



亚厦股份(002375.SZ)

【联讯建筑公司深度】亚厦股份(002375):携全工业化装配式内装开启超车之旅

2019年02月28日

投资要点

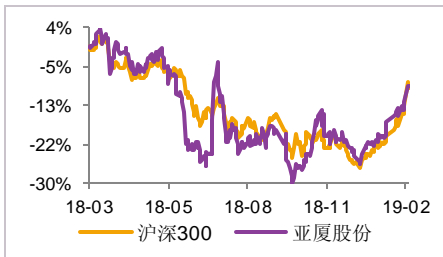
买入(首次评级)

当前价: 6.11 元
目标价: 7.61-7.99 元

分析师: 刘萍

执业编号: S0300517100001
电话: 0755-83331495
邮箱: liuping_bf@lxsec.com

股价相对市场表现(近 12 个月)



资料来源: 聚源

盈利预测

百万元	2017A	2018E	2019E	2020E
主营收入	9069	9,141	11,120	13,008
(+/-)	1.5%	0.8%	21.6%	17.0%
归母净利润	358	369	509	788
(+/-)	12.0%	3.2%	38.0%	54.8%
EPS(元)	0.27	0.28	0.38	0.59
P/E	21.5	20.8	15.1	9.8

资料来源: 联讯证券研究院

相关研究

◇ 装配式内装蓝海市场开启

需求端来看,装配式建筑兴起、租赁住房兴起及房地产进入存量时代将对装配式内装带来巨大需求。

2016年,国家出台《关于大力发展装配式建筑的指导意见》,明确提出力争用10年左右的时间,使装配式建筑占新建建筑面积的比例达到30%。目前每年新开工房屋面积约52亿平米,竣工房屋面积约41亿平米,如果装配式建筑达到30%,按照竣工面积算,每年装配式建筑竣工面积要达到12亿平米左右,按照1000元/平米的较低装修标准估算,对应潜在市场空间1.2万亿。

除了装配式建筑的政策引导外,全装修房本身也是行业发展的趋势,参考发达国家80%以上的全装修房比例,全装修房渗透率的提升,对装配式内装也天然产生需求。

2015年1月,国家出台了《关于加快培育和发展住房租赁市场的指导意见》,开始大力发展住房租赁市场。我们粗略估算,2018年开始,仅一线城市和省会城市每年新增租赁住房套数可能将超过40万套,按照套均5-7万左右的装修成本(考虑租赁住房普遍面积偏小),对应市场容量约200-280亿。

而自2017年下半年开始,北上广深等一线城市的二手住房成交规模超过新房,真正的“存量房时代”已然到来,这意味着未来二手房装修的需求将会越来越大,装配式内装由于采用了SI体系,内装系统与主体结构分离,可以最大限度的减少对原有内装的拆除,从而实现节省工期,降低成本,减少对房屋结构的损害,天然适合存量房改造。按照亿欧网数据,目前每年存量市场装修需求已达到700万套,按照套均5-7万的装修成本,则存量市场有3500-5000亿的空间。

供给端来看,目前市场上真正能够实现100%装配式施工并有产品交付的企业屈指可数,据我们不完全了解,一级市场仅和能和品宅两家,二级市场仅亚厦一家。对于装配式内装来说,目前还处于行业发展的起步阶段。

◇ 亚厦股份三维度搭建了二级市场独家拥有的全工业化内装体系

公司经过高投入和长时间研发,形成了目前二级市场上独家拥有的全工业化内装体系:1、底层数据的信息化和设计模块化;2、生产的智能化;3、现场施工装配化。底层数据信息化和设计模块化是此体系的基础,包括基础数据的信息化,供应链体系的信息化和设计的模块化;信息化才能确保生产的智能化;生产的智能化是核心,能提高生产效率;安装的装配化是表现形式,能减少人工实现快速装修。



◇ 围绕材料、工法和行业标准构建的三级竞争壁垒

公司针对全工业化装配式内装目前已经高筑起三级进入壁垒，分别是针对环保的新材料，针对施工工法的完整的专利体系以及针对规范工业化内装的设计、施工和验收的行业标准的制定。

亚厦的基材可以完全替代现有的顶、地、墙材料，考虑消费者习惯，目前仅替代墙体和吊顶，则亚厦独家材料可以替代目前材料的 15-20%。并通过批量生产，减少品类，缩短供应链实现成本降低；且新材料环保性远强于传统材料，没有有害物质排放，可以做到即装即住。

在技术壁垒方面，公司针对现场施工工法申请了上千个专利，保证竞争优势。

在行业标准制订方面，2018 年底公司与住房和城乡建设部科技与产业化发展中心共同编制了《建筑工业化内装工程技术规程》，该《规程》作为建筑工业化装饰装修领域的首个行业标准，填补了我国在该领域的技术空白。

◇ 传统主业平稳复苏，毛利率和净利率有一定的提升空间

公司传统主业的在手订单充裕，新签订单稳步增长，毛利率持续回升。在传统主业领域，公司经过多年发展，已经在政府项目、主题公园、星级酒店及“铁公机”市场积累了明显的竞争优势，新签订单在 2018 年实现了接近 10% 的增长，随着历史遗留项目的逐步出清，预计毛利率还有进一步回升空间。

◇ 盈利预测与投资评级

我们预计公司 2018-2020 年收入分别为 91.41、111.20 和 130.80 亿元，同比分别增加 0.8%、21.6%和 17.0%，净利润分别为 3.69、5.09 和 7.88 亿元，同比分别增长 3.2%、38.0%和 54.8%。预计 2018-2020 年 EPS 分别为 0.28、0.38 和 0.59 元，对应的 PE 分别为 21/15/10x。

综合传统业务和新业务，按照分部估值法，给予 102-107 亿的目标估值区间，对应股价为 7.61——7.99 元，给予“买入”投资评级。

◇ 风险提示：

- 1、新业务订单签订不理想导致收入确认低于预期；
- 2、新业务费用超预期侵蚀短期利润；
- 3、传统业务再次下滑；



目 录

投资案件	6
投资评级与估值	6
关键假设点:	6
有别于大众的认识:	6
股价上涨的催化剂:	6
核心风险提示:	7
一、亚厦股份: 借助装配式内装突围的装饰领军企业	8
(一) 公司简介: 建筑装饰行业领跑者	8
(二) 公司股权: 实控人绝对控股, 治理结构清晰	8
(三) 公司业务情况: 深耕主业同时积极推进装配式内装突围	9
二、行业发展: 装配式内装或引领装饰企业成功突围	11
(一) 什么是建筑工业化以及装配式内装?	11
1、装配式内装是行业解决当前困境的第二次突围	11
2、内装工业化将引领装配式建筑潮流	11
3、装配式内装拥有三大技术体系	12
(二) 为什么 2018 年成为装配式内装元年?	13
1、政策鼓励大力发展装配式建筑	13
2、装配化率要超过 50%且需是全装修房才能算作装配式建筑	15
3、采用装配式内装可以在内装环节拿到 40 分	15
4、装配式建筑对应的装修需求将达万亿	16
(三) 租赁住房 and 存量房改造也带来极大空间	16
1、租赁住房, 长租公寓等高匹配度物业正在兴起带来广阔空间	16
2、租赁住房市场每年需求将超过 200 亿	17
3、存量改造市场也有巨大需求	17
4、从供给端来看, 国内装配式内装目前还处于起步阶段	18
三、公司战略布局: 敢为人先, 进军装配式装修蓝海	18
(一) 研发投入: 10 亿打造全工业化装配式内装体系	18
1、信息化、智能化、装配化三化搭建全工业化内装体系	18
2、研发人员占比明显提升	19
3、研发费用的支出比重提升, 专利数量显著增加	19
(二) 三级构建全工业化装配式内装竞争壁垒	20
1、一级壁垒: 突破成本难题及环保的新材料研发	20
2、二级壁垒: 围绕施工工法构建起的完整的专利体系	20
3、三级壁垒: 行业标准的制定者	21
(三) 首批订单落地: 等待实践检验装配式装修成果	22
四、公装业务多元化发展, 众领域优势显著	22
(一) 国家重点工程完美交卷, G 业务龙头优势凸显	22
1、多项国家级政府工程赢得国内外赞誉	22
2、EPC 项目展现公司卓越的并行管理能力及全产业链优势	24
(二) 迪士尼项目宝贵经验, 助力占领主题公园装饰细分市场	25
1、全民消费升级时代来临, 主题公园建设高潮蓄势待发	25



2、公司承建迪士尼主要区域装饰工程.....	25
3、主题公园领域掌握先进工艺及科技.....	25
（三）“铁、公、机”领域综合实力强，后来者难望其项背.....	26
（四）高端星级酒店装饰优势依旧，存量需求正在释放.....	28
1、酒店存量市场需求启动.....	28
2、承建宝格丽奢华酒店装饰工程是公司最好的名片.....	29
（五）订单在手充裕，新签恢复增长.....	29
（六）净利率处于历史拐点，毛利水平逐渐恢复.....	30
（七）收现比提升，经营现金流好转.....	30
五、公司回购、股权质押和商誉风险.....	31
（一）公司回购彰显信心.....	31
（二）股权质押不算高.....	31
（三）商誉比重小，总体风险可控.....	32
六、盈利预测与投资评级.....	33
相关假设.....	33
盈利预测及估值：.....	33
风险提示：.....	33

图表目录

图表 1： 公司历史重大事件.....	8
图表 2： 公司股权结构.....	8
图表 3： 公司传统主业进入平稳回升期.....	9
图表 4： 营业收入业务占比变化.....	9
图表 5： 营业收入地区占比变化.....	10
图表 6： 公司装配式业务发展进程.....	10
图表 7： 建筑产业化包含工业化、信息化和低碳化.....	11
图表 8： 内装产业化体系.....	12
图表 9： 装配式内装的三大技术体系.....	13
图表 10： 国家部委推出的鼓励装配式建筑的文件或政策.....	13
图表 11： 各地政府装配式建筑目标.....	14
图表 12： 装配式建筑需同时满足下列条件.....	15
图表 13： 装配式建筑评分表.....	15
图表 14： 装配式建筑评分等级表.....	16
图表 15： 一线和省会城市未来将大量供应租赁住房.....	16
图表 16： 装配式装修直击租赁痛点.....	17
图表 17： 中国存量住宅装修总套数.....	17
图表 18： 和能和品宅已经交付的工程数量.....	18
图表 19： 公司全工业化装配式内装的主要体系.....	19
图表 20： 研发人员数逐步增加.....	19



图表 21: 大幅提高研发费用占营收比重.....	20
图表 22: 装配式内装人工较传统装修节省.....	20
图表 23: 专利数量显著增加.....	21
图表 24: 同行业国际级产业基地情况.....	21
图表 25: 装配式内装项目.....	22
图表 26: 公司 18 年 4 季度订单公告.....	22
图表 27: 公司近年承接的重要国家级政府、军队工程.....	23
图表 28: 北京 APEC 峰会细部节点构造.....	23
图表 29: 杭州 G20 首脑峰会主会场.....	23
图表 30: 厦门国际会议中心国宴厅.....	24
图表 31: 厦门国际会议中心鼓浪厅.....	24
图表 32: 扬子科创二期一层实景.....	24
图表 33: BIM 设计制造物流一体化平台.....	24
图表 34: 规划或在建的大型主题公园.....	25
图表 35: 主题雕刻抹灰样板区.....	26
图表 36: 门与栏杆主题上色铜制品效果.....	26
图表 37: 小飞象运用 GRC 和主题抹灰.....	26
图表 38: 施工单体 BIM 模型.....	26
图表 39: 民航业机场建设固定资产投资情况.....	27
图表 40: 全国轨道交通完成投资额情况.....	27
图表 41: 2018 年旅客吞吐量前十大机场.....	27
图表 42: 五星级酒店 2007-2017 年增长情况.....	28
图表 43: 星级酒店新开业数.....	28
图表 44: 星级酒店新开业客房数.....	28
图表 45: 公司高端国际五星级品牌酒店装饰代表项目.....	29
图表 46: 新签订单金额稳步增长.....	29
图表 47: 同行业公司净利率情况.....	30
图表 48: 同行业公司毛利率情况.....	30
图表 49: 公司收现比变化.....	31
图表 50: 最新回购进展.....	31
图表 51: 历年来的商誉变化.....	32
图表 52: PE-BAND.....	34
附录: 公司财务预测表(百万元).....	35



投资案件

投资评级与估值

我们预计公司 2018-2020 年收入分别为 91.41、111.20 和 130.80 亿元，同比分别增加 0.8%、21.6%和 17.0%，净利润分别为 3.69、5.09 和 7.88 亿元，同比分别增长 3.2%、38.0%和 54.8%。预计 2018-2020 年 EPS 分别为 0.28、0.38 和 0.59 元，对应的 PE 分别为 21/15/10x。

按照分部估值法：

传统业务采用 PB 或 PE 估值，如给予 1 倍 PB，则对应 77 亿市值；如按照 PE 估值，正常情况传统业务利润中枢约为 6 亿元，参考同行业估值水平，给予 12 倍 PE，约 72 亿市值，故传统业务可给予 72-77 亿市值。

工业化内装业务参考一级市场采用 PS 估值：参考和能人居科技及品宅在一级市场的估值情况，可考虑给予亚厦工业化业务 3 倍 PS 估值，我们保守预计亚厦 2019 年工业化收入约 10 亿，故可给予 30 亿估值。

