亩，其中进行装配化生产的工厂占地 25 亩；成都天府新区占地 60 亩）。其中，苏州工业园区加工中心引进多台来自德国、意大利等发达国家的各类幕墙门窗生产设备，具有完整的铝合金门窗、幕墙生产流水线，拥有国内首款幕墙“智造”机器人以及 200 余名训练有素、技术娴熟的操作人员，加工工艺、施工技术均达到国际一流水平，目前单元板块年生产能力达 30 万平米，能同时供应 5-7 个单元板块幕墙工程同时施工，跻身华东地区最大的自有单元板块幕墙加工基地之一。

图 6：太湖国际会议中心幕墙工程



资料来源：公司官网、招商证券

图 7：苏州工业园区生物纳米科技园幕墙工程



资料来源：公司官网、招商证券

建筑装饰工程：

公司自成立起便涉足该项业务，是公司传统业务板块。公司以商务办公楼、政府行政办公楼、高端酒店、科教文卫等公共建筑装饰业务为主，承接了一批有影响的内装饰工程，如北京首都国际机场贵宾厅、月亮湾喜来登酒店、苏州大学炳麟图书馆、山塘雕花楼、上海虹桥机场 2 号航站楼东郊广场、山东清御园君庭酒店等。

公司正进军装配式装修领域。顺应装饰行业方向变化，公司现已设立子公司苏州柯依迪智能家居股份有限公司，通过打造“智能家居产业基地（苏州相城区占地 120 亩）+装配化装修研发基地+内部管控体系+营销服务”体系为基础，以“智能+匠心”为中心推动力，力争成为中国装配式智能家居整体解决方案的践行者、行业一流的现代化综合科技企业。

图 8：苏州大学炳麟图书馆



资料来源：公司官网、招商证券

图 9：月亮湾喜来登酒店



资料来源：公司官网、招商证券

设计业务:

公司旗下拥有一大设计研发基地（苏州高新区运河路 99 号，建筑面积 5.5 万平米）和 3 家设计公司，分别是苏州中望宾舍设计有限公司、四川柯利达建筑设计咨询有限公司和四川域高建筑设计有限公司。其中，四川域高建筑设计有限公司是国家建设部批准的甲级建筑设计单位。公司曾获“2013—2014 年度十大最具影响力设计机构(综合类)”荣誉称号。

EPC 项目:

公司与四川域高设计的结合，为公司开拓 EPC、PPP 项目提供可能。2018 年 4 月，公司控股子公司四川域高建筑设计有限公司苏州分公司签署了《瓜沥七彩小镇项目工程建设 EPC 总承包合同》，合同价格为 8 亿元。同年 12 月，公司成功中标西昌市城乡规划建设和社会保障局西昌市一环路历史风貌核心区二期及城区亮化工程二期 PPP 项目，建设总投资约 7.78 亿元。

表 1: 公司自上市以来参与重要项目统计

项目名称	中标日期	金额 (亿元)	工期
苏州市工程建设项目中标	2015/06	1.8	336 天
2015 年合计		1.8	
泰州医药高新区体育文创中心建设 PPP 项目	2016/11	12.0	建设期 2 年，运营期 8 年
2016 年合计		12.0	
苏州市世嘉科技股份有限公司生产厂房项目工程	2017/04	0.1	
苏州湾文化中心（苏州大剧院、吴江博览中心）幕墙工程	2017/07	3.0	560 天
高铁新城商务酒店项目内装工程	2017/08	2.7	203 天
2017 年合计		5.8	
亚洲基础设施投资银行总部永久办公场所幕墙工程（一标段）	2018/03	3.5	436 日历天
瓜沥七彩小镇一期精装工程及二期 EPC 工程总承包	2018/04	8.0	一期精装工程暂定 2018 年 5 月 30 日
【联合】西昌市城乡规划建设和社会保障局西昌市一环路历史风貌核心区二期及城区亮化工程二期 PPP 项目	2018/12	7.8	建设期 2 年，运营期 13 年
2018 年合计		19.2	
扬州 GZ100 地块（扬州绿地健康城）批量住宅装配式装修及公共区域装修合同	2019/12	4.6	预计竣工日期为 2022 年 12 月 31 日
2019 年合计		4.6	

资料来源：公司公告、招商证券

表 2: 公司建筑幕墙及相关主要产品分类

产品类别	产品概况
构件式幕墙	具有独立的竖框及横栏构成支撑格，施工现场组装，弹性连接，隔音效果好。
单元式幕墙	工厂化生产组装，加工精度高，安装快速、施工周期短，防雨水渗透性能好。
半单元式幕墙	具有构件式幕墙及单元式幕墙的综合特色，工厂化程度高，构建加工组装精度高。
支点式幕墙	属于无框式幕墙，美观大气，适用于中庭入口等大跨度部位，是最为通透的幕墙系统。
金属幕墙	面板由金属制造，重量轻、防水、防污、防腐蚀性能优良，易于维护，建筑形式富有冲击力。
遮阳系统	用以避免建筑物受过量阳光照射，减少内部空调能耗，改善能源效率。
雨棚系统	建筑物外层结构组成部分，位于建筑物入口、出口处，为建筑物挡风雨及阳光，同时突出整体设计效果。
栏杆/栏板系统	用于安全防护及装饰，应用于有通道的屋顶边缘、室内楼面及露台。

资料来源：公司招股说明书、招商证券

4、施工与设计资质齐全，获奖与专利数量众多

公司是业内少有的拥有多项顶级施工与设计资质的领军企业。公司具备国家住建部颁发的《建筑装修装饰工程专业承包壹级》、《建筑幕墙工程专业承包壹级》、《钢结构工程专业承包壹级》、《金属门窗工程专业承包壹级》等4项施工壹级资质证书，以及《建筑装饰工程设计专项甲级》、《建筑幕墙工程设计专项甲级》、《建筑行业（建筑工程）甲级》、《风景园林工程设计专项甲级》等4项设计甲级资质证书。

表 3：公司及子公司具备的主要业务资质情况

公司名称	资质名称	等级
股份公司	建筑装修装饰工程专业承包	壹级
	建筑幕墙工程专业承包	壹级
	钢结构工程专业承包	壹级
	建筑机电安装工程专业承包	贰级
	电子与智能化工程专业承包	贰级
	建筑装修装饰设计专项	甲级
	建筑幕墙设计专项	甲级
	建筑智能化设计专项	乙级
	轻型钢结构设计专项	乙级
域高设计	建筑工程	甲级
	风景园林工程设计专项	甲级
	给水工程、排水工程、道路工程专项	乙级
光电幕墙	建筑幕墙工程专业承包	壹级
	金属门窗工程专业承包	壹级
	建筑幕墙专项工程设计	甲级
承志装饰	建筑装修装饰工程专业承包	壹级
	建筑幕墙工程专业承包	壹级
	古建筑工程专业承包	贰级
	电子与智能化工程专业承包	贰级
	建筑机电安装工程专业承包	叁级
	工程设计建筑装饰工程专项	甲级
	工程设计建筑幕墙工程专项	甲级

资料来源：公司官网、公司招股书、招商证券

公司屡获企业荣誉、工程荣誉。公司连续多年被评为江苏省建筑装饰十强、全国建筑装饰百强企业、幕墙 50 强企业。幕墙位列全国第 5 名、装饰第 22 名；江苏省内幕墙第一、装饰第二。此外，公司还多次被评为“江苏省优秀装饰企业”、“江苏省建筑业最佳企业”、“江苏省建筑幕墙优秀企业”、“江苏省明星企业”等荣誉称号。目前公司获得的包括鲁班奖、科技创新成果奖、全国建筑装饰奖在内的国家级奖项 135 项，省级奖项达 185 项；国家级文明工地 3 项，省级文明工地 52 项。

表 4：公司近三年部分工程获奖

荣誉奖项	获奖内容	颁发单位
2018-2019 年度国家优质工程奖（境内工程）	苏州中心广场 H 地块	中国施工企业管理协会
2018 年度江苏省优质工程奖“扬子杯”奖	泰州市中医院整体搬迁工程 苏州高新区人民医院二期扩建项目（主楼） 苏州中心广场 A、H 地块商业办公楼土建总承包工程	江苏省住房和城乡建设厅

2019 年苏州市“姑苏杯”（房建等类）优质工程奖	艺树家工场 枫桥中心小学东校区 苏州高新区实验小学（西校区） 成大实验小学项目附属配套及改造工程 华兴源创电子科技项目（DK20140094 地块）车间、门卫工程	宿州市住房和城乡建设局
2019 年苏州市“姑苏杯”（装饰等类）优质工程奖	设计研发中心建设项目 太湖新城吴江开平路以北水秀街以西地块商住用房项目（19#楼、33#楼及地下车库） 苏州市第五人民医院迁址新建项目内装工程 新建标准厂房（华夏科技园）一期 1~5#幕墙工程	
2017 年江苏省优质工程奖“扬子杯”奖	苏州国际财富广场（西塔、裙房及地下室） 苏州国际财富广场幕墙工程二标段（东塔楼） 月亮湾 B05（DK20100288）地块；月亮湾 B06（DK20100289 号）地块 A、B、C、地库土建安装	江苏省住房和城乡建设厅
2018 年第一批“琅琊杯”优质工程奖	滁州市苏滁现代产业园国际商务中心项目	滁州市建筑业协会
2016-2017 年度国家优质工程奖	DK20130027 地块微软（中国）苏州科技园区一期办公楼工程 江苏省建大厦	中国施工企业管理协会
2016-2017 年度全国建设工程鲁班奖（国家优质工程）	南京禄口国际机场二期工程 T6 航站楼 苏州现代传媒广场项目总承包工程 连云港市档案馆、城建档案馆迁建工程 泰州市公安局业务技术用房	中国建筑业协会

资料来源：公司官网、建设库、招商证券

公司掌握业内领先技术。公司已取得发明及实用新型专利 237 余项，其中幕墙连接结构及异性曲面铝板飘带幕墙系统、双曲面单元幕墙系统等 45 项专利荣获全国建筑装饰行业“科技创新成果奖”，苏州山塘雕花楼等 35 项工程荣获全国建筑装饰行业“科技示范工程奖”。

