

全筑股份(603030)深度研究报告

市场宽松助力业绩改善，“两翼一箭”重塑未来全筑

- ❖ 公司是一家以住宅全装修为主业，集建筑装饰研发、设计、施工、家具生产、软装配套等为一体化的装饰集团。公司守正创新，战略清晰，2019年制定了“两翼一箭”的经营战略，通过科技之“箭”赋能产品服务，守住B端主业优势，力拓C端零售市场，平衡B端与C端“两翼”，合力驱动业绩增长。
- ❖ **市场宽松利好主业边际回暖，全装修大势所趋。**1) 流动性合理充裕，房企融资边际改善，公司业务量有望增加。截止6月累计新增社融超20万亿，同比+43%；房地产信用债已达3685亿，占去年全年71%，融资环境宽松，公司作为地产下游企业有望直接受益；2) 政策驱动全装修比例不断提升。住建部“十三五”规划要求2020年新建全装修成品住宅面积占比达30%，受此影响近年全装修比例持续上升，考虑与发达国家仍有50%差距，预计未来将继续提升，公司B端主业有望持续受益。
- ❖ **装配式装修破局，引领行业深度变革。**受制于管理半径小，施工效率与质量控制的扩张瓶颈，行业一度维持“大行业，小公司”的格局。装配式装修直击行业痛点，其标准化和工业化的施工模式可大大弱化人为因素的影响，使施工效率大幅提高，施工质量变得可控，大概率将成为破局“大行业，小公司”的新模式。我们认为，装配式装修本质上是外在市场倒逼与行业内生发展需要合力引致的产业升级和供给侧改革，未来将引领行业进行深度地变革。
- ❖ **“两翼”业务双管齐下，科技之“箭”创新赋能。**1) 全/精装修大势所趋，B端住宅大有可为：B端住宅业务作为公司主业，产业资源丰富，随着精装修渗透率的不断提升，预计未来市场规模将达万亿，全装修业务仍大有可为。2) 精准定位租赁市场，装配式的完美应用场景：公司立足上海，已主导多项租赁住房项目，在“房住不炒”“租售并举”的政策背景下发力长租市场，占尽“天时、地利、人和”。3) 新零售+装配式，打开C端之匙：C端市场潜力大，但囿于个性化要求高、对装配式装修认可度低，市场尚未打开，而新零售在解决C端客户个性化需求的同时可为装配式装修的部品工厂化生产提供数据支撑，二者均直击行业痛点问题，或是打开零售市场的正确方式。4) 科技赋能业务，创新驱动发展：公司通过科技赋能提升产品与服务品质，筑起竞争壁垒，触发利润率的提升。
- ❖ **盈利能力有待提升，现金流显著好转。**1) 20年业绩有望改善：公司2019年毛利率/净利率各为12.98%/3.98%，略有小幅下滑，2020Q1均已明显回升，全年改善可期；2) 现金流连续两年明显改善：19年经营性现金流净额为+2.41亿，同比+25.52%，收现比为73.50%，同比+6.16pp。当前融资环境宽松，20年现金流仍有望进一步改善。
- ❖ **盈利预测及评级：**公司“两翼一箭”战略清晰，主业迎来边际改善，装配式装修风口已至，我们预计公司2020-2022年EPS各为0.56元、0.76元、0.99元/股，对应PE各为16x、12x、9x，考虑到地产竣工、销售持续回暖，装配式景气度向上，给予公司2021年20x估值，目标价15.2元/股，上调至“强推”评级。
- ❖ **风险提示：**疫情扩散超预期、地产调控超预期、项目推进不及预期。

主要财务指标

	2019A	2020E	2021E	2022E
主营收入(百万)	6,936	8,369	10,470	12,817
同比增速(%)	6.4%	20.7%	25.1%	22.4%
归母净利润(百万)	209	302	408	533
同比增速(%)	-19.9%	44.5%	35.3%	30.8%
每股盈利(元)	0.39	0.56	0.76	0.99
市盈率(倍)	23	16	12	9
市净率(倍)	2	2	2	1

资料来源：公司公告，华创证券预测

注：股价为2020年7月20日收盘价

强推(上调)

目标价：15.2元

当前价：8.86元

华创证券研究所

证券分析师：王彬鹏

邮箱：wangbinpeng@hcyjs.com

执业编号：S0360519060002

联系人：王卓星

电话：021-20572580

邮箱：wangzhuoxing@hcyjs.com

公司基本数据

总股本(万股)	53,815
已上市流通股(万股)	53,580
总市值(亿元)	47.68
流通市值(亿元)	47.47
资产负债率(%)	71.8
每股净资产(元)	4.0
12个月内最高/最低价	10.76/4.72

市场表现对比图(近12个月)



相关研究报告

《全筑股份(603030)2019年中报点评：全装修业务增势良好，毛利/费率/现金流改善》

2019-09-02

《全筑股份(603030)2019年三季报点评：业绩放缓订单提速，现金流和负债率有待改善》

2019-10-30

投资主题

报告亮点

本报告通过自上而下的逻辑结构，从宏观环境着眼分析了 2020 年融资环境变化对行业产生影响；中观行业层面，结合今年地产政策与住建部文件分析未来发展趋势；然后综合宏观与行业的分析，剖析经营战略与经营业绩，定性与定量相结合佐证报告的观点，环环相扣，层层递进。

投资逻辑

宏观层面上，融资环境持续向好，房企融资边际改善，**短期来看**，公司作为以 B 端住宅全装修为主业的装饰公司或直接受益，支撑公司 2020 年业绩增长。**中长期来看**，公司“两翼一箭”战略定位明确清晰，积极布局装配式装修，发力新零售，我们认为符合行业未来发展趋势。**B 端之翼**：1) 政策驱动全装修比例不断提升的背景下，公司 B 端主业有望持续受益；2) 精准定位租赁市场，装配式的完美应用场景，公司立足上海，已主导多项租赁房项目，当前“房住不炒”“租售并举”政策总基调不断强化，市场空间不断增大，此时发力租赁市场，占尽“天时、地利、人和”，市场机会的确定性加大。**C 端之翼**：零售市场潜力大，但囿于个性化要求高、对装配式装修认可度低，市场尚未打开，而新零售在解决 C 端客户个性化需求的同时可为装配式装修的部品工厂化生产提供数据支撑，二者均直击行业痛点问题，我们认为新零售+装配式或将打开 C 端之匙。公司科技之“箭”赋能业务，提升产品与服务质量，筑起竞争壁垒，触发利润率的提升。

关键假设、估值与盈利预测

公司“两翼一箭”战略清晰，主业迎来边际改善，装配式装修风口已至，我们预计公司 2020-2022 年 EPS 各为 0.56 元、0.76 元、0.99 元/股，对应 PE 各为 16x、12x、9x，考虑到地产竣工、销售持续回暖，装配式景气度向上，给予公司 2021 年 20x 估值，目标价 15.2 元/股，上调至“强推”评级。

目录

一、市场宽松利好主业边际回暖，全装修大势所趋.....	5
（一）流动性合理充裕，房企融资边际改善，公司业务量有望增加.....	5
（二）政策驱动全装修比例不断提升.....	7
二、装配式装修乘风起，全筑“两翼一箭”顺势飞.....	10
（一）装配式装修破局，引领行业深度变革.....	10
（二）“两翼”业务双管齐下，科技之“箭”创新赋能.....	10
1. 聚焦主业精耕全装修，紧随政策瞄准长租公寓.....	10
2. 布局新零售+装配式，迎接住宅翻新市场.....	12
3. 智慧科技赋能业务，引领发展创新驱动.....	14
三、盈利能力有望提升，现金流显著好转.....	14
1. 2019 年盈利能力小幅下滑，或受地产调控影响，2020 年有望改善.....	14
2. 负债、周转、净利三重因素致 ROE 下行.....	15
3. 现金流连续两年明显改善.....	15
四、盈利预测与估值分析.....	16
五、风险提示.....	17

