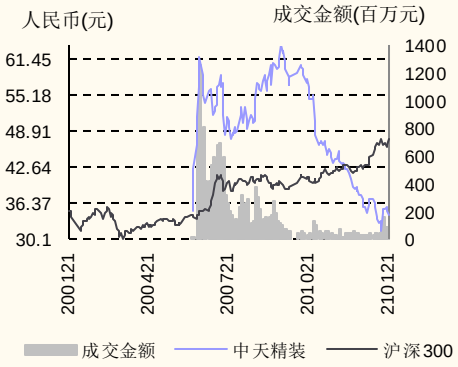
中天精装 (002989.SZ) 买入（首次评级）

公司深度研究

市场价格（人民币）：34.32 元
目标价格（人民币）：62.96-62.96 元

市场数据(人民币)

总股本(亿股)	1.51
已上市流通 A 股(亿股)	.38
总市值(亿元)	51.96
年内股价最高最低(元)	63.86/31.50
沪深 300 指数	5565
中小板综	13497



良币驱逐劣币时代，批量精装龙头启航

公司基本情况(人民币)

项目	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	1,363	2,340	2,673	3,665	4,969
营业收入增长率	45.08%	71.66%	14.24%	37.13%	35.59%
归母净利润(百万元)	100	183	201	272	364
归母净利润增长率	24.21%	84.05%	9.79%	35.37%	33.51%
摊薄每股收益(元)	0.877	1.614	1.329	1.799	2.401
每股经营性现金流净额	0.87	1.52	0.92	1.05	1.15
ROE(归属母公司)(摊薄)	18.11%	25.43%	11.19%	13.51%	15.76%
P/E	N/A	N/A	29.05	21.46	16.07
P/B	N/A	N/A	3.25	2.90	2.53

来源：公司年报、国金证券研究所

投资逻辑

- **批量精装标杆，经营稳健，能力出众。**公司专注于为开发商提供批量精装修服务，主要客户为万科、保利、雅居乐、旭辉等优质房企。多年来稳健经营，严守风控标准，甄选现金流优质项目，管理精细度业内领先，盈利能力、营运能力和增长质量优于同行，业务能力获得头部开发商高度认可。
- **下游变化，批量精装进入“良币驱逐劣币”时代。**房企面临变化：盈利能力下行、融资管控严格。房企对成本愈发敏感，意味着：**①需要选择更“靠谱”的合作伙伴。**严格控费下，房企面临的交付维权压力大增，对供应商提出更高要求，部分依靠“关系”挣钱的现象将被遏制，利于以质取胜的企业。**②行业洗牌，“剩”者为王。**现金流趋紧，房企本就不好的付款条件变得更加恶劣，上游受到巨大冲击。竞争对手无力扩张，反倒是公司的机会。
- **深度管理能力领先同行，有效化解规模负效应。**批量精装复杂度高，重复性强，公司通过专业化分工、标准化施工、系统化培训等方式实现对业务的深度管理，有效提升施工质量与效率。我们认为其深度管理的能力和意识领先同行，能够有效化解规模负效应。目前公司体量尚有限，但其管理和组织的优势将在发展中日益凸显，强有力地支持业务规模化扩张。
- **新战略推进，短期增长动能或超预期。**①目前公司正在推进新的增长策略，积极补充营销队伍，以“填格子”的形式在“百城+百强房企”开拓业务，有望打开新增长空间。预计未来客户结构将更多元化，降低大客户依赖度，营收稳定性提升，整体议价能力提升。②财务基本面好，2020 年 IPO 完成约 9 亿元融资。在行业不景气、房企付款条件更苛刻情况下，通过适当取舍与平衡，可在无实际风险但付款条件紧张的优质客户处实现逆势扩张。
- **增长有韧性，业绩超同行。**截至 3Q20，公司营收增速为 19.15%，行业平均增速仅为-7.70%，增长韧性远超同行。4Q20 新签订单 7.8 亿元；截至 4Q20，已签约未完工订单 29.5 亿元，已中标未签约订单 12.8 亿元，合计 42.3 亿。考虑到 1H21 新签约仍可转化为营收，预计 2021 年有望高增长。

投资建议

- 我们预计公司 2020-2022 年 EPS 为 1.33 元、1.80 元、2.40 元。首次覆盖，给予“买入”评级，给予 2021 年 35 倍 PE，对应目标价 62.96 元。

风险提示

- 地产调控超预期，开发商付款意愿下降、业务扩张不及预期，服务质量下降

赵旭翔 分析师 SAC 执业编号：S1130520030003
zhaoxuxiang@gjzq.com.cn

投资要件

■ **关键假设**

2020-2022 年公司总营收分别为 26.7 亿元、36.7 亿元和 49.7 亿元，增速分别为 14.2%、37.1%和 35.6%。其中，预计批量精装修营收分别为 26.6 亿元、36.5 亿元和 49.5 亿元，对应增速分别为 14.2%、37.2%和 35.7%，仍将保持占主营业务比例 99%以上。

■ **我们区别于市场的观点**

- **市场一致观点是：批量精装本质上属于劳务输出，存在规模负效应，规模化扩张难度大。**

  我们的观点：长期看，深度管理与组织能力能够有效化解规模负效应。

  劳务输出服务通常存在规模负效应。在这样的商业模式下，管理和组织的作用至关重要。**①精装业务环节复杂、重复性高。通过提高管理深度，细化管理颗粒度**，能够及时、准确地掌握业务进度和问题，动态管控及时纠偏，保证作业质量，提升作业效率。**②组织需要有活力、能成长**。一方面，将个人知识转化为组织能力，留在体系内形成组织记忆；另一方面，组织应该赋能个体，为业务培养人才，为作战提供支持。深度管理和组织能力的外化表现可以是专业化分工、标准化施工，也可以是人才培训、激励机制等，是有效化解规模负效应的方案。

  公司管理层多年来深入理解及实践科学管理、精益管理方式，其深度管理的意识较同行更为领先。虽然当前规模和体量有限，组织也尚未健全，但我们有理由认为其组织模式的优势会在将来发展过程中日益凸显，强有力地支撑业务规模持续扩张。

  另外，目前市场仍高度分散，规模化扩张需要挑战的不是少数区域头部公司，而是大量区域次等竞争对手。**只要能规模扩张中保持高于行业平均水准的服务质量，就足以抢占次等竞争对手的份额。**

- **市场一致观点是：公司实力过硬、稳健经营，但短期增长动能不足。**

  我们的观点：当前行业趋势转折利好公司。同时，凭借优秀的财务经营基本面、新推行的增长策略，公司短期增长或超市场预期。

- **行业变化：下游变化，推动批量精装进入“良币驱逐劣币”时代。**当前房企面临的变化是：盈利能力下行；政府长效机制落地、行业供给侧改革。房企对成本愈发敏感，进入“精细化管理”时代。意味着：**①需要选择更“靠谱”的合作伙伴。**房价全面调控，上涨变慢，客户的不满情绪容易转化为对质量的不满；房企严格控费，难以腾挪出“质量补贴”，靠花钱“了事”，群诉事件对企业形象影响大。整体上，开发商面临的维权压力增大，对供应商服务质量提出更高要求。部分依靠“关系”挣钱的现象将被有效遏制，利于以质量取胜的企业。**②竞争对手面临洗牌，“剩”者为王。**现金流趋紧，使得房企本就不好的付款条件变得更加恶劣。这对本就艰难的业内公司造成了巨大冲击，尤其是部分承接大量“甲指乙供”资金生意的企业，建筑装饰百强也面临倒闭风险。行业洗牌，竞争对手无力扩张，反倒是公司的机会。

  财务优势：财务基本面优秀，为逆势扩张奠定基础。多年来，公司现金流以及资债指标持续优于同行，2020 年 IPO 完成 9.28 亿元融资，在手资金充足，企业整体基本面好。目前行业不景气，开发商付款条件愈发苛刻，**公司能够通过适当取舍与平衡，实现对没有实际风险但付款条件紧张的优质客户的逆势扩张，加速业务增长。**值得一提的是，截至 2020Q3，公司营收增速为 19.15%，可比公司平均增速仅为-7.70%，增长韧性远超行业。

- **营销团队扩容，新战略打开增长空间。**过往新业务开拓主要依靠客户口碑相传。目前公司正在推进新的增长策略，积极补充营销队伍，建

立健全考核机制，**主动以“填格子”的形式在“百城+百强房企”开拓新业务，有望打开新的增长空间**。预计客户结构趋向多元化，头部客户依赖度减小，业务风险分散、稳定性提升。

- **股价上涨的催化因素**
  - 公司规模持续增长，且服务质量和口碑维持稳定；
  - “百城+百强房企”增长战略效果显著，新签订单量超预期增长；
  - 公司凭借财务基本面优势，逆势获取更多订单；
- **估值和目标价格**

我们预计公司 2020-2022 年归母净利润分别为 2.0 元、2.7 元、3.6 元。首次覆盖，给予“买入”评级。考虑到公司行业领先的深度管理与组织能力、健康的财务基本面、以及高业绩成长性，给予 2021 年 35 倍 PE，对应目标价 62.96 元。

- **投资风险**
  - 地产调控超预期，开发商被迫削减精装房比例；
  - 开发商的付款意愿降低，使得现金流和毛利率恶化；
  - 公司业务扩张速度不及预期，新的增长策略效果不显著；
  - 快速扩张导致的服务质量和口碑快速下降。

内容目录

投资要件 2
中天精装：最专注的批量精装修服务上市公司 6
深耕精装修服务，业务高度集中 6
批量精装修：增量市场，竞争格局分散 8
财务基本面好，盈利能力强，增长质量佳 9
行业的变化：竞争环境改善，逐渐进入“良币驱逐劣币”时代 13
问题：过去哪些因素制约了批量精装修行业集中度提升？ 13
变化因素 1：房企“毛利下滑+供给侧改革”，倒逼上游秩序调整 14
变化因素 2：开发商“市占率提升+采购联盟”扶植优秀供应商 14
扩张的核心：建立深度管理能力，规模扩张必由之路 15
问题：如何有效化解规模负效应？ 15
深度管理：分工专业化、流程标准化，背后是深化管理的能力与勇气 16
组织能力：人才培育体系健全，考核激励制度化，人才留存率高 17
业务的扩张：跨区域组织初成，具备财务优势，营销建设打开空间 17
组织架构：全国性架构搭建基本完成，为跨区域发展奠定基础 17
客户战略：打造专业营销队伍，开拓新客户分散风险 17
盈利预测与投资建议 19
盈利预测 19
投资建议及估值 19
风险提示 21

图表目录

图表 1：2015-2020Q3 营业收入及同比增长 6
图表 2：2016-2020H1 公司营收占比 6
图表 3：公司发展历程 7
图表 4：2011-2020 年公司交付能力变化（套） 7
图表 5：2015-2019 年公司营收客户结构占比 7
图表 6：公司股权结构图 8
图表 7：建筑装饰行业总产值（万亿） 8
图表 8：商品住宅精装修渗透率 8
图表 9：2019 年中国精装修项目按城市能级分布（万套） 9
图表 10：2019 年国内不同能级城市精装修房渗透率 9
图表 11：装饰装修业务分类 9
图表 12：2015-2019 年可比公司 ROE 对比 10
图表 13：2016-2019 年同业公司毛利率对比（%） 10
图表 14：2016-2019 年同业公司净利率对比（%） 10
图表 15：2019 年装修公司原材料成本占营收比重（%） 11

