

**投资评级：买入（首次）**
**报告日期：2021年06月24日**
**市场数据**

目前股价	5.53
总市值(亿元)	39.90
流通市值(亿元)	35.20
总股本(万股)	72,145
流通股本(万股)	63,645
12个月最高/最低	10.18/5.5

**分析师**

分析师：王志杰 S1070519050002

☎ 021-31829812

✉ wangzhijie@cgws.com

分析师：陈智旭 S1070518060005

☎ 021-31829691

✉ chenzhixu@cgws.com

分析师：刘鹏 S1070520030002

☎ 021-31829686

✉ liupeng@cgws.com

**股价表现**


数据来源：贝格数据

**相关报告**

# 科技提升装饰发展后劲，物业管理空间大，协同效应明显，未来成长可期

## ——中装建设（002822）公司深度报告

**盈利预测**

	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	4859	5581	6940	8534	10373
(+/-%)	17.2%	14.9%	24.3%	23.0%	21.5%
归母净利润(百万元)	248	258	331	431	536
(+/-%)	48.2%	4.3%	28.1%	30.2%	24.3%
摊薄EPS(元/股)	0.34	0.36	0.46	0.60	0.74
PE	16	15	12	9	7

资料来源：长城证券研究院

**核心观点**

■ **公司积极促进“装饰+物业”协同共进，战略目标明确，未来将继续开拓物业管理行业资源，多策并举，做大做强物业管理板块：**2020年8月公司收购嘉泽特100%股权，间接持有科技园物业51.63%股权，实现并表，业务范围正式延伸至物业板块。2020年公司营收55.8亿元，物管业务贡献收入1.22亿元，占比2.2%，开始贡献业绩。此外2020年参股企业赛格物业与嘉泽特投资的控股子公司科技园物业完成分红0.4亿元及0.5亿元。一方面，装饰板块对物业公司承接物管业务赋能，公司多年发展承接的装饰工程项目类型覆盖范围广泛，包括办公楼、商业建筑、高档酒店、普通住宅等，装饰业务经验丰富，能够为物业公司拓展物业项目提供整体设计和工程服务，具有流程化、信息化等优势；另一方面，物管公司对在管项目的后续维护和二次更新中可为装饰板块进行导流，特别是一、二线城市中，物业环境离不开装饰的专业服务，此外物业公司能够在现有装修服务之外为同客户提供增值延伸服务的平台，两者结合有利于促进城市微更新、老旧小区改造等业务推进。此外，支持物业管理行业发展的政策持续出台，经过一系列的迭代发展，物业管理已经不止是传统印象里的保洁、绿化、安保等小区基础管理，而是更广泛的基于城市生态空间的管理与运营，从空间布局来看，社区是城市生态空间中的一部分，而商业、写字楼、园区、道路、医院等同样也是其中的重要组成部分，另一方面，它们也不是互相割裂的，人的需求把空间链接起来，新一代的物业管理即旨在将这种多层次需求和空间有机结合起来，更好地满足人的需求。从这个方面看，公司具有前瞻性的集聚布局物业领域，旨在实现装饰和物管在业务、地区、财务和客户群体等方面协同共进的战略目标，未来发展的潜力巨大。根据公司在深交所互动易上对投资者的答复显示：物业管理是公司进入存量市场的重要入口，公司未来会继续开拓物业管理行业资源，做大做强物业管理板块。彰显公司对发展前景的信心，未来有望实现较大突破。

■ **公司业绩逐年稳定上升，深耕建筑装饰领域，拥有全产业链服务能力，协同效应明显：**公司以装饰主业为依托，集建筑装饰、设计研发、园林绿化、房建市政、新能源、物业管理、城市微更新等于一体，致力于为客户提供城乡建设综合服务解决方案。公司深耕公共建筑装饰主业27年，不断完善装饰产业链。公司先后拿下建筑工程施工总承包壹级和市

政公用工程施工总承包壹级资质，为公司未来装饰业务拓展打下坚实基础。此外，公司业务覆盖检测、设计、施工、物业管理，形成了完整的产业链，竞争优势明显。公司收入主要来源于装饰施工业务，截至 2020 年，业务占公司营业收入的比例为 94.40%。公司 2020 年实现营业收入 55.81 亿元，同比增长 14.87%，实现归母净利润 2.58 亿元，近十年来，我国公共建筑市场发展迅猛，公司受益于行业的发展，营收和利润规模稳步提升。目前公司已建立深圳、华南、华东、华北等七大区域营销中心，形成了一个覆盖全国的市场网络，在珠江三角洲、长江三角洲和京津环渤海经济带等重点区域形成了稳定的品牌影响力，已充分具备跨区域经营能力。