表 5：公司近三年部分技术获奖

荣誉奖项	获奖内容	颁发单位
2019 年全国建筑装饰行业科技创新成果奖	一种幕墙连接结构及异性曲面铝板飘带幕墙系统 一种踢脚结构 骨架隔墙	国建筑装饰协会施工委员会
2019 年度江苏省土木建筑学会·土木建筑科技二等奖	百米级跨度柔性空间弯扭管桁架结构设计施工技术研究与运用	江苏省土木建筑学会
2017 年全国建筑装饰行业科技创新成果奖	一种可拆卸灯光装饰条及幕墙系统 一种大尺寸截面装饰线条及幕墙系统 一种单元装配式的暗龙骨吊顶系统及其施工方法	国建筑装饰协会施工委员会
2016 年全国建筑装饰行业科技创新成果奖	一种大规格吊挂肋玻点式玻璃幕墙的安装施工技术 一种新型组合门套 一种 LED 整体可拆卸灯箱	

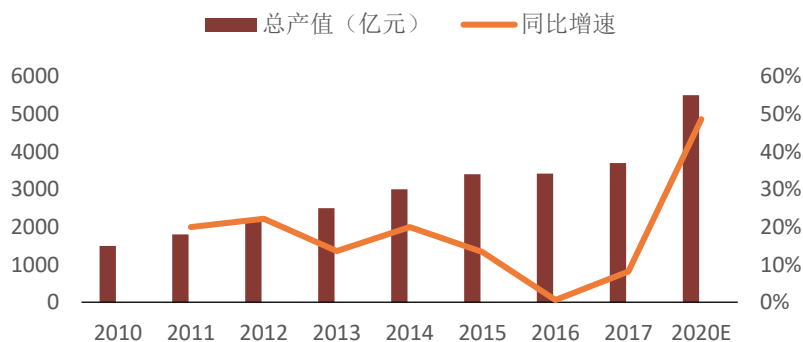
资料来源：公司官网、建设库、招商证券

二、幕墙行业机遇仍存，公司营收增长稳健

1、幕墙市场稳健增长，发展机遇仍存

作为幕墙生产和使用大国，我国建筑幕墙行业始终保持稳步增长的趋势。2017年全国建筑装饰和其他建筑业年总产值为5669亿元，同比增长4%。至2017年，我国建筑幕墙工程总产值已达3700亿元，同比增长幅度为8%。从历年增长来看，2016年已现行业发展拐点，且根据《建筑装饰行业“十三五”发展规划纲要》目标，预计到2020年中国建筑幕墙工程总产值将突破5000亿元，年均增长速度在11%左右，建筑幕墙市场前景看好。从市场应用结构来看，根据历年幕墙招标统计数据，商业建筑在中国幕墙消费总额中占比最大，约占66.8%；其次是公共建筑，约占30.1%；高档住宅占比很小，约为3.1%。

图 10：中国建筑幕墙工程总产值及增速

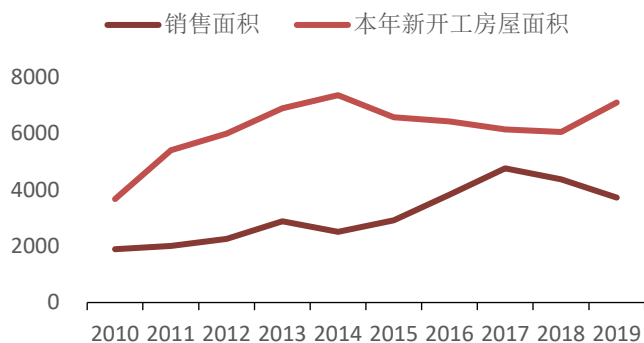


资料来源：住建部、前瞻产业研究、招商证券

公司以“商业空间+公共空间”为主要细分市场，承接的装饰工程主要集中于商务写字楼、城市商业综合体、星级酒店等城市商业空间，以及机场、车站、轨道交通、博物馆、图书馆、体育场馆、学校、医院等民生和文化类城市公共空间。

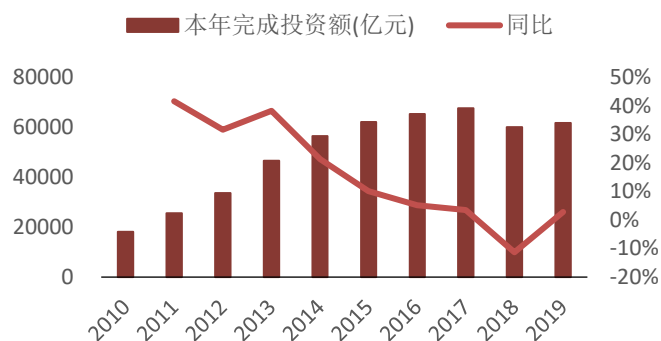
办公楼投资拐点已现，良好前景助力建筑幕墙行业规模进一步扩大。2019年，全国办公楼销售面积为3723万平方米，新开工房屋面积为7084万平方米，办公楼完成投资额达6.16万亿，同比增长3%。2018年已现办公楼投资额拐点，且受“十三五”绿色建筑拉动增长，预计市场前景良好。

图 11: 2010-2019 办公楼销售、开工情况



资料来源: Wind、招商证券

图 12: 2010-2019 办公楼投资情况



资料来源: Wind、招商证券

尽管 2020 年全国固投计划增速总体有所下调,但仍存在区域性机遇。2019 年,全国固定资产投资(不含农户)551478 亿元,同比增长 5.4%。在 12 个公布固定资产投资计划增速的省份中,仅天津、广东 2020 年的计划增速高于 2019 年计划增速;2019 年初共有 17 个省公布固投计划增速,但最终仅 4 省公布完成年初目标,其中华北各省完成度较高,西北、华东各省完成度较低。从区域上看,仅天津、安徽、广东三省仍保持“两位数增长”级别,其余各省均已调整 2020 年固投计划增速至 10% 以下。

表 6: 各省固投增速计划值与实际值

省份	2019 年固投增速计划值	2019 年固投增速实际值	2020 年固投增速计划值	
华北	北京市			
	天津市	8% 以上	12% 以上	10% 左右
	河北省	6% 以上	6% 以上	6% 以上
	山西省	6.50%	9% 左右	6% 以上
	内蒙古自治区		6.80%	
东北	辽宁省	8%		7% 以上
	吉林省			
	黑龙江省			
华东	上海市			
	江苏省	6% 左右	5.10%	
	浙江省		10.10%	
	安徽省	10%	9% 以上	10% 左右
	福建省	10% 左右	6%	7.5% 左右
	江西省	9%		
	山东省			5% 左右
华中华南	河南省			
	湖北省			
	湖南省			
	广东省	9% 左右	11.10%	10%
	广西壮族自治区	10%	9%	9%
西南	海南省	10%		
	重庆市	8% 左右		6% 左右
	四川省	10%		
	贵州省	13% 左右		
	云南省	12% 左右		

	西藏自治区			
	陕西省			
西北	甘肃省	6%左右	6%以上	6%以上
	青海省	7%左右	5%	7%
	宁夏回族自治区			
	新疆维吾尔自治区			

资料来源：各地政府工作报告、招商证券

2、行业集中度低，第一梯队企业区域集中

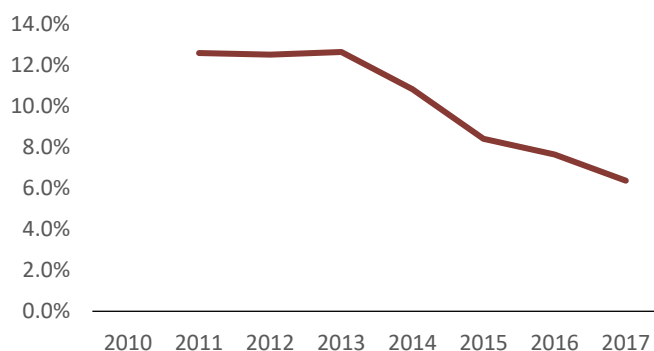
幕墙行业进入壁垒低，集中度较低且近年来持续下降，江河、远大独占市场鳌头。我们选取了位列中国幕墙 50 强的八家上市公司为代表进行分析，推算得 2018 年 CR8 为 9.47%。2018 行业内市占率排名前三的公司为江河集团、远大中国、中航三鑫，市占率分别为 3.14%、1.90%、1.24%；近七年内，江河集团、远大中国两家公司始终处于市场 TOP2 的位置。

表 7：2018 年代表公司市占率情况

公司	幕墙品牌	2017 幕墙综合排名	业务收入 (亿元)	市占率
江河集团	江河幕墙、港源幕墙	1、15	约 76.24	3.1%
远大中国	远大铝业	1	46.16	1.9%
亚厦股份	亚厦幕墙	2	22.29	0.9%
方大集团	方大建科	4	20.11	0.8%
金螳螂	金螳螂幕墙	4	15.65	0.6%
柯利达	柯利达幕墙	5	12.85	0.5%
中航三鑫	三鑫科技	7	30.06	1.2%
嘉寓股份	嘉寓幕墙	24	6.71	0.3%