综合传统业务和新业务，给予 102-107 亿的目标估值区间，对应股价为 7.61——7.99 元，给予“买入”投资评级。

关键假设点：

假设一：根据公司历史订单结转情况及新签订单情况，我们预计公司 2018-2020 年收入增速分别为 5.4%、19.9%和 12.2%；

假设二：工业化项目 2019 年、2020 年分别实现收入 10 亿元、20 亿元；

假设三：随着历史问题的出清，公司毛利率将逐步恢复，工业化项目随着产量释放，毛利率逐步提升，预计 2018-2020 年综合毛利率分别为 13.93%、14.87%和 15.89%。

有别于大众的认识：

市场对装配式内装关注度较低，普遍认为装配式内装只是施工工法的改变，我们认为装配式内装是对装修行业在材料、设计、供应链及工法全方位的变革，未来有望极大提升行业施工效率并在行业中产生巨头；而亚厦目前在行业中处于领先地位，未来有望通过公司成熟的产品和自主构建的完整三级竞争壁垒在行业发展中处于领先水平，并最终实现规模突破、二次成长。

市场认为目前装配式内装还处于发展早期，能否得到市场认可还需要持续验证，我们认为装配式内装尽管行业处于发展早期，但其中的领先企业无论在产品的成熟度、全体系的磨合度以及市场的接受度上，都已经交付项目验证，由于需求端市场极大而供给端非常有限，先发企业无论在价格上、付款上、及长期工程经验的积累上，先发优势将非常明显。

股价上涨的催化剂：

1、**公司回购**：公司于 2019 年 1 月 22 日发布了回购报告书，拟在 3 个月内使用自有资金或自筹资金以集中竞价交易的方式回购公司股份，回购金额不低于人民币



1 亿元且不超过人民币 2 亿元，回购价格不超过人民币 6 元/股。

- 2、**工业化订单超预期**：公司目前已经签订正式订单 3 亿元，已中标未签约 10 亿元，后续如果订单呈爆发趋势，将对公司股价产生正面影响。
- 3、**业绩加速增长**：公司首批工业化项目预计将于 2019 年上半年交付，随着工业化项目的放量，综合毛利率和净利率将呈现显著提升，预计 3 季度开始，业绩将呈现加速增长态势，从而促进股价上涨。

核心风险提示：

- 1、新业务订单签订不理想导致收入确认低于预期；
- 2、新业务费用超预期侵蚀短期利润；
- 3、传统业务再次下滑；

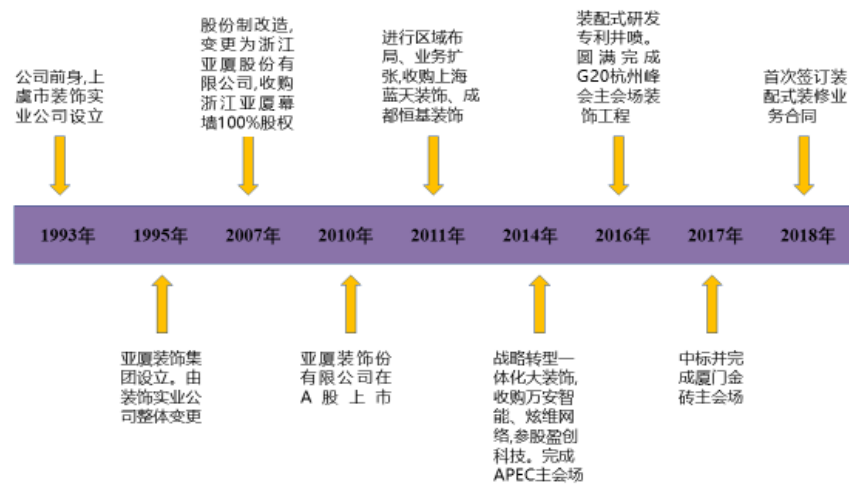


一、亚厦股份：借助装配式内装突围的装饰领军企业

（一）公司简介：建筑装饰行业领跑者

亚厦股份最早可追溯到 1993 年 4 月 6 日成立于浙江省上虞市的上虞市装饰实业公司，经过第一次改制后，于 1995 年增资并设立亚厦装饰集团，期间再经过一系列改制、增资及股权转让，2007 年整体变更为股份有限公司，于 2010 年 3 月 23 日登陆资本市场。公司连续十三年蝉联中国建筑装饰百强企业第二名，亚厦幕墙首次跃居行业第二，是“AAA”级信用单位。

图表1： 公司历史重大事件

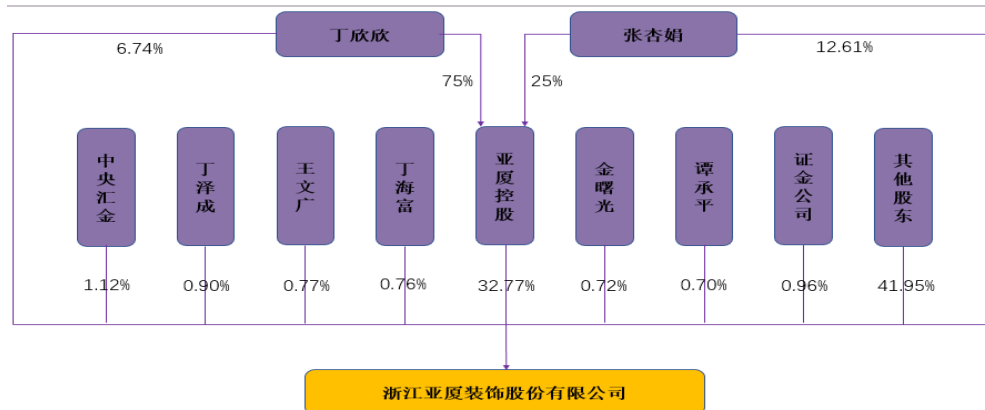


资料来源：公司公告，联讯证券

（二）公司股权：实控人绝对控股，治理结构清晰

亚厦公司为家族企业，股权结构稳定。为牢固公司管理控制权，推进公司转型之路，近些年实际控制人也逐渐在增持公司股份，丁欣欣、张杏娟夫妇为公司的实际控制人，现合计持有亚厦股份 52.12%的股权。

图表2： 公司股权结构



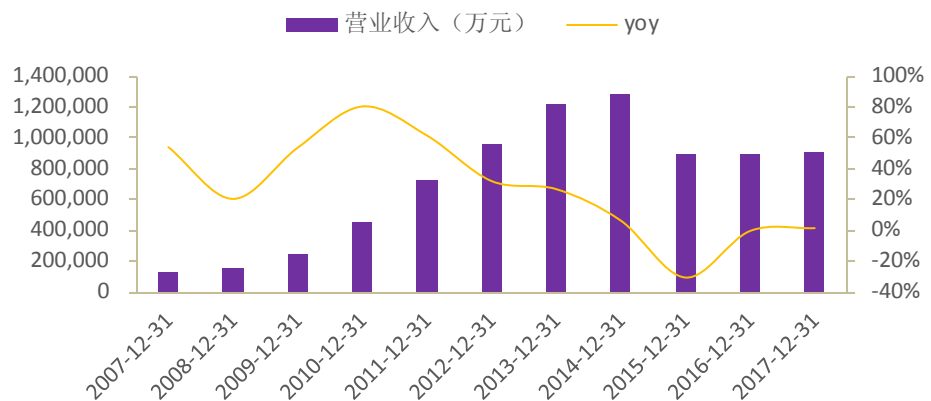
资料来源：公司年报，联讯证券



（三）公司业务情况：深耕主业同时积极推进装配式内装突围

传统主业进入平稳发展期。公司从创立至今，主要以传统公装业务为主，发展历程与整个房地产和装饰行业同步，我们根据其特征归纳成了三个阶段。第一阶段为高速增长期，从2007年公司股份制改造一直到2010年，剔除2008年受金融危机影响的系统风险因素，公司装饰业务处于高速发展时期，营业收入飞速增长，在2010年增速达到顶峰，同比增长高达80%；第二阶段为增速回落期，从2011年到2015年，公司营业收入增速放缓，并在2015年房地产投资增速低谷期出现了断崖式下降，同比增长为-30%；第三阶段为企稳回升期，从2016年直到现在，随着房地产投资回暖，历史遗留问题的出清，公司传统业务进入稳定回升期。

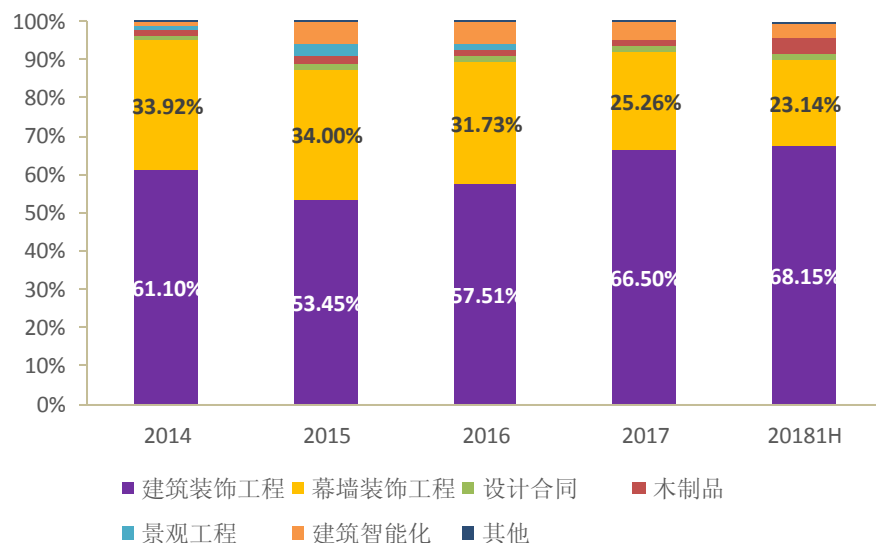
图表3： 公司传统主业进入平稳回升期



资料来源：wind，联讯证券

公司主营业务为建筑装饰装修工程、建筑幕墙工程、互联网家装、建筑智能化工程的设计和施工，公司目前的主营业务按产品分为建筑装饰工程、幕墙装饰工程、设计合同、装饰制品销售、和建筑智能化五大类型，主要营业收入来自传统主业的建筑装饰工程和幕墙装饰工程，两项业务营收占比合计超过90%。

图表4： 营业收入业务占比变化

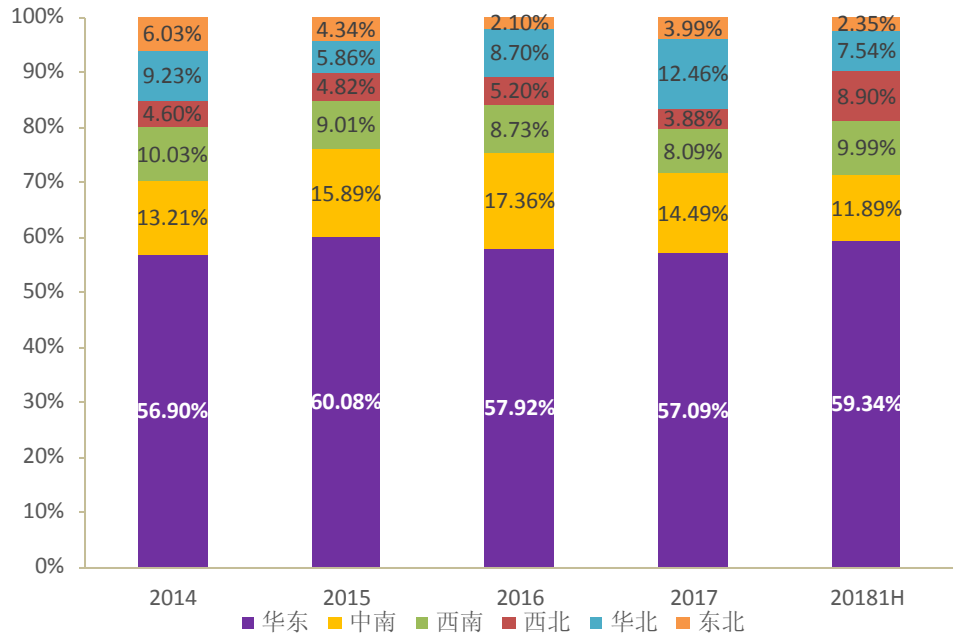




资料来源：公司公告，联讯证券

基本实现全国布局。公司起家于江浙一带，业务主要集中在华东地区和中南地区，并不断调整和优化全国区域市场布局，实现市场占有率的稳步提高。由于华南地区竞争对手较多，市场基本被瓜分完，进入较为困难，因而公司没有在华南地区布局业务，除华南地区以外，其他地区基本都有布局。从2014年到2018年上半年，公司在稳固华东和中南地区的同时，均衡的分配其他地区的比重，实现了全国布局。