- **在“碳中和”及绿色建筑的政策背景下，光伏建筑一体化将为建筑行业带来新的增长动能：**2021 年 6 月 1 日，国管局、国家发展改革委联合印发《关于印发“十四五”公共机构节约能源资源工作规划的通知》，提出：国管局发文要求国家机关办公楼通过安装分布式光伏等措施，降低能耗，推动中央国家机关本级 2021 年 6 月底前全部建成节约型机关，力争 80% 以上的县级及以上机关 2025 年底前达到创建要求，可能带来近百 GW 的市场。6 月 20 日，国家能源局综合司正式下发《关于报送整县（市、区）屋顶分布式光伏开发试点方案的通知》拟在全国组织开展整县（市、区）推进屋顶分布式光伏开发试点工作。并提出申报试点的县应满足：党政机关建筑屋顶总面积可安装光伏发电比例不低于 50%；学校、医院、村委会等公共建筑屋顶总面积可安装光伏发电比例不低于 40%；工商业厂房屋顶总面积可安装光伏发电比例不低于 30%；农村居民屋顶总面积可安装光伏发电比例不低于 20%。社会能源消耗有很大一部分为建筑能耗，建筑节能也是整个节能减排政策的主要方向，绿色建筑，绿色建材都是这个目标驱动下的新建筑应用形式，而光伏与建筑紧密结合是改变建筑的形态的一种应用，也是未来建筑发展的趋势。公司 2017 年成立子公司深圳市中装新能源科技有限公司，专注于新能源项目的投资、建设与经营，不断推进光伏建筑一体化（BIPV）发电业务、风力发电业务的开展，未来或将受益于行业的发展。
- **城镇化建设稳步推进，行业呈现“强者恒强”：**根据《国家新型城镇化规划（2014-2020 年）》，我国的城镇化率低于发达国家 80% 的平均水平，城镇化未来仍将有很大的发展空间。城镇化水平的不断提高将持续带动基础设施建设和房地产业的发展。改革开放以来，伴随我国经济的快速增长，城市化进程不断加快。根据国家统计局资料，2010-2020 年我国城镇化率由 49.95% 上涨到 63.89%。除城镇化进程外，居民对于住房消费领域不断增长的改善需求亦形成了房地产业中长期发展的有力支撑。更加节能、高效、绿色环保、智能、人居友好型居住环境的需求预期将持续促进房地产行业的发展。中国建筑装饰市场的市场规模呈现出不断扩大的趋势，但是从市场的企业数量看，却呈现出持续下降的态势。从 2011 年的 14.5 万家减少到 2020 年的 11.9 万家，期间有大约 2.6 万家的企业退出市场。其中，根据公司可转债募集说明书，截至 2019 年行业内资质的企业数量约为 10 万家，比 2018 年减少了 0.5 万家，下降 5%，是行业内首次出现有资质企业由于经营性原因退市造成了下降。在行业资金偏紧的背景下，龙头企业增速普遍快于行业，退出的大部分以承接散户装修的低资质小企业为主，显示出行业集中度提升。目前竞争结构越来越有利于行业头部公司，疫情或将加速行业产能的出清，许多小装饰公司可能会被迫退出市场，“强者恒强”趋势明显。
- **城镇老旧小区改造加速，头部企业更加受益：**当前根据住建部公布的统计数据表明，全国还约有 17 万个老旧小区待改造，蕴含着万亿级别的市场。随着新型城镇化建设、老旧小区改造和“一带一路”的深入推进，

各地区加快推进了住宅装修，国民生活质量与水平提高带来的消费升级，以及生活、交通、商业配套等基础设施的建设将为建筑装饰行业提供新的发展动能。

- **公司重点探索装配式，未来有望实现产业升级：**当前建筑业正迎来新的技术变革期，装配式建筑采用系统化设计、模块化生产及施工，具有节能减耗、封闭隔音、防火抗震等现代化功能，引领行业由粗放型向集约型转变，逐步向建筑产业现代化发展，装配式建筑作为建筑产业现代化的发展重点，也是未来建筑产业生产方式。公司以“科技提升装饰”为导向，加大对科技创新研发投入，从新材料、新工艺、新技术、新设备等方面入手，并把研发成果转化为自主知识产权，形成完善自主知识产权体系；并通过加强中装装配式研发技术团队建设、体系建设、装配式生产基地建设；同时加强同企业、供应商之间优势互补等方式，在建筑装配式领域取得一系列重大突破；并以建筑工业化的思维推动装配式装修向模块化设计、标准化制作、批量化生产、整体化安装发展，在建筑装配式装修领域取得实质性成果。
- **投资建议：**鉴于公司以建筑装饰主业为依托，切入物业管理领域，叠加行业内城镇老旧小区改造加速、城镇化建设稳步推进等因素更加利好行业头部企业；并且公司以区块链技术应用供应链，解决行业现金流不佳的痛点，加速建筑工业化升级，重点探索装配式，未来有望实现产业升级，进一步强化公司综合竞争力。公司未来利润有望保持较快增长，首次覆盖给予“买入”评级，预计 2021-2023 年归母净利润分别为 3.31 亿元、4.31 亿元、5.36 亿元，EPS 分别为 0.46 元、0.60 元、0.74 元，对应 PE 为 12 倍、9 倍、7 倍。
- **风险提示：**宏观经济波动的风险；房地产行业政策调控带来的风险；市场竞争加剧的风险；工程项目的实施风险；科技转型升级及开拓新兴市场不达预期的风险；原材料价格上涨的风险；工程质量和安全施工风险。