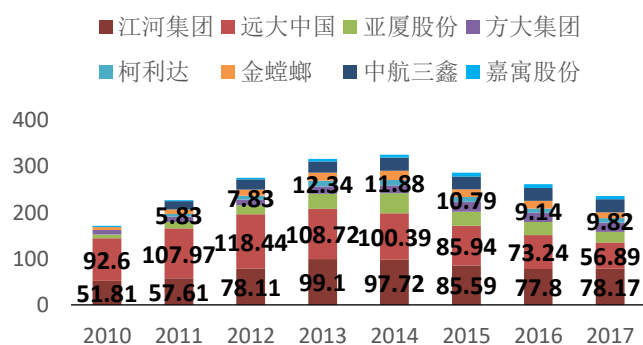
资料来源：公司年报、幕墙工程网、招商证券

图 13：2010-2017 年 CR8 呈下降趋势



资料来源：公司年报、招商证券

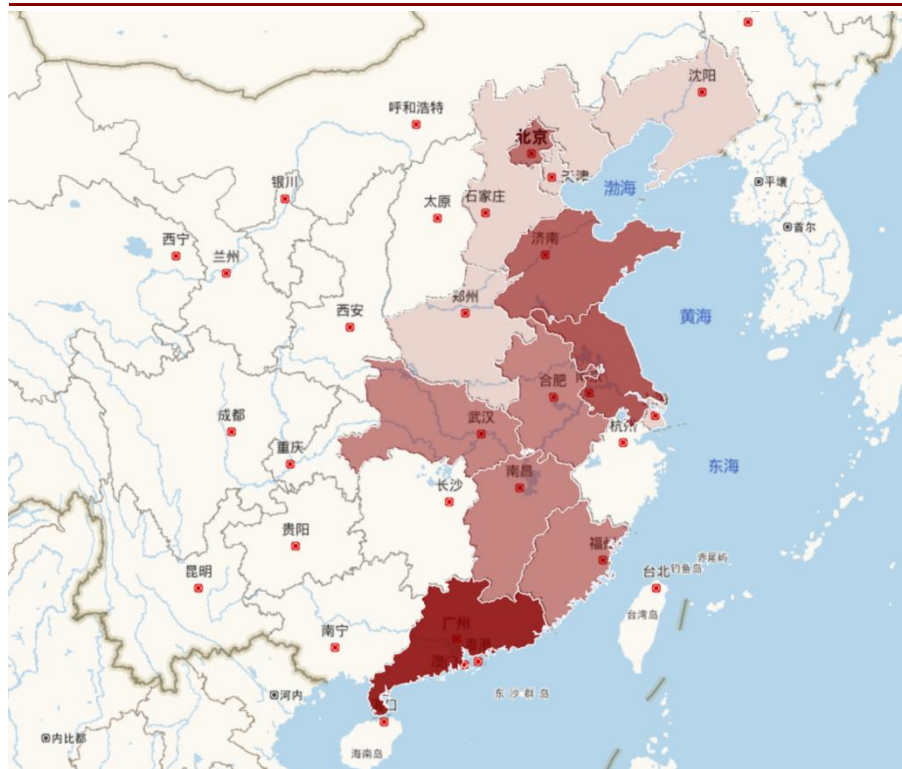
图 14：2010-2017 年代表公司市占率比较



资料来源：公司年报、招商证券

从区域来看，业内第一梯队企业分布集中。2018 年度中国幕墙 50 强企业（共 69 家）分布于东北、华北、华东、华中、华南地区，其中广东省拥有 50 强企业达 23 家，为各省之最，江苏省（11 家）次之，山东省（8 家）位居第三，三省内 50 强企业共计占比 60%。公司建筑幕墙业务在江苏省内的主要竞争对手为金螳螂幕墙、恒尚装饰、王兴幕墙，在全国范围内的主要竞争对手包括江河幕墙、远大铝业。

图 15: 2018 年中国幕墙 50 强分布

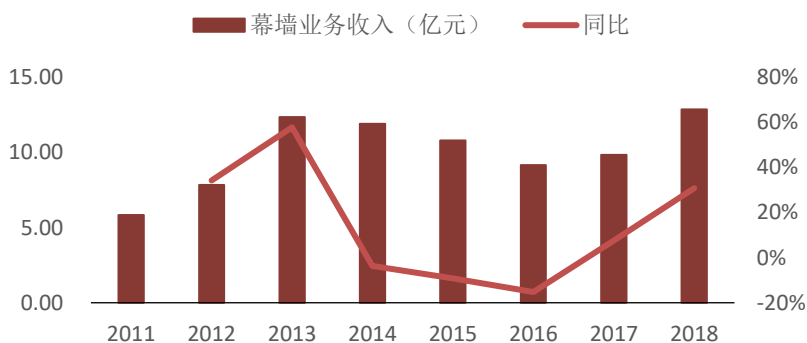


资料来源：幕墙工程网、招商证券

3、幕墙营收稳健增长，订单数量及质量支撑再发展

公司幕墙业务经历 2016 年增速拐点后，现保持稳健增长。2018 年，公司幕墙业务实现营收 12.85 亿元，业务营收同比增长 30.76%，为公司近年新高点。

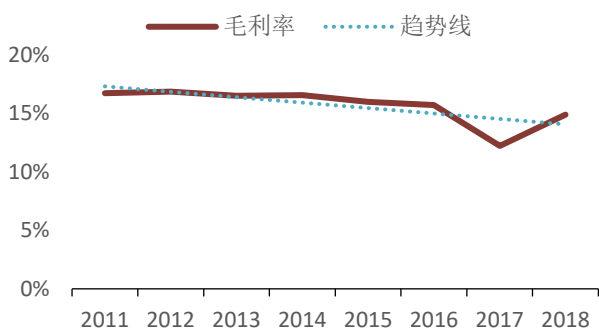
图 16: 公司幕墙业务营收稳健增长



资料来源：Wind、招商证券

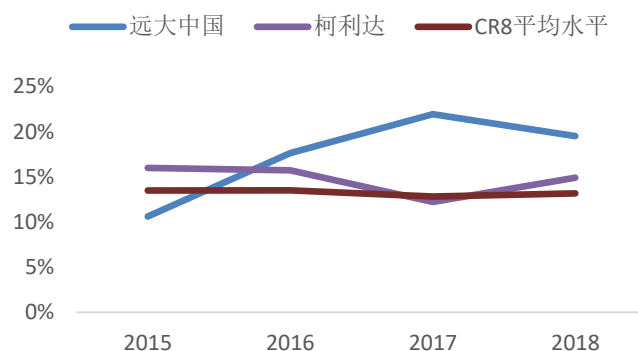
由于幕墙工程人工、材料成本上升，毛利率近年小幅下降。2018 年，公司幕墙业务实现毛利 1.91 亿元；毛利率为 14.91%，稳中有升，处于行业较高水平。

图 17: 公司幕墙业务毛利率小幅下降



资料来源: Wind、招商证券

图 18: 近七年代表公司市占率比较



资料来源: Wind、招商证券

公司在手幕墙工程订单数量大、质量高，支持业绩再发展。2019 年前三季度，公司新签订建筑幕墙工程项目 33 个，合同额共计 11.87 亿元，占 2018 年全年营业总收入的 49.77%。公司近年先后承接了亚洲基础设施投资银行总部永久办公场所幕墙工程（中标金额：3.46 亿元）、苏州湾文化中心（苏州大剧院、吴江博览中心）幕墙工程（中标金额：3.03 亿元）等重大项目，订单质量高。

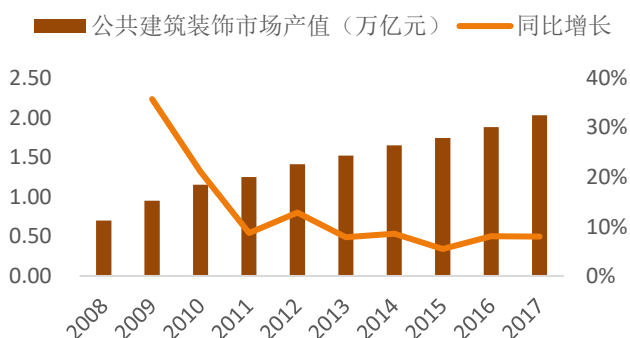
三、公装前景看好，公司业务稳步增长

1、 公装行业发展态势良好，未来成长空间依然可观

(1) 建筑装饰业看好发展，公装市场潜力可观

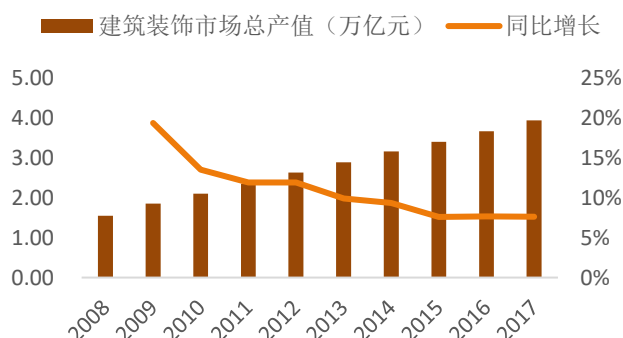
公装行业产值上升，增速放缓：根据《2018 建筑装饰蓝皮书》，2017 年建筑装饰市场总产值为 3.94 万亿元，增速为 7.64%，较 16 年同期 7.65% 增速上升 0.01pp。2017 年公装市场产值为 2.03 万亿元，增速为 7.95%，较 16 年同期 8.05% 增速下降 0.10pp。2017 年公装产值占总产值 51.52%，自 08 年以来，公装产值一直占建筑装饰市场总值的 50% 以上，即公共建筑装饰市场产值占建筑装饰市场产值的一半以上。公装行业虽增速呈放缓趋势，但产值稳步上升。

图 19: 2008-2017 年公共建筑装饰市场产值及增速



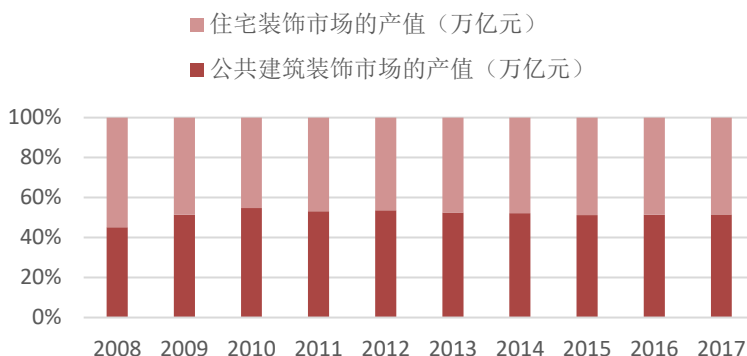
资料来源:《2018 建筑装饰蓝皮书》，招商证券

图 20: 2008-2017 年建筑装饰市场总产值及增速



资料来源:《2018 建筑装饰蓝皮书》，招商证券

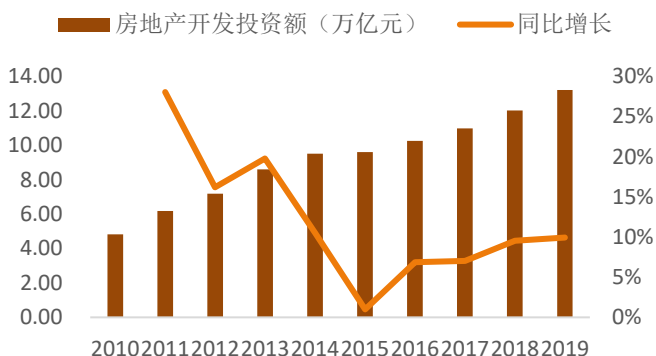
图 21: 208-2017 年公共建筑装饰与住宅装饰市场产值占比



资料来源:《2018 建筑装饰蓝皮书》,招商证券

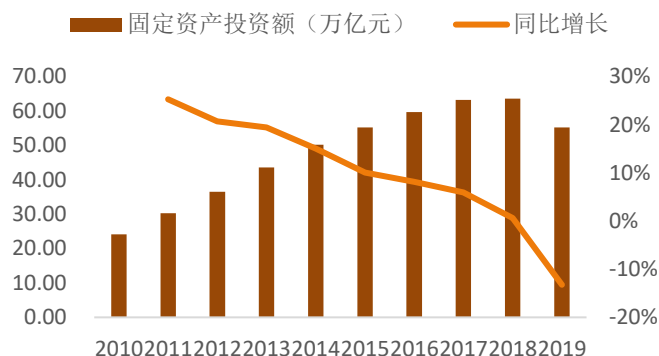
固投总体下降, 房地产投资维持上升趋势。2019 年全国固定资产投资额(不含农户)为 55.15 万亿元, 减速为 13.24%, 较 18 年同期 0.63% 增速下降 13.87pp。2019 年房地产开发投资额为 13.22 万亿元, 增速为 9.92%, 较 18 年同期 9.53% 增速上升 0.39pp。固投下降趋势明显, 但房地产投资增速显著, 有望继续推动建筑装饰行业发展。建筑装饰市场依然存在良好的发展空间。