图表目录

图表 1	2011-2019 年公司营业收入及同比增速	5
图表 2	2011-2019 年公司归母净利润及同比增速	5
图表 3	公司 18Q1-20Q1 新签订单累计增速	5
图表 4	公司 2011-2019 年业务结构	5
图表 5	新增社融及人民币信贷情况（%）	6
图表 6	M1、M2 同比增速（%）	6
图表 7	1 年、5 年贷款市场报价利率（LPR）	6
图表 8	SW 房地产（信用债）分季度发债总额及平均票面利率（亿元，%）	7
图表 9	中国拟在建住宅（含住宅）项目装修类型结构	7
图表 10	装饰行业产值（万亿）及其增速	8
图表 11	建筑装饰企业数量及集中度情况	8
图表 12	近年来精装修相关政策	8
图表 13	历年新开工住宅面积	10
图表 14	近年住宅销售面积	10
图表 15	新建住宅市场装配式装修市场规模预测	11
图表 16	中国流动人口规模（单位：亿人）	12
图表 17	中国长期租户渗透率仍有很大提升空间	12
图表 18	长租公寓领域装配式装修市场规模估算	12
图表 19	大龄农民工比重日益上升（%）	13
图表 20	建筑从业人员年平均工资不断攀升（元/年）	13
图表 21	旧房翻新市场装配式装修市场容量预测	13
图表 22	2011-2020Q1 公司毛利率及净利率	14
图表 23	2015-2019 年公司分部业务毛利率	14
图表 24	2011-2019 年公司销售期间费用率	15
图表 25	2011-2019 年公司四费情况	15
图表 26	净资产收益率、资产负债率及资产周转率	15
图表 27	存货、应收账款、应付账款周转天数	15
图表 28	2011-2019 年公司现金流情况	16
图表 29	公司上市至今 PE-Bands	16
图表 30	公司历史 PE 与房地产竣工面积累计增速、商品房销售面积累计增速（%）	17
图表 31	公司 2020-2022 年盈利预测	17

一、市场宽松利好主业边际回暖，全装修大势所趋

全筑股份是一家集建筑装饰研发、设计、施工、家具生产、软装配套等为一体的装饰集团，主要从事住宅全装修业务，客户以房地产开发商为主，近三年该项业务收入占公司比重均在 80% 以上，其他业务还包括公共建筑设计、家装设计及施工、配套家具生产等。公司于 2015 年 3 月在上交所主板上市，由于当时地产调控尚未严格收紧，全装修市场渗透率也较低，2016-2018 年公司高速发展，营收、业绩三年的复合增速各为 43.98%、46.32%。18Q3 起，起始于年初的地产调控逐步传导至下游的装饰企业，公司订单增速大幅下滑，2019 年营收和业绩增长也进一步放缓。

房企融资边际改善利好下游装饰企业，公司主业增速有望回升。公司公装施工为绝对主业，尽管近两年设计及家具业务规模有所扩大，但公装占比仍在 90% 以上。2019 年公司公装施工业务实现收入 62.95 亿元，同比+6.82%，增速较 2017-2018 年下滑 30 个百分点，我们认为地产调控趋紧是影响公司业务量增长的重要因素之一。2020 年因城施策全面实施，部分区域调控政策小幅松绑，市场流动性充裕，房企融资成本有所降低，另外，国内精装修住宅比例仍有较大提升空间，需求端仍有增量空间，公司主业有望迎来回暖。

图表 1 2011-2019 年公司营业收入及同比增速



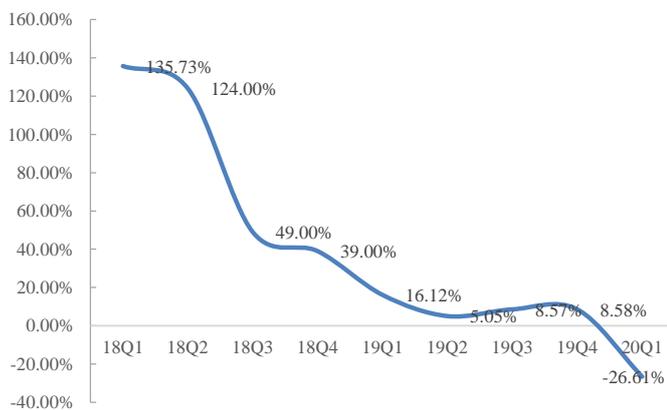
资料来源: wind, 华创证券

图表 2 2011-2019 年公司归母净利润及同比增速



资料来源: wind, 华创证券

图表 3 公司 18Q1-20Q1 新签订单累计增速



资料来源: wind, 华创证券

图表 4 公司 2011-2019 年业务结构



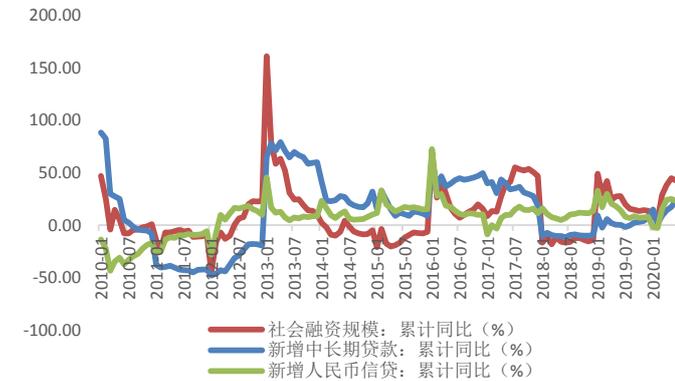
资料来源: wind, 华创证券

(一) 流动性合理充裕，房企融资边际改善，公司业务量有望增加

社融增量符合预期，M2 继续高位运行，货币政策延续宽松基调。6 月新增社融 3.43 万亿，同比多增 0.81 万亿，今

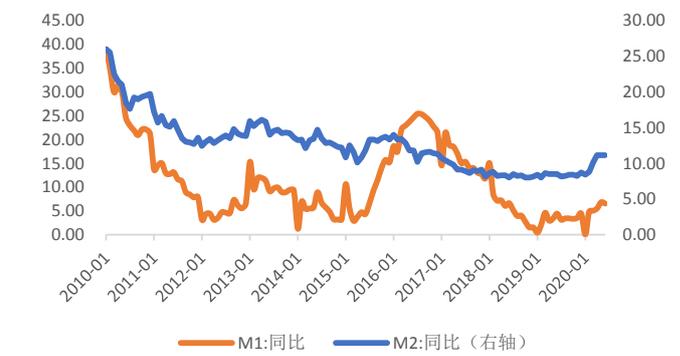
年累计新增社融 20.83 万亿，同比+42.54%。信贷同步增长，截止 6 月末，累计新增人民币贷款 12.33 万亿，单月新增 1.90 万亿，同比各多增 2.31 万亿、0.23 万亿。货币流动性充裕，截止 6 月末，M2 同比增长 11.1%，增速与上月持平，居 2017 年以来高位，M1 增速较上月降低 0.3 个 pp 至 6.5%。7 月 1 年期和 5 年期贷款市场报价利率 (LPR) 分别为 3.85%、4.65%，与上月持平，较去年年底各降 30 个基点、15 个基点，市场流动性维持合理充裕。

图表 5 新增社融及人民币信贷情况 (%)



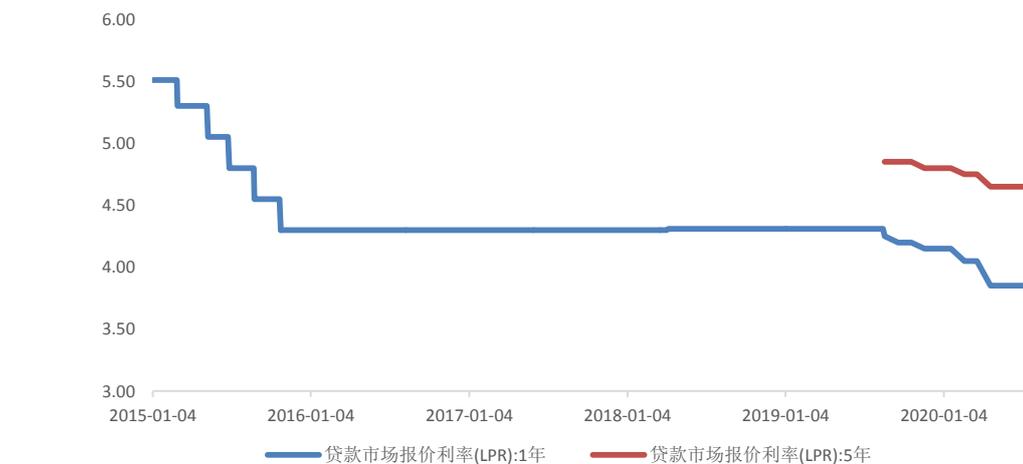
资料来源: wind、华创证券

图表 6 M1、M2 同比增速 (%)