**目录**

1. 积极多元化布局，协同效应明显	7
1.1 公司发展历程及股权结构	7
1.2 公司深耕建筑装饰领域，资质齐全，拥有全产业链服务能力	8
1.3 公司业绩逐年稳定上升，立足华南覆盖全国市场	10
2. 切入物业管理领域，打造“装饰+物业”强强联合模式，未来有望实现较大突破	13
2.1 并表科技园物业，正式延伸物业板块	13
2.2 科技园物业：做国际一流的高科技产业园区全价值链服务供应商	13
2.2.1 嘉泽特：持有科技园物业、科苑绿化及深科元环境	13
2.2.2 科技园物业：做国际一流的高科技产业园区全价值链服务供应商	16
2.3 打造“装饰+物业”强强联合模式	21
2.3.1 装饰+物业协同共进	21
2.3.2 物业行业潜力巨大	23
3. 建筑装饰行业迎来发展机遇，强者恒强趋势明显	25
3.1 城镇化建设稳步推进，行业集中度提升，头部企业更具优势	25
3.2 加快推进城镇老旧小区改造，建筑装饰行业未来发展前景广阔	27
4. 加速建筑工业化升级，进一步强化综合竞争力	28
4.1 区块链技术应用供应链，解决行业痛点	28
4.2 智能建造装配式是建筑业发展新方向，公司重点探索装配式，实现产业升级	30
5. 盈利预测与估值水平	32
5.1 主营业务拆分及估值比较	32
5.2 投资建议	33
6. 风险提示	34
6.1 附：盈利预测表	35

## 图表目录

图 1:	公司股权结构图	7
图 2:	公司业务布局	8
图 3:	公司部分项目一览	8
图 4:	公司部分客户及合作伙伴	9
图 5:	公司主营业务构成	9
图 6:	公司历年营业总收入及同比增长	11
图 7:	公司历年归母净利润及同比增长	11
图 8:	公司历年毛利率、净利率情况	11
图 9:	三费费用率及研发费用率情况	12
图 10:	研发投入及同比增长	12
图 11:	资产负债率情况	12
图 12:	公司营业收入的地区分布情况	12
图 13:	交易前嘉泽特股权结构	14
图 14:	嘉泽特（假定已剥离）营收及净利润	14
图 15:	嘉泽特（假定已剥离）营收构成	14
图 16:	嘉泽特（假定已剥离）毛利率及 ROE	14
图 17:	嘉泽特（假定已剥离）销售及管理费用率	14
图 18:	嘉泽特（假定已剥离）管理费用构成	15
图 19:	嘉泽特（假定已剥离）经营净现金流	15
图 20:	嘉泽特（假定已剥离）资产负债率	15
图 21:	嘉泽特（假定已剥离）资产构成	15
图 22:	嘉泽特（假定已剥离）负债情况	15
图 23:	嘉泽特（假定已剥离）应收账款期限构成	15
图 24:	科技园物业主要业务	16
图 25:	科技园物业在管面积/万平方米	18
图 26:	科技园物业各业态平均单价	18
图 27:	科技园物业各业态缴费率	18
图 28:	科技园物业营业收入（万元）	19
图 29:	科技园物业收入构成	19
图 30:	科技园物业各业务毛利率	19
图 31:	科技园物业核心优势	20
图 32:	打造“装饰+物业”强强联合模式	21
图 33:	装饰与物业业务的内容协同	22
图 34:	中装建设 2018 年营收区域分布	22
图 35:	嘉泽特（假定已剥离）2018 年营收区域分布	22
图 36:	2010-2020 年房屋竣工面积	23
图 37:	2010-2020 年城镇居民家庭人均可支配收入	23
图 38:	碧桂园服务一站式社区生活场景全周期服务	24
图 39:	我国建筑装饰行业总产值及增长率	25
图 40:	中国城镇化率情况	25
图 41:	房地产开发投资完成额及累计同比	26
图 42:	我国医疗机构数量及同比变化	26

图 43:	建筑装饰行业企业数量变化情况.....	26
图 44:	建筑装饰行业从业人数数量变化情况.....	26
图 45:	2019-2020 年间全国已开工改造城镇老旧小区情况.....	27
图 46:	2000 年底前建成的老旧小区情况.....	27
图 47:	行业的三大痛点.....	28
图 47:	公司业务场景植入区块链技术.....	29
图 48:	公司历年新签订单情况.....	30
表 1:	公司主要发展历程.....	7
表 2:	公司资质证书齐全.....	10
表 3:	公司对物业公司的两次收购.....	13
表 4:	科技园物业主要管理项目.....	16
表 5:	科技园物业前五大客户（2019 年前三季度）.....	20
表 6:	科技园物业 2020 年上半年新增客户.....	21
表 8:	物业管理行业主要政策.....	23
表 9:	国内部分地区“十四五”期间老旧小区改造计划.....	28
表 10:	主营业务拆分（亿元）.....	32
表 11:	中装建设可比公司估值表.....	32