图 22: 2010-2019 年房地产开发投资额及增速



资料来源: wind, 招商证券

图 23: 2010-2019 年固定资产投资额及增速



资料来源: wind, 招商证券

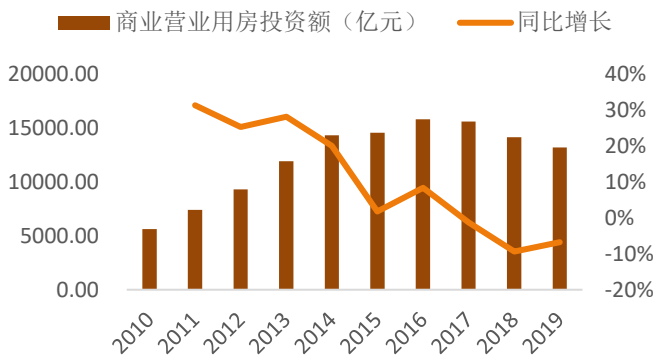
(2) 商业地产、科教文卫体等产业支撑公装发展

商业地产、星级酒店协力推动城市商业空间装饰装修。城市商业空间建筑的装饰装修包含商务写字楼、城市商业综合体、星级酒店等公共建筑装饰。

商业营业用房和办公楼投资额下降趋势有所回转, 投资额增速上升: 19 年商业营业用房投资额为 13226 亿元, 增速为-7%, 较 18 年同期-9% 增速上升 2.64pp。自 16 年商业营业用房投资额不断下降后, 首次出现回升。19 年办公楼投资额为 6263 亿元, 增速为 3%, 较 18 年同期-11% 增速上升 14.09pp。18 年后办公楼投资增速由负转正。

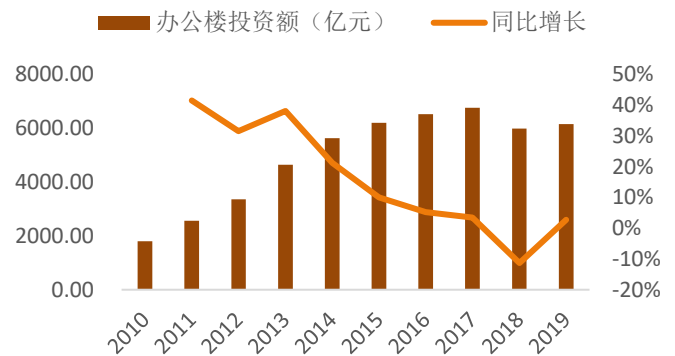
商业地产作为城市化发展的主要标志之一, 是国内经济发展的重要引擎, 其中蕴含着巨大的装饰业务量, 是公共建筑装饰行业发展的重要驱动因素。商业营业用房和办公楼投资额下降趋势有所回转, 有望推动公共建筑装饰的市场需求进一步增长。

图 24: 2010-2019 年商业营业用房投资额及增速



资料来源: wind, 招商证券

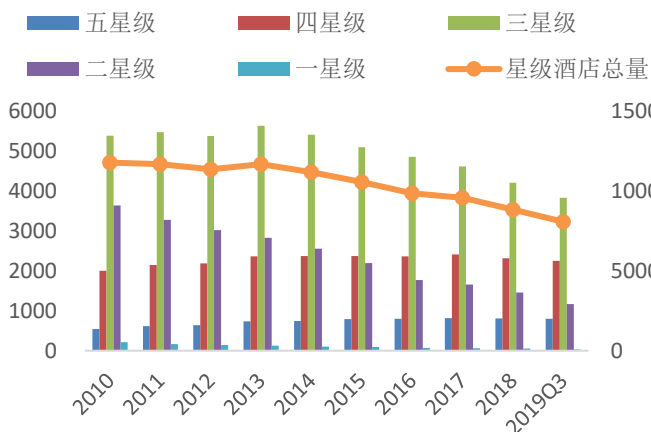
图 25: 2010-2019 年办公楼投资额及增速



资料来源: wind, 招商证券

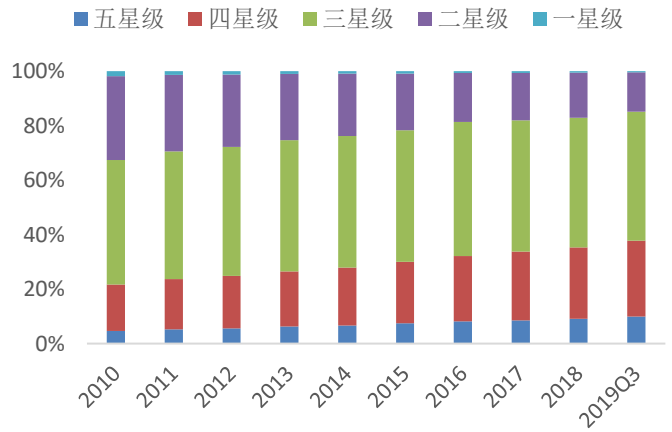
星级酒店总量下降, 高端酒店占比上升: 伴随国民经济的逐步发展, 旅游业、商务出行等产业的快速发展推动了星级酒店的建设。星级酒店装修一般 5-7 年更新一次, 新增星级酒店建设和存量酒店的改造催生装饰需求。星级酒店总量自 09 年之后呈稳步下降趋势, 截止至 2019 年第三季度, 全国星级酒店总量为 8077 家。其中三星级、四星级、五星级酒店加总占比为 85.14%, 较 18 年占比 82.91% 上升 2.23%。自 2000 年起, 高端酒店占星级酒店占比逐年递增。高端酒店的装饰需求呈现出良好的增长态势, 不仅增加了建筑装饰的市场规模需求, 而且对装饰的质量、档次提出了更高的要求, 推动了装饰行业整体水平像向高层次发展。

图 26: 2010-2019Q3 年星级酒店数量



资料来源: wind, 招商证券

图 27: 2010-2019Q3 高端酒店占比

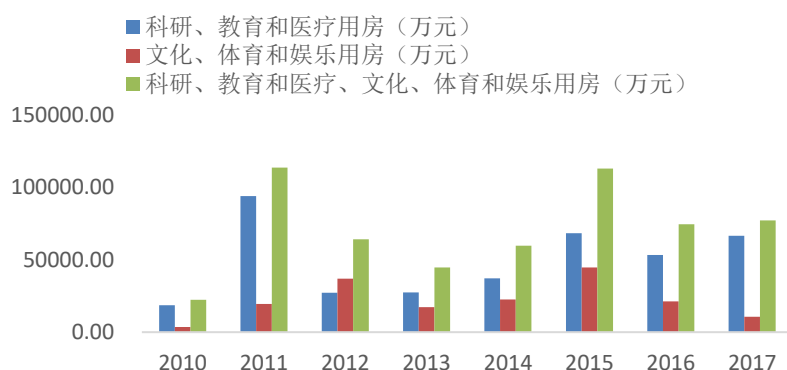


资料来源: wind, 招商证券

科研、教育、医疗、文化、体育和娱乐等用房装饰业竣工价值上涨, 增速由负转正: 17 年科研、教育、医疗用房建筑装饰业房屋竣工价值为 6.65 亿元, 增速为 25.11%, 较 16 年同期降速 22.16% 增长 47.27pp。17 年文化、体育和娱乐用房建筑装饰业房屋竣工价值为 1.06 亿元, 降速为 49.92%, 较 16 年降速 52.41% 同期减少 2.49%。17 年科研、教育、医疗、文化、体育和娱乐用房建筑装饰业房屋竣工价值为 7.71 亿元, 增速为 3.69%, 较 16 年同期降速 34.11% 增长 37.81pp。科研、教育、医疗、文化、体

育和娱乐等用房装饰业的良性发展，推动了城市公共空间建筑的装饰装修业的发展。

图 28: 2010-2017 年科、教、医、文、体、娱乐用房建筑装饰业竣工价值

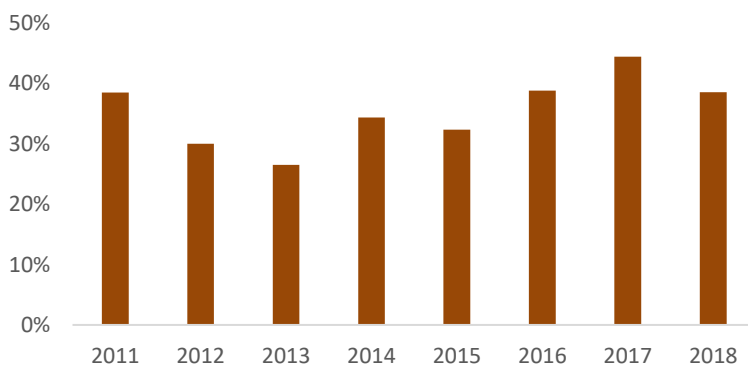


资料来源: wind, 招商证券

2、公司公装经营稳健，毛利持续增长

公司自 2000 年成立以来，一直将公共建筑装饰作为主营业务之一。公司 18 年公装业务收入比例为 38.54%，近 8 年公装业务收入占比最低为 13 年的 26.51%，其余年份除 12 年 (29.99%) 以外，公装业务收入比例均超过 30%。