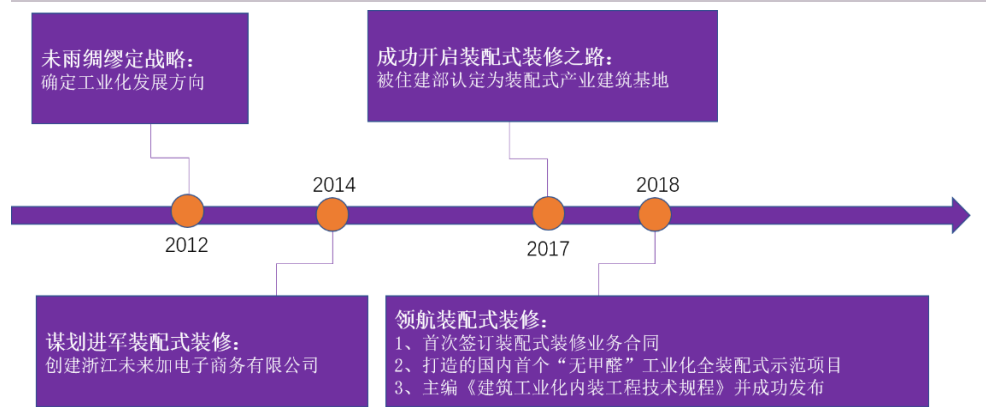
图表5：营业收入地区占比变化



资料来源：公司公告，联讯证券

新业务还看装配式内装。自2012年以来，亚厦领导层审时度势、超前布局，确立了工业化发展方向。在历经3D打印建筑、互联网家装等多方面尝试后，公司最终选择装配式内装作为突围方向，历时7年，累计投入超10亿元，亚厦成功研发出了全球领先的全工业化装配式内装技术平台，囊括14大核心技术系统，广泛适用于住宅、公寓、酒店、医院、养老、学校、办公等领域，实现了内装领域技术的全覆盖。

图表6：公司装配式业务发展进程



资料来源：公司公告，联讯证券



亚厦以革命性的技术突破，彻底淘汰了落后的传统手工湿法作业方式，以 100%全工业化装配式内装实现了建筑装饰行业的供给侧改革，成为了国内唯一“全工业化装配式内装产品高科技创新型企 业”。2018 年公司装配式建筑新业务顺利推进，企业战略转型初见成效。

二、行业发展：装配式内装或引领装饰企业成功突围

（一）什么是建筑工业化以及装配式内装？

1、装配式内装是行业解决当前困境的第二次突围

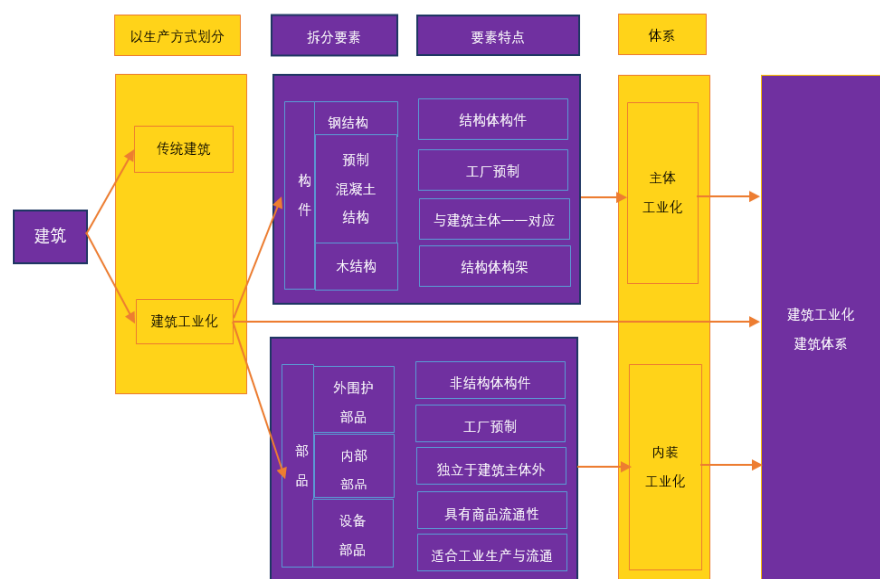
传统装修中的弊病众所周知，行业内对于如何解决传统装修中的问题做了许多努力和尝试，14 年兴起的互联网家装就是企业期望通过装修行业的互联网化解决行业沉痾，时至今日，互联网装修几乎已经证伪，通过商业模式改变行业的尝试几乎都已经宣告失败。

我们将装配式内装看作装饰行业解决行业困境的第二次突围，企图通过技术手段解决行业弊病，通过前面对内装工业化特点的分析，可以看出装配式内装在很大程度上是可以解决传统装修问题的，首当其冲是“零甲醛”的环保材料；其次是施工现场组织上，装配式装修最大限度减少了现场各类工种的使用，从而实现质量优质可靠，工期大幅缩短。

2、内装工业化将引领装配式建筑潮流

建筑工业化按照建筑的组成部分及技术路线来划分，可以分为两部分，一部分是主体结构的工业化体系，目前主要有 PC 和钢结构两种路线。

图表7： 建筑产业化包含工业化、信息化和低碳化

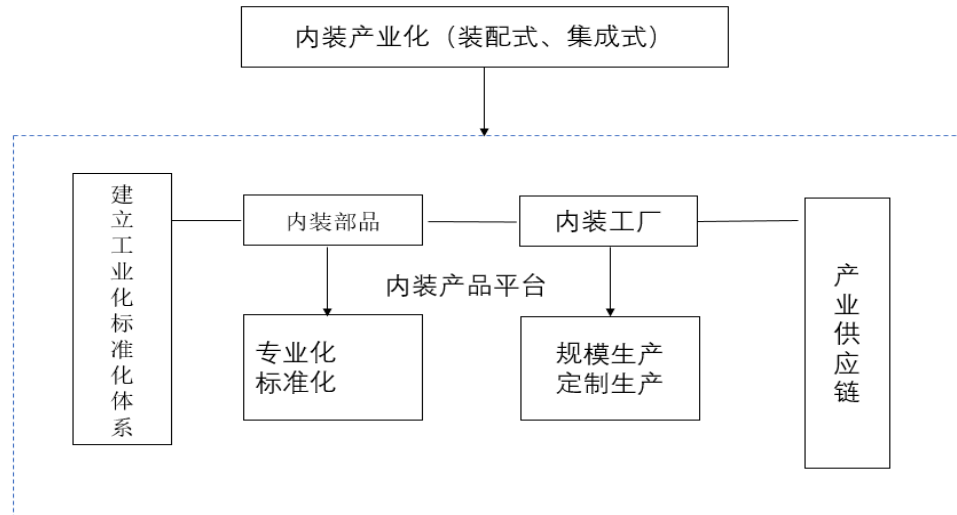


资料来源：《日本内装部品体系的研究》，联讯证券



另一部分是内部装修的工业化，主要有装配化和集成化两种路径，目前无论是装配化还是集成化都有企业尝试，我们结合国内外的情况及装配式和集成式各自的特征，考虑可拆改性、环保性，以及国内一直以来，内装和主体分离的施工模式，认为装配式（主要来自于日本的SI理念，也就是内装系统、管线系统和主体结构系统分离）内装可能更具备生命力。

图表8： 内装产业化体系



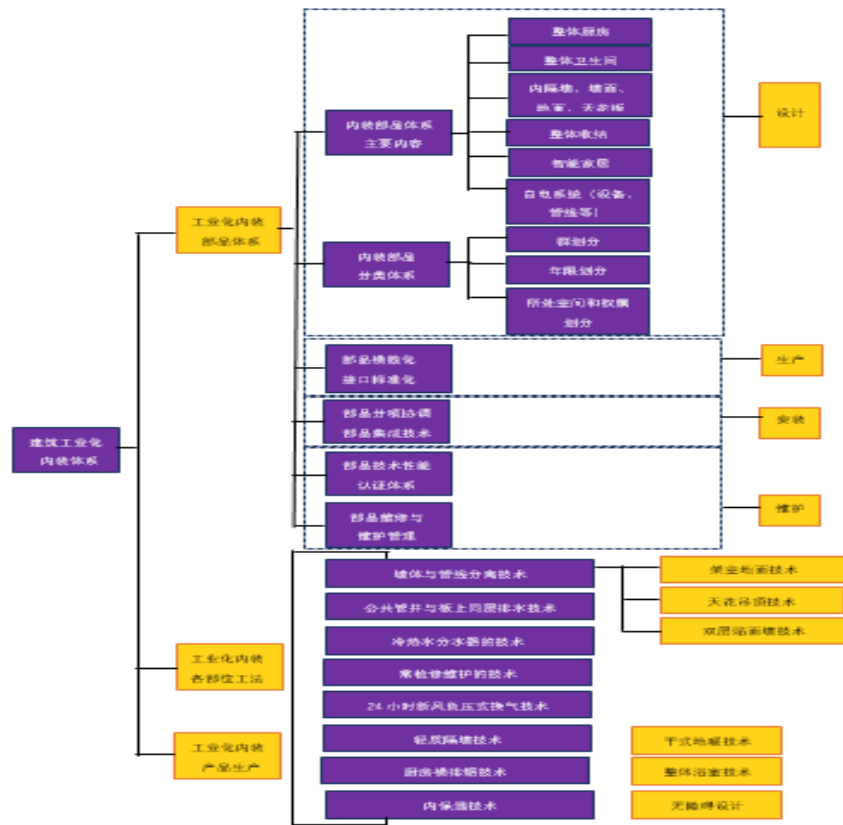
资料来源：《日本内装部品体系的研究》，联讯证券

3、装配式内装拥有三大技术体系

具体来看，完整的装配式的技术体系应该包含三部分：首先是内装部品体系，包括部品种类和内容；其次是内装部品的集成技术，包括施工工法和技术要点；另外，部品的模数协调和工业化生产也是要点之一。三个方面缺一不可，从设计、生产、安装、维护阶段，明确各阶段涉及的部品内容、数量、尺寸要求、接口技术、工业化生产方式、安装方法以及性能认定和维修维护管理方法。协调各阶段参与单位的合作，减少湿作业量，实现工厂的大规模、系列化的生产，节约资源、减少能耗，从而形成装配式内装的完整产业链条。



图表9： 装配式内装的三大技术体系



资料来源：《日本内装部品体系的研究》，联讯证券

(二) 为什么 2018 年成为装配式内装元年?

1、政策鼓励大力发展装配式建筑

2016 年，国家出台《关于大力发展装配式建筑的指导意见》，明确提出要以京津冀、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。力争用 10 年左右的时间，使装配式建筑占新建建筑面积的比例达到 30%。

图表10： 国家部委推出的鼓励装配式建筑的文件或政策

时间	国家级文件或会议	相关要求
2016.2.6	《关于进一步加强城市规划建设管理工作的若干意见》	大力推广装配式建筑，建设国家级装配式建筑生产基地。加大政策支持力度，力争用 10 年左右时间，使装配式建筑占新建建筑的比例达到 30%。积极稳妥推广钢结构建筑。在具备条件的地方，倡导发展现代木结构建筑。
2016.3.5	2016 年《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，提高建筑工程标准和质量。
2016.9.14	国务院常务会议	大力发展装配式建筑，推动产业结构调整升级
2016.9.27	《关于大力发展装配式建筑的指导意见》	明确了大力发展装配式建筑的目标及八项重点任务，包括健全标准规范体系、创新装配式建筑设计、优化部品部件生产、推进建筑全装修、



时间	国家级文件或会议	相关要求
		推广绿色建材、推行工程总承包、确保工程质量安全。
2016.9.30	装配式建筑例行吹风会	住房和城乡建设部总工程师陈宜明、住房和城乡建设部建筑节能与科技司司长苏蕴山介绍发展装配式建筑有关情况，并答记者问。
2016.11.19	全国装配式建筑工作现场会	住建部长陈政高提出"大力发展装配式建筑，促建筑业转型升级"，要求发展装配式建筑重点抓好七项工作。
2017.3.23	"十三五"装配式建筑行动方案	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。
2017.3.23	《装配式建筑示范城市管理办法》	装配式建筑示范城市 4 是指在装配式建筑发展过程中，具有较好的产业基础，并在装配式建筑发展目标、支持政策、技术标准、项目实施、发展机制等方面能够发挥示范引领作用，并按照本管理办法认定的城市。
2017.3.23	《装配式建筑产业基地管理办法》	装配式建筑产业基地是指具有明确的发展目标、较好的产业基础、技术先进成熟、研发创新能力强、产业关联度大、注重装配式建筑相关人才培养培训、能够发挥示范引领和带动作用的装配式建筑相关企业，主要包括装配式建筑设计、部品部件生产、施工、装备制造、科技研发等企业。
2017.11.24	《关于认定第一批装配式建筑示范城市和产业基地的函》	住建部公布了第一批 30 个装配式建筑示范城市和 195 个产业基地名单。

资料来源：人民网，联讯证券

此后各个地方政府陆续出台了鼓励发展当地装配式建筑的政策，对未来装配式建筑占新建建筑的比例提出了具体目标，装配式建筑迎来较好发展机遇。

图表11： 各地政府装配式建筑目标



资料来源：亿欧网，联讯证券



2、装配化率要超过 50%且需是全装修房才能算作装配式建筑

根据国家发布的《装配式建筑评价标准 GB/T51129-2017》，装配式建筑必须为全装修房，且装配化率需要超过 50%才能算作装配式建筑。

图表 12： 装配式建筑需同时满足下列条件

	装配式建筑要求
1	主体结构部分评价分值不低于 20 分
2	围护墙和内隔墙部分的评价分值不低于 10 分；
3	采用全装修
4	装配率不低于 50%

资料来源：《装配式建筑评价标准 GB/T51129-2017》，联讯证券

而根据装配式建筑的评分表，主体结构占比 50%，墙体占比 20%，装修和管线占比 30%，主体结构装配化率即便达到 80%，也只能拿到 50 分，而以我国目前装配式建筑的发展现状，主体结构普遍的装配化率普遍未超过 50%，实际上，由于主体结构的安全要求高，而 PC 在节点上存在一定隐患，整体性低于现浇，业内甚至发出《让 PC 建筑去死吧》的呼声，如果想要认证为装配式建筑，单靠主体结构显然不现实。