# 1. 积极多元化布局，协同效应明显

## 1.1 公司发展历程及股权结构

深圳市中装建设集团股份有限公司成立于 1994 年，2016 年于深圳证券交易所 A 股上市，公司以装饰主业为依托，集建筑装饰、设计研发、园林绿化、房建市政、新能源、物业管理、城市微更新等于一体，致力于为客户提供城乡建设综合服务解决方案。公司拥有 13 家全资或控股子公司以及遍布全国的近 40 家分支机构，具有 13 项壹级/甲级行业从业资质，4 项乙级/贰级行业从业资质，通过 ISO9001、ISO14001、GB/T28001 体系认证。

公司是一家以室内外装饰为主，融合幕墙、建筑智能、机电、园林、新能源、物业管理等业务为一体的城乡建设综合服务商。目前主要承接办公楼、商业建筑、高档酒店、文教体卫设施、交通基础设施等公共建筑和普通住宅、别墅等住宅建筑的装饰施工和设计业务。

公司在全国装饰行业百强企业综合评价中的排名 2016-2018 年位列第八、2019 年位列第七，并获得“深圳市企业社会责任 3A 企业”、广东省信用企业评价 3A、广东省 500 强企业等荣誉；连续十七年获评“广东省守合同重信用企业”。

**表 1: 公司主要发展历程**

1994 年	公司成立
1999 年	获得 ISO 资格认证
2004 年	首次获得建筑装修装饰工程与专业承包壹级
2009 年	获评为“改革开放 30 年建筑装饰行业发展突出贡献企业”
2016 年	在深交所 A 股上市；获评 2015 年度中国建筑装饰行业百强企业第八名
2018 年	2018 年度营业总收入增幅位居行业前十名第二位
2019 年	科技转型元年；获评 2019 年度中国建筑装饰行业百强企业第七名
2020 年	自主研发的区块链平台业务落地，控股科技园物业

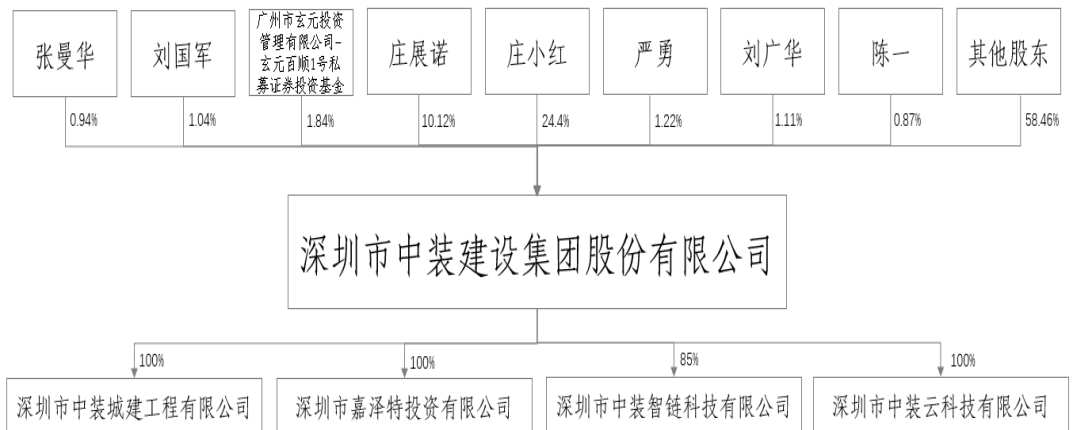
资料来源：公司官网，长城证券研究院

**公司股权集中度较高，管理团队稳定：**公司实际控制人为庄小红女士、庄展诺先生，持股比例合计为 34.52%（分别持股 24.4%和 10.12%）。公司董事长为庄重先生，厦门大学 EMBA，国家注册一级建造师、广东省建筑业协会理事、中国建筑装饰协会常务理事、第九届广东省企业联合会、企业家协会理事。庄展诺先生任公司总裁，为英国莱斯特大学银行与金融硕士，长江商学院 EMBA，深圳市罗湖区第七届人大代表、中国建筑装饰协会副会长、深圳市装饰行业协会专家。其中庄重先生和庄小红女士为夫妻关系，庄展诺先生为二人之子。

截至 2021 年第一季度，其他持股超过 1%的股东分别为：广州市玄元投资管理有限公司—玄元百顺 1 号私募证券投资基金（1.84%）、严勇先生（1.22%）、刘广华先生（1.11%）、刘国军先生（1.04%）。

截至目前，公司共拥有 48 家子公司，而公司主要参股的公司包括：赛格物业（持股 25.00%）、南亿科技（持股 15.00%）、周和庄置业（持股 35.00%）等。