图 29: 2011-2018 年公装业务收入占比



资料来源: wind, 招商证券

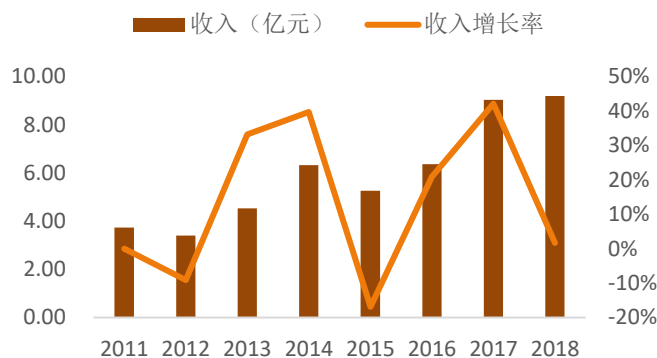
公装合同金额增速减缓，营收稳步递增：公司 19 年前三季度公装工程的累计数量为 34 个、累计签订合同额为 8.60 亿元，合同额较 18 年同期 7.13 亿元增长 20.62%。公司公装业务订单数量和订单额逐年递增，稳步发展。18 年公司公装工程收入为 9.19 亿元，增速为 2%，较 17 年同期 42% 增速下降 40pp。自公司 15 年上市以来，公司公装工程收入每年保持稳步递增。

图 30: 2016-2019Q3 公共建筑装饰工程累计签订额



资料来源: wind, 招商证券

图 31: 2016-2019Q3 公共建筑装饰工程收入

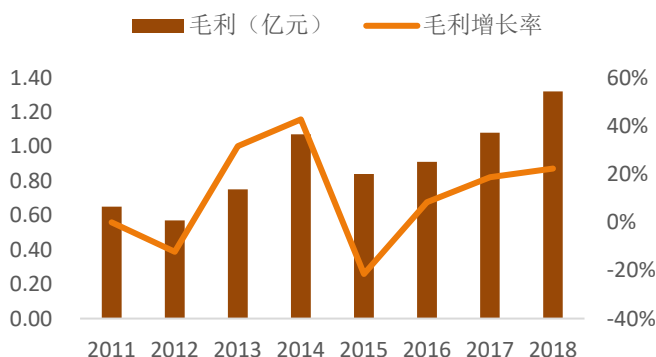


资料来源: wind, 招商证券

公装工程近年毛利上升趋势明显, 毛利率稳步提高: 18 年公司公装工程毛利为 1.32 亿元, 增速为 22%, 较 17 年同期 19% 增速上升 3%。自公司 15 年上市以来, 公司公装工程毛利每年上升, 毛利上涨趋势明显, 增速逐渐放缓。

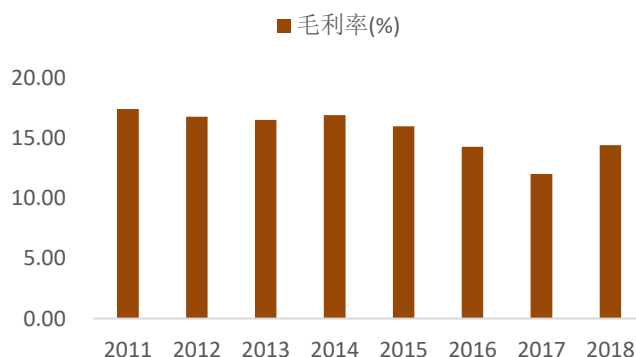
18 年公司毛利率为 14.40%, 较 17 年同期 12.01% 上升 2.39pp。17 毛利率为近八年最低点 (12.01%), 其余公司每年毛利率都在 14.00% 之上。由表 1 可见, 2011-2018 年毛利率分别为 17.40%、16.75%、16.48%、16.89%、15.97%、14.25%、12.01%、14.40%, 与华东地区的金螳螂、亚厦股份相当, 处于和工业中等水平。

图 32: 2011-2018 年公共建筑装饰工程毛利及增速



资料来源: wind, 招商证券

图 33: 2011-2018 年公共建筑装饰工程毛利率



资料来源: wind, 招商证券

表 8: 同行业上市公司毛利率

公司名称	业务分类	2018	2017	2016	2015	2014	2013	2012	2011
金螳螂	装饰行业	15.25%	14.15%	15.05%	17.57%	18.43%	17.45%	17.03%	16.65%
亚厦股份	建筑装饰	13.54%	13.90%	12.19%	16.61%	19.97%	18.73%	16.74%	16.44%
洪涛股份	装饰行业	16.48%	18.85%	19.96%	24.87%	20.26%	18.57%	18.20%	15.93%
广田集团	装饰工程	15.59%	12.49%	10.62%	17.04%	17.03%	15.98%	14.56%	14.38%
柯利达	公共建筑	14.40%	14.40%	12.01%	14.25%	15.97%	16.89%	16.48%	16.75%
瑞和股份	装饰工程	13.86%	11.19%	12.16%	14.25%	14.13%	14.10%	14.25%	13.81%

资料来源: 各上市公司定期报告, 招商证券

四、定增引入战投进军装配式装修带来新机遇

1、政策持续驱动装配式装修快速发展

(1) 政策助力装配式装修，迎来发展拐点

建筑工业化包含建筑结构工业化和内装工业化，装配式装修是装配式建筑的有机组成部分，也是建筑工业化的重要组成部分。目前我国的装配式装修还处于早期阶段，但国家和各省市纷纷出台鼓励、扶持政策，来促进装配式建筑和装配式装修的发展。

装配式建筑进入快速发展阶段：装配式建筑作为建筑行业的新兴模式，在节能减排、降低能耗方面有着天然优势。近年来，住建部和国务院多次出台重要文件，明确提出发展装配式建筑，装配式建筑进入快速发展阶段。国务院发文指出，到 2026 年装配式建筑占新建建筑面积比例达到 30%。住建部发文件指出，到 2020 年，全国装配式建筑占新建建筑的比例达到 15%以上。

表 9：政府文件发布频繁，助力推动装配式建筑

时间	文件	内容
国务院		
2013 年 1 月	绿色建筑行动方案	推广适合工业化生产的预制装配式混凝土、钢结构等建筑体系，加快发展建设工程的预制和装配技术，提高建筑工业化技术集成水平。
2016 年 2 月	《关于进一步加强城市规划建设管理工作的若干意见》	到 2026 年，装配式建筑占新建建筑的比例达到 30%。
2016 年 3 月	《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，加快标准化建设，提高建筑技术水平和工程质量。
2016 年 9 月	《关于大力发展装配式建筑的指导意见》	以京津冀、长三角、珠三角三大城市群为重点推进地区，常住人口超过 300 万的其他城市为积极推进地区，其余城市为鼓励推进地区，因地制宜发展装配式混凝土结构、钢结构和现代木结构等装配式建筑。到 2016 年，装配式建筑占新建建筑面积的比例达到 30%。
2017 年 1 月	《“十三五”节能减排综合工作方案》	实施绿色建筑全产业链发展计划，推行绿色施工方式，推广节能绿色建材、装配式和钢结构建筑。
2017 年 2 月	《国务院办公厅关于促进建筑业持续健康发展的意见》	不断提高装配式建筑在新建建筑中的比例。到 2026 年装配式建筑占新建建筑面积的比例达到 30%。
住建部		
2013 年 6 月	《中国建筑技术政策》	要以建筑工业化为目标，积极研发新型预制装配结构体系。
2016 年 12 月	《装配式建筑工程消耗量定额》	明确装配式建筑工程消耗量
2016 年 12 月	《装配式混凝土结构建筑工程施工图设计文件技术审查要点》	明确装配式混凝土结构建筑工程施工图设计文件技术审查要点
2017 年 1 月	《装配式混凝土建筑技术标准》、 《装配式钢结构建筑技术标准》、 《装配式木结构建筑技术标准》	明确各项装配式技术标准
2017 年 3 月	《建筑节能与绿色建筑发展“十三五”规划》	大力发展装配式建筑，加快建设装配式建筑生产基地，培育设计、生产、施工一体化龙头企业

时间	文件	内容
2017年3月	《“十三五”装配式建筑行动方案》、 《装配式建筑示范城市管理办法》、 《装配式建筑产业基地管理办法》	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；培育50个以上装配式建筑示范城市，200个以上装配式建筑产业基地，500个以上装配式建筑示范工程，建设30个以上装配式建筑科技创新基地。
2017年12月	《装配式建筑评价标准》	提出装配式建筑评分标准
2018年3月	《厨卫装配式墙板技术要求》	规定了厨卫装配式墙板要求
2018年12月	《装配式整体厨房应用技术标准》 《装配式整体卫生间应用技术标准》	规定了装配式整体厨房、装配式整体卫生间的要求
2019年3月	《2019年工作要点的通知》	明确将开展钢结构装配式住宅建设试点,同时明确将在试点地区保障性住房、装配式住宅建设和农村危房改造、易地扶贫搬迁中,明确一定比例的工程项目采用钢结构装配式建造方式,
2019年6月	《装配式钢结构住宅建筑技术标准》	规定了装配式钢结构住宅建筑的要求
2019年7月	《装配式混凝土建筑技术体系发展指南(居住建筑)》	对装配式建筑进行明确规定

资料来源：公开资料整理，招商证券

政策层面助力装配式装修：作为装配式建筑的一部分，近年来装配式装修也成为了建筑装饰领域的重要发展趋势。住建部多次发布与装配式装修相关的文件政策，2019年3月，住建部正式发布《装配式内装修技术标准（征求意见稿）》，助力装配式装修发展质量。各省市响应重要号召，纷纷出台相应文件。从目前的发展来看，我国装配式建筑的发展呈现出“重结构，轻内装”的趋势。政府方面为了更好地推动建筑工业化的发展，已经将装配式装修纳入装配式建筑地评价标准，提升装配式装修所占比重来提升装配式建筑的分值是大势所趋。**装配式装修虽然仍是发展早期，但有很大的发展潜力。**

表 10：装配式装修历史政策

发布时间	政策名称	政策内容
住建部		
2017年01月10日	《装配式木结构建筑技术标准》、《装配式混凝土建筑技术标准》、《装配式钢结构建筑技术标准》	“住宅建筑宜采用基本套型、集成式厨房、集成式卫生间、预制管道井等建筑部品进行组合设计” “装配式混凝土建筑内部部品应满足干式工法的要求。”“装配式钢结构建筑内部部品应满足装配式装修的要求。”
2017年1月17日	《住房城乡建设部标准定额司2017年工作要点》	“全面提升工程建设标准水平，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”
2017年3月23日	《“十三五”装配式建筑行动方案》	“加快推进装配化装修，提倡干法施工，减少现场湿作业。推广集成厨房和卫生间、预制隔墙、主体结构与管线相分离等技术体系。”
2017年10月30日	《装配式住宅建筑设计标准》	“装配式住宅应采用装配式内装建造方法。装配式住宅建筑设计应合理确定建筑内装体的装配率，装配率应符合现行国家标准《装配式建筑评价标准》”
2017年12月12日	《装配式建筑评价标准》	将干式工法楼面、地面，集成厨房，集成卫生间，管线分离等装配式装修纳入装配式建筑评分表。