图表 16：2016-2019 年同业公司期间费用率对比（%） 11
图表 17：2016-2019 年同业公司销售费用率对比.....11
图表 18：2016-2019 年同业公司管理费用率对比.....11
图表 19：“甲指乙供”模式对可比公司的影响.....11
图表 20：2015-2019 年可比公司总资产周转率（次） 12
图表 21： 2015-2019 年可比公司营业周期（天） 12
图表 22：2015-2020Q3 行业公司资债水平比较.....12
图表 23：可比公司经营性现金流（亿元） 13
图表 24：可比公司净现比.....13
图表 25：公司业务工程结算进度图.....13
图表 26：Top5 样本房企毛利率.....14
图表 27：2015-2020.11 百强房企权益销售额及市占率 15
图表 28：“小班组”与“大班组”模式区别.....16
图表 29：公司已形成能够有效支撑全国化扩张的组织架构.....17
图表 30：2019 年公司客户占比结构.....18
图表 31：同业比较，人均创收（万元/人） 18
图表 32：同业比较，人均创利（万元/人） 18
图表 33：经营模型预测（百万元） 19
图表 34：可比公司估值比较.....21

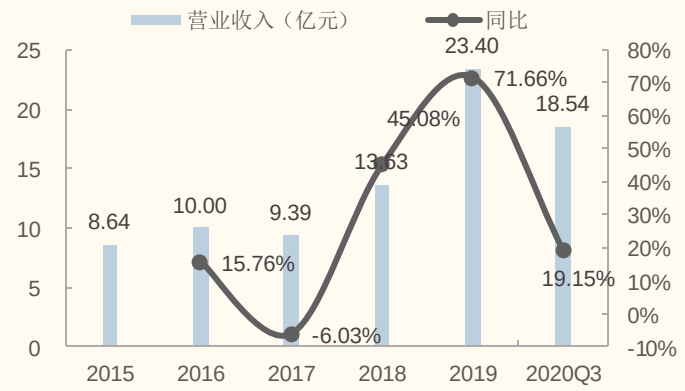
中天精装：最专注的批量精装修服务上市公司

深耕精装修服务，业务高度集中

- 中天精装 2000 年成立于深圳市，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建筑装饰工程施工和设计等服务，收入来源包括：批量精装修、设计业务、其他业务。具体而言，批量精装修业务主要面向开发商，为其提供楼盘精装修服务，是公司主要收入来源，营收占比超过 99%；设计业务主要为开发商提供精装修小区的室内外装修设计和优化，兼有少量公共建筑装修设计，目前并未大规模扩张；其他业务收入主要为向员工出租人才房等所获租金收入。

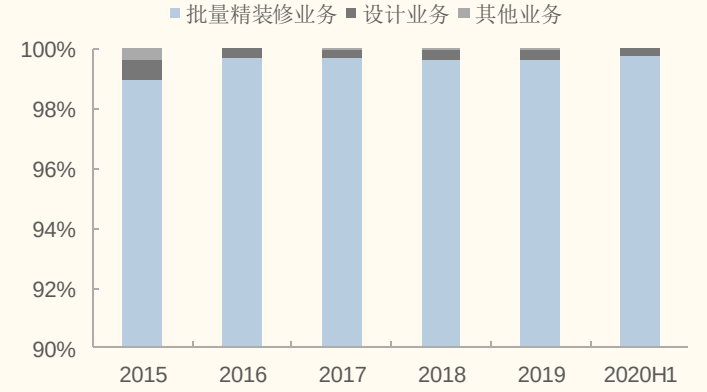
- 2003 年国内精装之风初起，公司凭借与万科的深度合作，进军住宅批量精装修服务，之后坚持深耕主业，不曾发生重大转型，也无其他对外投资或其他业务经营，其极高的业务专注度在国内装饰同行中也较为罕见。2017 年，《建筑业发展“十三五”规划》明确提出“2020 年新开工全装修成品住宅面积达到 30%”的目标。政策颁布，各地省市级政府也纷纷出台政策加以支持。在政策的引导和市场推动的双重作用下，住宅精装修迎来了高速发展，渗透率快速提升。公司也顺应行业，实现高速增长。2017-2019 年营业收入分别为 9.39 亿元、13.63 亿元、23.40 亿元；员工人数从 2017 年 582 人快速增长至 2019 年 1236 人。最终，2020 年 6 月顺利上市，以 24.52 元/股发行 3785 万股，募集资金约 9.28 亿元。

图表 1：2015-2020Q3 营业收入及同比增长



来源：wind，国金证券研究所

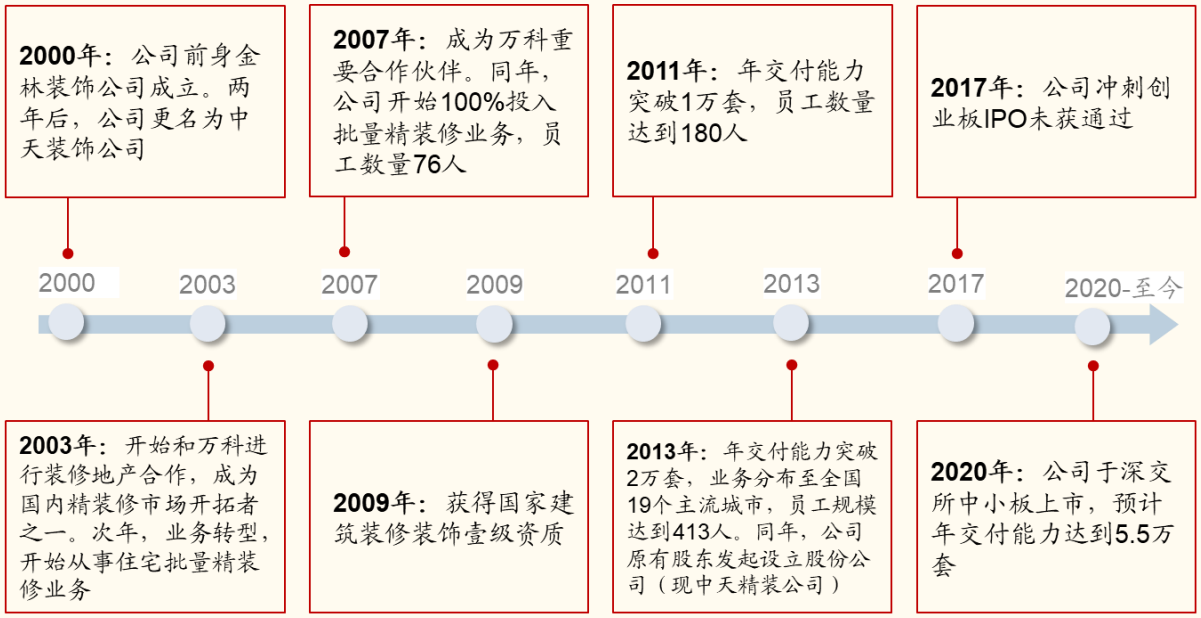
图表 2：2016-2020H1 公司营收占比



来源：wind，国金证券研究所

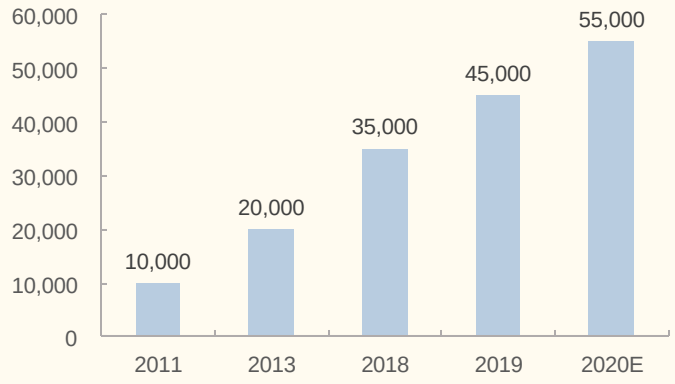
- 公司从事建筑装修行业逾二十年，已经发展成为国内规模最大的批量精装修服务提供商之一，拥有建筑装饰领域最高等级资质“建筑装修装饰工程专业承包壹级”，具备年交付 4.5 万套批量精装修住房的能力，并已累计完成了 22 万套精装修房屋的交付。公司与头部房企建立了良好的合作联系，成为万科、美的置业、融创中国、保利地产等开发商的主要供应商，在批量精装修领域积累了较强的市场影响力和认可度。并且，近几年大客户集中度逐渐下降，预计未来客户结构将更加多元化，大客户依赖度减小，业务风险分散、稳定性将提升。

图表 3：公司发展历程



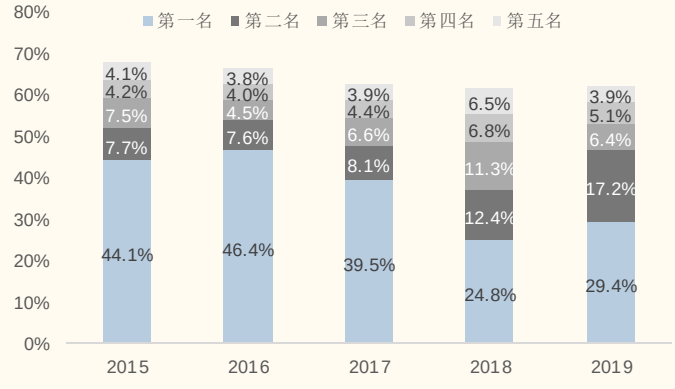
来源：公司公告，国金证券研究所

图表 4：2011-2020 年公司交付能力变化（套）



来源：公司公告，国金证券研究所

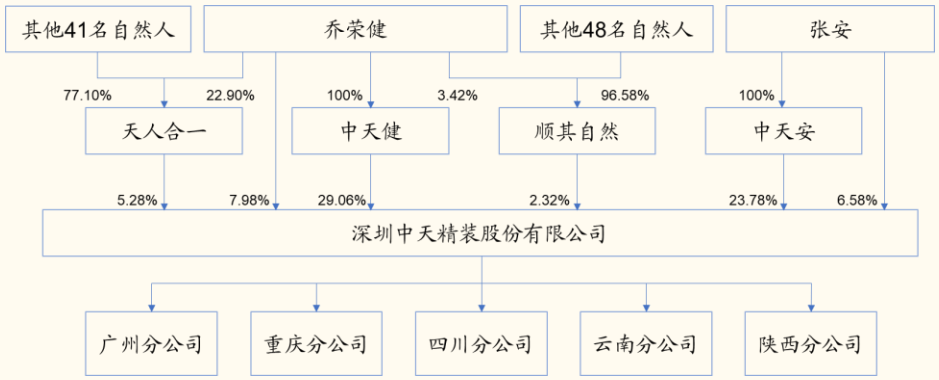
图表 5：2015-2019 年公司营收客户结构占比



来源：公司公告，国金证券研究所

- 截至 2020Q3，公司创始人兼董事长乔荣健持有公司 38.33%股份，其中直接持有公司股权比例为 7.98%，通过 100%持有中天健间接持股比例 29.06%，并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 1.21%、0.08%股份。公司董事、总经理张安曾与乔荣健为同事，共同就职于中国海外发展有限公司，于 2001 年加入公司。目前为公司第二大股东，持有公司 30.36%股份，其中直接持有公司股权比例为 6.58%，通过 100%持有中天安间接持有公司股份 23.78%。
- 此外，公司其他重要股东还包括天人合一、顺其自然，持股比例分别为 5.28%、2.32%。天人合一成立于 2011 年 5 月，是公司面对员工的股权激励平台，共计 42 名合伙人，均为公司优秀员工或经激励对象组成的联席会议以 2/3 多数同意而纳入的特定激励对象，其中 4 名为与公司具有长期合作历史并且服务质量受到公司认可的非公司员工。顺其自然成立于 2017 年 12 月，是公司经员工同意共同设立的员工持股平台，目的为承接 2017 年创业板 IPO 失败后，万科旗下万丰资产所转让股权。