图表 13： 装配式建筑评分表

评价项	评价要求	评价分值	最低分值	
主体结构 (50 分)	柱、支撑、承重墙、延性墙板等竖向构件	35% ≤ 比例 ≤ 80%	20~30*	20
	梁、板、楼梯、阳台、空调板等构件	70% ≤ 比例 ≤ 80%	10~20*	
围护墙和内隔墙 (20 分)	非承重围护墙非砌筑	比例 ≥ 80%	5	10
	围护墙与保温、隔热、装饰一体化	50% ≤ 比例 ≤ 80%	2~5*	
	内隔墙非砌筑	比例 ≥ 50%	5	
装修和设备管线 (30 分)	内隔墙与管线、装修一体化	50% ≤ 比例 ≤ 80%	2~5*	6
	全装修	~	6	
	干式工法楼面、地面	比例 ≥ 70%	6	
	集成厨房	70% ≤ 比例 ≤ 90%	3~6*	
	集成卫生间	70% ≤ 比例 ≤ 90%	3~6*	
管线分离	50% ≤ 比例 ≤ 70%	4~6*	~	

资料来源：《装配式建筑评价标准 GB/T51129-2017》，联讯证券

根据各个地方政府出台的鼓励装配式建筑的政策，如果能够认定为装配式建筑，则可以获得地上建筑面积 3%左右的容积率奖励，部分政府规定如果能够达到 A 级装配式建筑，则可获得 4%的建筑面积奖励。

3、采用装配式内装可以在内装环节拿到 40 分

而通过装配式装修，则可大幅提升得分率，目前如果采用全套装配式内装技术的产品可以在内装环节拿到 40 分，且没有安全方面的隐患，考虑主体结构至少 20 分，采用装配式装修后基本可达到认证为 A 级装配式建筑的要求。



图表14: 装配式建筑评分等级表

装配式建筑评分等级表	
装配率	评级
60%~75%	A级装配式建筑
76%~90%	AA级装配式建筑
≥90%	AAA级装配式建筑

资料来源:《装配式建筑评价标准 GB/T51129-2017》联讯证券

4、装配式建筑对应的装修需求将达万亿

目前每年新开工面积约 52 亿平米,竣工房屋面积约 41 亿平米,如果达到 30%,按照竣工面积算,每年装配式建筑竣工面积要达到 12 亿平米,按照 1000 元/平米(价格低)的平均装修标准,对应潜在市场空间 1.2 万亿。

除了装配式建筑的政策引导外,全装修房本身也是行业发展的趋势,参考发达国家 80% 以上的全装修房比例,全装修房渗透率的提升,对装配式内装也天然产生需求。

(三) 租赁住房 and 存量房改造也带来极大空间

1、租赁住房,长租公寓等高匹配度物业正在兴起带来广阔空间

未来一线城市租赁住房将占住房供应的 20% 以上。2015 年 1 月,国家出台了《关于加快培育和发展住房租赁市场的指导意见》,明确提出积极推进租赁服务平台建设,大力培育发展住房租赁经营机构,完善公共租赁住房制度,拓宽融资渠道,推动房地产开发企业转型升级。用 3 年时间基本形成渠道多元、总量平衡、结构合理、服务规范、制度健全的住房租赁市场。

图表15: 一线和省会城市未来将大量供应租赁住房

	产权房(万套)	租赁房(万套)	保障性住房(万套)	新建房总数(万套)	租赁住房按套数比例	租赁住房按面积比例	备注
北京市	100	50		150	33%		(2017-2020)
上海市	45	70	55	170	41%		(十三五)
深圳市					20%		(2018-2020)
广州市	60	15		75	20%		(2017-2020)
杭州市					30%		(2017-2020)
南京市						不低于 30%	(2018-2020)
合肥市						不低于 15%	(2018-2020)
郑州市					20%		(2020-2025)
武汉市		>3					(2018-2020)
福州市					不低于 25%		(2018-2020)
厦门市					不低于 30%		(2018-2020)
沈阳市					>10%		(2020-2025)
长沙市		>1					(2018-2020)
太原市					>20%		(2019-2025)

资料来源:各地方政府官网,联讯证券

此后,国家和地方出台了多个政策,鼓励租赁住房的发展,我们统计了一线城市和主要省会城市的定量目标,未来一、二线城市的租赁住房比例将大比例提升,再结合人



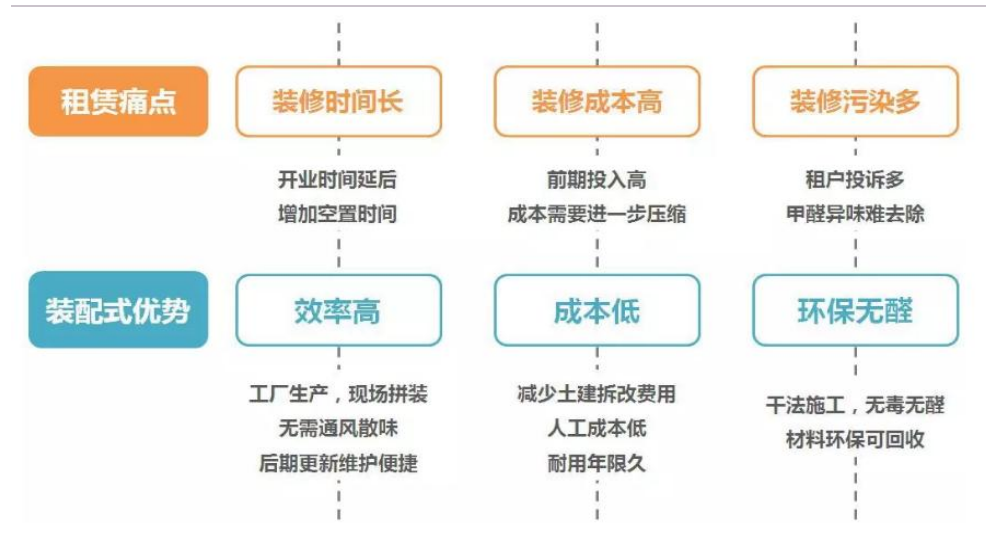
才住房和保障性住房等政府供应项目，租赁住房+保障性住房在未来部分一、二线城市的住房供应中的占比可能将超过 40%。以深圳为例，未来深圳市租赁住房+保障房+人才房供应将占到住房供应的 60%，商品房只占 40%。

结合前面装配式建筑的政策，大多数地方政府要求由政府提供的住房需按照一定比例采用装配式建筑，因此未来几年装配式建筑的需求量会有明显上升。

2、租赁住房市场每年需求将超过 200 亿

由于装配式内装工期短、易拆改、环保无醛即装即住，与租赁住房天然匹配，我们粗略估算，2018 年开始，仅一线城市和省会城市每年新增租赁住房套数可能将超过 40 万套，按照套均 5-7 万左右左右的装修成本（考虑租赁住房普遍面积偏小），对应市场容量约 200-280 亿。

图表 16：装配式装修直击租赁痛点

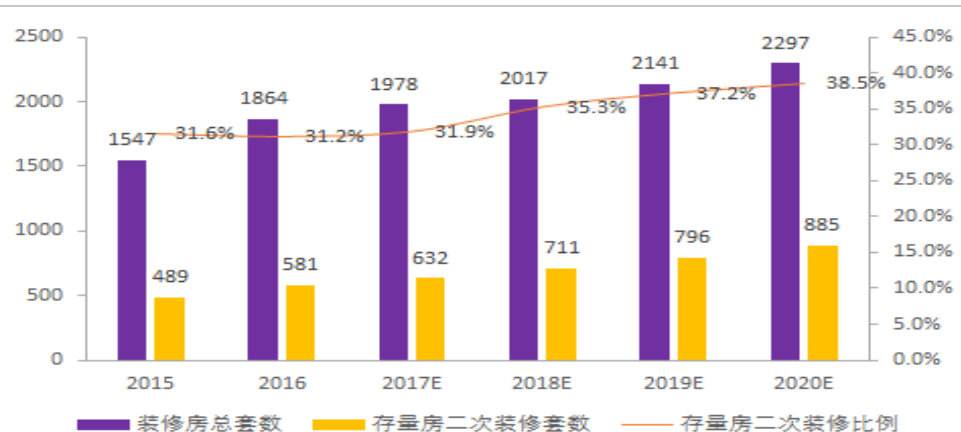


资料来源:亿欧网，联讯证券

3、存量改造市场也有巨大需求

自 2017 年下半年开始，北上广深等一线城市的二手住房成交规模超过新房，真正的“存量房时代”已然到来，这意味着未来二手房装修的需求将会越来越大。

图表 17：中国存量住宅装修总套数





资料来源:亿欧网, 联讯证券

二次装修的难度较毛坯房装修更大, 它要将大面积地板、墙面、吊顶拨开, 对原有装饰进行清理, 再重新设计施工, 这一过程要消耗巨大的时间成本, 同时也会产出相当多的建筑垃圾, 甚至会对房屋结构层造成严重伤害。

而装配式内装由于采用了 SI 体系, 内装系统与主体结构分离, 可以最大限度的减少对原有内装的拆除, 从而实现节省工期, 降低成本, 减少对房屋结构的损害。按照每年 700 万套的改造量, 套均 5-7 万的装修成本, 则存量市场有 3500-5000 亿的空间。

4、从供给端来看, 国内装配式内装目前还处于起步阶段

装配式装修目前在室内装饰行业的渗透率还极低, 事实上主要不是需求的问题, 而在于供给, 据我们了解, 目前国内能够实现整套装配式内装技术, 并已经拥有工程项目落地的企业非常少。我们前面介绍过, 装配式内装是一整套体系包括部品部件, 工法和生产等, 涉及设计、生产、运输、安装等多个环节, 需要较高的资金投入、技术研发, 同时也需要大量的工程实践, 目前来看, 市场上真正能够实现 100%装配式施工并有产品交付的企业屈指可数, 据我们不完全了解, 一级市场仅和能和品宅两家, 二级市场仅亚厦一家。对于装配式内装来说, 目前还处于行业发展的起步阶段。

图表 18: 和能和品宅已经交付的工程数量

	完成	
	住宅	商业
	套	万平
和能	66000	5.5
品宅	3500	

资料来源: 公司官网, 联讯证券

三、公司战略布局: 敢为人先, 进军装配式装修蓝海

(一) 研发投入: 10 亿打造全工业化装配式内装体系

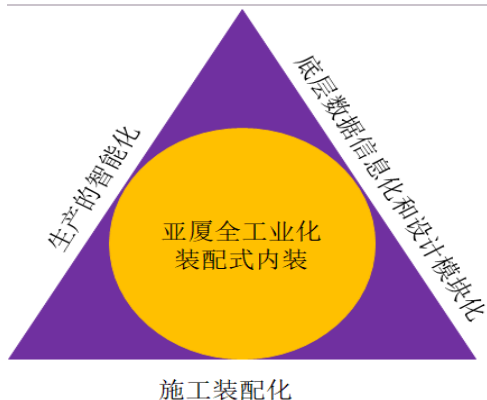
1、信息化、智能化、装配化三化搭建全工业化内装体系

早在 2012 年公司确定了建筑工业化道路, 为今后转型装配式装修制定了战略方向, 后再借助 BIM 技术、3D 打印建筑等新兴技术为装配式装修提供技术支持。

公司经过高投入和长时间研发, 形成了全工业化内装体系: 1、底层数据的信息化和设计模块化; 2、生产的智能化; 3、现场施工装配化。底层数据信息化和设计模块化是此体系的基础, 包括基础数据的信息化, 供应链体系的信息化和设计的模块化; 信息化才能确保生产的智能化; 生产的智能化是核心, 能提高生产效率; 安装的装配化是表现形式, 能减少人工实现快速装修。