发布时间	政策名称	政策内容
2018年3月27日	《住房城乡建设部建筑节能与科技司2018年工作要点》	“积极推进建筑信息模型(BIM)技术在装配式建筑中的全过程应用,推进建筑工程管理制度创新,积极探索推动既有建筑装配式装修改造,开展装配式超低能耗高品质绿色建筑示范。”
2018年11月27日	《民用建筑工程室内环境污染控制标准》	“为减少装饰装修造成的现场大量湿材料污染,可采用装饰装修一体化设计,选择标准化、集成化、模块化的装饰装修材料/部品,现场装配式装修,避免污染严重的湿式现场作业。”
2018年12月18日	《装配式整体厨房应用技术标准》	包含装配式整体厨房设计、生产、施工、维护等标准。
2018年12月27日	《装配式整体卫生间应用技术标准》	包含装配式整体卫生间设计、生产、施工、维护等标准。
2019年3月27日	《装配式内装修技术标准(征求意见稿)》	制定装配式装修涉及的材料、设计、生产、施工、维护等技术标准。
2019年06月18日	《装配式钢结构住宅建筑技术标准》	“装配式钢结构建筑内部部品应满足装配式装修的要求。”

资料来源:住建部,招商证券

表 11: 全国各省市发布的装配式装修相关文件

省份	文件	目前状态
北京市	《居住建筑室内装配式装修工程技术规程》	2018-10-1 起实施
天津市	《装配式模块建筑应用技术规程》	正在起草
江苏省	《装配式装修规程》	正在起草
上海市	《住宅室内装配式装修工程技术规程》	2018-8-1 起实施
广东省	《装配化装修技术规程(征求意见稿)》	发布征求意见稿
山西省	《装配式建筑评价标准》	2020-3-1 起实施
辽宁省	《辽宁装配式建筑全装修技术规程》	2011-7-4 起实施
浙江省	《装配式内装工程施工质量验收规范》	2019-10-1 起实施
安徽省	《安徽省装配式住宅装修技术规程》	2017-10-1 起实施
河南省	《装配式装修工程质量控制技术规程》	正在起草
四川省	《四川省装配式装修工程技术标准》	正在起草, 2019-08-27 已通过专审

资料来源:公开资料整理,招商证券

(2) 装配式装修优势凸显,成为装饰业发展新趋势

相较于传统装修,装配式装修具备了工厂生产规模化、配套产品标准化以及现场施工装配化等特点,克服了传统装修业因采用湿法做工,而存在的质量控制难、装修工人管理难、施工工期长、二次装修局部替换困难等行业痛点和难点。

在装修成本方面,装配式装修大幅缩短时间成本和人工成本。从时间成本来看,装配式装修工期将缩短 83%,入住前时间缩短 86%。从人工成本来看,装配式装修人工将减少 75%。

从时间成本来看,装配式装修工期将缩短 83%,入住前时间缩短 86%。

假设按照传统装修的方式,新家装修需要水电施工、防水施工、木工、瓦工、油漆工和安装收尾等步骤。在装修后需要进行长期通风,一般需要 2 个月(60 天)以上。总共施工工期需要大约 60-75 天,在入住前需要约 120-140 天。

据亿欧网发布,若按照装配式装修的方式,由于具有同步施工和施工材料无污染的特点,整个工程需要 10 天左右。且根据住建部发布的《装配式建筑评价标准》,在工程完工 7

天后应满足国家室内环境污染物标准。入住前需要约 17 天。

表 12: 装配式装修和传统式装修工期对比

对比项目	工程内容	传统式装修工期	装配式装修工期
木工	吊顶基础、地板基础、木质背景墙、家具制作等	20-30 天	
泥、瓦工	厨卫等的瓷砖铺贴等	10 天	
防水工	需要进行 48 小时蓄水试验	5 天	—
油漆工	墙面、吊顶刷漆、贴壁纸等，刷漆需等腻子等干后，再刷底漆与面漆，有时需刷几遍	10 天	
水电工	开槽、布线布管、验收等	5-10 天	10 天
安装工	安装收尾	10 天	
工期合计		60-75 天	10 天
通风时间		60 天以上	7 天
入住前所需时间		120 天-135 天	17 天

资料来源：公开资料整理，招商证券

从人工成本来看，装配式装修人工将减少 75%。

假设按照传统装修的方式，每个施工环节需要 1-2 位工人，则约 12 位工人。而装配式装修不需要泥瓦工、油漆工，木工更偏向于安装工，整个工程只需要 3 为工人左右。

在工艺品质这方面，装配式装修解决了传统装修施工效果依赖于施工模式的行业痛点，做到了配套产品的标准化。传统的装修方法不能满足施工标准化，施工的效果依赖于施工模式，与工人的手艺、专业素质相关。由于传统装修方式采用的是湿作业的形式，对于墙砖而言可能会产生空鼓、脱落等隐患，对于墙面和地板由于热胀冷缩的存在，会有接缝处缝隙扩大不美观和材质开裂等问题。这都使得客户满意度降低、施工效果不确定性大。装配式装修采用的是现场干法施工，可以避免传统装修中湿作业的各种缺点。同时装配式装修依托建筑信息模型（BIM）技术，使得产品尺度精准，提升了美观性，解决了施工标准化的问题。

在工序流程方面，装配式装修大幅提升施工效率，解决了传统装修的工序繁琐的问题。传统的装修采用涉及了十多个工种十多道工序、环节繁琐。装配式装修采用的是将系统化的部品在现场拼接的方法，因而工序简单、涉及的工种较少；同步施工保证了装配式装修的效率。此外，装配式装修施工安装采用 BIM 组织施工方案，用 BIM 模型指导和模拟施工，提高了施工精度、施工管理水平和施工效率。

在维护和替换方面，装配式装修效率再次体现，解决传统装修方式下二次装修局部替换的困难。由于建筑结构和建筑装饰有着不同年限，若要对装修装饰品进行维护和替换，对于传统装修而言，重新装修就意味着全部拆除再次装修，也容易造成对建筑结构的损坏，进而增加维护成本。对于装配式装修而言，在不会对建筑结构产生影响的基础上，对于装修品的维护和替换快捷、高效成为了一大亮点。

在环保节能方面，装配式装修属绿色装修，且有效减少室内污染大幅缩短入住时间。传统的装修方式采用了较多瓷砖、建筑胶合板等原材料，这些材料存在着不可回收、高污染等问题，其中胶合板中甲醛释放周期较长，对于住户而言存在着健康隐患。对于装配式装修而言，由于采用干式施工，不使用涂料、溶剂，能从源头上杜绝装修过程中的苯、甲醛等有害的化学物质；施工时采用的是现装组装的模式，有效减少现场切割作业和建筑垃圾。

表 13: 环保性能对比

环保性能对比项	传统装修	装配式装修
天花	木龙骨、基层腻子及乳胶漆饰面含有甲醛、TVOC 等污染物	轻钢龙骨、铝板吊顶板、竹纤板吊顶板、木塑吊顶板、软膜吊顶板等无污染物材料
墙面	墙纸基膜、胶水、墙纸及乳胶漆饰面含有甲醛、TVOC,油漆、合成纤维含有苯等污染物	硅酸钙板饰面板、企业铝板饰面板、竹纤板饰面板、纤维水泥墙板等无污染物材料
地面	地板含有甲醛,石材、地板含有氡,地毯含有苯等污染物	钢支架硅酸钙架空地面、无醛耐磨石塑板等无污染物材料
门套、套装门、窗套、窗台	门套、窗套及套装门木制品含有甲醛,油漆含有苯,窗台石板材含有氡等污染物	木塑基材、钢制金属基材等无污染物材料
建筑垃圾	细石混凝土找平、机电须开槽预埋、现场切割加工、多余废料,再次装修拆改产生大量建筑垃圾	机电无须开槽预埋、工厂加工、现场积木式拼接,现场无须二次加工,完全无建筑垃圾,再次装修可局部拆改、基层材料可回收循环加工

资料来源:《绿色建筑》,招商证券

表 14: 装配式装修和传统式装修对比

对比项目	传统式装修	装配式装修
工期	· 总施工工期大约 60-75 天; · 需要通风 2-3 个月,入住前需要大约 120-140 天	· 总施工工期大约 10 天; · 完工后 7 天符合国家标准,入住前需要大约 17 天
工艺品质	· 无法保证施工标准化,施工效果与工人手艺相关; · 传统湿作业存在各种空鼓、脱落、开裂的质量风险。	· 工厂完成部品部件生产,最大程度避免误差和手工劳动; · 干法施工提升产品质量。
工序流程	· 涉及水电工、木工、泥瓦工等十多个工种; · 涉及主体改拆、水电改造、刷墙贴装等十几道工序; · 工序繁琐,追责困难。	· 仅涉及水电工、安装工,工种大幅减少; · 工序简单方便、工作内容主要为现场安装; · 工序简明,可同时施工,追责简单。
维护和替换	· 与建筑粘连,维护耗时耗力; · 替换意味着全部拆除再次装修,成本高。	· 可局部可拆卸,耗材浪费少; · 安装和拆卸快捷、高效,成本较低。
环保程度	· 施工过程产生大量建筑垃圾; · 湿法施工存在空气污染、噪音污染等问题; · 大量采用高污染、不可回收材料。	· 工业化生产,不浪费原材料; · 干法施工最大限度保持施工现场整洁; · 采用无污染、可回收的材料。

资料来源:公开资料整理,招商证券

受益行业特点,公装有希望率先开启装配式市场: 装配式装修现在仍处于早期发展阶段,现阶段行业技术水平有限。装配化装修将一项装修工程细化为装配化吊顶系统、墙面系统、地面系统、收边系统、厨卫系统、智能控制系统等数个模块,每个模块均在工厂车间完成,然后运至施工现场,现场工人进行现场安装。组装技能易学且可以标准化复制,从而可以实现装修产品的均质化扩张。**C 端客户**装修需求过于多样化,部品部件的设计和生 产尚未达到及时满足多样化的市场需求。而**装配式装修工期短、易于拆卸、标准化、均质化生产的特点与 B 端业务形成良好适配**。比起住宅装饰行业,装配式装修有望在公装行业率先使用。2019 年城镇化快速发展,民生设施建设、基础设施建设加大投入等政策也为公装建筑市场保证了巨大的需求业务。