图表 6：公司股权结构图

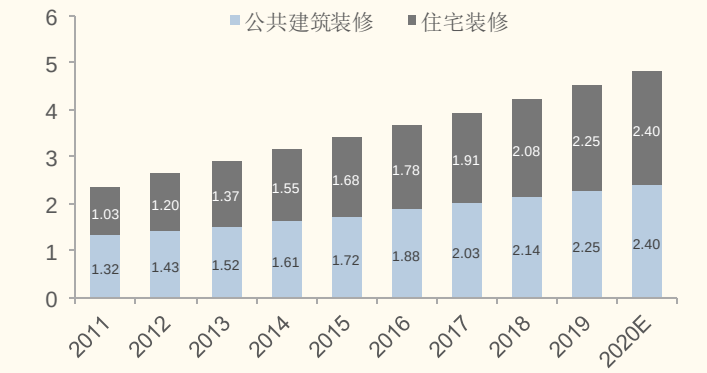


来源：公司公告，国金证券研究所

批量精装修：增量市场，竞争格局分散

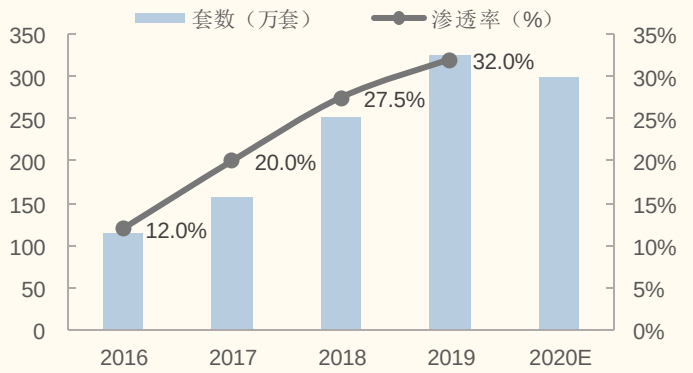
- **行业保持增长，家装增速高于公装。**根据中国建筑装饰协会发布的数据，我国建筑装饰行业总产值由 2010 年的 2.1 万亿元增加到 2019 年的 4.5 万亿，年复合增长率达 8.8%，整体增速高于我国 GDP 同期增长。其中，住宅装饰业务（家装）全年工程总产值从 0.95 万亿元增长到 2.2 万亿元，年复合增长率为 9.8%，住宅装饰业务的增速明显高于公共建筑装饰（公装）。
- **大行业，小企业，集中度低。**2017 年以来我国精装修市场规模得以高速发展。根据奥维云网，2016 年至 2019 年，精装修市场保持 25%以上的增长率，2019 年全年国内精装修市场新开盘项目规模已达 325 万套。假设单房平均面积 110 平米/套，平均精装修成本 1200 元/平米，则测算 2019 年对应精装市场规模接近 5000 亿元。中天精装作为批量精装龙头，全年完成交付约 4.5 万套房，对应市占率仅 1.4%，不足 2%。
- **长期渗透率仍有提升空间。**我们根据 2019 年建筑装饰行业协会公布的 2019 年我国精装修项目按城市能级分布，并结合统计局公布的各能级城市商品住宅销售面积、商品住宅现房销售面积，测算国内城市一线、二线、三线及以下城市（统计口径较大，为剔除一二线城市后剩余的所有城市）精装修比例分别达到 88%、65%、14%。其中，一线城市已完全达到发达国家渗透率水平（美欧日均超过 80%），已经基本完成精装修覆盖；二线城市精装比例仍有提升空间，三线及以下城市比例较低，未来将成为精装修市场的主力增长区。

图表 7：建筑装饰行业总产值（万亿）



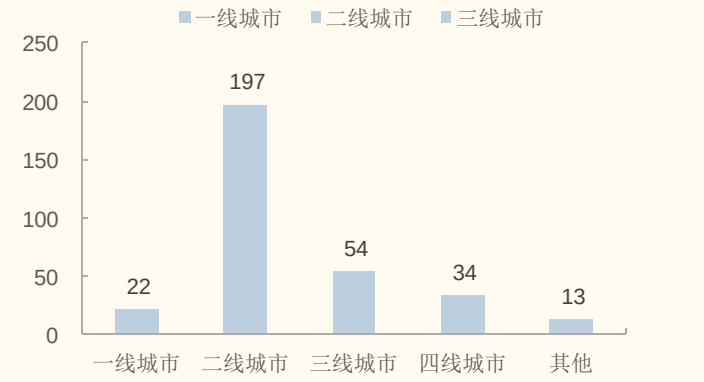
来源：公司公告，国金证券研究所

图表 8：商品住宅精装修渗透率



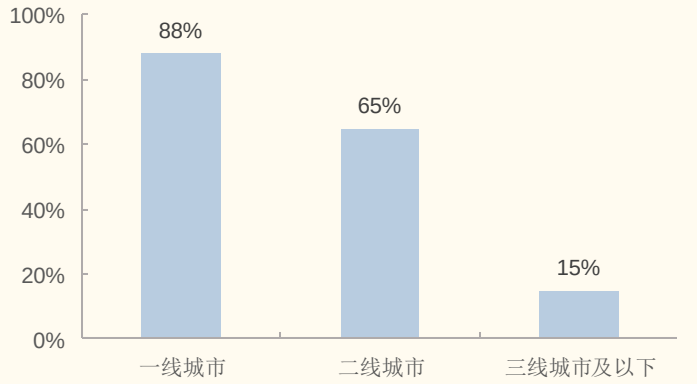
来源：奥维云网，国金证券研究所

图表 9：2019 年中国精装修项目按城市能级分布（万套）



来源：中国建筑装饰行业协会，国金证券研究所

图表 10：2019 年国内不同能级城市精装修房渗透率



来源：wind，国金证券研究所

- **根据建筑使用性质不同，建筑装饰装修行业分为公共建筑装饰和住宅装饰。**其中，公共建筑装饰分为差异化项目（如体育馆、会展中心等）和批量化项目（如酒店、学校等），主要客户均为政府、酒店开发商、旅游地产企业等，为典型的 ToB 模式；住宅装饰分为住宅散装业务和住宅批量精装修业务，散装业务主要为服务个人的 ToC 业务模式，批量精装修主要为服务地产开发商的 ToB 业务模式。

图表 11：装饰装修业务分类

业务分类		业务特点 直接客户	单个项目规模	项目差异化程度	设计要求	营销成本	客户粘性
公共建筑装饰	差异化项目	政府机构、地产公司等	较大	较高	较高	较高	适中
	批量化项目	政府机构、地产公司等	较大	较低，可复制性强	较低，客户主导设计	适中	适中
住宅装饰	住宅散装	个人等	较小	较高	较高，客户干预设计	较高	较低
	住宅批量精装修	地产公司等	较大	较低，可复制性强	较低，客户主导设计	较低	较高

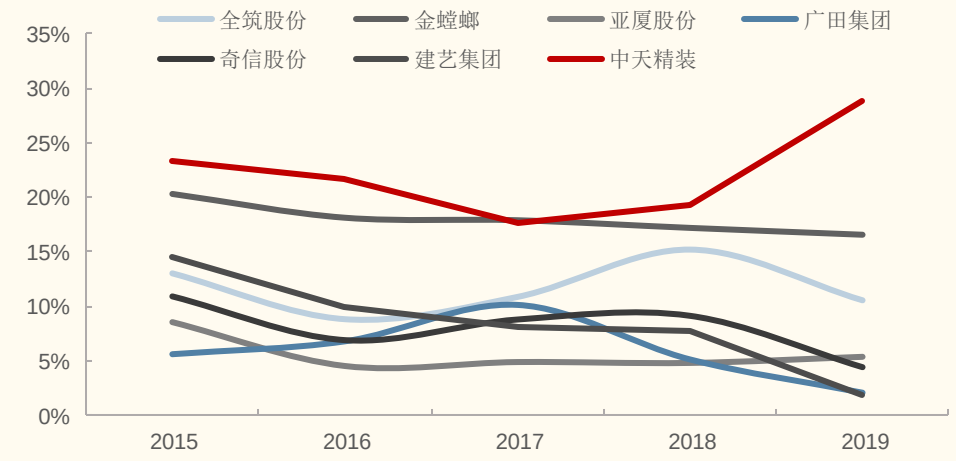
来源：公司官网，国金证券研究所

- **住宅批量精装修 vs 住宅散装：1）商业模式：**区别于住宅散装 ToC 模式，批量精装修业务的 ToB 模式导致企业对下游议价能力较弱、客单价低，但相较而言业务更加批量化与标准化。作业地点集中，企业可以大批量流水化施工，整体作业效率更高，在一定程度上形成规模化效应，提升盈利能力。**2）精装交付是趋势：**精装修对于开发商、个人和政府都是更有利的。于开发商而言，批量精装修增加销售附加值。房地产行业进入存量博弈时代，精装修的高质量和低成本可增强开发商产品竞争力和盈利能力。于政府而言，批量精装修使得建材采购流程规范化，减少了私下采购导致的不规范交易，增加了相关税收，同时符合住宅产业化和绿色环保的发展方向；于个人而言，批量精装修节省大量装修费用，也大幅度节省了时间，并且装修成本可计入总房价中，从而以按揭贷款取代一次性装修费投入。

财务基本面好，盈利能力强，增长质量佳

- **盈利能力领先同行。**公司 ROE 水平持续保持领先，2019 年为 28.85%，较行业均值 9.94%高出 18.91pct。**对 ROE 进行拆解分析可以发现，毛利率和总资产周转率是公司保持高盈利能力的核心。**