资料来源: wind、华创证券

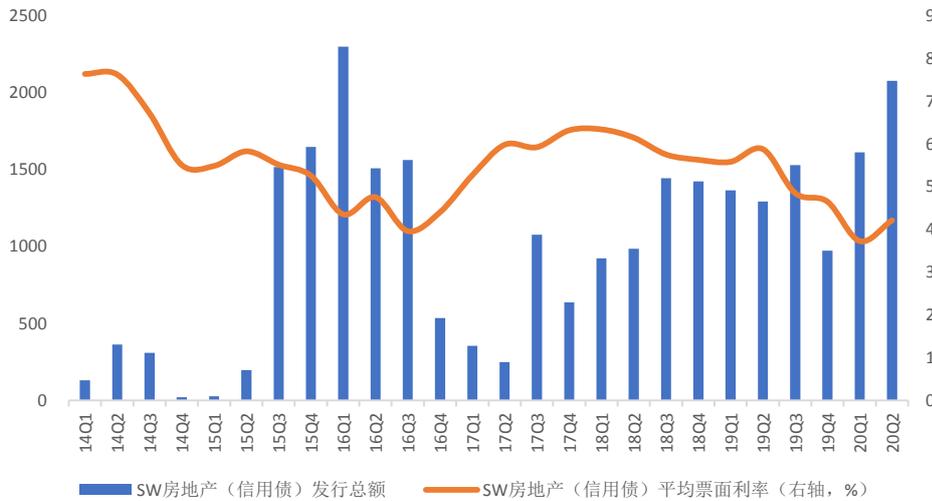
图表 7 1 年、5 年贷款市场报价利率 (LPR)



资料来源: wind、华创证券

房企融资边际改善，2020 年房地产信用债已达 3685 亿，占去年全年 71%。19Q2 起地产调控政策持续收紧，房地产 (SW) 信用债单季度发行规模降至 1300 亿以下，融资成本也有上升，平均票面利率提高至 5.87%。Q3 受房企融资节奏影响，信用债短暂回暖，平均票面利率降至 4.85%，Q4 再次紧缩，信用债规模不足 1000 亿，为年度最低值。进入 2020 年后，尽管“房住不炒”仍是底线，但受疫情冲击影响，经济下行压力较大，料地产投资仍将保持一定韧性，加之“因城施策”逐步落实，部分区域政策略有松绑，较为宽松的市场环境也将促进房企融资的边际改善。截止 6 月 30 日，2020 年房地产 (SW) 信用债已达 3685 亿元，占去年全年的 71%，平均票面利率维持低位，市场环境有所改善，公司主营业务装饰装修作为地产的下游产业，有望直接受益房企融资改善，预计公司的业务量增速及回款情况都将迎来拐点。

图表 8 SW 房地产（信用债）分季度发债总额及平均票面利率（亿元，%）

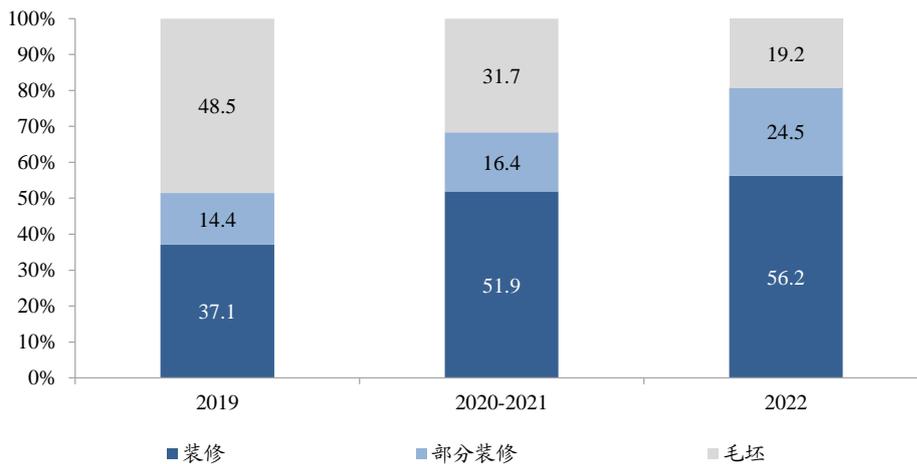


资料来源: wind、华创证券

（二）政策驱动全装修比例不断提升

我国住宅全装修市场渗透率距离欧美发达国家仍有较大空间。2017年5月4日，住建部发布《建筑业发展“十三五”规划》，文件明确到2020年新开工全装修成品住宅面积达到30%。根据奥维云网，2019年全国拟在建住宅的全装修比例约37.1%，市场渗透率逐年提高，但对比欧美发达国家，国内渗透率仍有近50%的空间，且行业目前集中度极低，龙头企业增长潜力较大。2017年全国建筑装饰行业总产值为3.94万亿，同比+7.65%，我们按近两年5%的复合增速保守估算，则2019年全行业产值约4.34万亿。通过统计金螳螂、江河集团、广田集团、亚厦股份、全筑股份五家上市装饰企业历年来的市场份额可以看到，尽管CR5逐步提升，但目前仍不足2%。

图表 9 中国拟在建住宅（含住宅）项目装修类型结构



资料来源: 国家统计局、奥维云网 (AVC)、华创证券

图表 10 装饰行业产值 (万亿) 及其增速


资料来源: 中国建筑装饰协会《2018 中国建筑装饰蓝皮书》、华创证券

图表 11 建筑装饰企业数量及集中度情况


资料来源: 中国建筑装饰协会《2018 中国建筑装饰蓝皮书》、华创证券

图表 12 近年来精装修相关政策

日期	省份/部门	文件	内容
2017/04	住建部	住房和城乡建设部《建筑业发展“十三五”规划》	明确要求, 到 2020 年新开工全装修成品住宅面积达到 30%。
2017/05/22	海南省	海南省住房和城乡建设厅《海南省商品住宅全装修管理办法(试行)》	提出, 海南省从 2017 年 7 月 1 日(含)后取得施工许可证的商品住宅工程全部实行全装修。
2017/08/02	江苏省	苏州市《市政府办公室印发关于推进装配式建筑发展加强建设监管的实施细则(试行)的通知》	新建普通商品住房应实施全装修, 其他居住建筑倡导实施全装修。
2017/08/05	北京市	北京市住建委&市规土委《北京市共有产权住房规划设计宜居建设导则(试行)》	规定, 自 2017 年 9 月 30 日起, 北京共有产权住房全装修成品交房, 依合同规定自交房之日起五年内不得对内部装饰装修进行拆除。
2017/08/22	河南省	河南省住房和城乡建设厅等七部委共同下发《关于加快发展成品住宅的指导意见》	规定 2018 年 1 月 1 日起, 全省所有市、县新开工建设商品住宅, 全部要按照成品住宅设计建设(不含 4 层以下住宅及单套面积大于 200 m ² 的住宅); 郑州航空港经济综合实验区、郑州经济技术开发区、郑东新区, 新开工商品住宅项目要全部推行成品住宅。
2017/10/11	四川省	成都市政府《成都市人民政府办公厅关于进一步加快推进我市成品住宅发展的实施意见》	指出, 至 2020 年底, 全市新开工商品住宅和保障性住房, 中心城区和郊区市县的成品住宅面积比例逐步达到 100% 和 80%; 至 2022 年底, 全市成品住宅面积比例达到 100%。
2017/10/12	天津市	天津市城乡建设委员会《天津市人民政府办公厅印发关于大力发展装配式建筑实施方案的通知》	规定, 民用建筑项目应当按照规定要求实施装配式建筑; 自 2018 年 1 月 1 日起, 五类房屋建筑全部实施装配式建造; 实施装配式建筑的保障性住房和商品住房全装修比例达到 100%。
2018/08/22	山西省	山西省人民政府办公厅《关于加快推进住宅全装修工作的实施意见》	规定, 即日起, 各设区城市中心城区(由各市划定)范围内新出让或划拨国有土地上的新建住宅, 原则上实行住宅全装修, 推行成品交房。
2018/08/28	江西省	南昌市住房保障和房产管理局《关于	规定, 在新建全装修住宅交付时, 交房装修标准与样板房装修标