图表19： 公司全工业化装配式内装的主要体系

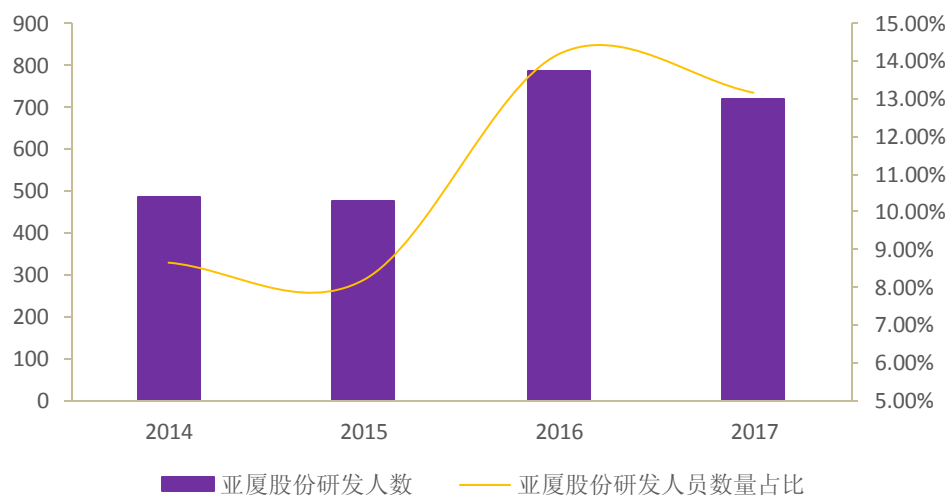


资料来源：联讯证券

2、研发人员占比明显提升

2017 年公司的研发人员个数为 717 人，占公司总人数的 13.16%，尤其在 2016 年亚厦股份确定装配式内装的方向之后，研发人员个数及研发人员占总员工的比重大幅增加，同时，亚厦股份获得了“浙江省博士后工作站”授牌，借助博士后工作站平台，积极引进培养博士后研究人员，推进产学研合作，搭建高端技术人才工作平台，建设高层次科研人员队伍，提升了企业的整体科研实力。

图表20： 研发人员数逐步增加



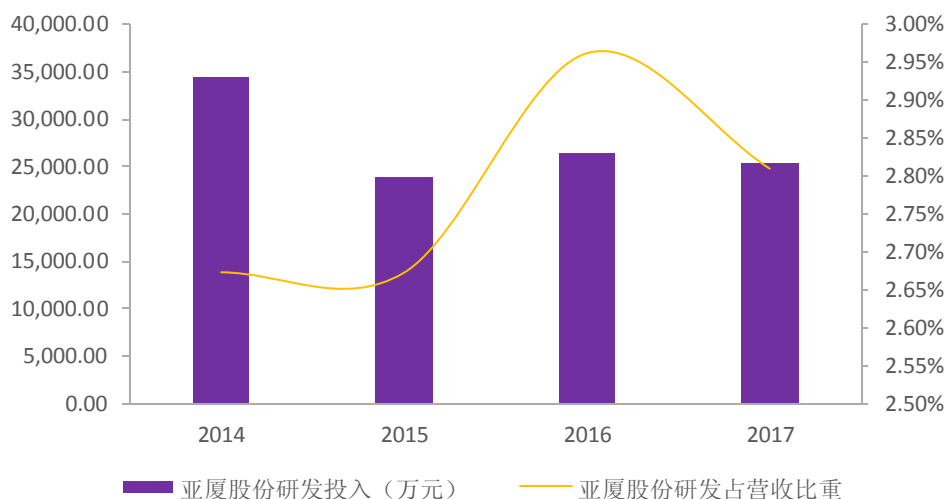
资料来源：公司年报，联讯证券

3、研发费用的支出比重提升，专利数量显著增加

2017 年公司研发费用 2.5 亿元，占营收比重 2.81%，过去几年中，研发费用占营收比重逐年提升，在 2016 年确认尝试装配式装修领域时更为明显，亚厦股份近几年在进军装配式装修中花费了不少人力、物力和财力，在整个行业收缩的战略下，仍然敢于突破自己，尝试转型。



图表21： 大幅提高研发费用占营收比重



资料来源：公司年报，联讯证券

（二）三级构建全工业化装配式内装竞争壁垒

公司针对全工业化装配式内装目前已经高筑起三级进入壁垒，分别是针对环保、成本的新材料，针对施工工法的完整的专利体系以及针对规范工业化内装的设计、施工和验收的行业标准的制定。

1、一级壁垒：突破成本难题及环保的新材料研发

材料成本是装修成本的大头，传统装修中，在直接费中，人工成本占比大约 25%，材料费占比约 75%，如果不针对材料进行改进，单纯在工法上做文章，装配式装修的材料成本将高出传统装修 10%。这也导致整个直接费高出传统装修 5%左右。

图表22： 装配式内装人工较传统装修节省

	传统内装直接费占比	装配式内装较传统装修变动
人工费	25%	-7%
材料费	75%	10%

资料来源：土木智库，联讯证券

地面、墙体和吊顶材料大约占整个装修材料的 35-40%，亚厦的基材可以完全替代现有的顶、地、墙材料，考虑消费者习惯，目前仅替代墙体和吊顶，则亚厦独家材料可以替代目前材料的 15-20%。并通过批量生产，减少品类，缩短供应链实现成本降低。

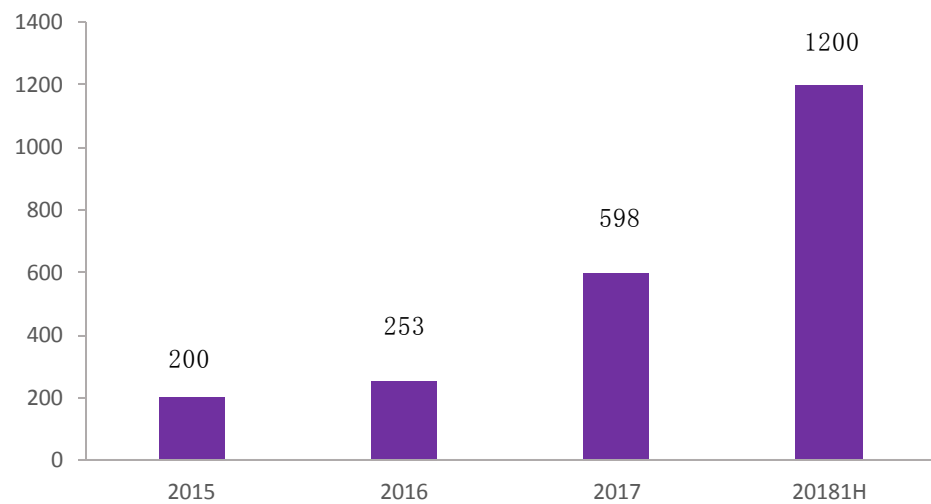
且新材料环保性远强于传统材料，没有有害物质排放，可以做到即装即住。

2、二级壁垒：围绕施工工法构建起的完整的专利体系

公司从 2014 年的 200 多个专利发展到 2018 年中期 1000 余个专利，而 2016 年一年内申请的专利高达 291 个，其中在建筑装饰工业化领域申报的专利就有 253 个，公司近年申请的专利主要围绕装配式内装工法展开，工法是整个体系中最容易被模仿的部分，公司事先设置专利障碍，可一定程度设置竞争障碍。



图表23： 专利数量显著增加



资料来源：公司年报，联讯证券

3、三级壁垒：行业标准的制定者

成为规则的制定者，巩固在装配式装修领域的先发优势。2018年底公司与住房和城乡建设部科技与产业化发展中心共同编制了《建筑工业化内装工程技术规程》，已被中国工程建设标准化协会建筑产业化分会审查通过批准发布，编号为 T/CECS 558-2018，自2019年5月1日起施行。

该《规程》作为建筑工业化装饰装修领域的首个行业标准，填补了我国在该领域的技术空白，为今后国内建筑工程项目的新建、改建、扩建提供了一条全新的方式和路径，为工业化装饰装修的“设计、施工、生产、验收、使用和维护”提供了可靠的、安全的、实用的、科学的技术依据、执行标准和系统解决方案。

公司进一步巩固和保持在建筑装饰行业全工业化装配式装修领域的先发优势，对稳固和拓展市场起到了重要的积极作用。规则的制定者肯定最熟悉规则，因此公司会在今后发展装配式装修途中走得更加悠然。

公司是建筑装饰行业唯一一家拥有国家住宅产业化基地、国家装配式建筑产业基地。公司在2015年获得了国家住宅产业化基地，截止到2016年，全国总共获得国家住宅产业化基地的企业仅59家，大部分都为房地产类或主体结构类的公司，作为装饰行业老大的金螳螂没能入选此项基地，而亚厦股份经过了重重考验，最终获得了国家住宅产业化基地，实属不易。

图表24： 同行业国际级产业基地情况

	国家装配式建筑产业基地	国家住房产业化基地
亚厦股份	√	√
金螳螂	√	
东易日盛	√	

资料来源：公开信息，联讯证券

借助装配式内装，行业或能突破传统的发展瓶颈，实现规模效应，打破“大市场、小公司”的魔咒，领先者有望在现有基础上实现发展规模的极大突破。



（三）首批订单落地：等待实践检验装配式装修成果

天时地利人和，向装配式装修转型迈出重要一步。公司及公司控股公司蘑菇加装饰与绍兴上虞创恒置业有限公司在杭州签订了两份装配式装修业务的施工合同，总合同价为 1.4 亿元。可谓“天时地利人和”，天时：正值国家大力推广装配式建筑之时；地利：采用公司独家研发并拥有完整知识产权的全工业化装配式装修产品和技术体系；人和：正逢绍兴上虞创恒置业有限公司精装需求。

根据公司公告，截止 18 年年末，公司正式签订合同的工业化项目约 3 亿，已中标未签约项目 10 亿，19 年工业化业务放量指日可待。

图表25： 装配式内装项目

时间	项目
2018-9-19	江与城 2#楼精装修工程建设工程施工合同
2018-9-19	江与城 3#楼精装修工程建设工程施工合同
2018-12-20	首个“无甲醛”全工业化装配式装修示范项目

资料来源：公开信息，联讯证券

图表26： 公司 18 年 4 季度订单公告

单位：亿元人民币

业务类型	新签订单金额	截至报告期末累计已签约未完工订单金额	
		已中标尚未签约	订单金额
传统装饰施工	27.63	188.16	24.00
其中：公共建筑装饰	18.44	141.83	16.79
住宅装修	9.19	46.23	7.21
全工业化装配式装修施工	1.58	1.40	10.6
装饰设计	0.76	4.21	0.02
装饰制品销售	0.75	2.49	0.45
合计	30.72	196.26	35.07

资料来源：公司经营情况简报，联讯证券

四、公装业务多元化发展，众领域优势显著

（一）国家重点工程完美交卷，G 业务龙头优势凸显

公司 2017 年新签订单 108.07 亿元，其中约 50%来自政府，国内外政府工程项目将继续为公司业绩增长保驾护航。公司在政府工程领域充分展现竞争力，并已在国际和国内树立了良好的口碑。

1、多项国家级政府工程赢得国内外赞誉

公司近年承接了大批国家标志性重点工程，并在短时间内如期高标准完工，广获赞誉，已是行业内国家级重点工程最主要的承包商。公司是业内唯一一家相继承接三个国际峰会标志性项目的建筑装饰企业，继 2014 北京雁栖湖 APEC 峰会主会场、2016 杭州 G20 峰会主场、2017 年厦门金砖五国峰会主场馆之后，于 2018 年又顺利完成了上合组织青岛峰会主会场的装饰工程。



图表27: 公司近年承接的重要国家级政府、军队工程

项目类别	代表项目
国家级会议会场	2018 上合组织青岛峰会主会场
	2017 厦门金砖五国峰会主会场
	2016 杭州 G20 峰会主会场
	2014 北京雁栖湖 APEC 峰会主会场
国家级军事项目	中南海代号工程
	中央军委总后礼堂
	中国人民革命军事博物馆
	中国军委八一大楼
	中国人民解放军军事科学院
国家级重点项目	北京首都机场元首专机楼
	上海世博文化中心
	北京人民大会堂浙江厅
	北京中国尊
	国家海洋博物馆

资料来源: 公开信息, 联讯证券

图表28: 北京 APEC 峰会细部节点构造



资料来源: 公司官网, 联讯证券

图表29: 杭州 G20 首脑峰会主会场



资料来源: 公司官网, 联讯证券

多项国家级项目练就专业的团队及强大的施工和管理能力, 后续国内外政府工程基本无忧。公司在厦门国际会议中心改建工程中负责二、三、四层所有装饰装修, 在厦门会展中心场馆改造装修工程中作为总承包, 负责整个 B1、B2 馆共 2.6 万平方米的所有装饰工程的深化设计和总承包施工、管理任务, 两个项目合同金额分别为 1.4 亿元和 2 亿元。项目进度紧张, 仅 10 个月, 其中厦门国际会议中心深化设计还在不到 180 天的时间内完成面积约为 1.4 万平方米的拆除、装修工程, 以及局部的加建楼层。项目方案需逐级审核, 质量要求高, 作为需要承担国际性会议的重要会场, 金砖项目所有的设计方案都需要经过业主方、厦门市政府、贸促会、外交部等部门逐级向上报审。项目用材繁多、细节复杂, 公司以精湛的施工工艺完成了配套专业如声学、环保、同传系统、央视直播、音视频系统等对装饰节点提出的不同要求。



图表30: 厦门国际会议中心国宴厅



资料来源: 公司官网, 联讯证券

图表31: 厦门国际会议中心鼓浪厅



资料来源: 公司官网, 联讯证券

2、EPC 项目展现公司卓越的并行管理能力及全产业链优势

公司积极拥抱行业变革,重点跟进 EPC、PPP 等模式,主动融入国家智慧城市建设、特色小镇建设、科技创业园建设等热门领域,公司并行工程管理能力卓越,全产业链优势凸显,未来有望进一步助推公司订单增长。