**图 1: 公司股权结构图**

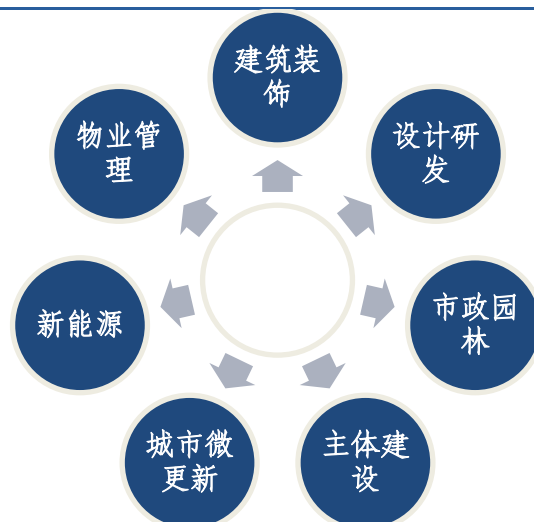


资料来源：公司公告，长城证券研究院

## 1.2 公司深耕建筑装饰领域，资质齐全，拥有全产业链服务能力

公司深耕公共建筑装饰主业 27 年，不断完善装饰产业链。公司先后拿下建筑工程施工总承包壹级和市政公用工程施工总承包壹级资质，为公司未来装饰业务拓展打下坚实基础。此外，公司业务覆盖检测、设计、施工、物业管理，形成了完整的产业链，竞争优势明显。

图 2：公司业务布局



资料来源：公司公告，长城证券研究院

公司承接的装饰工程遍布全国各地，项目类型覆盖范围广泛，包括办公楼、商业建筑、高档酒店、文教体卫设施、交通基础设施、普通住宅、别墅等，多年的发展积累了丰富的项目经验。

图 3：公司部分项目一览





资料来源：公司公告，长城证券研究院

公司拥有良好的企业合作资源，包括大型国企（中国建筑科技有限公司、中国建筑技术集团、中铁建设、中建建筑、华森设计院、广东省建科院等）、上市公司（欧派家居、东鹏控股、金龙羽、中铝集团、索菲亚整装、欧神诺）、科技创新型公司（北京琢筑、北京中瑞、三和科技、欧瑞博智慧家居、腾讯云等）。优质、稳定的客户群不仅为提高公司业务量和业务收入提供了一定程度的支撑，而且对于提升公司整体形象以及竞争力起到了促进作用。

图 4：公司部分客户及合作伙伴

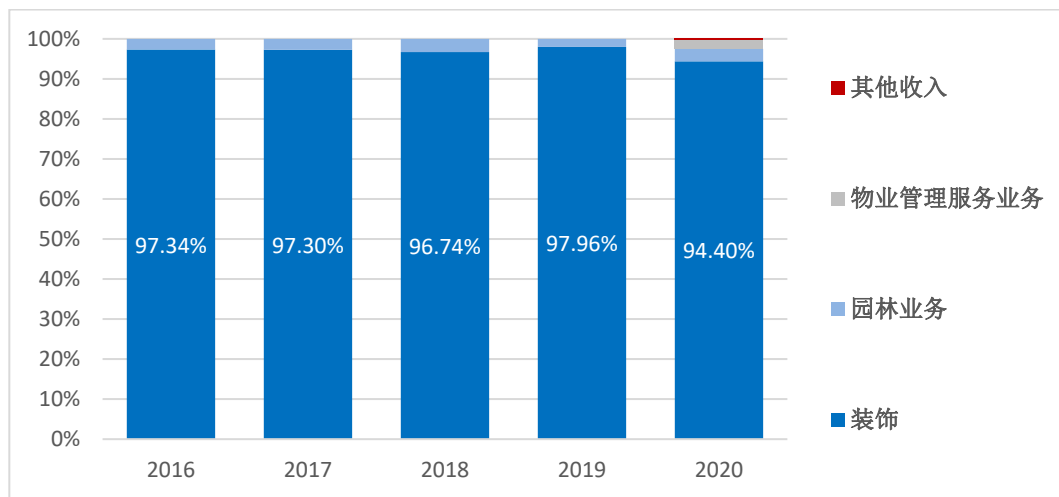


资料来源：公司官网，长城证券研究院

公司收入主要来源于装饰施工业务，2016 至 2020 占营业收入的比例分别为 97.34%/97.30%/96.74%/97.96%/94.40%。近年来，国家区域协调发展战略的进一步推动，增强了区域发展活力，新型城镇化、实施老旧小区改造、“一带一路”建设、粤港澳大湾区建设及中国特色社会主义先行示范区等发展规划为建筑装饰行业未来的发展提供了宝贵的机遇。公司凭借品牌优势和市场影响力，通过推进项目精细化管理及提升项目承揽效率，报告期内公司建筑装饰业务收入持续稳健增长。

2020 年 8 月，公司完成收购嘉泽特及科技园物业股权，其已在物业管理领域耕耘多年。截至 2020 年，其物业管理和物业经营服务收入占营业收入的比重为 2.18%。