日期	省份/部门	文件	内容
		进一步加强城区新建全装修住宅销售管理的通知》	准一致。
2018/12/29	陕西省	西安市住房保障房屋管理局《西安市推进新建住宅全装修工作实施意见》	自 2019 年 1 月 1 日起，在全市行政区域内新建住宅推行全装修成品交房；蓝田县、周至县根据实际确定实施全装修的新建住宅项目范围，但全装修总施行比例不低于新建设住宅总面积的 50%；此后逐年递增，2021 年后达到 100%全装修建设；加强监督全装修住宅的分户验收。
2019/01/15	山西省	山西省住房和城乡建设工作会议	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。
2019/01/20	江苏省	南京市住房保障与房产局《关于进一步加强南京市商品住房全装修建设管理的通知》	对全装修工程的全过程监管、明确装修标准、装饰装修单位和从业人员的管理方面进行规定，并规定样板间共识截止时间须至项目交付后三个月以上。
2019/02/15	住建部	住房和城乡建设部办公厅《住宅项目规范（征求意见稿）》	明确提出城镇新建住宅应全装修交付。
2019/03/22	浙江省	杭州市萧山区住建局《关于加强住宅全装修项目质量安全管理的通知》	2019 年 4 月 26 日起，开展全装修住宅保险试点，鼓励开发商自愿引入保险公司聘请的第三方风险管理机构对住宅全装修进行全过程质量管控；要求首次申领预售证的楼盘，每个户型要有一套实体样板房，并且保留影像证据，对外开放前应监管单位验收合格，并在购房者入住前不允许拆除、移位或者调换。
2019/03/28	河南省	洛阳市人民政府《关于推进成品住宅发展的实施意见》	全市新开工商品住宅和保障性住房全部按照成品住宅设计建设；成品住宅实行分户验收，未实行分户验收或分户验收不合格的住宅工程建设单位不得组织竣工验收。
2019/05/27	宁夏	宁夏回族自治区住房和城乡建设厅、自治区财政厅《宁夏回族自治区商品住宅全装修项目评审办法》	规定自 2019 年 6 月 1 日至 2022 年 12 月 31 日，经评审通过的商品住宅全装修项目，按照《自治区人民政府办公厅关于印发促进服务业发展若干政策措施的通知》有关规定，统筹相关专项资金，兑现奖励资金。
2019/06/20	广西	广西壮族自治区住房和城乡建设厅《全装修住宅室内装饰装修设计标准》	广西推出工程建设地方标准，适用于新建住宅的全装修住宅室内装饰装修设计，几乎涵盖室内装饰装修设计的方方面面；自 2019 年 9 月 1 日起执行。
2019/08/22	浙江省	宁波市住建局《宁波市住房和城乡建设局关于进一步完善住宅全装修质量购房人监督机制的通知》	规定，2019 年 10 月 1 日起，住宅全装修施工质量实施购房人监督机制，分为工地开放日检查活动和建立购房人质量监督小组两种方式，建设单位应提出不少于 3 家具有房屋建筑甲级专业资质的监理单位作为候选第三方单位供购房人选择其中一家参与装饰装修工程验收；建设单位应与购房人签订《购房人质量监督协议》作为《商品房预售合同》的补充协议。
2019/12/13	湖北省	武汉市住房保障和房屋管理局《武汉市商品房买卖合同（预售）、（现售）》（征求意见稿）	明确了全装修商品房总价款由毛坯部分和装修部分价款组成，购房人可按照全装修商品房总价款向金融机构申请贷款；未按约定增加的“精装”将视为赠送；明确商品房设施设备交付条件。
2019/12/16	江苏省	江苏省高级人民法院第六庭《商品装修房买卖合同装修质量纠纷案件审理指南》	规定，交付房屋装修质量应与样板房相同；明确何时以装修价格作为装修质量要求；给出因质量问题减少装修价款的计算公式；装修环保不达标可以解除合同。
2020/05	海南省	海南省住房和城乡建设厅《海南省全	规定，5 月 10 日起，将实施新建商品住房全装修分户验收 100%

日期	省份/部门	文件	内容
		《装修住宅工程质量分户验收管理办法》	覆盖办法，分户验收不合格将不得进行竣工验收。

资料来源：相关政府网站、华创证券

二、装配式装修乘风起，全筑“两翼一箭”顺势飞

（一）装配式装修破局，引领行业深度变革

装配式装修是将传统装修通过标准化设计，相关部品工厂化生产，然后进行装配化施工的新型装修模式。长期以来，装饰行业饱受工人经验与技能因素的制约，企业管理半径小，施工效率与质量控制成为企业扩张的瓶颈，而行业也一度维持“大行业，小公司”的格局。此前家装企业曾尝试通过互联网+抢夺流量，但并未触碰“卡”脖子的施工管理问题，无法保证施工效率、施工质量与客户体验，自然也就没有重塑行业格局，与互联网家装不同，装配式装修直击行业痛点，其标准化和工业化的施工模式可大大弱化人为因素的影响，使施工效率大幅提高，施工质量变得可控，大概率将成为破局“大行业，小公司”的新模式。装配式装修是行业多年实践探索的结果，结合国外家装行业的发展经验来看，符合行业的发展规律，我们认为，装配式装修本质上是外在市场倒逼与行业内生发展需要合力引致的产业升级和供给侧改革，未来将引领行业进行深度地变革。

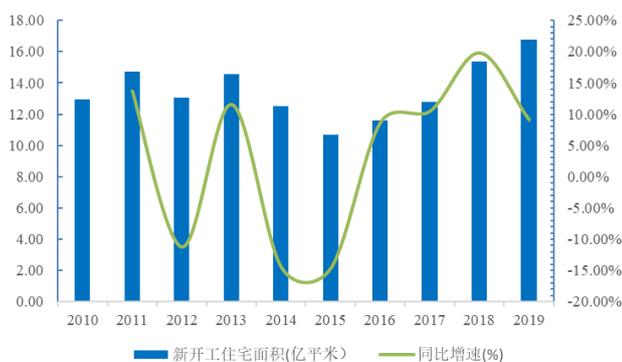
（二）“两翼”业务双管齐下，科技之“箭”创新赋能

1. 聚焦主业精耕全装修，紧随政策瞄准长租公寓

全/精装修大势所趋，B端住宅大有可为。公司依靠为房地产开发商提供住宅全安装系统服务起家，B端住宅业务一直以来既是公司的强项也是主业。经过多年耕耘，公司依靠过硬的品牌实力，积累了大量产业资源。作为较早聚焦住宅全装修的企业，全筑已与央企、地方国企开发商、全国前30强房企达成战略合作。短期来看，随着精装修渗透率的不断提升，据测算预计三年后市场规模将达万亿，B端住宅的精装修业务仍大有可为。

在国家大力推广商品住宅精装修的政策驱动下，新开发商品住宅的精装率不断提升，2019年国内商品房住宅精装修开盘数较2015年增长了三倍，新建住宅精装修的渗透率达到32%。当前“房住不炒”政策不断强化，推动新建住宅精装修替代毛坯房有望继续作为抑制地产投机的重要手段，另一方面，与欧美发达国家80%的精装修比例相比，我国的精装修比例还有很大的提升空间。在精装修政策推动下，精装修市场规模有望进一步扩大。

图表 13 历年新开工住宅面积



资料来源：CEIC、华创证券

图表 14 近年住宅销售面积



资料来源：CEIC、华创证券

鉴于房地产已开始进入下半场，2019年新开工住宅面积处于高位，我们假设未来6年新开工住宅面积年增速为5%，

精装修渗透率按每年 5% 的速率提升，我们测算出到 2020-2022 年，精装修市场的规模将大致在 6701/8226/9956 亿元，从 2023 年开始将增长至万亿级规模。

图表 15 新建住宅市场装配式装修市场规模预测

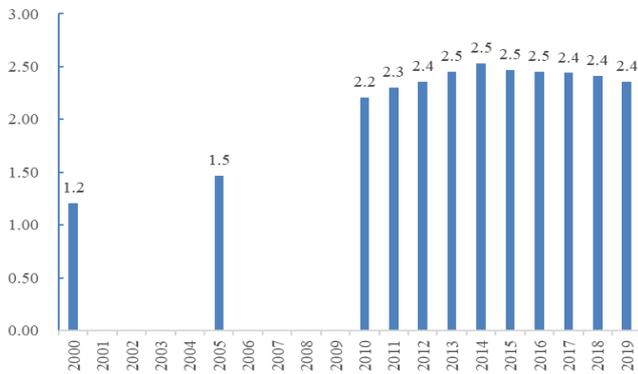
年份	2019	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E
新开工住宅面积（亿平米）	16.75	17.58	18.46	19.39	20.36	21.37	22.44
每平方米装修价格（元/平米）	1000	1030	1060	1092	1125	1159	1194
精装修渗透率	32%	37%	42%	47%	52%	57%	62%
精装修市场规模	5358	6701	8226	9956	11913	14123	16613
装配式装修渗透率		3%	5%	15%	20%	25%	30%
装配式装修市场容量（亿元）		201	411	1493	2383	3531	4984