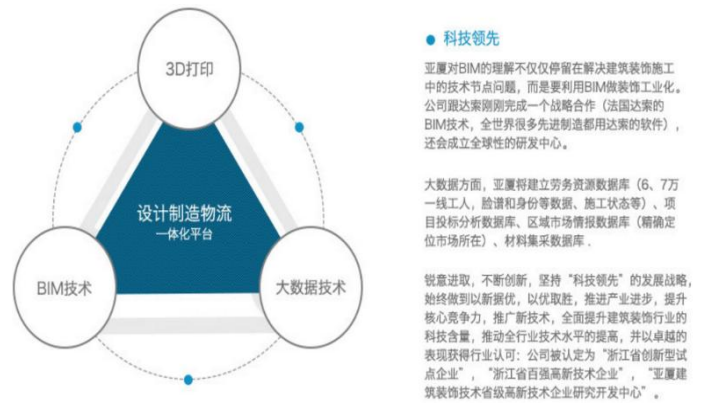
公司首个以 EPC 模式承接的南京扬子科创一期局部和二期室内装修项目,总合同额超过 4 亿,已于 2017 年如期交付并投入使用。南京扬子科创项目的两大特点是工期短、涉及众多专业(包括设计、改造、装饰、设备、消防、智能化等),项目基本避免常见的变更和返工验证了公司高效的协同和管理能力。

图表32: 扬子科创二期一层实景



资料来源: 中国装饰施工网, 联讯证券

图表33: BIM 设计制造物流一体化平台



资料来源: 公司官网, 联讯证券

EPC 模式利益主体单一,确保了项目实施的高速度、低成本,公司在 EPC 设计采购施工一体化总承包模式下,最大程度的整合了公司设计施工、构件制造、机电安装、建筑智能化等内部资源,组织协调成本低、应变突击能力强,全产业链优势凸显。公司并行工程管理能力强,南京扬子科创 EPC 项目是典型的“边设计、边采购、边施工”的工程,区别于传统的不符合建设逻辑的“三边工程”,其属于主动管理型的并行工程,公司凭借与法国达索公司合作的 ENOVIA 平台进行 BIM 管理,解决了 EPC 模式成功的关键问题——有效的项目信息集成与协同管理。EPC、PPP 等模式本身与智慧城市、特色小镇建设高度契合,同时也是国际工程中的主流承包模式,将是公司获取大额订单、参与“一带一路”的主要途径,是公司业绩的长期驱动力。



（二）迪士尼项目宝贵经验，助力占领主题公园装饰细分市场

1、全民消费升级时代来临，主题公园建设高潮蓄势待发

全球主题公园建设的重心正逐步向亚洲转移，中国主题公园的发展已进入快车道。国际主题公园巨头迪士尼、环球影城、六旗、乐高等都陆续进入中国，国内的华侨城、华强方特等也纷纷加速主题公园的区域布局。据前瞻产业研究院预计，中国主题公园市场规模将由 2015 年的 46 亿美元增长到 120 亿美元，而同期美国将仅从 80 亿美元增长到 90 亿美元。

图表34： 规划或在建的大型主题公园

项目名称	投资运营商	预估投资（亿元）
北京通州环球影城	环球影城	700
浙江海盐山水六旗主题乐园	六旗、山水文园	300
重庆山水主题小镇六旗乐园	六旗、山水文园	300
南京溧水山水主题小镇六旗乐园	六旗、山水文园	350
上海乐高主题公园	乐高	350
上海海昌极地海洋世界	海昌	200
厦门华强文化科技产业基地	华强方特	50
郑州华强文化科技产业基地	华强方特	50

资料来源：公开资料，联讯证券

随着文化娱乐升级全民消费时代的到来，国内的旅游消费也逐渐从单纯的观光游向观光休闲度假游并重转变。主题公园因其能给游客带来很强的互动性和参与感，并具备鲜明的主题和迭代升级的能力，契合重服务、重质量、重社交的新消费模式，发展空间广阔。伴随着迪士尼乐园、长隆欢乐世界等火爆的示范效应，国内主题游乐公园的兴建将持续加速，主题公园装饰细分市场正在形成。

2、公司承建迪士尼主要区域装饰工程

亚厦股份在上海迪士尼项目精装修工程中承担重要任务。承接的上海迪士尼乐园项目 GC-10 主入口与花园精装修工程已顺利完工，合同金额 2.897 亿元，上海迪士尼乐园也于 2016 年 6 月 16 日正式开园。上海迪士尼乐园是迄今为止公司承接的要求最高的项目之一，共分为六大主题园区——米奇大街、奇想花园、梦幻世界、探险岛、宝藏湾和明日世界。公司承接了迪士尼最主要的游乐区“主入口与花园”的工程，主要包括：主入口、米奇大街和奇想花园三个主题区，施工内容主要包含特色屋面工程、主题故事外立面工程、室内精装修工程三部分内容。米奇大街和奇想花园共 22 个单体工程，亚厦股份承建了其中的 21 个，建筑面积约 1.68 万平方米。

3、主题公园领域掌握先进工艺及科技

公司具备主题雕刻抹灰、主题上色等全国领先的新兴工艺施工能力。公司在上海迪士尼项目承建的 21 个单体，153 个主题外立面，都是主题各异、造型奇特、色彩丰富，完全没有可以复制的，是整个园区最复杂、工期最紧的外立面工程。主题雕刻抹灰技术结合上色工艺、做旧工艺，可以实现非常逼真的仿制效果，替代多种饰面材料，实现四仿：仿砖、仿石材、仿木、仿金属。主题雕刻抹灰对墙面 pH 值、温度控制、雕工技术、



雕刻时机的要求很高，迪士尼项目的成功实践代表公司该技术全国领先。公司 QC 成果《确保上海迪士尼主题雕刻抹灰艺术效果》获得浙江省建筑装饰行业优秀质量管理小组一等奖。此技术在国内仍处萌芽，减材节能，顺应国家绿色发展的新发展理念、生态文明建设，发展前景广阔，公司能够借此承接古建筑修复、风情街装饰及主题公园装饰类的大中型项目，并具备很强的竞争力。

图表35： 主题雕刻抹灰样板区



资料来源：中国建筑装饰协会，联讯证券

图表36： 门与栏杆主题上色铜制品效果



资料来源：公司官网，联讯证券

公司在迪士尼项目大量运用了 3D 打印技术、BIM 技术、FM 抗风压测检测等先进科技。由于迪士尼项目外立面及内部造型极为复杂，造型奇特，异型、曲面的施工量远高于普通装饰工程，且对质量要求苛刻，因此，公司运用 3D 打印技术完成了大量 GRG、GRP 构件和 3D 打印壁画等内容。63 个特色屋面则大量应用建筑信息化手段，借助 BIM 技术完成其深化设计和施工，并进行 FM 抗风压测检测，保障项目质量。

图表37： 小飞象运用 GRC 和主题抹灰



资料来源：公司官网，联讯证券

图表38： 施工单体 BIM 模型



资料来源：中国建筑装饰协会，联讯证券

公司通过上海迪士尼积累了高精尖项目的宝贵经验，在主题公园装饰领域上技术领先，声名远扬，有望持续发力，打造业绩新增长点，具备成为细分市场龙头的潜质。

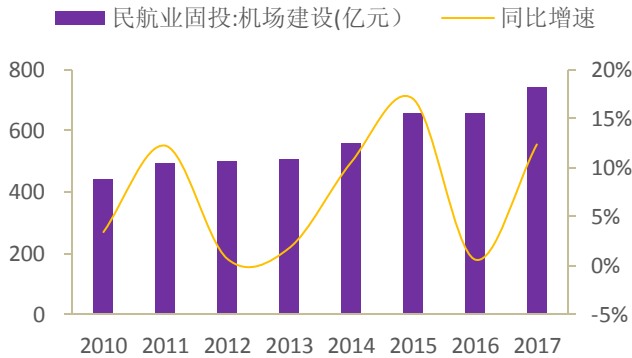
（三）“铁、公、机”领域综合实力强，后来者难望其项背

中国经济发展进入新常态，“十三五”基建投资增速或略有放缓，但基数增大仍将高速增长。“十三五”期间全国交通运输总投资规模将要达到 15 万亿人民币，其中铁路 3.5



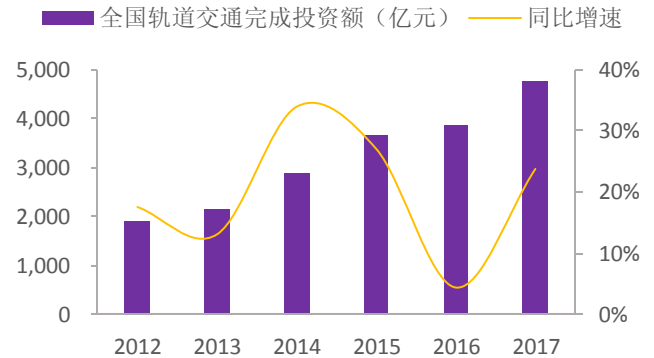
万亿，公路 7.8 万亿，民航 0.65 万亿，水运 0.5 万亿，相比“十二五”的 12.5 万亿投资增加了约 20%。轨道交通仍将大力发展，预计在“十三五”时期有望达到 6000 公里，较目前的约 4400 公里有很大增量。以上势必将带动大量的地铁场站、铁路客站建设，同时“十三五”期间全国续建、新建机场项目 74 个，公司在“铁、公、机”装饰上具有传统优势，未来几年场站类装饰业务有保障。

图表39: 民航业机场建设固定资产投资情况



资料来源: Wind, 联讯证券

图表40: 全国轨道交通完成投资额情况



资料来源: Wind, 联讯证券

公司全资子公司上海蓝天装饰是由军办企业改制而来，在军队及武警部队内有极高的声誉。公司通过蓝天装饰已形成“铁、公、机”的业务布局，机场、地铁装饰工程在全国装饰行业内处于领跑地位。

公司承建过极具影响力的北京首都国际机场国家元首专机楼，在 2018 年大陆地区机场旅客吞吐量排名前十的机场装饰工程中占据 8 席。公司在地铁车站装饰施工中已验收、投入使用数量位列全国装饰公司前列。并于 2009 年进军高铁车站装饰领域，承建过温州高铁站、京沪高铁虹桥站装饰工程。

图表41: 2018 年旅客吞吐量前十大机场

排名	机场名称	2018 年旅客吞吐量(万人次)	亚厦是否参与建设
1	北京首都国际机场	10098	是
2	上海浦东国际机场	7405	是
3	广州白云国际机场	6973	否
4	成都双流国际机场	5291	是
5	深圳宝安国际机场	4935	否
6	昆明长水国际机场	4709	是
7	西安咸阳国际机场	4465	是
8	上海虹桥国际机场	4363	是
9	重庆江北国际机场	4160	是
10	杭州萧山国际机场	3824	是

资料来源: 国家民航总局, 联讯证券

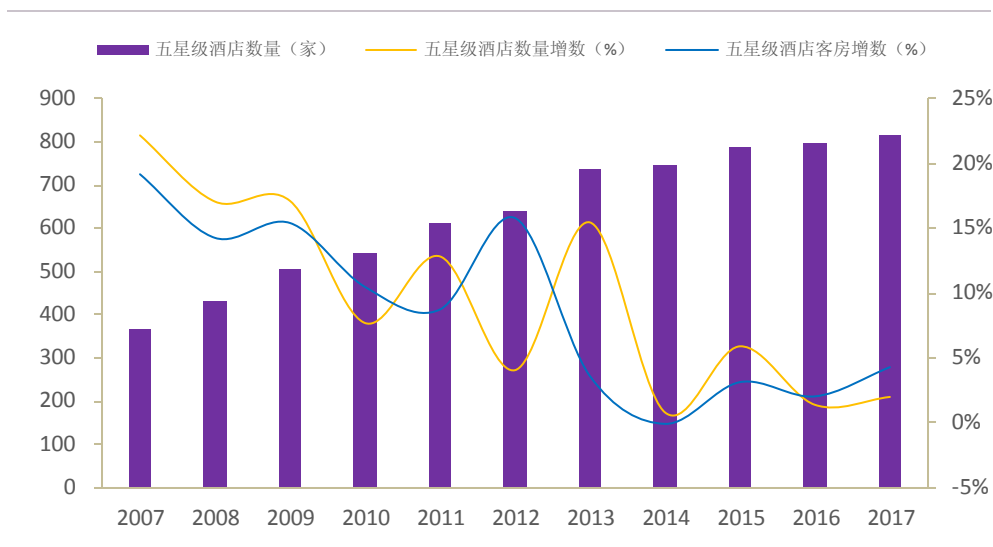


(四) 高端星级酒店装饰优势依旧，存量需求正在释放

1、酒店存量市场需求启动

随着我国经济不断发展，旅游商务人流的增长为酒店业创造了巨大的市场需求，尤其以高端酒店为甚。根据国家旅游局历年《中国星级饭店统计公报》统计，截至 2017 年底，国内五星级酒店、四星级酒店、三星级酒店数量分别达到 816 家、2412 家和 4614 家；自 2001 年至 2017 年，五星级、四星级和三星级酒店数量的年均复合增长率分别达到 11.46%、10.51%和 4.21%，高端星级酒店数量呈现持续增长趋势。