图 5：公司主营业务构成



资料来源: wind, 长城证券研究院

在建筑装饰业务当中，公司业务的资质健全，拥有多项工程资质以及设计资质；健全的资质、专业的人才和雄厚的技术储备，为公司未来的发展打下夯实的基础。

表 2: 公司资质证书齐全

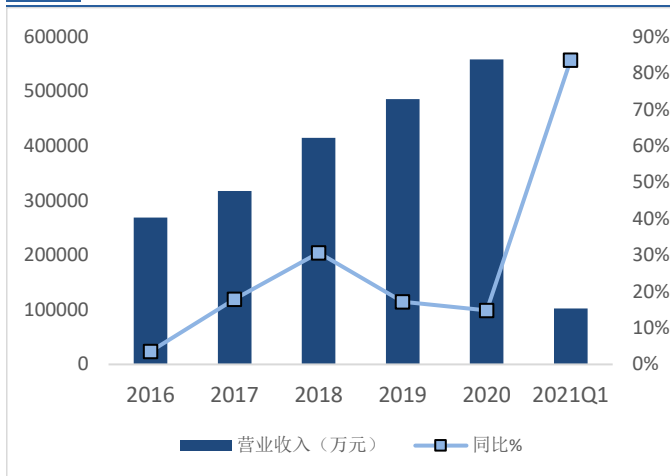
资质类别	具体资质
工程资质	建筑工程施工总承包壹级
	市政公用工程施工总承包壹级
	建筑装修装饰工程与业承包壹级
	建筑幕墙工程与业承包壹级
	电子与智能化工程与业承包壹级
	建筑机电安装工程与业承包壹级
	防水防腐保温工程与业承包壹级
	消防设施工程与业承包贰级
	建筑工程施工总承包叁级
	钢结构工程与业承包叁级
	古建筑工程与业承包叁级
设计资质	建筑装饰与项工程设计甲级
	展览陈列工程设计与施工一体化壹级
	建筑幕墙与项工程设计甲级
	建筑智能化系统与项设计乙级
	消防设施工程设计与项乙级
	安全技术防范系统设计、施工三级

资料来源: 公司公告, 长城证券研究院

### 1.3 公司业绩逐年稳定上升，立足华南覆盖全国市场

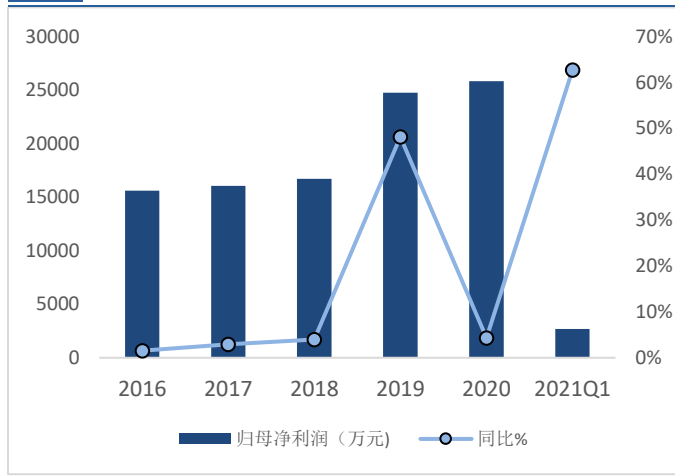
业绩方面，公司在 2018 年至 2021 年第一季度间分别实现营业收入 41.46 亿元/48.59 亿元/55.81 亿元/10.27 亿元；分别同比增长 30.66%/17.21%/14.87%/83.60%。归母净利润方面，公司在 2018 年至 2021 年第一季度间分别实现归母净利润 1.67 亿元/2.48 亿元/2.58 亿元/0.27 亿元；分别同比增长 3.94%/48.19%/4.35%/62.72%。近十年来，我国公共建筑市场发展迅猛，公司受益于行业的发展，营收和利润规模稳步提升。

图 6: 公司历年营业总收入及同比增长



资料来源: wind, 长城证券研究院

图 7: 公司历年归母净利润及同比增长

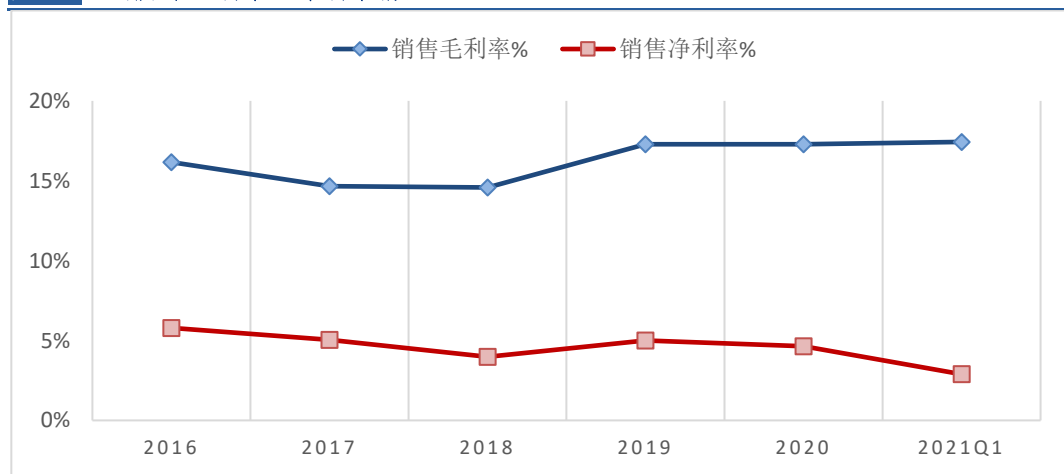


资料来源: wind, 长城证券研究院

毛利率、净利率方面，公司 2017 年及 2018 年公司综合毛利率基本保持稳定，分别为 14.65%/14.58%，2019 年后公司的毛利率水平有所提升，分别为 17.28%/17.29%/17.43%，主要原因系根据相关规定，公司研发投入的归集口径发生变化，原计入成本的研发投入通过“研发费用”科目单独列示，从而导致毛利率有所上升。