资料来源：CEIC、华创证券

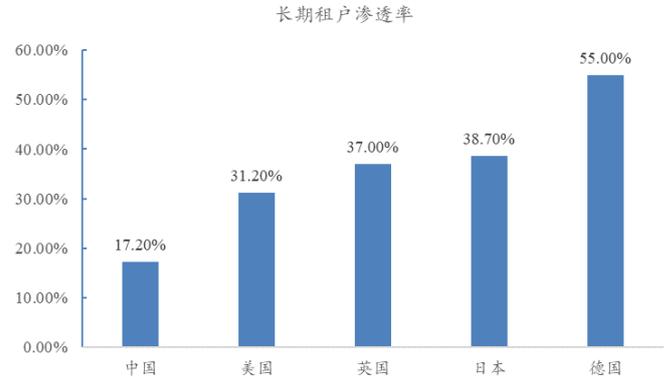
精准定位租赁市场，搭建智慧公寓生态。由于长租公寓的空间可复制程度高，缩短施工工期可以增加出租收入，天然地与装配式装修标准化与高效率的施工特点相契合，公司自 2017 年底开始瞄准租房市场，持续加大投入，致力于租赁住房的智能化转型，通过智慧科技赋能建立起智慧社区运营体系。2019 年公司成立智慧公寓事业部，围绕智能家居、智慧楼宇、智慧社区三重生活服务场景，构建智能建造平台、智能管家平台、智能运营平台、智能防控平台，运作“筑立方”筑立品牌，为租赁住房开发者提供全产业链顾问咨询及针对性的设施与配套服务，为项目提供精准定位策划及运营管理咨询，是智慧公寓全生态服务的先行者。目前，公司已率先完成全国首个装配式租赁住房 1080 套 56000 m² 批量交付，由央企、地方国企主导的 50 多个项目及百万平米集中租赁社区也正在持续推进。

公司审时度势切入长期租赁市场，占尽天时、地利与人和三要素，未来前景可期。**天时：**当前“房住不炒”为未来地产市场确立了总基调，房地产政策重心开始转向“租售并举”，未来长期租赁成为房市发展大趋势；**地利：**公司立足上海，长租公寓市场潜力巨大，回顾 2017 年上海发布的住建“十三五”规划，其中住宅供给 170 万套，可销售商品房 45 万套，只供租赁住房 70 万套，住房供给结构发生质的转变，上海作为人口净流入的一线城市，可预见未来租赁市场依然广阔；**人和：**公司耕耘住宅市场多年，与多家央企、地方国企开发商及品牌地产建立战略合作关系，可为公司业务导入提供渠道资源。

房屋租赁市场的客户主要是流动人口和本地户籍的租房人群，其中本地户籍的租房人群主要是毕业落户的大学生，2019 年我国流动人口达 2.36 亿，随着未来产业发展逐渐向大城市集聚，人口还将继续向一、二线城市涌入，房屋租赁市场前景十分乐观。根据 China Insights Consultancy 的数据显示，我国长期租户渗透率约为 17.2%，与英、美、日、德等发达国家 30% 以上的渗透率相比，可提升的空间还很大。此外，我国长期租赁市场刚刚起步，虽然发展迅猛，但是占比依然很低。目前，一线城市的长租公寓品牌渗透率约为 5%，二线城市仅为 1%，全国均值约为 2%。假设长租公寓的渗透率每年提升 2%，装配式装修在长租公寓的渗透率为 60%，每年提升 5%，装修价格为 1000 元/m²，价格年涨幅为 2%，我们测算出 2020-2023 年，全国每年新增长租公寓的装配式装修市场复合增速约为 18%，年市场规模在 1000 亿元以上。

图表 16 中国流动人口规模（单位：亿人）


资料来源：wind、华创证券

图表 17 中国长期租户渗透率仍有很大提升空间


资料来源：China Insights Consultancy、华创证券

图表 18 长租公寓领域装配式装修市场规模估算

	2018	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E
房屋租赁面积 (亿 m ²)	67.3	70.7	74.2	77.4	80.6	83.8
长租公寓渗透率	2%	4%	6%	8%	10%	12%
长租公寓面积	1.35	2.83	4.45	6.19	8.06	10.06
长租公寓增量面积		1.48	1.62	1.74	1.87	2.00
装配式装修渗透率		60%	65%	70%	75%	80%
装配式装修价格		1000	1020	1040	1061	1082
装修价格涨幅		2%	2%	2%	2%	2%
长租公寓装配式装修市场规模		889.2	1076.7	1267.2	1486.8	1728.4

资料来源：房天下研究院、华创证券

2. 布局新零售+装配式，迎接住宅翻新市场

新零售+装配式装修或成为打开零售市场的正确姿势。未来 10-15 年，新房开始逐步萎缩，旧房翻新将逐步取代新建住宅成为住宅装修的主要需求，未来家装零售或将成为行业蓝海市场。零售市场广阔，毛利率高，一直以来是行业群雄逐鹿的领域。2015 年席卷全国的互联网家装浪潮期望凭借线上渠道导入提升的零售市场份额，但由于未触及行业管理半径与服务环节的痛点，无法给消费者带来良好的客户体验，行业格局自然也未得到颠覆与重塑。

新零售打通线上线下提升客户体验，重构家装产业链。新零售家装可以打通线上和线下，让线上与线下的优势与劣势互补，一改过往互联网家装偏重线上而忽视线下的问题，以 VR、AR 等可视化交互技术将样板间场景搬到线上，让消费者深度参与家装全流程。现在及未来家装零售市场的消费者主力是 90 后、00 后，他们更加注重消费体验，个性化需求更高，新零售在海量技术的支撑下，可以通过虚拟可视化技术为消费者提供更加多元的设计方案，而大数据技术让家装企业可以在海量的个性化方案中寻找共性，通过标准化处理为家装上有厂家提供数据支持，缩减建材的耗费。大数据、VR 技术及人工智能等技术为支撑的新零售为 C 端家装业务兼顾个性化和标准化提供了可行性。

装配式装修解决线下服务体验的痛点。由于传统家装高度依赖技术工人，而传统装修中工人的技能、素质参差不齐，成为影响客户体验的重要原因。装配式装修以标准化设计、工厂化生产、装配式施工为特点，大大减少对于技能工人的依赖。装配式装修通过近年的发展实践，产业化程度和规模化效应越来越高，成本优势和市场认可度日益提升。

从成本端看，人口红利逐步消失，传统建筑业是典型的劳动密集型行业，近年来农民工年龄年后不断老化，2019 年 40 岁以上农民工占比达到 49.4%，建筑业从业人员年平均薪酬继续攀升至 6.56 万元，可以预见的是未来十年，随着

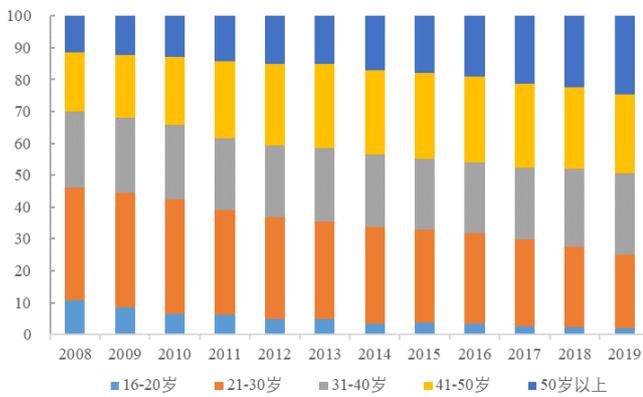
第一、二代农民工逐渐老去，而建筑行业辛苦且不够体面，对新生代缺乏吸引力，农民工的市场供给将日趋短缺，用工成本高企成为必然。装配式装修引领行业变革的实质是将建筑装饰逐步工业化，从服务转向制造，从劳动密集转向资本密集型，通过工业化带来的规模效应弥合人工成本高企带来的冲击。尽管当前商品住宅领域，消费者的消费习惯更倾向于选择传统装修，但是未来传统装修的高昂成本必然驱使装配式装修成为消费者的替代方案。

新零售在解决 C 端客户个性化需求的同时为建材提供数据支持，为装配式装修的部品工厂化生产提供数据支撑，二者都直击行业痛点问题，具有强大的生命力。我们认为，新零售+装配式或将是打开 C 端零售市场正确方式。公司起步于私宅装修，近年来通过持续在产品端、技术端、营销端持续发力，以“标准化和个性化”组合拳开展家装业务，可提供住宅全装修、定制精装、科技整装、别墅精装等多重解决方案。2019 年公司将零售业务作为公司未来的主攻方向之一，以期提升零售业务比重，与 B 端业务比翼齐飞。公司清晰地描绘了新零售+装配式的技术路径，随着房地产市场从增量市场逐渐步入存量市场，公司 C 端之“翼”将与 B 端之“翼”平分秋水，成为驱动业绩增长的主要动力。

旧房翻新市场：我们假设住宅翻新周期为 15 年，2020-2025 年翻新的住宅依次对应的是 2005-2010 年所出售的新建住宅，2020 年单位面积翻新价格为 1030 元/m²，价格年涨幅为 3%，假定 2020 年装配式装修在翻新市场的渗透率为 2%，到 2025 年逐年提升至 25%，由此测算得到，2025 年旧房翻新市场装配式装修的市场规模约在 2697 亿元左右。