图表 12：2015-2019 年可比公司 ROE 对比



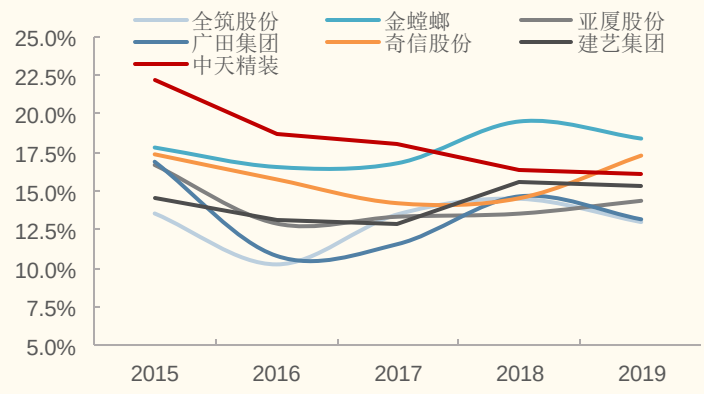
来源：wind，国金证券研究所

- **毛利率、净利率指标优于同行。**2016-2019 年，公司毛利率分别为 18.71%、18.00%、16.37%、16.10%，净利率分别为 8.55%、8.53%、7.30%、7.83%，整体优于行业平均水平。2017 年以来，毛利率和净利率有所下降，主要由于公司主动调整战略优化客户结构，降低对万科的依赖。拓展新客户过程中，在项目投标阶段主动下调策划毛利率，同时和新客户的首次磨合过程中导致实际毛利率低于策划毛利率。

  谨慎选择业务模式，不做“垫资服务”。公司更偏向于装饰服务提供商，主要提供服务，仅负责少部分装修辅材的采购。而同行部分公司除了装饰服务，也为开发商提供建筑主材垫资，即所谓“甲指乙供”模式，施工方在甲方指定的材料供应商处采购洁具、瓷砖、厨房电器等建材，实质上是同行基于自身资金实力与开发商达成的借贷生意。从各公司原材料成本占营收的比例可以看出显著差异，公司采购成本占营收的比例仅为 35.96%，同行的均值达到 48.89%。通常，“甲指乙供”业务的毛利率低于行业平均水平，以全筑为例，恒大地产仅按材料采购成本的 10%支付材料管理费，即毛利率为 10%，该毛利水平低于公司精装修业务的平均毛利率。

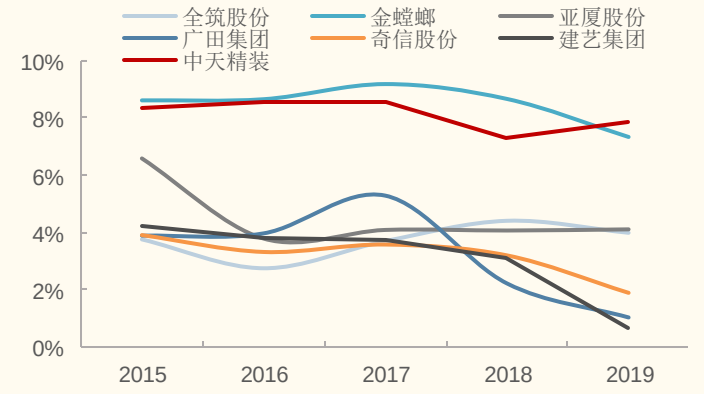
- **期间费用控制较好。**2016-2019 年，公司期间费用率分别为 6.14%、6.90%、5.61%、4.94%，低于行业平均水平。具体来看：**1）销售费用率。**2016-2019 年销售费用率分别为 0.63%、0.92%、1.04%、0.80%，低于行业均值 1.29%、1.35%、1.46%、1.35%，主要由于公司客户集中度较高，销售工作由高管承担，同时口碑相传作用较大，因此销售成本低，营销团队也相对不足。**2）管理费用率。**2016-2019 年管理费用率分别为 5.07%、5.04%、3.81%、3.69%，近两年低于行业均值 3.21%、3.74%、4.64%、4.93%，管理费用的增速低于营收，体现公司在管理能力上的竞争优势。

图表 13：2016-2019 年同业公司毛利率对比（%）



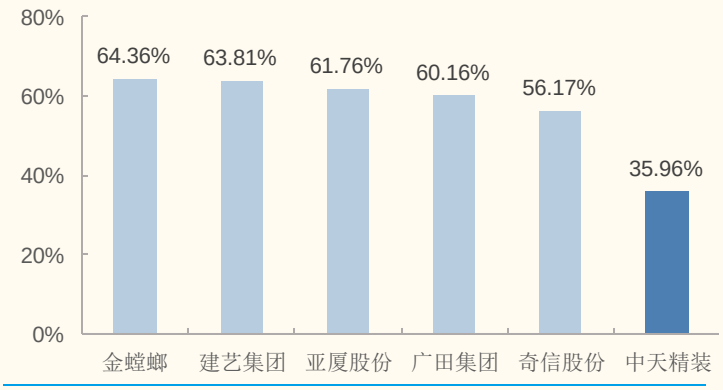
来源：wind，国金证券研究所

图表 14：2016-2019 年同业公司净利率对比（%）



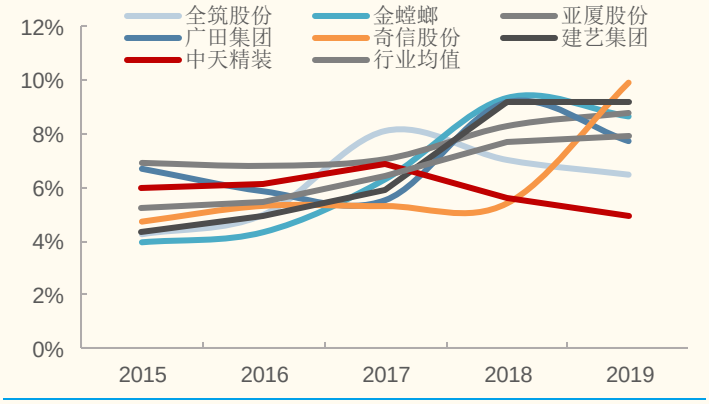
来源：wind，国金证券研究所

图表 15：2019 年装修公司原材料成本占营收比重（%）



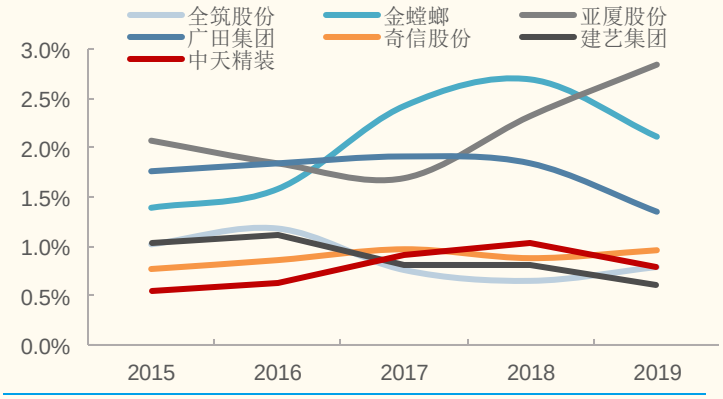
来源：公司公告，国金证券研究所

图表 16：2016-2019 年同业公司期间费用率对比（%）



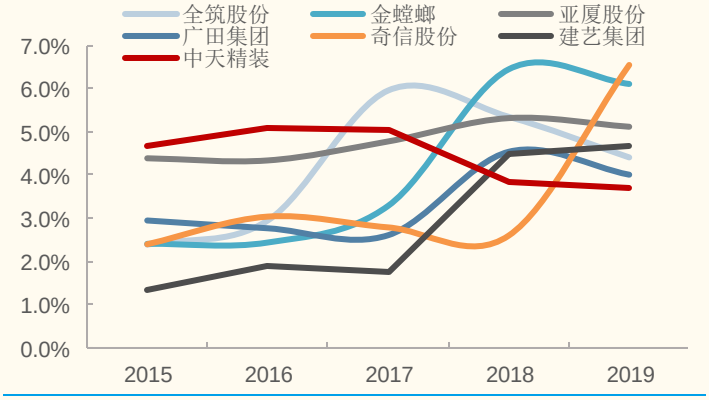
来源：wind，国金证券研究所

图表 17：2016-2019 年同业公司销售费用率对比



来源：wind，国金证券研究所

图表 18：2016-2019 年同业公司管理费用率对比



来源：wind，国金证券研究所

图表 19：“甲指乙供”模式对可比公司的影响

项目		恒大地产收入占比	恒大材料公司采购占采购额比例	恒大材料公司采购占当期营业成本比重
全筑股份	2014 年	44.58%	39.39%	23.39%
	2018 年	51.56%	11.46%	11.16%
广田集团	2016 年	43.88%	40.32%	25.01%
	2017 年	41.94%	37.27%	27.34%
	2018 年	48.65%	11.81%	7.36%
建艺集团	2015 年 1-9 月	44.99%	31.00%	20.35%

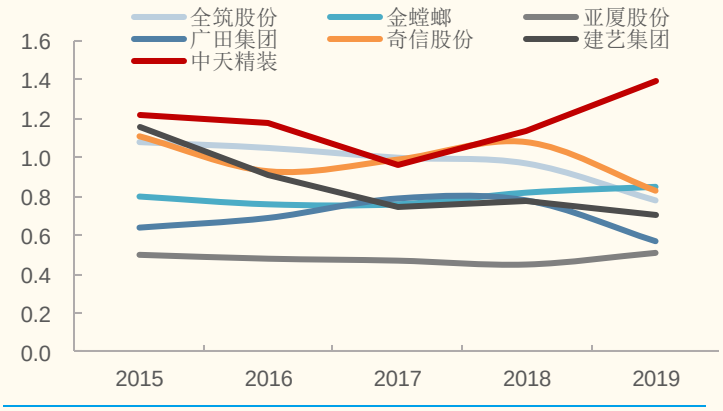
来源：公司公告，国金证券研究所

- **营运指标优秀。**公司的资产结构中约 70%属于应收账款融资和存货，资产运营能力评价主要取决于这两项科目。**由于行业可比公司的收入确认准则和应收账款确认准则并不完全一致，不同公司间存货周转率及应收账款周转率可比性低，因此应该将应收账款及存货结合起来看，以营业周期指标**

更能比较不同公司的营运能力。结果显示，2016-2019 年公司资产周转情况和营业周期均远好于行业竞争对手。

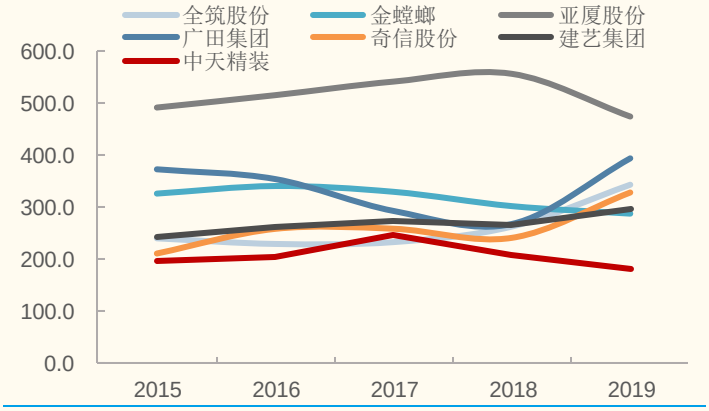
- **营运能力优秀背后反映的是严谨的客户和项目选择标准。**①公司对客户的选取较为谨慎，主要为万科、保利等优质客户提供服务，因此结算回款情况较好。三条红线政策出台后，公司更为密切关注客户的资债情况。②项目层面，公司也有严格的选择标准。在议价能力有限的情况下，优先选择回款周期更短的项目。并且即便面对优质客户的项目，也会结合项目自身的盈利性和各类风险进行综合考量，并非所有项目都会全盘接受。