2、 公司进军装配式装修领域，强化企业竞争力

(1) 定增补流有望推动公司快速进军装配式装修领域

公司子公司研发装配式产品，部分技术已落实：2018 年公司将装配式装修列为主要业务，公司于当年通过设立控股子公司苏州柯依迪智能家居有限公司研发并生产装配式装饰产品，进军装配式装修领域，对公司建筑装饰项目提供强有力的技术支持，提升公司科技研发水平，打造自己的智能家居品牌。公司凭借在装修行业拥有丰富的经验，参与了起草了江苏省《装配式装修技术规程》。除此之外，公司 BIM 系统也上了新的台阶，主要表现在北京机场、亚投行、吴江大剧院等重大项目上。目前，公司投入人力、物力实践装配式模式，部分技术已在实施项目中得以落实，包含高铁新城商务酒店项目内装工程、北京新机场旅客航站楼及综合换乘中心精装修工程七标段等项目。

公司在 2020 年 3 月 2 日公告定增修改方案，募资 5.69 亿元全部用于补充流动性，2019 年 12 月 24 日，原方案定增募资加大项目投资力度，拟募集资金 5.69 亿元，计划将其其中 2.5 亿元和 8000 万元分别用于苏州柯依迪智能家居股份有限公司装配式装饰系统及智能家居项目和扬州 GZ100 地块（扬州绿地健康城）批量住宅装配式装修及公共区域装修项目。近日，柯依迪已拿下近 60 亩土地用以建设产业基地。我们认为，虽然公司募集资金用途变为补充流动性，但公司持续加码装配式装修业务的方向不会改变。

表 15：2019 年 12 月公司原非公开发行预案

募投项目	募投资金（万元）	具体内容
苏州柯依迪智能家居股份有限公司 装配式装饰系统及智能家居项目	25000	研发装配式产品，产品主要为装配式吊顶系统、墙面系统、地面系统、收边系统、厨卫系统及智能控制系统，年产值达 75,000 万元。
扬州 GZ100 地块（扬州绿地健康城）批量住宅装配式装修及公共区域装修项目	8000	支出工程费用，承包工程内容为批量住宅装配式装修包括的装配式整体卫生间，装配式整体厨房，装配式地面系统，快装水电系统、全屋装配式收纳系统、部分装配式墙面系统等装修内容，及公共区域装修包括的所有装修内容、施工细部检查整改、装修施工过程中与其他单位协调配合等。

资料来源：公司公告，招商证券

(2) 引入产业战投，深度绑定业务发展

公司拟引入战投，协同助力发展：2020 年 3 月 2 日，公司发布公告江苏省建及苏州中恒将成为公司的战略投资股东。定增完成后，公司控股股东、实际控制人及其一致行动人总持股比例为 43.26%，仍为公司控股股东。引入的战略投资者后，苏州中恒将持有公司 3.98% 股权、江苏省建将持有公司 3.89% 股权。本次引入战投有利于业内协同，建立长效共赢机制，提升上市公司竞争力，促进上市公司业绩持续稳定发展。

表 16：公司引入战略投资者认购资金占比

认购方	认购股数（万股）	占本次非公开发行的比例
苏州中恒投资有限公司	2800.00	17.95%
江苏省住建集团	2740.00	17.56%
联峰投资	1380.00	8.85%
金证互通	555.00	3.56%
张文昌	635.00	4.07%

认购方	认购股数 (万股)	占本次非公开发行的比例
公司高级管理人员	7490.00	48.02%

资料来源：公司公告，招商证券

同业、金融战投同向推动，凸显业务发展优势：苏州中恒投资有限公司为中亿丰建设集团有限公司母公司，认购方之一的张文昌为中亿丰建设集团副总裁及苏州中恒总经理。江苏省住建集团及中亿丰集团作为大型工程承包商，均在公共设施建设具有丰富的经验。联峰投资实际控制人吴耀芳任江苏永钢集团董事局主席，江苏永钢集团主营钢铁业务，其产品被广泛应用于大型公共建筑中。联峰投资与金证互通均从事金融领域业务，其中联峰投资从事实业及股权投资，金证互通从事咨询及财经公关业务。

中亿丰主营大型工程 EPC，公共建筑领域颇有建树：中亿丰建设集团有限公司成立于 1952 年，现已成为江苏省知名大型建筑承包商，年完成企业总产值逾 150 亿元，集团具备建筑工程施工总承包和市政公用工程施工总承包双特级资质，以大型工程总承包施工为主营业务，在城市规划、建筑设计、基础设施、交通、房地产、商业综合体、民用住宅、公共建筑等各个领域提供全产业链全过程建设与服务。此外，企业在 BIM 技术应用领域拥有核心技术和丰富的实践案例，近年来已登记 3 个 BIM 技术软件著作权，BIM 技术有助于推动装配式装修业务的发展。

表 17：中亿丰在 BIM 技术领域的软件著作权

软件著作权	登记批准日期
基于 BIM 与 GIS 技术的云端协同管理平台	20190510
中亿丰 BIM 预制构件密肋复合墙板插件系统	20181224
中亿丰 BIM 幕墙下料插件	20181205

资料来源：wind,招商证券

全国建筑业百强企业，综合实力不容小觑：公司连续 7 年上榜承包商 60 强，19 年排名第 33 名；连续 6 年上榜苏州建筑企业总产值 30 强，18 年排名第 2 名；连续 6 年上榜中国民营企业 500 强，19 年排名第 439 名；2 次上榜中国民营企业 500 排名强企业调研排序榜。公司曾被评为“全国优秀施工企业”、“全国建筑业竞争力百强企业”，连续十年蝉联“ENR 中国承包商 80 强”，也曾荣获住房与城乡建设部“创鲁班奖特别荣誉企业”称号，位列江苏省建筑业综合实力前十强。近日，经江苏苏州市推荐，公司被认定为全省首批产教融合型试点企业，并纳入省产教融合型企业建设培育库。

表 18：中亿丰上榜榜单及排名

年份	中国承包商 60 强	苏州建筑企业排名总产值 30 强	中国民营企业排名 500 强	中国民营 500 排名强企业调研排序榜
2013	60	2		
2014	64	2	433	431
2015	57	2	410	410
2016	53	2	433	
2017	53	2	474	
2018	39	2	428	
2019	33		439	

资料来源：wind,招商证券

江苏住建主营 B 端业务，业务范围遍布全国：江苏省住建集团成立于 2005 年，总部位于江苏南京，公司拥有房屋建筑施工总承包壹级资质及专业工程施工承包资质，主营市政工程建设、地基与基础工程、建筑装修装饰工程、建筑幕墙等 B 端业务，是一家集工

程施工总承包、建筑工程劳务、城市园林绿化、物业管理、金融投资等于一体建设综合性实体，在公共设施工程建设中具有丰富经验。公司的业务规模遍及全国，形成一定的企业规模，在北京、上海、广州、大庆、济南、天津、石家庄、泰安、青岛、南京、无锡、连云港、镇江、南通等地都设立了分支机构。公司与万科、中海地产、恒大集团、江苏城投等大型企业都保持战略合作关系。

图 34: 南京 MAX 生命科学研究中心



资料来源：公司官网，招商证券

图 35: 南京体育学院



资料来源：公司官网，招商证券

工程荣誉获奖众多，公司倍受认可：近年来公司获得多项省市级奖项，曾荣获“中国建筑企业 AAA 级信用企业”、“2011 年度江苏省建筑业最具成长性百强企业”、“江苏省知名建筑承包”等称号，公司实现了工程合格率 100%，优良率 80% 以上的质量目标，合同履约率 100% 的成绩。

江苏永钢业务遍布全国，连续 10 年入围民企 500 强：江苏永钢创办于 1984 年，总部位于江苏省，经过 30 多年的发展，现已形成了以钢铁为主业，建设、贸易、金融、物流、农旅等多元产业协调并进的产业格局。公司下辖 12 家子公司，分布于新加坡、香港、上海、杭州、苏州等地。公司生产建筑、交通、能源三个领域系列化产品，产品市场范围覆盖亚洲、欧洲、美洲、非洲、澳洲等全球 100 多个国家和地区，其特优钢被应用到港珠澳大桥、“迪拜眼”摩天轮等大型 B 端工程中。江苏永钢连续 10 年上榜中国民营企业 500 强及中国民营企业制造业 500 强，19 年排名分别为第 111 名和第 56 名，企业综合实力在行业突出。

表 19: 江苏永钢上榜榜单及排名

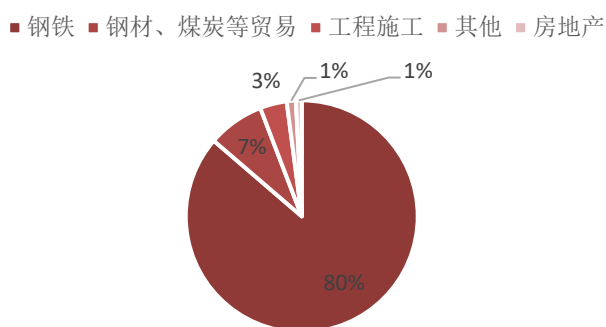
年份	苏州工业企业主营业务收入 100 强	苏州工业企业利润总额 100 强	苏州工业企业利税总额 100 强	苏州工业企业资产规模 100 强	中国民营企业 500 强	中国民营企业制造业 500 强	中国对外贸易民营 500 强
2005	3	4	3	4			
2006	3	3	2	2			
2007	2	2	2				
2008	4	4	2	2			
2009	4	2	2	2			
2010	4	4	3	2	21	12	
2011	6	10	7	2	33	21	219
2012	6	10	6	2	38	26	263
2013	6	22	11	2	51	34	86
2014	4	11	7	2	82	54	48

年份	苏州工业企业主营业务收入 100 强	苏州工业企业利润总额 100 强	苏州工业企业利税总额 100 强	苏州工业企业资产规模 100 强	中国民营企业 500 强	中国民营企业制造业 500 强	中国对外贸易民营 500 强
2015	8	32	25	2	81	48	47
2016	9	14	15	3	135	85	36
2017	6	2	2	2	121	65	18
2018	5	2	2	2	115	56	33
2019					111	56	43