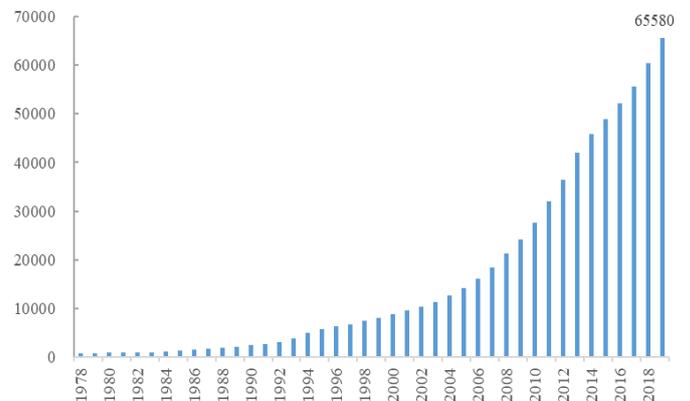
综上所述，新建住宅市场与旧房翻新市场的装配式装修需求到 2025 年或在 7500 亿元左右，由此可见，未来 C 端市场才是未来装配式装修的蓝海，我们认为随着装配式装修标准与技术的日臻完善，性价比日益凸显，装配式装修将逐步替代传统装修，得到越来越多 C 端消费者的认可，长期来看，万亿市场可期。

图表 19 大龄农民工比重日益上升（%）



资料来源：wind、华创证券

图表 20 建筑从业人员年平均工资不断攀升（元/年）



资料来源：wind、华创证券

图表 21 旧房翻新市场装配式装修市场容量预测

年份	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E
旧房翻新面积（亿平方米）	4.98	5.44	6.91	5.59	8.62	9.31
单位面积翻新价格（元/平方米）	1000	1030	1061	1093	1126	1159
翻新市场规模（亿元）	4979	5602	7331	6107	9700	10787
翻新市场装配式装修渗透率	2%	5%	10%	15%	20%	25%
翻新市场装配式装修市场规模（亿元）	100	280	733	916	1940	2697

资料来源：CEIC、华创证券

3. 智慧科技赋能业务，引领发展创新驱动

2019 年公司将科技之“箭”确立为经营战略，通过技术创新为 B 端与 C 端的“两翼”业务进行赋能，引领大建设行业发展之路，以期企业由服务向产品技术创新转变。长期以来，由于行业门槛低，竞争激烈，装饰行业通常将拓展业务范围与业务数量作为支撑业绩增长的驱动力量。当前，随着消费升级，人口红利的消失，依赖“开疆拓土”的粗暴方式驱动业绩增长已愈发难以为继，公司通过科技赋能提升产品与服务的质量，不仅可筑起公司的竞争壁垒，更为重要的是加深了公司业务的深度，触发利润率的提升。

从现代服务向产品技术创新转变符合行业发展大趋势。从行业需求端来看，伴随经济发展，装修市场消费者的主流开始切换成 90 后、00 后的新生代，对工作与生活环境的个性、智能、健康等元素追求愈发强烈，消费升级乃大势所趋，传统装饰已逐渐无法满足消费者的需求；从行业供给端看，政策驱动+人口红利逐渐消失，建筑行业在外在政策驱动与内在发展需求合力作用下正在发生深度变革，随着装配式装修的持续渗透，装修行业也将逐步地从服务转向制造，从劳动密集转向资本密集型。

三、盈利能力有望提升，现金流显著好转

1、2019 年盈利能力小幅下滑，或受地产调控影响，2020 年有望改善

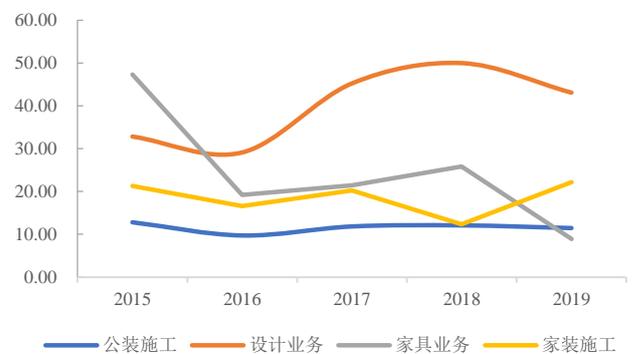
地产调控影响毛利水平，20Q1 已有改善。公司 2019 年毛利率、净利率各为 12.98%、3.98%，同比各下滑 1.51pp、0.42pp。分业务看，主业公装施工毛利率下滑 0.63pp，我们认为可能系地产调控下公司为扩大业务量议价能力小幅削弱，以及项目工期延长增加固定成本所致，设计、家具各下滑 6.90 pp、16.86pp，家装施工同比增加 9.87pp。20Q1 公司毛利率已小幅改善，超过 16%，全年有望继续回升。

图表 22 2011-2020Q1 公司毛利率及净利率



资料来源：wind、华创证券

图表 23 2015-2019 年公司分部业务毛利率

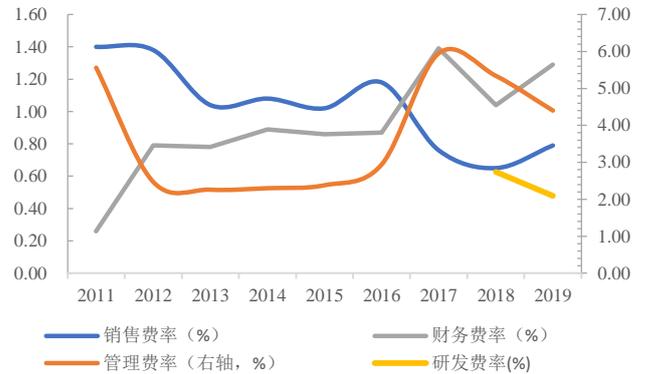


资料来源：wind、华创证券

公司 2019 年净利率下滑幅度远小于毛利率，主要得益于费率管控。公司去年期间费率（不含研发）为 6.48%，同比降低 0.55pp，含研发的费率降低 1.20pp。分项看，管理和研发费率下降明显，同比各降 0.94pp、0.65pp，我们认为可能系行业增速放缓下公司加大成本管控力度，财务费率、销售费率略有上升，但幅度较小，同比增幅各为 0.25pp、0.14pp。

图表 24 2011-2019 公司销售期间费用率


资料来源: wind、华创证券

图表 25 2011-2019 公司四费情况


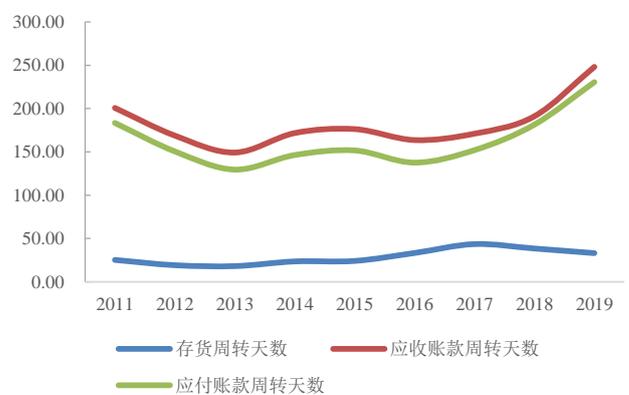
资料来源: wind、华创证券

2、负债、周转、净利三重因素致 ROE 下行

公司 2019 年 ROE (加权) 高位回落, 同比下滑 5.5pp 至 10.59%, 除了受净利率降低影响, 负债、周转也均在下行。1) 资产负债率同比降低 1.76pp 至 74.37%, 但纵向比较仍居高位, 未来还有下降空间; 2) 总资产收转率为 0.78 次, 同比降 0.19 次, 我们认为可能系地产政策收紧影响公司账款回收, 从而进一步影响付款节奏。2019 年公司应收账款、应付账款、存货周转天数各为 248 天、231 天、338 天, 同比各变化+57 天、49 天、-5 天。