图表 20：2015-2019 年可比公司总资产周转率（次）



来源：wind，国金证券研究所

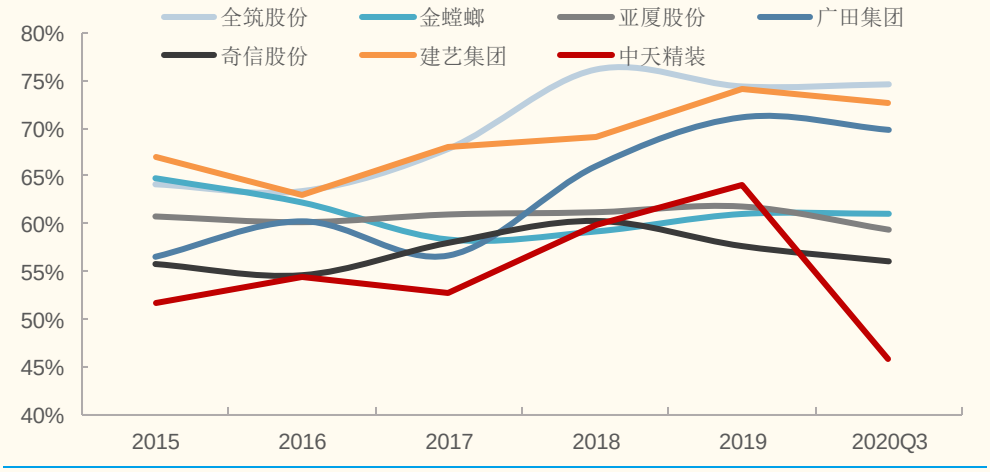
图表 21：2015-2019 年可比公司营业周期（天）



来源：wind，国金证券研究所

- **资产负债率低于行业均值。**截至 2020Q3，公司资产负债率水平为 45.69%，低于行业平均水平 62.72%，杠杆率并非提升 ROE 的主要因素。从历史数据看，公司资债水平基本稳定，甚至在多数时候低于行业均值，一方面体现公司“甲指乙供”的业务合作较少，垫资较少，资金压力小；另一方面也体现公司稳健的经营策略，以及资债结构的控制能力。

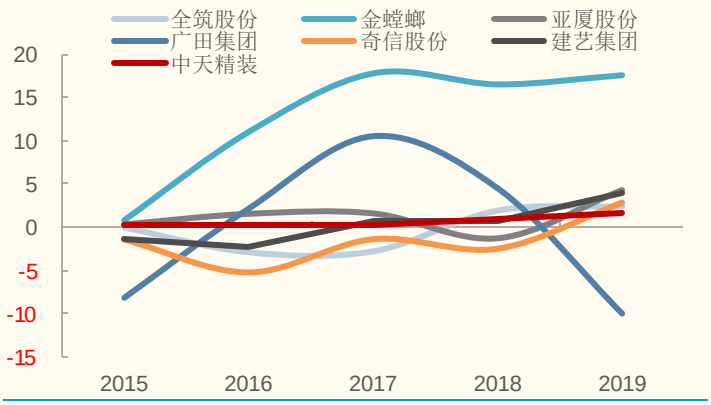
图表 22：2015-2020Q3 行业公司资债水平比较



来源：wind，国金证券研究所

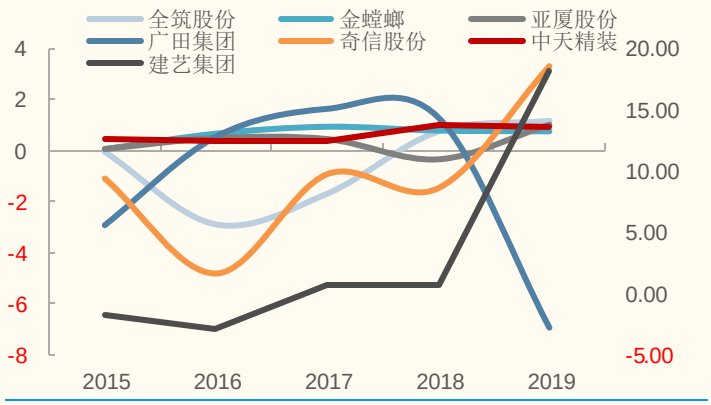
- **回款能力出色，增长质量高。**公司增长质量远领先于同行，过去几年中是行业中唯一一家经营性现金流保持正数的企业，同时收现比和净现比均高于行业平均水平，尤其比较同类公司全筑和广田。公司高质量增长既得益于优质客户组合，也和自身出色的回款管理能力相关，如通过票据贴现、反向保理等方式促进应收账款回款。

图表 23：可比公司经营性现金流（亿元）



来源：wind，国金证券研究所

图表 24：可比公司净现比



来源：wind，国金证券研究所

行业的变化：竞争环境改善，逐渐进入“良币驱逐劣币”时代

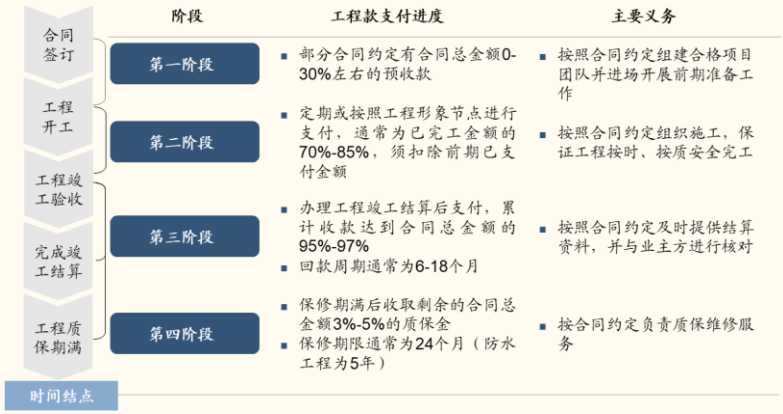
问题：过去哪些因素制约了批量精装修行业集中度提升？

- **黄金时代利润率高，乱象多，“劣币驱逐良币”。**房地产黄金时代，行业竞争秩序乱，主要由于：①地产利润率高，带动上游供应商获利可观；②行业门槛低，对质量要求相对不高，竞争激烈；③规范化不足，房企决策人员与供应商之间存在利益输送现象。部分供应商仅凭个人关系就获得订单，反而导致靠服务质量取胜的企业难以展现出优势。
- **开发商格局分散，采购招标各自为政。**过去二十年，房地产行业伴随我国城镇化进程和人口红利，实现了高速发展。增量市场中，开发商市场份额相对分散，与开发商强绑定的供应商份额优势也并不显著。同时，房企对批量精装修的采购决策以地方公司为主，使得精装企业的客户获取难度加大。即便面对同一个开发商，也需要分别获得各地方决策者的信任。
- **现金流不足，规模化扩张较难。体现为两方面：**

  对下游话语权弱，现金流紧张。批量精装项目一般规模较大，要求装饰企业拥有较强的资金实力，并且下游开发商话语权大，行业应收结算周期长，以公司结算流程来看，从签订合同至竣工验收累计结算金额仅为合同总价的 70%-85%。营运资金普遍紧张，靠自有现金流不足以支撑规模扩张。

  轻资产模式，融资困难。我国建筑装饰企业多为民营企业，由于企业属性多为轻资产运营，没有大量资产以供办理大规模抵押贷款，融资端受到的限制较大，一定程度上限制了企业的规模扩张。

图表 25：公司业务工程结算进度图



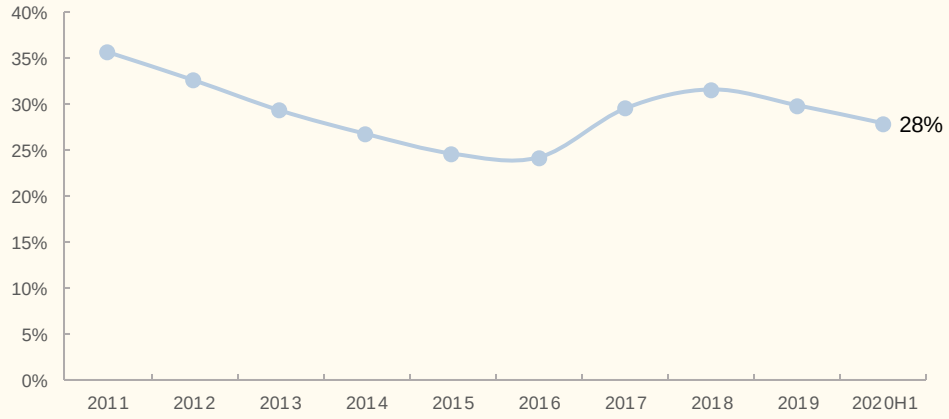
来源：公司公告，国金证券研究所

- **管理上存在规模与质量平衡的难题。**批量装修高度依赖于人工，项目多样、施工场景复杂多变，对管理提出较高的要求。业务扩张意味着管理半径扩大，企业需要适应新的客户、地域和项目，管理精力被分散，容易出现服务品质下降的问题，导致客户满意度降低，即所谓的规模负效应问题，这在较大程度上制约了业务的跨地域扩张。

变化因素 1：房企“毛利下滑+供给侧改革”，倒逼上游秩序调整

- **结算毛利率收窄，盈利能力下降。**短期来看，受到 2016 年以来拿地太贵影响，近几年开发商销售毛利率持续下行。房企 2019 年年报显示，行业毛利率出现重大向下拐点。我们取销售榜单前 5 名公司作样本，根据 2019 年及 2020H1 财报数据，2019 年和 2020 H1 样本房企结算毛利率分别为 30.1%，28.2%，较 2018 年下降 0.9pcts，2pcts。短期而言，销售毛利率可能企稳回升，但难以重回黄金时代。长期来看，行业终将回归制造业属性，利润率或将进一步收窄。

图表 26：Top5 样本房企毛利率



来源：公司公告，国金证券研究所

- **供给侧改革制度陆续出台，开发商资金压力增大。**2020 年 8 月，三条红线规则出台，对房企剔预资产负债率、净负债率、现金短债比提出了相应要求；同年 12 月，央行颁布银行业贷款集中度管理制度，进一步从融资供给端限制涉房贷款的增量。各项调控制度陆续出台标志着房地产长效机制逐渐落成，监管介入运营，不仅试点企业受限，非试点企业也将以监管标准作为运营调整目标，以满足规定。从开发商财务和运营角度而言，现金流压力大增，需要努力达成监管层的资债指标要求。

- **精装交付维权压力大，“靠谱”合作伙伴更受青睐。**利润率下行，房企为了提高项目收益率，倾向于提升精装交付比例。对客户而言，房价全面调控后，上涨慢，不满情绪容易传导到其对房屋质量的评价。对房企而言，精装交付的是标准的“用户界面”，众口难调。过去靠内部腾挪费用“息事宁人”，现在严控费用、资金有限，处理难度大增。**迫于压力，开发商对供应商服务质量的诉求提高，希望与更“靠谱”伙伴合作，以减少群诉事件。部分依靠“关系”挣钱的现象将得到有效遏制，有利于以质量取胜的企业。**