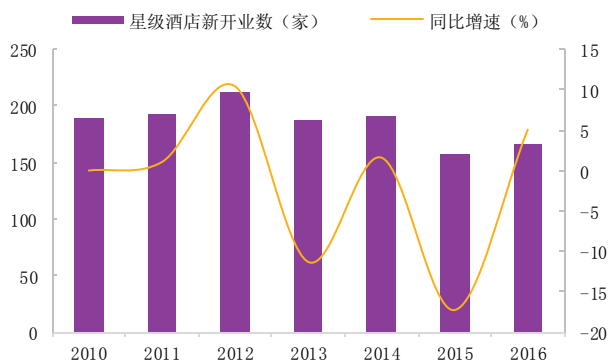
图表42：五星级酒店 2007-2017 年增长情况



资料来源：Wind，联讯证券

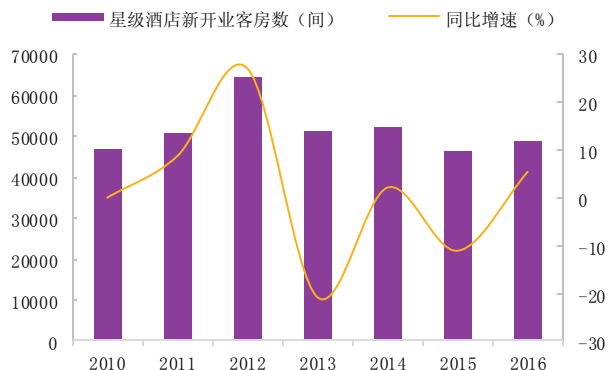
每个建筑物在使用寿命期内需进行多次装饰装修的特点，决定了建筑装饰行业的需求可持续性。一般来说，酒店类公共建筑一般 5~7 年更新一次，按照此数据往前推 6~8 年大约为 2010-2012 年，我国酒店业新开星级酒店家数或客房数量均出现一个小高峰，尤其以 2012 年为甚，其新开业数量达到 212 家，新开业客房数为 6.45 万间，同比增速分别达到 10.41%和 27.06%，为近年最高。由此来看，酒店存量市场的需求有望为今年装饰行业带来新的增长点。

图表43：星级酒店新开业数



资料来源：Wind，联讯证券

图表44：星级酒店新开业客房数



资料来源：Wind，联讯证券



2、承建宝格丽奢华酒店装饰工程是公司最好的名片

公司承建北京宝格丽酒店定位中国最顶级的酒店，为全球第四家、中国首家。公司负责酒店地下 B4—B1 的水疗健身中心，地上 1-2 层大厅、餐厅及宴会厅的全部装修工程。出于奢华定制的定位，宝格丽酒店对装饰工程的精致程度要求到了极致，这也正是亚厦高端酒店装饰精湛工艺的最好代名词。亚厦能够承建宝格丽项目离不开过往成绩斐然，公司在国内五星级酒店装饰领域市占率超 10%。

图表45： 公司高端国际五星级品牌酒店装饰代表项目

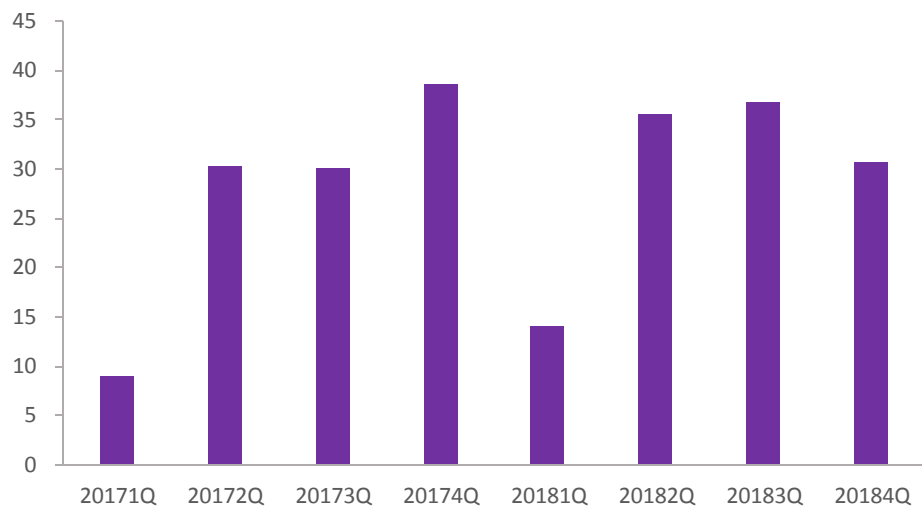
酒店名称	开业时间	星级	酒店名称	开业时间	星级
杭州西湖国宾馆	-	国宾馆	三亚海棠湾凯宾斯基酒店	2011 年	豪华五星级 (DELUXE)
北京宝格丽酒店	2017 年	奢华五星级 (LUXURY)	杭州洲际酒店	2010 年	豪华五星级 (DELUXE)
天津丽思卡尔顿酒店	2013 年	奢华五星级 (LUXURY)	秦皇岛香格里拉酒店	2015 年	普通五星级
杭州西子湖四季酒店	2010 年	奢华五星级 (LUXURY)	河南美盛喜来登	2014 年	普通五星级
苏州 W 酒店	2017 年	精品五星级 (BOUTIQUE)	上海宝华万豪	2014 年	普通五星级
杭州西溪悦榕庄酒店	2010 年	精品五星级 (BOUTIQUE)	上海万和铂尔曼酒店	2014 年	普通五星级
西安悦椿酒店	2014 年	豪华五星级 (DELUXE)	杭州千岛湖滨江希尔顿酒店	2011 年	普通五星级
海南温德姆至尊豪廷大酒店	2013 年	豪华五星级 (DELUXE)	北京朗琴希尔顿酒店	2008 年	普通五星级
宁波威斯汀酒店	2012 年	豪华五星级 (DELUXE)	京津新城凯悦酒店	2006 年	普通五星级

资料来源：公司官网，公开资料，联讯证券

(五) 订单在手充裕，新签恢复增长

公司 2018 年新签合同金额 117 亿元，同比增长 8.38%。截至 2018 年公司累计已签约未完工订单 196.26 亿元，**公司在手订单充裕，订单保障倍数约 2.2 倍**（按照 2017 年度营业收入计算）。

图表46： 新签订单金额稳步增长



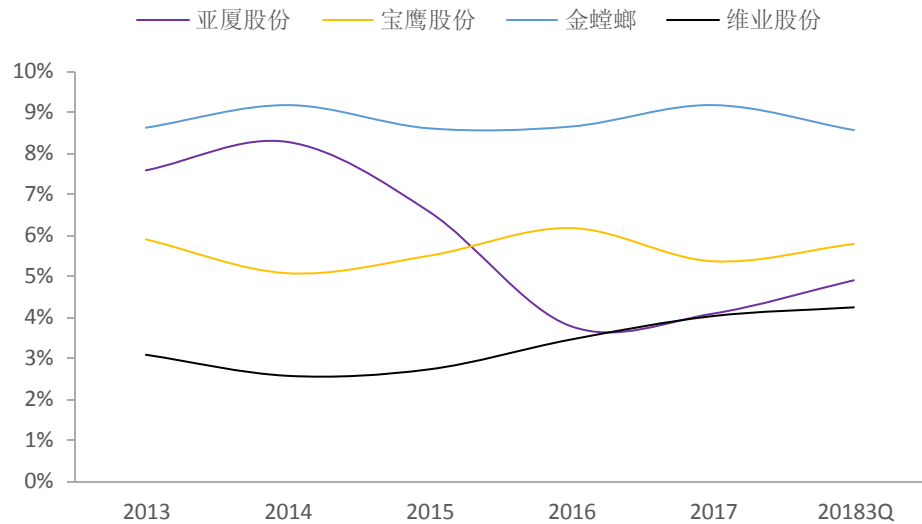
资料来源：wind，联讯证券



（六）净利率处于历史拐点，毛利水平逐渐恢复

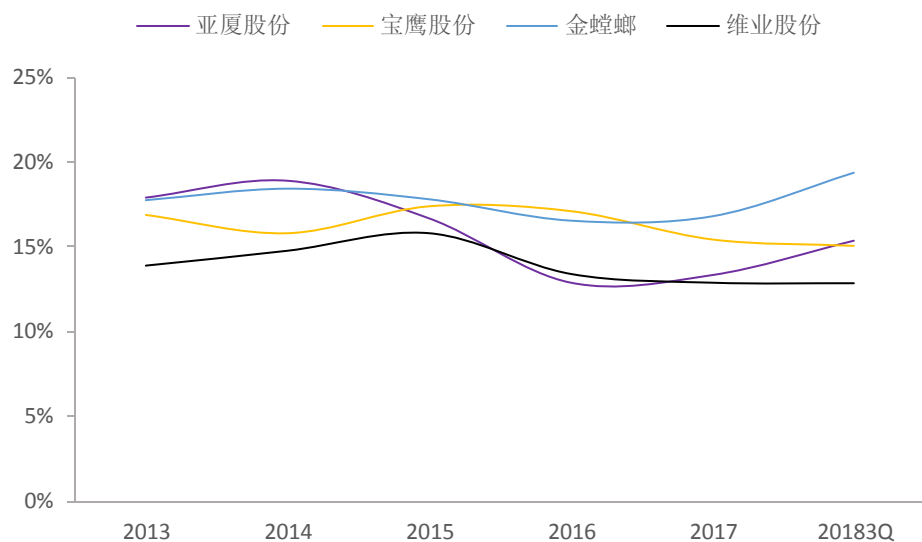
公司净利率率在 2014 年达到历史最高峰 8.28% 后逐步回落，并在 2016 年降至最低点，此后随着历史遗留问题的逐步出清，毛利率和净利率开始有所修复，公司 2018 年前三季度净利率为 4.9%，较历史最高水平有很大差距不说也明显低于同行，与公司行业龙头的身份不匹配，我们认为传统业务的净利率修复还有空间。

图表47： 同行业公司净利率情况



资料来源: wind, 联讯证券

图表48： 同行业公司毛利率情况



资料来源: wind, 联讯证券

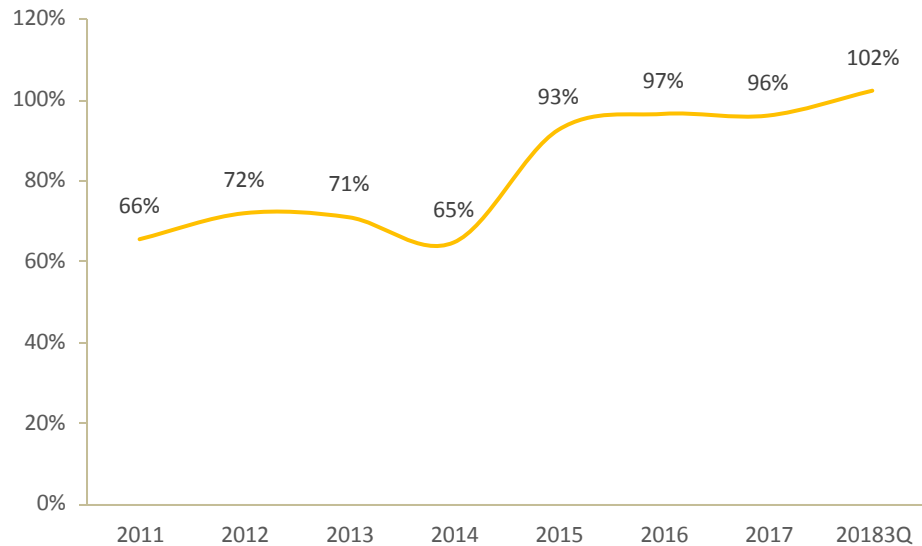
（七）收现比提升，经营现金流好转

公司近年来加强对所承接项目的筛选，提高订单质量，增强对项目的管控能力，项



目回款情况好转。2018 年第三季度收现比 102.34%，较上年末上升 7.18 个百分点，回款情况大幅改善。公司对现金流的管控加强、现金流指标的改善，为公司后续业绩增长、业务转型提供了基础，业绩触底反转的趋势有望得到进一步确认。

图表49： 公司收现比变化



资料来源: wind, 联讯证券

五、公司回购、股权质押和商誉风险

(一) 公司回购彰显信心

回购彰显管理者对未来转型装配式装修的信心。公司于 2019 年 1 月 22 日发布了回购报告书，拟在 3 个月内使用自有资金或自筹资金以集中竞价交易的方式回购公司股份，回购金额不低于人民币 1 亿元且不超过人民币 2 亿元，回购价格不超过人民币 6 元/股。

截至 2019 年 1 月 31 日，公司累计回购了 13,409,969 股，占公司总股本的 1.00%，最高成交价为 5.50 元/股，最低成交价为 5.25 元/股，累计回购金额 72,184,078.80，回购均价为 5.38 元/股。

图表50： 最新回购进展

截至时间	回购股数 (股)	回购均价 (元)	累计回购金额 (元)	回购占总股本比例
2019-1-31	13,409,969	5.38	72,184,078.80	1.00%

资料来源: wind, 联讯证券

(二) 股权质押不算高

实际控制人股权质押比例不高，且迎来股权质押政策利好，质押风险较低。截至 2018 年末，亚厦股份的控股股东、实际控制人及其一致行动人累计质押股份数为 365,691,870 股，占其持股总数的比例为 51.48%，质押比例不算高。在 2019 年 1 月 18 日证监会批准