图表 26 净资产收益率、资产负债率及资产周转率


资料来源: wind、华创证券

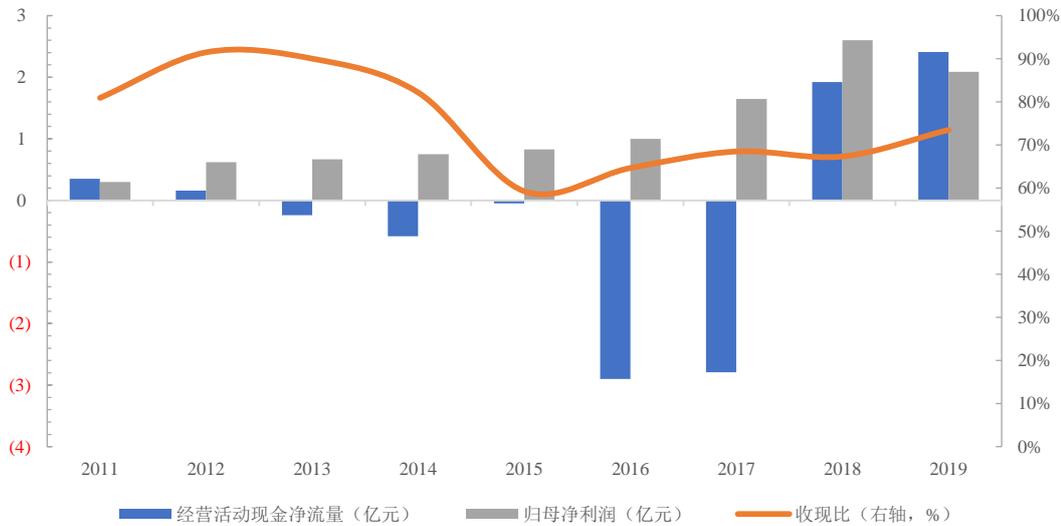
图表 27 存货、应收账款、应付账款周转天数


资料来源: wind、华创证券

3、现金流连续两年明显改善

2016-2017 年, 公司与恒大签约的部分项目采取了全垫资模式, 恒大是公司最大的客户 (占比约 50%), 此类合同严重影响了公司的现金流情况, 尽管营收、利润都保持较高增速, 但现金流却连续两年净流出。2018 年之后, 公司现金流显著改善, 2019 年经营性现金流净额为+2.41 亿, 同比+25.52%, 收现比为 73.50%, 同比+6.16pp。我们认为当前融资环境较为宽松, 公司 2020 年现金流仍有望进一步改善。

图表 28 2011-2019 年公司现金流情况

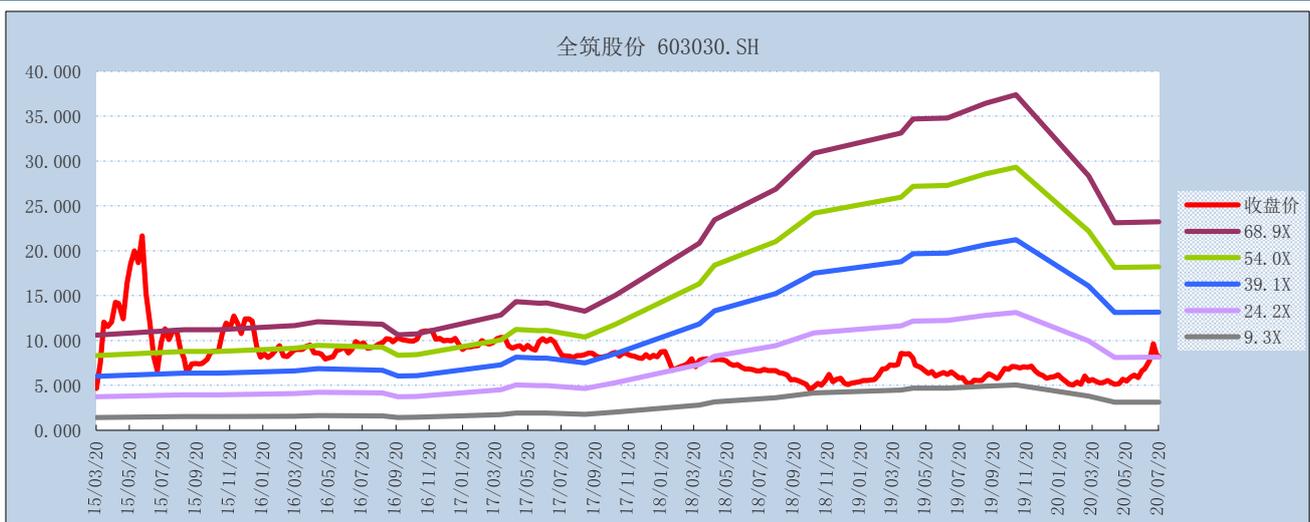


资料来源: wind、华创证券

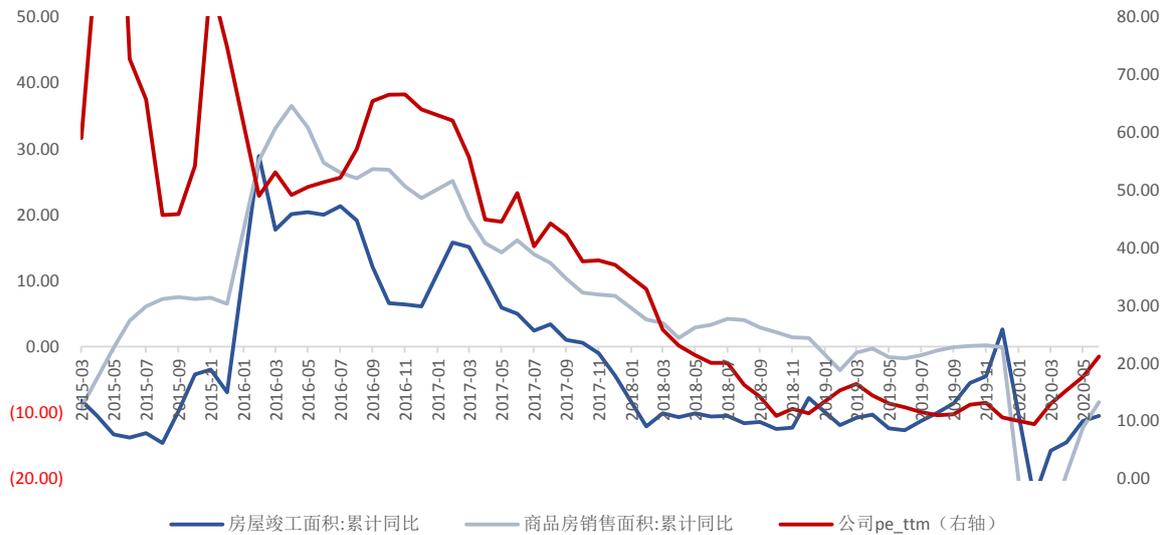
四、盈利预测与估值分析

公司历史估值走势与地产关联度较高。2017年3月起,公司估值水平开始大幅下跌,我们认为主要是受地产走低影响,2017-2019年,公司PE(TTM)均值各为47.68x、21.92x、12.94x,估值中枢明显下移。公司当前估值为19.8x,较年初有所回升,我们认为一方面是由于国内复工复产进行顺利,市场情绪升温,股市整体向上,另一方面,与公司估值拟合度较高的两个地产指标—地产竣工、地产销售均在持续回暖,全装修市场空间广阔,装配式建筑进入放量期,行业需求景气度持续走高。

图表 29 公司上市至今 PE-Bands



资料来源: wind、华创证券

图表 30 公司历史 PE 与房地产竣工面积累计增速、商品房销售面积累计增速（%）


资料来源：wind、华创证券

2019 年公司引入战略投资者上海国盛海通股权投资基金合伙企业（有限合伙），后者以货币形式增资 1.13 亿元，持有公司子公司上海全筑装饰有限公司 18.5% 股份。全筑装饰 2019 年实现收入 49.90 亿元，净利润 2.16 亿元，各占公司营收、利润的 71.94%、78.26%，是公司最重要的子公司。根据年报，此次增资对归母净利润的影响约 0.27 亿，剔除该影响后公司 2019 年实际业绩同比-9.23%，降幅较 2019 年报表缩窄 10.68pp。根据公告，子公司股权收回计划已在推进中。公司“两翼一箭”战略清晰，主业迎来边际改善，装配式装修风口已至，我们预计公司 2020-2022 年 EPS 各为 0.56 元/股、0.76 元/股、0.99 元/股，对应 PE 各为 16x、12x、9x，考虑到地产竣工、销售持续回暖，装配式景气度向上，给予公司 2021 年 20x 估值，目标价 15.2 元/股，上调至“强推”评级。

图表 31 公司 2020-2022 年盈利预测

	2019A	2020E	2021E	2022E
主营收入(百万)	6,936	8,369	10,470	12,817
同比增速(%)	6.4%	20.7%	25.1%	22.4%
归母净利润(百万)	209	302	408	533
同比增速(%)	-19.9%	44.5%	35.3%	30.8%
每股盈利(元)	0.39	0.56	0.76	0.99
市盈率(倍)	23	16	12	9
市净率(倍)	2	2	2	1