资料来源: wind,招商证券

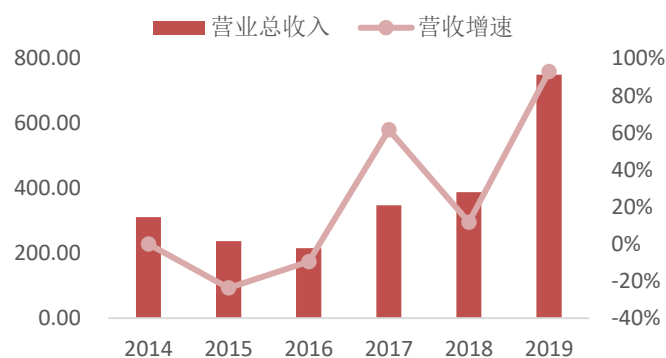
江苏永钢主营钢铁业务, 营收呈快速上升趋势: 公司 19 年营业总收入为 750 亿元, 增速为 93.08%, 较 18 年同期增速 11.68% 增长 81.40pp, 其中主营业务为钢铁业务, 营收占比 80.11%; 18 年营业利润为 63.24 亿元, 增速为 2.53%, 利润增速呈放缓趋势; 毛利率为 21.22%, 较 17 年同期减少 2.55%, 略有下降。

图 46: 江苏永钢主营收入构成



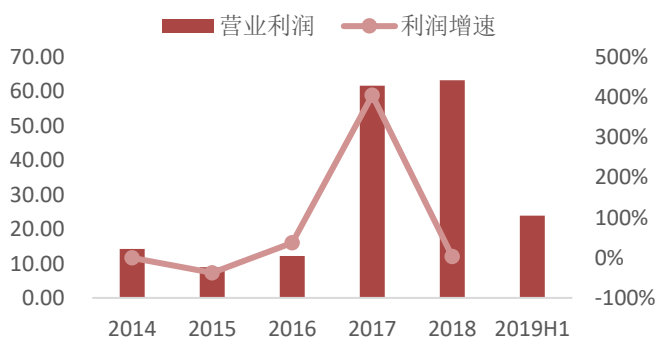
资料来源: wind, 招商证券

图 37: 2014-2019 年江苏永钢营收及增速



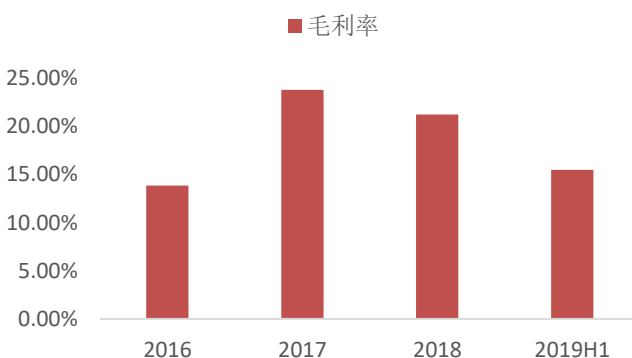
资料来源: wind, 招商证券

图 38: 2014-2019H1 江苏永钢营业利润及增速



资料来源: wind, 招商证券

图 39: 2016-2019H1 江苏永钢毛利率



资料来源: wind, 招商证券

公司引入战略投资者陈正华先生为江苏省建设集团董事长, 中亿丰建设集团以及江苏省住建集团均为江苏省工程总包商。装配式装修在业务上的发展需要与 EPC 相结合, 在设计建设一体化过程中体现出装配式的优势。

五、投资建议

公司传统主业经营夯实，通过深耕江苏省内后逐渐拓展至全国范围。公司依托原有公装及幕墙的技术优势，开始进军装配式装修领域，同时公司拟计划非公开募集 5.69 亿元引入战略投资者，深度绑定江苏省省内总包商，有望快速开展装配式装修业务。此外，公司通过定增有望降低资产负债率，为接下来转型战略保驾护航。我们预计公司 2019 年-2021 年 EPS 分别为 0.08、0.21 以及 0.29 元，对应 PE 为 55.3、21.4 以及 15.6 倍，首次覆盖，给予“审慎推荐-A”评级。

表 20：公司盈利预测简表

会计年度	2018	2019E	2020E	2021E
主营收入(百万元)	2385	2470	3374	4586
同比增长	17%	4%	37%	36%
营业利润(百万元)	86	67	222	304
同比增长	22%	-22%	232%	37%
净利润(百万元)	58	46	151	207
同比增长	1%	-22%	231%	37%
每股收益(元)	0.14	0.08	0.21	0.29
P/E(倍)	35.4	58.7	22.8	16.6
P/B(倍)	1.9	2.3	1.9	1.7

资料来源：Wind、招商证券

六、风险提示

- 1、业务转型不及预期：公司开始大力转型到装配式装修业务，但发展中有可能存在业务推进速度不及预期的情况。
- 2、应收账款风险：公司所处地产链，业务模式拓展存在垫资情况，应收账款占比较高，存在回收不及预期的风险。
- 3、定增方案推进不及预期：目前公司的非公开发行方案近通过董事会，还需要股东大会通过以及证监会批准，存在不确定风险。

附：财务预测表

资产负债表

单位: 百万元	2017	2018	2019E	2020E	2021E
流动资产	2543	2820	2659	3659	4917
现金	358	459	241	358	429
交易性投资	0	0	0	0	0
应收票据	47	15	16	21	29
应收款项	1835	2105	2160	2950	4009
其它应收款	76	69	72	98	133
存货	34	39	33	45	61
其他	192	133	137	187	255
非流动资产	1014	1172	1534	1878	2206
长期股权投资	206	175	175	175	175
固定资产	110	499	866	1215	1547
无形资产	49	49	44	40	36
其他	648	450	449	449	449
资产总计	3556	3992	4193	5538	7123
流动负债	2175	2593	2750	3363	4753
短期借款	395	550	680	635	1083
应付账款	1515	1715	1746	2346	3204
预收账款	20	16	16	22	30
其他	245	313	308	361	436
长期负债	301	264	264	264	264
长期借款	244	194	194	194	194
其他	57	70	70	70	70
负债合计	2475	2857	3013	3627	5016
股本	330	426	550	706	706
资本公积金	312	214	90	503	503
留存收益	421	470	507	644	806
少数股东权益	18	25	33	58	93
归属于母公司所有者权益	1063	1109	1146	1852	2014
负债及权益合计	3556	3992	4193	5538	7123

现金流量表

单位: 百万元	2017	2018	2019E	2020E	2021E
经营活动现金流	29	84	154	49	121
净利润	58	58	46	151	207
折旧摊销	15	20	30	48	65
财务费用	23	39	47	49	60
投资收益	(7)	(4)	(8)	(10)	(12)
营运资金变动	(45)	(32)	20	(235)	(258)
其它	(14)	2	19	47	59
投资活动现金流	(191)	(81)	(396)	(394)	(392)
资本支出	(144)	(145)	(404)	(404)	(404)
其他投资	(47)	64	8	10	12
筹资活动现金流	301	91	24	462	343
借款变动	287	145	80	(45)	448
普通股增加	146	95	124	156	0
资本公积增加	(147)	(98)	(124)	413	0
股利分配	(18)	(30)	(9)	(14)	(45)
其他	34	(21)	(47)	(49)	(60)
现金净增加额	139	94	(218)	117	72

资料来源: 公司数据、招商证券

利润表

单位: 百万元	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	2035	2385	2470	3374	4586
营业成本	1746	1983	2054	2760	3769
营业税金及附加	7	8	8	11	15
营业费用	19	20	22	27	37
管理费用	103	106	111	148	197
研发费用	0	85	94	118	151
财务费用	22	34	47	49	60
资产减值损失	76	71	75	50	65
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	8	8	8	10	12
营业利润	70	86	67	222	304
营业外收入	0	0	0	0	0
营业外支出	1	2	2	2	3
利润总额	69	84	65	220	302
所得税	6	16	12	44	61
净利润	63	68	53	176	241
少数股东损益	5	10	8	25	35
归属于母公司净利润	58	58	46	151	207

主要财务比率

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
年成长率					
营业收入	24%	17%	4%	37%	36%
营业利润	14%	22%	-22%	232%	37%
净利润	19%	1%	-22%	231%	37%
获利能力					
毛利率	14.2%	16.8%	16.9%	18.2%	17.8%
净利率	2.8%	2.4%	1.8%	4.5%	4.5%
ROE	5.4%	5.3%	4.0%	8.1%	10.3%
ROIC	4.8%	4.9%	4.4%	7.8%	8.5%
偿债能力					
资产负债率	69.6%	71.6%	71.9%	65.5%	70.4%
净负债比率	18.5%	19.9%	20.8%	15.0%	17.9%
流动比率	1.2	1.1	1.0	1.1	1.0
速动比率	1.2	1.1	1.0	1.1	1.0
营运能力					
资产周转率	0.6	0.6	0.6	0.6	0.6
存货周转率	56.3	54.3	56.8	70.5	71.0
应收帐款周转率	1.1	1.2	1.2	1.3	1.3
应付帐款周转率	1.2	1.2	1.2	1.3	1.4
每股资料 (元)					
EPS	0.17	0.14	0.08	0.21	0.29
每股经营现金	0.09	0.20	0.28	0.07	0.17
每股净资产	3.22	2.61	2.09	2.63	2.85
每股股利	0.09	0.02	0.02	0.06	0.09
估值比率					
PE	26.2	33.4	55.3	21.4	15.6
PB	1.4	1.8	2.2	1.7	1.6
EV/EBITDA	52.0	40.3	37.7	17.1	12.7

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

郑晓刚：毕业于英国东安吉利亚大学，经济学硕士，2017年1月加入招商证券，从事建材行业研究，2019年开始负责建筑与建材行业。所带团队入选2019年建筑材料行业最佳行业分析团队金牛奖。

于泽群：华东师范大学金融学硕士，2018年5月加入招商证券，从事建筑工程行业研究，2019年开始从事建材行业研究。

投资评级定义

公司短期评级

以报告日起6个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深300指数）的表现为标准：

- 强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数20%以上
- 审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数5-20%之间
- 中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间
- 回避：公司股价表现弱于基准指数5%以上

公司长期评级

- A：公司长期竞争力高于行业平均水平
- B：公司长期竞争力与行业平均水平一致
- C：公司长期竞争力低于行业平均水平

行业投资评级

以报告日起6个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深300指数）的表现为标准：

- 推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数
- 中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数
- 回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。