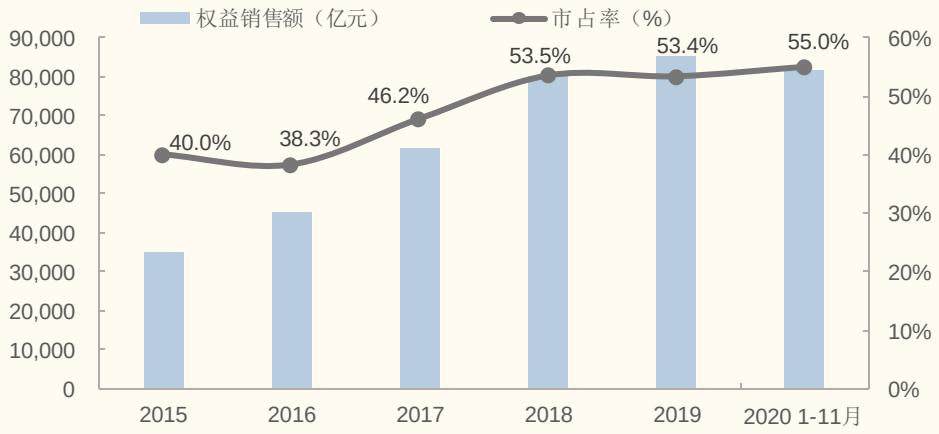
- **疫情影响经济，房企精打细算，行业大洗牌。**2020 年疫情等原因导致工程延迟和竣工推迟，叠加三条红线等对融资端的管控，房企现金流紧张，导致装饰服务本就不好的付款条件变得更加严苛，“抵房子”、结算推迟、商票不能贴现等问题频发，对本就脆弱的行业造成了巨大的冲击。**尤其是部分承接不少“甲指乙供”资金生意的企业，面临收不回钱的问题。许多企业倒下，不仅包括资金有限的小企业，甚至是建筑装饰百强企业。**

变化因素 2：开发商“市占率提升+采购联盟”扶植优秀供应商

- **开发商集中度提升带动供应商发展。**销售额数据显示，2015 年以来行业市占率明显向头部开发商集中。根据克而瑞，百强房企权益销售额从 2015

年 3.5 万亿到 2020 年 9.4 万亿，占行业商品房销售额比例从 40%提升至 55%。三条红线限制了房企加杠杆的能力，一定程度上压制了市占率弹性，但长远来看，长效机制落位限制了地产行业的资源额度，资源最终都将流向优质头部房企，集中度提升仍将是长期逻辑。优质的批量精装服务商和头部房企长期绑定，下游集中度提升整体上会推动上游集中度提升。

图表 27：2015-2020.11 百强房企权益销售额及市占率



来源：克而瑞，国金证券研究所

- **开发商抱团集采，将培育优质供应商。**利润率下行背景下，开发商对“降本提效”的需求急迫，不少开发商纷纷试水采购联盟，试图结成联盟扩大影响力范围，通过“以价换量”的方式获得供应商的合作让利，这在逻辑上将长期利好优质供应商，也有利于提升供应商的行业集中度。头部开发商已经形成自己的采购平台如万科采筑、碧桂园招采等，其他开发商也以区域联盟等方式组建了招采联盟，如中城联盟、新虹桥联盟等。目前批量精装修被纳入采购联盟的情况还较少，但我们认为这将是长期趋势。
- **我们认为，区别于 2017 年以来政策推动精装修渗透率提升，做大市场蛋糕的逻辑，当下及往后批量精装修行业更大的机会在于集中度提升。鉴于市场仍处于高度分散的状态，规模化扩张企业需要战胜的不是少量区域头部公司，而是大量区域次等对手。只要其能在规模扩张时保持高于行业平均水准的服务质量，就足以抢占次等竞争对手的份额。于是问题转变为，如何能在规模扩张中保持服务质量的稳定性。**

扩张的核心：建立深度管理能力，规模扩张必由之路

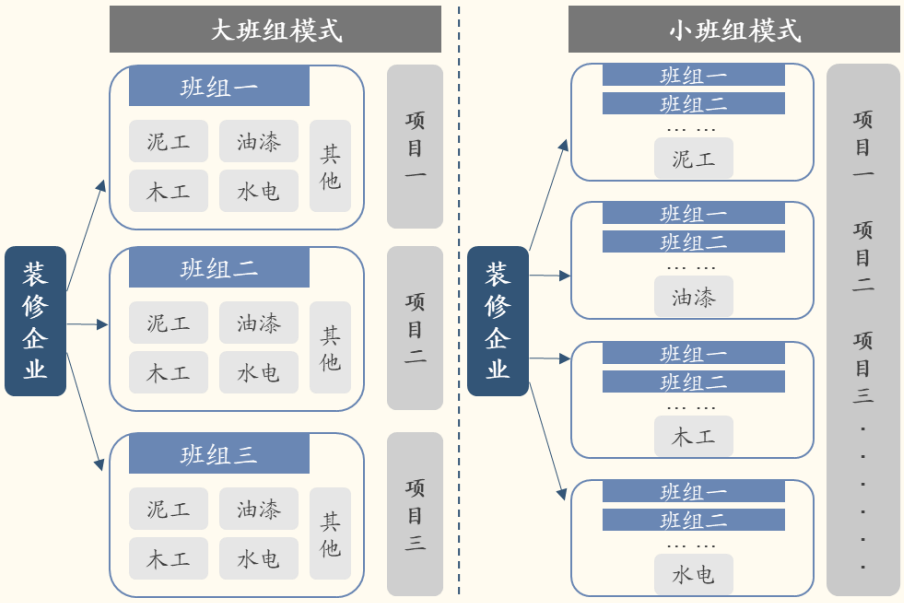
问题：如何有效化解规模负效应？

- **理解客户的诉求：1）工程质量。**批量精装施工过程中，所有的环节涉及重复性劳动，只要一个环节出错，就可能被批量化放大，导致几百套甚至更多的房子出现问题，甚至引发群诉事件。因此，开发商对批量精装修的质量要求较高。**2）执行效率。**作为房屋交付之前的最后一道工序，批量精装修工作效率将直接影响开发商交房进度。因此，开发商往往要求供应商能够保证施工进度，在指定时间内交付大批量房屋。全国性开发商也会希望供应商能够跟随其地域扩张的脚步，跨地域组织施工。
- **深度管理与组织能力是核心。对于各环节高复杂与重复的批量精装业务，管理深度越浅，项目就越容易出错，为了维持施工质量，管理半径就被迫相应缩小。**因此，我们认为有效解决方案是加大管理深度、提升组织能力，通过细化管理与强化组织，把重复与复杂的环节标准化/专业化，便可在规模扩张时，保证质量和效率不下滑。
- 中天精装深耕行业十多年，积累了丰富的业务数据、业务经验，深度管理能力与意识行业领先，我们将就管理深度和组织能力两个个维度展开说明，理解公司的长期核心竞争优势。

深度管理：分工专业化、流程标准化，背后是深化管理的能力与勇气

- **施工班组专业化，以“小班组”替代“大班组”。**劳务使用方面，精装修行业企业普遍采取“大班组”模式，即通过聘用一个包含各类工种（如泥水、木工、水电、油漆等）的大班组，承担整个项目全部劳务的组织模式。与该模式不同，公司采用“小班组”组织模式，即每个项目都按照不同工种，分别聘请劳务班组，按照房屋施工的顺序进行穿插施工，并保证单一工种作业流程有两个以上班组参与，形成良性竞争。根据公司招股书，报告期内典型项目平均班组数量为 15.66 个，全年工程项目直接协调、调度、现场管理的劳务班组达 700 多个，充分体现出公司良好的班组管理能力。

图表 28：“小班组”与“大班组”模式区别



来源：公司公告，国金证券研究所

- **“小班组”是管理颗粒度细化的体现，要求“N*M”复杂问题管理能力。**“大班组”模式通常为一对一，即一个班组负责一个项目的所有工序，而“小班组”模式则为多对多，一个班组同时负责多个项目的同一道工序，单个项目同时由多个不同工种班组负责，呈现“N*M”矩阵式管理特点。管理颗粒度得到细化，管理复杂度也大大提升。

- **工序标准化，节点管理，量化考核。**基于“小班组”的作业模式，公司将项目按核心工序拆分出众多节点，对每个节点的进度、质量情况进行单独的量化考核，确保项目质量和总体进度。具体而言，完整的劳务施工作业通常能够拆解为上千个施工工序，每个施工标的按照施工流程，能够设置 50 个左右核心控制节点，项目团队需按周和按月向公司总部报送项目完成进度报表，完工进度的量化考核精确到每个施工的房间或公共区域。公司多年来坚持项目自营，对每个项目独立核算，工序划分精细化后，大大增强项目进度、质量、成本的把控能力。

- **集中式采购降低物料成本，出入库实时监控。**由于行业的施工合约多为包干制，企业需承担原材料价格上涨的风险，物料采购和材料使用环节的成本控制能力至关重要。**集中式物料采购：**公司无子公司、也未通过分公司或要求劳务班组采购装修材料，大部分材料通过总部集中采购的方式完成。**材料使用精益管理。**通过实测实量等方式严格限定材料许用量，实时监控出入库，对比材料许用量与 ERP 实际出库领用量的差异，有效控制材料用量。需要指出的是，公司多年来不断加强 IT 方面投入，量身定做打磨出的 ERP 系统对精细管理动作起到了重要支撑。

- **我们认为，无论是专业化分工，标准化施工，还是集中采购/精益管理，都极大程度细化了管理颗粒度，大大提升管理复杂度，要求公司具备更深层次的管理能力。同时这于任何公司都是挑战，需要管理层的决心。但也正因为难度大，公司因此树立起了无形的壁垒，为业务复制扩张奠定了基础。**