资料来源：wind、华创证券预测

五、风险提示

疫情扩散超预期、地产调控超预期、项目推进不及预期。

附录：财务预测表
资产负债表

单位: 百万元	2019A	2020E	2021E	2022E
货币资金	1,152	2,166	3,378	4,863
应收票据	1,424	1,718	2,150	2,631
应收账款	5,175	5,439	6,027	6,530
预付账款	36	43	54	66
存货	471	566	707	864
合同资产	0	0	0	0
其他流动资产	273	310	365	427
流动资产合计	8,531	10,242	12,681	15,381
其他长期投资	23	23	23	23
长期股权投资	25	32	38	45
固定资产	524	540	559	566
在建工程	23	33	41	46
无形资产	66	60	54	48
其他非流动资产	483	477	472	469
非流动资产合计	1,144	1,165	1,187	1,197
资产合计	9,675	11,407	13,868	16,578
短期借款	992	1,131	1,211	1,332
应付票据	833	1,000	1,250	1,527
应付账款	4,088	4,908	6,136	7,497
预收款项	336	406	508	621
合同负债	0	0	0	0
其他应付款	42	42	42	42
一年内到期的非流动负债	336	336	336	336
其他流动负债	556	684	869	1,083
流动负债合计	7,183	8,507	10,352	12,438
长期借款	10	70	270	350
应付债券	0	0	0	0
其他非流动负债	2	2	2	2
非流动负债合计	12	72	272	352
负债合计	7,195	8,579	10,624	12,790
归属母公司所有者权益	2,138	2,420	2,796	3,287
少数股东权益	342	408	448	501
所有者权益合计	2,480	2,828	3,244	3,788
负债和股东权益	9,675	11,407	13,868	16,578

现金流量表

单位: 百万

单位: 百万元	2019A	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	674	960	1,104	1,467
现金收益	407	518	622	786
存货影响	167	-95	-142	-157
经营性应收影响	-1,066	-535	-980	-937
经营性应付影响	911	1,057	1,580	1,751
其他影响	255	15	24	23
投资活动现金流	-263	-64	-66	-52
资本支出	-132	-63	-64	-49
股权投资	0	-7	-6	-7
其他长期资产变化	-131	6	4	4
融资活动现金流	181	118	174	70
借款增加	6	199	280	201
股利及利息支付	-128	-104	-125	-155
股东融资	307	50	70	100
其他影响	-4	-27	-51	-76

资料来源: 公司公告, 华创证券预测

利润表

单位: 百万元	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	6,936	8,369	10,470	12,817
营业成本	6,035	7,247	9,061	11,069
税金及附加	16	19	24	38
销售费用	55	71	94	112
管理费用	160	201	241	308
研发费用	145	192	241	308
财务费用	90	106	131	158
信用减值损失	-103	-65	-90	-50
资产减值损失	-12	-30	-50	-60
公允价值变动收益	7	7	7	7
投资收益	5	5	5	5
其他收益	2	2	2	2
营业利润	334	450	552	727
营业外收入	17	17	17	17
营业外支出	1	1	1	1
利润总额	350	466	568	743
所得税	74	98	120	157
净利润	276	368	448	586
少数股东损益	67	66	40	53
归属母公司净利润	209	302	408	533
NOPLAT	347	451	551	710
EPS(摊薄) (元)	0.39	0.56	0.76	0.99

主要财务比率

	2019A	2020E	2021E	2022E
成长能力				
营业收入增长率	6.4%	20.7%	25.1%	22.4%
EBIT 增长率	2.6%	30.2%	22.1%	28.9%
归母净利润增长率	-19.9%	44.5%	35.3%	30.8%
获利能力				
毛利率	13.0%	13.4%	13.5%	13.6%
净利率	4.0%	4.4%	4.3%	4.6%
ROE	8.4%	10.7%	12.6%	14.1%
ROIC	12.6%	14.2%	14.6%	16.2%
偿债能力				
资产负债率	74.4%	75.2%	76.6%	77.1%
债务权益比	54.1%	54.4%	56.1%	53.3%
流动比率	118.8%	120.4%	122.5%	123.7%
速动比率	112.2%	113.7%	115.7%	116.7%
营运能力				
总资产周转率	0.7	0.7	0.8	0.8
应收账款周转天数	248	228	197	176
应付账款周转天数	231	223	219	222
存货周转天数	33	26	25	26
每股指标(元)				
每股收益	0.39	0.56	0.76	0.99
每股经营现金流	1.25	1.78	2.05	2.73
每股净资产	3.97	4.50	5.20	6.11
估值比率				
P/E	23	16	12	9
P/B	2	2	2	1
EV/EBITDA	36	28	23	18

建筑建材组团队介绍

组长、首席分析师：王彬鹏

上海财经大学数量经济学硕士，4年建筑工程研究经验，曾就职于招商证券，2019年5月加入华创证券研究所。2019年新浪金麒麟建筑行业新锐分析师第一名。

研究员：王卓星

南京大学金融学硕士。2019年加入华创证券。

华创证券机构销售通讯录

地区	姓名	职务	办公电话	企业邮箱
北京机构销售部	张昱洁	副总经理、北京机构销售总监	010-66500809	zhangyujie@hcyjs.com
	杜博雅	高级销售经理	010-66500827	duboya@hcyjs.com
	张菲菲	高级销售经理	010-66500817	zhangfeifei@hcyjs.com
	侯春钰	销售经理	010-63214670	houchunyu@hcyjs.com
	侯斌	销售经理	010-63214683	houbin@hcyjs.com
	过云龙	销售经理	010-63214683	guoyunlong@hcyjs.com
	刘懿	销售经理	010-66500867	liuyi@hcyjs.com
	达娜	销售助理	010-63214683	dana@hcyjs.com
广深机构销售部	张娟	副总经理、广深机构销售总监	0755-82828570	zhangjuan@hcyjs.com
	汪丽燕	高级销售经理	0755-83715428	wangliyan@hcyjs.com
	段佳音	资深销售经理	0755-82756805	duanjiayin@hcyjs.com
	朱研	销售经理	0755-83024576	zhuyan@hcyjs.com
	包青青	销售助理	0755-82756805	baqingqing@hcyjs.com
上海机构销售部	张佳妮	高级销售经理	021-20572585	zhangjian@hcyjs.com
	何逸云	销售经理	021-20572591	heyiyun@hcyjs.com
	柯任	销售经理	021-20572590	keren@hcyjs.com
	蒋瑜	销售经理	021-20572509	jiangyu@hcyjs.com
	沈颖	销售经理	021-20572581	sheny@hcyjs.com
	吴俊	高级销售经理	021-20572506	wujun1@hcyjs.com
	董昕竹	销售经理	021-20572582	dongxinzh@hcyjs.com
私募销售组	施嘉玮	销售经理	021-20572548	shijiawei@hcyjs.com
	潘亚琪	高级销售经理	021-20572559	panyaqi@hcyjs.com
	汪子阳	销售经理	021-20572559	wangziyang@hcyjs.com

华创行业公司投资评级体系(基准指数沪深 300)

公司投资评级说明:

强推: 预期未来 6 个月内超越基准指数 20%以上;
推荐: 预期未来 6 个月内超越基准指数 10% - 20%;
中性: 预期未来 6 个月内相对基准指数变动幅度在-10% - 10%之间;
回避: 预期未来 6 个月内相对基准指数跌幅在 10% - 20%之间。

行业投资评级说明:

推荐: 预期未来 3-6 个月内该行业指数涨幅超过基准指数 5%以上;
中性: 预期未来 3-6 个月内该行业指数变动幅度相对基准指数-5% - 5%;
回避: 预期未来 3-6 个月内该行业指数跌幅超过基准指数 5%以上。

分析师声明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此作以下声明:

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断;分析师对任何其他券商发布的所有可能存在雷同的研究报告不负有任何直接或者间接的可能责任。

免责声明

本报告仅供华创证券有限责任公司(以下简称“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。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的,但本公司不保证其准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断。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。本公司在知晓范围内履行披露义务。

报告中的内容和意见仅供参考,并不构成本公司对具体证券买卖的出价或询价。本报告所载信息不构成对所涉及证券的个人投资建议,也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况,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口头承诺均为无效。本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的预期收入可能会波动。

本报告版权仅为本公司所有,本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用本报告的任何部分。如征得本公司许可进行引用、刊发的,需在允许的范围内使用,并注明出处为“华创证券研究”,且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

证券市场是一个风险无时不在的市场,请您务必对盈亏风险有清醒的认识,认真考虑是否进行证券交易。市场有风险,投资需谨慎。

华创证券研究所

北京总部	广深分部	上海分部
地址: 北京市西城区锦什坊街 26 号 恒奥中心 C 座 3A	地址: 深圳市福田区香梅路 1061 号 中投国际商务中心 A 座 19 楼	地址: 上海浦东银城中路 200 号 中银大厦 3402 室
邮编: 100033	邮编: 518034	邮编: 200120
传真: 010-66500801	传真: 0755-82027731	传真: 021-50581170
会议室: 010-66500900	会议室: 0755-82828562	会议室: 021-20572500