从建筑装饰行业的行业经营特点及竞争格局来看，实际影响建筑装饰工程的毛利率因素很多，除了自身的资质、资金、品牌及工程管理能力外，还与承接工程的类型、工程投标过程中的竞争程度、工程施工过程中的材料、人工薪酬的价格波动、施工难易程度、施工期限以及项目所处地的地理位置、周边环境等因素密切相关。

图 8: 公司历年毛利率、净利率情况



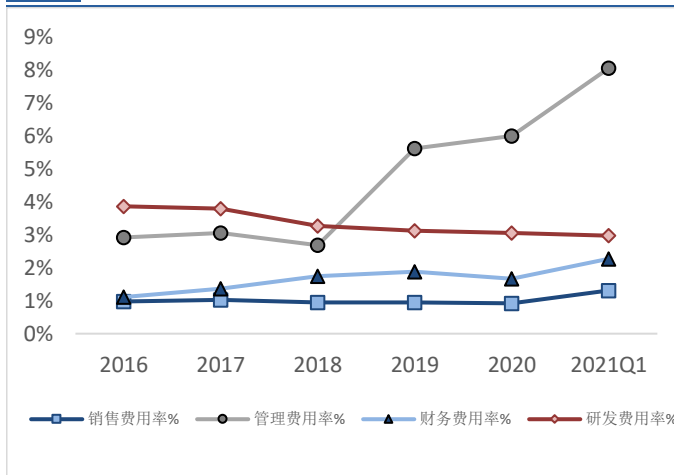
资料来源: wind, 长城证券研究院

**费用率方面**，近年来，公司的销售费用率和财务费用率控制良好，基本保持稳定；管理费用率在 2018 年后逐年发生上升，2019-2021Q1 分别为 5.61%/5.99%/8.05%；其中主要原因系新增子公司费用支出增加，以及购置无形资产摊销费用增加所致。

**研发投入方面**，公司以“科技提升装饰”为导向，逐年加大对科技创新研发投入，近三年，公司研发投入分别为 1.36 亿元/1.52 亿元/1.70 亿元，分别同比增长

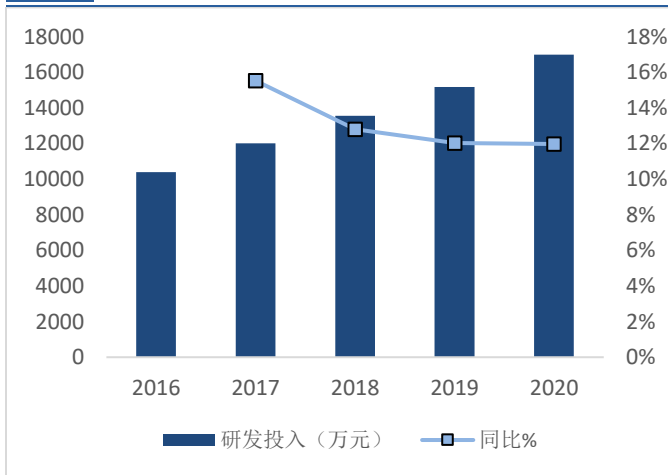
12.81%/12.03%11.98%。近年来公司从新材料、新工艺、新技术、新设备等方面入手，并把研发成果转化为自主知识产权，形成完善自主知识产权体系。

图 9: 三费费用率及研发费用率情况



资料来源: wind, 长城证券研究院

图 10: 研发投入及同比增长

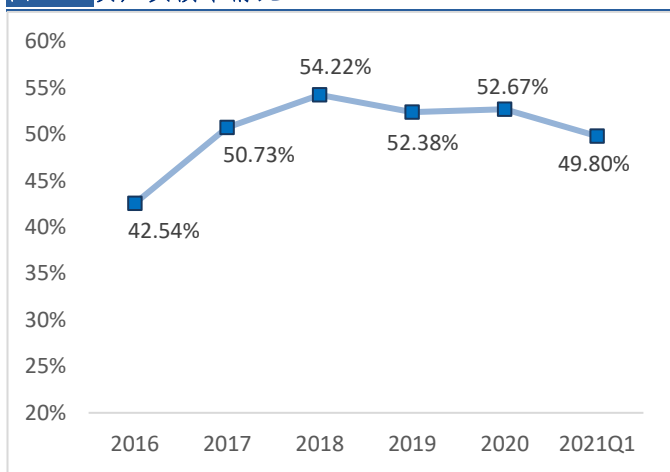


资料来源: wind, 长城证券研究院

偿债能力方面，2018-2020 年公司资产负债率分别为 54.22%/52.38%/52.67%，整体来看公司资产负债率轻微下降，杠杆率位处于相对较为稳定的水平。