组织能力：人才培育体系健全，考核激励制度化，人才留存率高

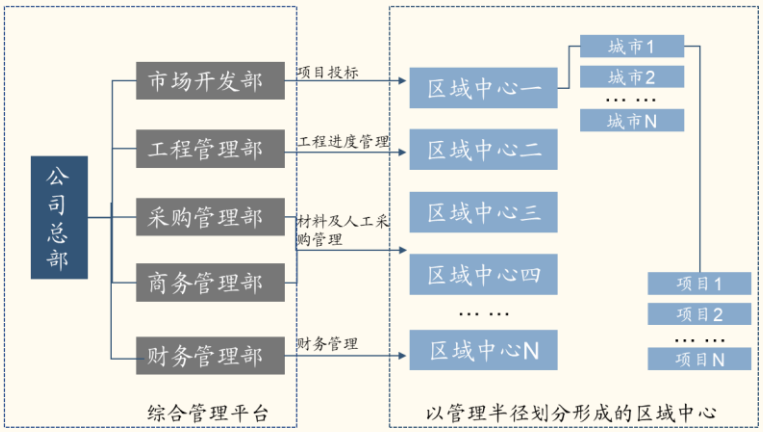
- **重视岗位培训，系统化提升员工素质。**通过设立“中天大讲堂”网络培训平台，公司为员工提供涵盖行业、业务、公司制度、安全管理等方面必备知识和技能的学习课程。同时，针对各个岗位的职责要求，开设定制化学习计划，进行专项培训。截至 2019 H1，公司合计上线课程 382 门，2016-2019H1 平均每个员工现场及在线学时 77.94 小时/年。此外，在工作中，采取“以老带新”的方式配备各工程项目部人员，帮助新人快速成长。
- **考核激励制度化，项目经理团队留存率高。**为有效激励员工合理管控项目成本，公司对不同部门各级员工均制定了明确的绩效考核管理制度。好的培训及激励机制为公司留存了大批人才。截至 2019H1，公司工程部项目经理及以上级别管理人员共计 142 人，平均司龄约为 7 年，拥有管理以及工程施工的丰富经验。团队在项目周期管控和成本质量管控等方面有较强优势，有利于项目效率提高及成本降低。
- **正常情况下，服务输出的能力边界的扩张速度将慢于新订单签约速度。公司通过标准化的课程体系，将个人知识转化为组织能力，留在体系内形成组织记忆。同时靠组织赋能个体，培养人才、激励人才，为作战提供支持，这本身便体现了组织能力的优势。**
- **我们认为，公司管理层多年来对科学管理、精益管理的理解以及实践，其理念较同行更为先进。因此虽然公司当前规模和体量有限，组织也尚未健全，但我们有理由相信其组织模式的优势会在将来发展过程中日益凸显，助力业务实现规模扩张。**

业务的扩张：跨区域组织初成，具备财务优势，营销建设打开空间

组织架构：全国性架构搭建基本完成，为跨区域发展奠定基础

- 经过多年发展，公司全国性组织管理架构已经基本搭建完成，成立了 11 个区域中心，重点覆盖经济相对发达的城市。总部层面组建了较强的中后台体系，与区域中心一起实现对项目执行的管理，较同行更为领先，为公司业务持续稳定发展提供了必要的保障。

图表 29：公司已形成能够有效支撑全国化扩张的组织架构



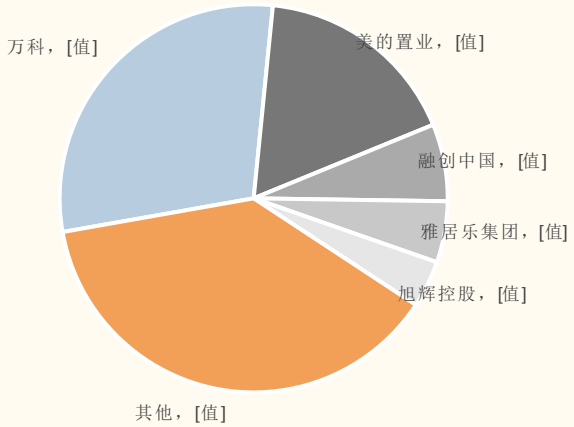
来源：公司公告，国金证券研究所

客户战略：打造专业营销队伍，开拓新客户分散风险

- **与优质客户建立长期稳定合作关系。**自 2003 年与万科首次合作以来，公司始终坚持为优质客户提供服务，甄选现金流优质的项目，确保有质量的

增长。多年来凭借过硬的服务实力在业内树立了良好的口碑，在项目执行层面获得了头部开发商客户的充分认可。目前已经成为万科、保利、雅居乐、旭辉等优质开发商的长期稳定供应商。在三条红线规则等的负面影响下，优质稳定的客户资源为公司批量精装修业务的可持续发展提供了坚实的保障，使得公司能够在逆境中稳健前行。

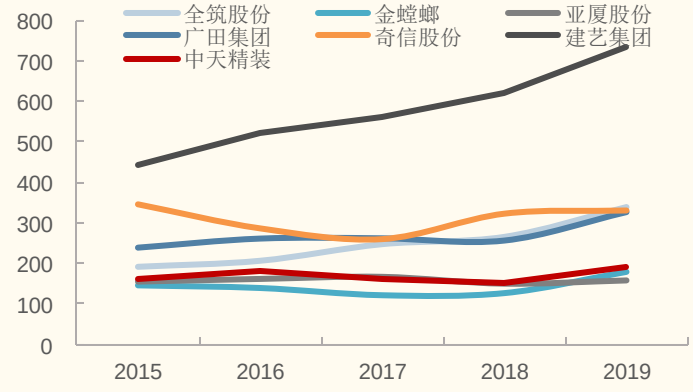
图表 30：2019 年公司客户占比结构



来源：公司公告，国金证券研究所

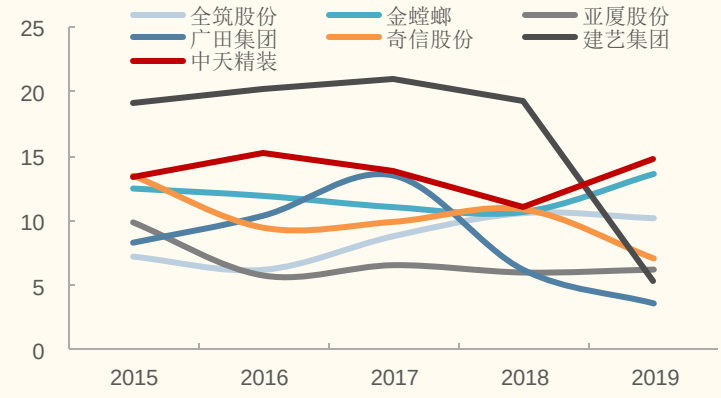
- **人均创利较高，但人均创收显著低于同行。**基于标准化管理等各方面的优势，公司运营能力、成本控制等方面表现出色，人均创利较高。但人均创收显著低于同行，我们认为这和公司过往的经营思路有关，即对人员的高投入并非追求营收高速增长，而是更加重视管控质量提升，同时公司新业务开拓主要依靠客户的口碑相传，而非主动出击开发客源，这从公司的营销费用占比和销售人员占比可以看出。

图表 31：同业比较，人均创收（万元/人）



来源：wind，国金证券研究所

图表 32：同业比较，人均创利（万元/人）



来源：wind，国金证券研究所

- **加强营销队伍建设，主动出击。**公司优质且稳定的客户结构在行业下行期提供了强有力的保护，而非如部分竞争对手，在大客户遇到重大冲击时，也遭受牵连。但整体而言，长期依赖于大客户的高度集中客户结构并非长久之计，始终可能存在较大的风险。

  公司未来将加大新客户的拓展力度，挖掘更多优质且有潜力的客户。目前公司内部已经在考虑新的扩张策略，通过加大力度补充营销队伍，建立健全考核机制，增强营销实力，以填格子的形式对“百城+百强开发商”的新阵地进行开发。预计未来客户结构将更加多元化，减小头部客户的依赖度，营收稳定性提升，整体溢价率提升。

- **良好的财务基本面，助力公司在下行环境中逆势扩张。**值得一提的是，截至 2020Q3，公司营收增速为 19.15%，行业的平均增速仅为-7.70%，增长

韧性远超可比公司。鉴于公司历年来现金流以及资债指标情况都相对优秀，以及 2020 年 IPO 完成 9.28 亿元融资，在手资金充足，我们认为公司具备在行业不景气、开发商付款条件更为苛刻环境下的逆势扩张潜力，能够通过适当取舍与平衡，在没有实际风险但付款条件紧张的优质客户处实现逆势扩张，加速业务增长。

盈利预测与投资建议

盈利预测

- **收入预测：**我们预计 2020-2022 年公司总营收分别为 26.7 亿元、36.7 亿元和 49.7 亿元，增速分别为 14.2%、37.1%和 35.6%。其中，预计批量精装修营收分别为 26.6 亿元、36.5 亿元和 49.5 亿元，对应增速分别为 14.2%、37.2%和 35.7%，仍将保持占主营业务比例 99%以上。
- **批量精装修的营收预测主要基于以下假设和事实：**
  - **新签约项目：**1）行业景气度下行，公司依仗高质量的资债情况和充足的在手现金，能够在无实际风险而付款条件严苛的客户处获得超预期的增长；2）通过补充营销队伍，建立健全考核机制，增强营销实力，公司“百城+百强房企”的新扩张策略将逐渐显示出对业绩增长的贡献。我们预计新签约项目个数及面积将保持高速增长。
  - **平均造价及毛利率：**1）2020 年，受疫情的影响，公司全年平均造价及毛利率可能受到一些影响；2）短期内，加速规模扩张中，公司可能主动下调项目投标阶段策划毛利率，同时和新客户的首次磨合过程将影响实际毛利率。因此，公司平均造价及毛利率出现一定程度的下滑。3）长期而言，考虑到公司管理能力的优越性，以及劳动力和原材料成本上升所带来的影响，未来平均造价将有所回升，同时毛利率能够基本保持稳定，乃至逐渐提升。
  - 截至 2020Q3，公司营收增速为 19.15%，行业平均增速仅为-7.70%，增长韧性远超同行。2020Q4 新签订单 7.8 亿元；**截至 2020Q4，已签约未完工订单 29.5 亿元，已中标未签约订单 12.8 亿元，考虑到 2021H1 新签合约仍可转化为结算收入，预计 2021 年有望迎来高增长。**
- **费用率假设：**预计未来公司在营销队伍的建设上将持续发力，销售费用率将有一定幅度上升，但其他费率基本保持稳定。
- 预计中天精装 2020-2022 年归母净利润为 2.0 元、2.7 元、3.6 元，对应 EPS 分别为 1.33 元、1.80 元、2.40 元。

图表 33：经营模型预测（百万元）

	2017A	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	**939.44**	**1,362.97**	**2,339.63**	**2,672.76**	**3,665.06**	**4,969.38**
批量精装修业务	936.55	1,357.50	2,329.98	2,661.66	3,652.30	4,954.71
设计业务	2.55	5.02	7.58	8.72	10.02	11.53
其他业务	0.34	0.45	2.07	2.38	2.74	3.15
毛利率	**18.00%**	**16.37%**	**16.10%**	**15.88%**	**15.72%**	**15.62%**
批量精装修业务	17.99%	16.33%	16.21%	15.85%	15.70%	15.60%
设计业务	25.78%	30.53%	33.53%	30.00%	30.00%	30.00%
其他业务	-4.79%	-3.17%	-5.66%	-5.00%	-5.00%	-5.00%

来源：公司公告，国金证券研究所

投资建议及估值

- **长期来看，公司具备的深度管理与组织能力，能有效化解规模负效应。**批量精装本质上属于劳务服务输出，规模负效应不可避免。核心问题在于如何在规模扩张时，保持房企诉求“质量、效率”不下滑。

  公司管理层多年来深入理解及实践科学管理、精益管理方式，其对深度管理的意识相比同行更为超前。具体表现为：**①细化管理颗粒度，以专业化分工，标准化施工等模式及时监测项目进展与问题**，动态调整与把控；②高效控制成本，精细定价、集中采购、精益管理；**③以定向化培训，激励机制等方式培养人才、留住人才**，增强组织活力。

  无论是何种形式与手段，背后反映的是公司深度管理和组织能力。虽然目前公司规模和体量有限，组织也尚未健全，但我们看好其管理与组织能力的优势会在未来发展过程中逐渐释放，强有力地支撑业务规模持续扩张。