发布了《关于股票质押式回购交易相关事项的通知》，主要有两大内容，一是优化违约合约展期安排，融入方违约且确需延期以纾解其信用风险时，可以以存量延期方式缓解融入方还款压力；二是放宽旨在解决合约违约而新增交易的部分限制。在 2018 年，建筑民企大股东股权质押风险是市场持续担忧建筑民企的重要因素，这一政策利好有望大幅度降低建筑民企的股权质押爆仓的风险，而公司本身实际控制人质押股份占其总持股数比重并不高，且公司近日进行股票回购有利于提振股价，增强投资者信心，因此公司的质押风险更加小。

（三）商誉比重小，总体风险可控

商誉处于行业平均水平之下，风险可控。2018 年第三季度报告来看，公司的商誉为 3.4 亿，占净资产比重为 4.25%，根据申万三级行业装修装饰板块来看，装修装饰板块商誉占净资产的平均比重为 7.04%，公司的商誉占净资产比重低于同行业平均水平。

公司商誉主要来自于上海蓝天、炫维网络、万安智能，上海蓝天、成都恒基和万安智能均有业绩承诺且目前已经过了业绩承诺期，从实际兑现情况看，虽都未能达到业绩承诺，但都得到了一定的补偿。上海蓝天的承诺人同意将其持有的蓝天公司合计 13% 的股权无偿转让给公司作为补偿；成都恒基的承诺人同意将其持有的恒基公司合计 17% 的股权无偿转让给公司作为补偿；万安智能的承诺人则以现金方式向公司支付业绩补偿款 2943.66 万元。

图表51： 历年来的商誉变化

时间	被投资单位名称	产生商誉	业绩承诺	是否完成业绩承诺	补偿情况
2011	上海蓝天房屋装饰有限公司	101,967,808.11	蓝天装饰自股权交割日至 2013 年 12 月 31 日之间经审计所确认扣除非经常性损益后的净利润合计不低于人民币 15,345 万元。	否	承诺人同意将其持有的目标公司合计 13% 的股权无偿转让给公司作为补偿。
2011	成都恒基装饰有限公司	30,396,620.57	恒基装饰自股权交割日至 2013 年 12 月 31 日之间经审计所确认扣除非经常性损益后的净利润合计不低于人民币 5,383.9 万元。	否	承诺人同意将其持有的目标公司合计 17% 的股权（出资额为 520.3 万元）无偿转让给公司作为补偿。
2014	厦门万安智能有限公司	160,270,532.21	邵晓燕、于凡和周本强保证万安智能 2014 年度、2015 年度和 2016 年度三个会计年度经审核确认扣除非经常性损益后的净利润总额不低于人民币 21,574 万元。	否	承诺人同意以现金方式向公司支付业绩补偿款 2943.66 万元。
2014	深圳市炫维网络技术有限公司	50,687,075.45			

资料来源：wind，联讯证券



六、盈利预测与投资评级

相关假设

根据公司历史订单结转情况及新签订单情况，我们预计公司 2018-2020 年收入增速分别为 0.8%、21.6%和 17.0%；

其中工业化项目 2019 年、2020 年分别实现收入 10 亿元、25 亿元；

我们预计随着历史问题的出清，公司毛利率将逐步恢复，工业化项目随着产量释放，毛利率逐步提升，预计 2018-2020 年综合毛利率分别为 13.94%、14.91%和 16.30%；

盈利预测及估值：

我们预计公司 2018-2020 年收入分别为 95.60、114.59 和 128.60 亿元，同比分别增加 5.4%、19.9%和 12.2%，净利润分别为 3.91、5.21 和 7.33 亿元，同比分别增长 9.5%、33.1%和 40.7%。预计 2018-2020 年 EPS 分别为 0.29、0.39 和 0.55 元，对应的 PE 分别为 19.6/14.8/10.5x。

我们按照分部估值法估值：

传统业务采用 PB 或 PE 估值，如给予 1 倍 PB，则对应 77 亿市值；如按照 PE 估值，正常情况传统业务利润中枢约为 6 亿元，参考同行业估值水平，给予 12 倍 PE，约 72 亿市值，故传统业务可给予 72-77 亿市值；

工业化内装业务参考一级市场采用 PS 估值：参考和能人居科技及品宅在一级市场的估值情况，可考虑给予亚厦工业化业务 3 倍 PS 估值，我们保守预计亚厦 2019 年工业化收入约 10 亿，故可给予 30 亿估值；

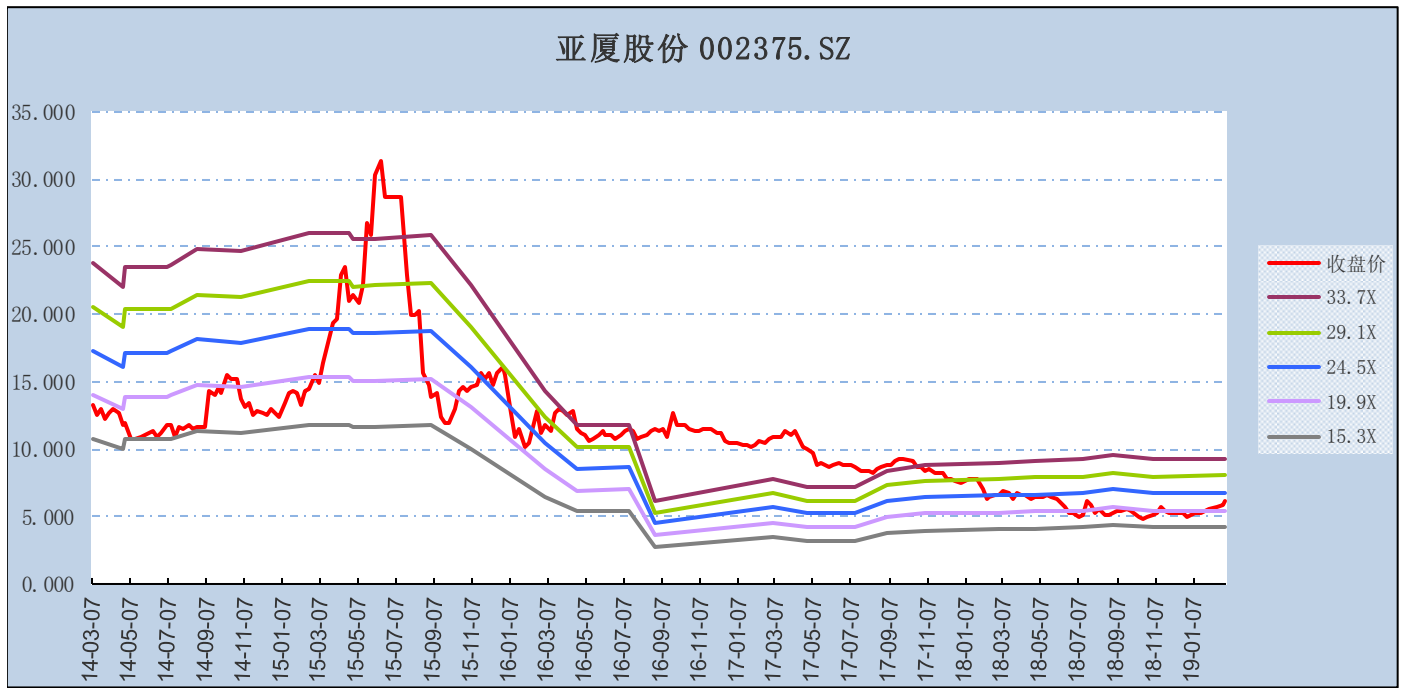
综合传统业务和新业务，给予 102-107 亿的目标估值区间，对应股价为 7.61——7.99 元，给予“买入”投资评级。

风险提示：

- 1、新业务订单签订不理想导致收入确认低于预期；
- 2、新业务费用超预期侵蚀短期利润；
- 3、传统业务再次下滑；



图表52: PE-BAND



资料来源:联讯证券



附录：公司财务预测表（百万元）

资产负债表（百万元）					利润表（百万元）				
	2017	2018E	2019E	2020E		2017	2018E	2019E	2020E
现金及现金等价物	1928	3047	2769	2737	营业收入	9069	9141	11120	13008
应收款项	12885	12522	15233	17819	营业成本	7859	7866	9462	10887
存货净额	1740	1708	2055	2367	营业税金及附加	32	32	39	46
其他流动资产	555	457	556	650	销售费用	154	201	245	273
流动资产合计	17107	17734	20613	23574	管理费用	432	533	622	698
固定资产	1158	1237	1095	879	财务费用	54	40	38	40
无形资产及其他	430	409	389	368	投资收益	59	23	23	23
投资性房地产	1075	1075	1075	1075	资产减值及公允价值变动	(189)	(42)	(122)	(143)
长期股权投资	165	165	165	165	其他收入	6	0	0	0
资产总计	19936	20621	23336	26061	营业利润	413	450	615	944
短期借款及交易性金融负债	1168	1300	1300	1300	营业外净收支	(2)	0	0	0
应付款项	9664	9819	11814	13611	利润总额	412	450	615	944
其他流动负债	1283	1361	1635	1880	所得税费用	41	67	92	142
流动负债合计	12116	12480	14750	16791	少数股东损益	13	13	14	15
长期借款及应付债券	28	28	28	28	归属于母公司净利润	358	369	509	788
其他长期负债	6	5	5	5					
长期负债合计	34	33	33	33	现金流量表（百万元）				
负债合计	12150	12513	14783	16824	净利润	358	369	509	788
少数股东权益	304	312	325	339	资产减值准备	115	(128)	(6)	(10)
股东权益	7482	7796	8229	8898	折旧摊销	58	129	148	154
负债和股东权益总计	19936	20621	23336	26061	公允价值变动损失	189	42	122	143
					财务费用	54	40	38	40
关键财务与估值指标					营运资本变动	(68)	596	(893)	(962)
每股收益	0.27	0.28	0.38	0.59	其它	(107)	136	19	24
每股红利	0.10	0.04	0.06	0.09	经营活动现金流	544	1144	(101)	137
每股净资产	5.59	5.82	6.14	6.64	资本开支	(85)	(101)	(101)	(51)
ROIC	6%	5%	8%	10%	其它投资现金流	0	0	0	0
ROE	5%	5%	6%	9%	投资活动现金流	(96)	(101)	(101)	(51)
毛利率	13%	14%	15%	16%	权益性融资	5	0	0	0
EBIT Margin	7%	6%	7%	8%	负债净变化	7	0	0	0
EBITDA Margin	7%	7%	8%	10%	支付股利、利息	(140)	(55)	(76)	(118)
收入增长	1%	1%	22%	17%	其它融资现金流	(319)	132	0	0
净利润增长率	12%	3%	38%	55%	融资活动现金流	(579)	77	(76)	(118)
资产负债率	62%	62%	65%	66%	现金净变动	(131)	1120	(278)	(32)
息率	1.8%	0.7%	1.0%	1.5%	货币资金的期初余额	2059	1928	3047	2769
P/E	21.5	20.8	15.1	9.8	货币资金的期末余额	1928	3047	2769	2737
P/B	1.0	1.0	0.9	0.9	企业自由现金流	437	1056	(207)	80
EV/EBITDA	30.6	31.7	25.0	19.5	权益自由现金流	126	1154	(239)	46

资料来源：公司财务报告、联讯证券研究院



分析师简介

刘萍，西安交通大学硕士，2017年10月加入联讯证券研究院，现任建筑建材行业首席分析师。证书编号：S0300517100001。

研究院销售团队

北京	周之音	010-66235704	13901308141	zhouzhiyin@lxsec.com
上海	徐佳琳	021-51782249	13795367644	xujialin@lxsec.com

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

与公司有关的信息披露

联讯证券具备证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号：10485001。
本公司在知晓范围内履行披露义务。

股票投资评级说明

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。

股票投资评级标准

报告发布日后的12个月内公司股价的涨跌幅度相对同期沪深300指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

- 买入：相对大盘涨幅大于10%；
- 增持：相对大盘涨幅在5%~10%之间；
- 持有：相对大盘涨幅在-5%~5%之间；
- 减持：相对大盘涨幅小于-5%。

行业投资评级标准

报告发布日后的12个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期沪深300指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

- 增持：我们预计未来报告期内，行业整体回报高于基准指数5%以上；
- 中性：我们预计未来报告期内，行业整体回报介于基准指数-5%与5%之间；
- 减持：我们预计未来报告期内，行业整体回报低于基准指数5%以下。



免责声明

本报告由联讯证券股份有限公司（以下简称“联讯证券”）提供，旨在派发给本公司客户使用。未经联讯证券事先书面同意，不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道，非通过以上渠道获得的报告均为非法，我公司不承担任何法律责任。

本报告基于联讯证券认为可靠的公开信息和资料，但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。联讯证券可随时更改报告中的内容、意见和预测，且并不承诺提供任何有关变更的通知。本公司力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或询价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。在本公司及作者所知情的范围内，本机构、本人以及财产上的利害关系人与所评价或推荐的证券没有利害关系。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，须在允许的范围内使用，并注明出处为“联讯证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖意愿的引用、删节和修改。

投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用资料所载之内容和信息，独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员做出的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。

联系我们

北京市朝阳区红军营南路绿色家园媒体村天畅园 6 号楼二层
传真：010-64408622

上海市浦东新区源深路 1088 号 2 楼联讯证券（平安财富大厦）

深圳市福田区深南大道和彩田路交汇处中广核大厦 10F

网址：www.lxsec.com