- **短期来看，公司增长动能或超市场预期。主要取决于以下几个因素：**
  - **房地产行业变化，推动批量精装进入“良币驱逐劣币”时代，集中度将长期持续提升。**当前房企面临的变化是：盈利能力下行；政府长效机制落地、推动供给侧改革。房企对成本愈发敏感，进入“精细化管理”时代。**意味着：①房企需要选择更“靠谱”的合作伙伴。**房地产全面调控，房价上涨变慢，更易引发客户对质量问题的不满；房企控费严厉，内部费用腾挪空间小，难以通过“质量补贴”息事宁人。**开发商面临维权压力增大，对供应商服务质量提出更高要求。部分依靠“关系”挣钱的现象将得到有效遏制，反而有利于以质量取胜的企业。②竞争对手面临洗牌，“剩”者为王。**现金流趋紧，导致房企本就不好的付款条件变得更加恶劣。这对经营管理不善的企业造成了巨大的冲击，尤其是部分本身商业模式存在瑕疵的企业，如承接了大量“甲指乙供”订单，做资金生意的企业。行业出清，竞争对手无力扩张，反而给公司这种经营稳健的企业创造了更多机会。
  - **房企“市占率提升+采购联盟”扶植优秀供应商。**房地产长效机制基本落位，行业资源有限情况下，将推动集中度长期持续向头部集中，与头部开发商合作紧密的企业将长期受益；房企降本提效的急迫需求推动“带量”采购联盟成立，整体上有利于头部优质供应商。
  - **财务优势：财务基本面优秀，助力逆势扩张。**公司现金流以及资债指标多年持续优于同行，2020 年 IPO 完成 9.28 亿元融资，在手资金充足。目前行业不景气，开发商付款条件更为苛刻，**公司能够通过适当取舍与平衡，在没有实际风险但付款条件紧张的优质客户处实现逆势扩张**，加速业务增长。值得一提的是，截至 2020Q3，公司营收增速为 19.15%，可比公司平均增速仅为-7.70%，增长韧性远超行业。
  - **增长战略：扩容营销团队，新战略开拓新客源。**以往公司新业务开拓主要依靠客户的口碑相传，主动开拓能力薄弱。目前公司正在尝试新的扩张策略。**积极补充营销队伍，建立健全考核机制，以“填格子”的形式面向“百城+百强房企”开发新业务。**预计未来客户结构将趋于多元化，头部客户依赖度减小，业务风险分散、稳定性提升。
- **增长有韧性，表现超同行。**截至 2020Q3，公司营收增速为 19.15%，行业平均增速仅为-7.70%，增长韧性远超同行。2020Q4 新签订单 7.8 亿元，已中标未签约订单 12.8 亿元，截至 2020Q4，已签约未完工订单 29.5 亿元，已中标未签约订单 12.8 亿元，考虑到 2021H1 新签订单仍然可以转化为结算收入，预计 2021 年有望迎来高速增长。
- 我们预计公司 2020-2022 年归母净利润分别为 2.0 元、2.7 元、3.6 元。首次覆盖，给予“买入”评级，考虑到公司出色的管理与组织能力、健康的财务基本面、以及可能展现的高成长性，给予 2020 年 35 倍 PE，对应目标价 62.96 元。

图表 34：可比公司估值比较

代码	名称	股价（元）	EPS			PE		
			2020E	2021E	2022E	2020E	2021E	2022E
002482	广田集团	3.32	0.16	0.18	0.21	20.92	18.00	15.95
002081	金螳螂	10.13	0.97	1.10	1.26	10.48	9.20	8.05
002375	亚厦股份	7.98	0.32	0.42	0.54	24.88	19.12	14.70
002271	东方雨虹	35.10	1.25	1.52	1.85	28.04	23.14	18.98
002791	坚朗五金	149.22	2.32	3.28	4.44	64.29	45.45	33.59
002918	蒙娜丽莎	28.76	1.40	1.82	2.30	20.60	15.77	12.53
平均值						**28.20**	**21.78**	**17.30**
002989	中天精装	38.60	1.33	1.80	2.40	29.05	21.46	16.07

来源：wind，国金证券研究所

风险提示

- 地产调控超预期，地产商迫于现金流压力加快周转，降低精装修交付比例。
- 开发商现金流趋紧，付款意愿降低，使得供应商现金流和毛利率恶化；
- “百城+百强房企”的增长策略对新客户的开发进度低于预期。
- 公司管理能力跟不上扩张速度，导致服务质量快速降低，口碑下降。

附录：三张报表预测摘要

损益表（人民币百万元）

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
主营业务收入	**939**	**1,363**	**2,340**	**2,673**	**3,665**	**4,969**
增长率		45.1%	71.7%	14.2%	37.1%	35.6%
主营业务成本	-770	-1,140	-1,963	-2,248	-3,089	-4,193
%销售收入	82.0%	83.6%	83.9%	84.1%	84.3%	84.4%
毛利	169	223	377	424	576	776
%销售收入	18.0%	16.4%	16.1%	15.9%	15.7%	15.6%
营业税金及附加	-5	-7	-13	-14	-19	-26
%销售收入	0.5%	0.5%	0.6%	0.5%	0.5%	0.5%
销售费用	-9	-14	-19	-25	-45	-71
%销售收入	0.9%	1.0%	0.8%	0.9%	1.2%	1.4%
管理费用	-42	-45	-78	-91	-125	-169
%销售收入	4.5%	3.3%	3.3%	3.4%	3.4%	3.4%
研发费用	-6	-7	-8	-13	-18	-24
%销售收入	0.6%	0.5%	0.4%	0.5%	0.5%	0.5%
息税前利润（EBIT）	108	150	258	282	370	486
%销售收入	11.5%	11.0%	11.0%	10.5%	10.1%	9.8%
财务费用	-9	-10	-11	-7	-3	-5
%销售收入	0.9%	0.8%	0.5%	0.3%	0.1%	0.1%
资产减值损失	2	-22	-41	-38	-47	-53
公允价值变动收益	0	0	1	0	0	0
投资收益	0	2	2	0	0	0
%税前利润	0.4%	1.9%	0.8%	0.0%	0.0%	0.0%
营业利润	105	129	212	237	320	428
营业利润率	11.1%	9.5%	9.1%	8.9%	8.7%	8.6%
营业外收支	1	0	0	0	0	0
税前利润	106	129	212	237	320	428
利润率	11.2%	9.5%	9.1%	8.9%	8.7%	8.6%
所得税	-25	-30	-29	-36	-48	-64
所得税率	24.0%	23.0%	13.7%	15.0%	15.0%	15.0%
净利润	80	100	183	201	272	364
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
归属于母公司的净利润	**80**	**100**	**183**	**201**	**272**	**364**
净利率	8.5%	7.3%	7.8%	7.5%	7.4%	7.3%

现金流量表（人民币百万元）

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
净利润	80	100	183	201	272	364
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
非现金支出	7	30	50	20	25	32
非经营收益	1	7	-7	12	12	15
营运资金变动	-52	-38	-54	-93	-150	-237
经营活动现金净流	**35**	**99**	**173**	**140**	**159**	**174**
资本开支	4	36	-1	-15	-17	-22
投资	0	0	0	-2	-2	-2
其他	0	2	3	0	0	0
投资活动现金净流	**4**	**37**	**2**	**-17**	**-19**	**-24**
股权募资	0	0	0	919	0	0
债权募资	35	-19	-84	32	34	83
其他	-27	-37	-7	-52	-66	-88
筹资活动现金净流	**8**	**-56**	**-91**	**899**	**-33**	**-5**
现金净流量	**47**	**80**	**84**	**1,022**	**108**	**145**

资产负债表（人民币百万元）

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
货币资金	74	51	91	1,113	1,221	1,366
应收款项融资	522	682	1,125	1,257	1,711	2,308
合同资产	163	306	380	419	575	781
其他流动资产	53	156	208	209	211	214
流动资产	812	1,195	1,805	2,998	3,719	4,669
%总资产	79.4%	87.4%	90.3%	93.8%	94.7%	95.4%
长期投资	10	11	18	20	22	24
固定资产	108	94	86	94	102	114
%总资产	10.6%	6.9%	4.3%	3.0%	2.6%	2.3%
无形资产	6	7	7	8	9	10
非流动资产	210	173	193	199	210	225
%总资产	20.6%	12.6%	9.7%	6.2%	5.3%	4.6%
资产总计	**1,022**	**1,368**	**1,998**	**3,197**	**3,929**	**4,894**
短期借款	99	127	120	154	187	270
应付款项	319	521	850	928	1,292	1,731
其他流动负债	103	157	299	312	428	580
流动负债	521	806	1,268	1,394	1,907	2,582
长期贷款	15	10	5	5	5	5
其他长期负债	2	3	3	0	0	0
负债	538	818	1,277	1,399	1,913	2,587
普通股股东权益	484	550	720	1,798	2,016	2,307
其中：股本	114	114	114	151	151	151
未分配利润	251	309	475	636	854	1,145
少数股东权益	0	0	0	0	0	0
负债股东权益合计	**1,022**	**1,368**	**1,998**	**3,197**	**3,929**	**4,894**

比率分析

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
每股指标						
每股收益	0.706	0.877	1.614	1.329	1.799	2.401
每股净资产	4.266	4.841	6.345	11.877	13.316	15.238
每股经营现金净流	0.308	0.870	1.520	0.924	1.048	1.149
每股股利	0.000	0.000	0.000	0.266	0.360	0.480
回报率						
净资产收益率	16.54%	18.11%	25.43%	11.19%	13.51%	15.76%
总资产收益率	7.84%	7.28%	9.17%	6.29%	6.93%	7.43%
投入资本收益率	13.74%	16.82%	26.31%	12.23%	14.22%	16.00%
增长率						
主营业务收入增长率	-6.03%	45.08%	71.66%	14.24%	37.13%	35.59%
EBIT 增长率	-12.79%	38.81%	71.93%	9.07%	31.22%	31.51%
净利润增长率	-6.23%	24.21%	84.05%	9.79%	35.37%	33.51%
总资产增长率	8.63%	33.82%	46.00%	60.04%	22.88%	24.57%
资产管理能力						
应收账款周转天数	190.2	148.7	130.9	N/A	N/A	N/A
存货周转天数	73.4	75.1	63.8	68.0	68.0	68.0
应付账款周转天数	156.9	130.9	123.4	148.0	150.0	148.0
固定资产周转天数	42.0	25.3	13.3	12.9	10.2	8.4
偿债能力						
净负债/股东权益	8.22%	15.75%	-23.39%	-64.33%	-61.06%	-56.06%
EBIT 利息保障倍数	12.3	14.4	24.5	42.0	145.2	95.3
资产负债率	52.62%	59.82%	63.93%	43.75%	48.68%	52.86%

来源：公司年报、国金证券研究所

投资评级的说明：

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；
增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；
中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；
减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

本报告中的信息、意见等均仅供参考，不作为或被视为出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；非国金证券 C3 级以上（含 C3 级）的投资者擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

此报告仅限于中国大陆使用。

上海

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳市福田区中心四路 1-1 号嘉里建设广场 T3-2402