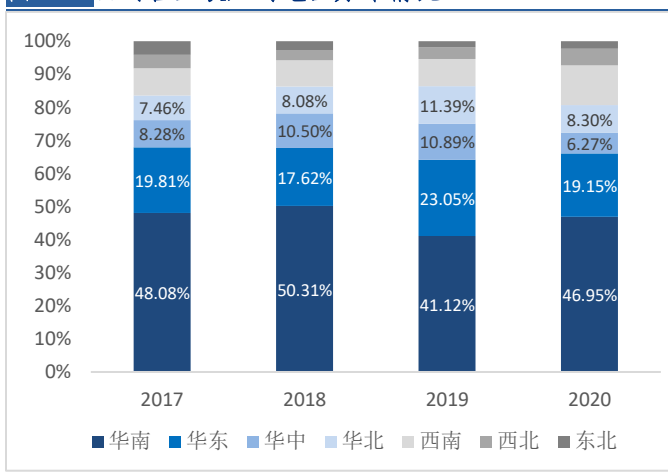
在公司营业收入的地区分布方面，公司的业务主要集中在以珠三角为核心的华南地区、以长三角为核心的华东地区等经济较为发达的地区。2017 至 2020 年，华南地区分别占公司营业收入的 48.08%/50.31%/41.12%/46.95%。目前公司已建立深圳、华南、华东、华北等七大区域营销中心，形成了一个覆盖全国的市场网络，在珠江三角洲、长江三角洲和京津环渤海经济带等重点区域形成了稳定的品牌影响力，已充分具备跨区域经营能力。

图 11: 资产负债率情况



资料来源: wind, 长城证券研究院

图 12: 公司营业收入的地区分布情况



资料来源: 公司年报, 长城证券研究院

## 2. 切入物业管理领域，打造“装饰+物业”强强联合模式，未来有望实现较大突破

### 2.1 并表科技园物业，正式延伸物业板块

2017年5月公司通过增资的方式参股赛格物业25%股权，首次切入物业管理领域，2020年8月公司收购嘉泽特100%股权，间接持有深圳市科技园物业集团有限公司51.63%股权，实现并表，业务范围正式延伸至物业板块。2020年公司营收55.8亿元，物管业务只体现了9月并表以后的数据，其中贡献收入1.22亿元，占比2.2%，开始初步贡献业绩。

**表 3: 公司对物业公司的两次收购**

参股赛格物业 25%股份	
日期	2017年5月
投资额/百万	37.89
交易后持股	25%
赛格物业业绩	2016年净利润6.8百万
PE估值测算	22X
2020年分红/百万	44.58
收购嘉泽特 100%股权（间接持股科技园物业 51.63%）	
日期	2020年8月
投资额/百万	168
支付方式	发行股份 70% 现金 30%
嘉泽特业绩	2019年归母净利润12.6百万
PE估值测算	13X
业绩承诺	2020/2021/2022年归母净利润12.91/14.46/16.01百万（2020年实际15.76百万）
后续安排	股权交割后12个月内，对剩余少数股权启动收购，最终实现对科技园物业100%股权的收购
2020年分红/百万	50

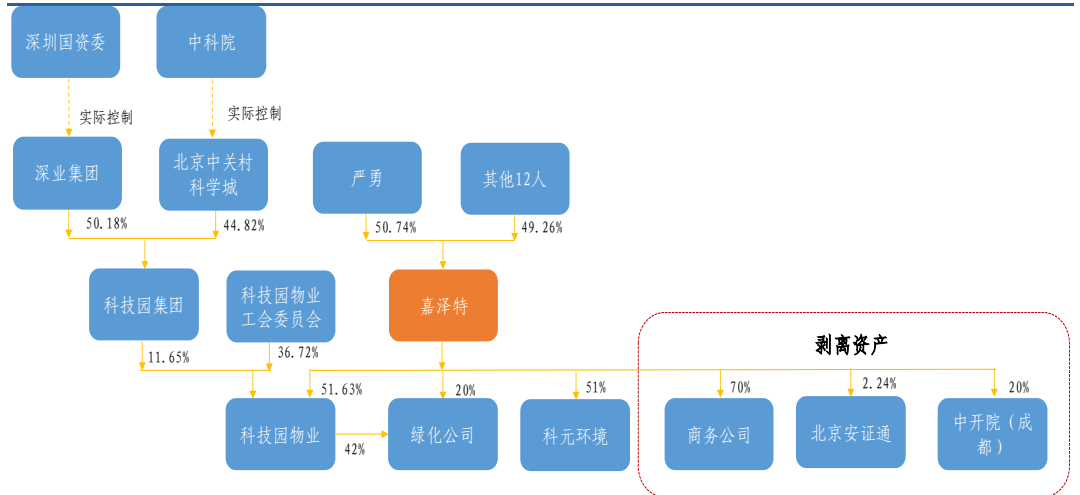
资料来源: Wind, 公司公告, 长城证券研究院

### 2.2 科技园物业：做国际一流的高科技产业园区全价值链服务供应商

#### 2.2.1 嘉泽特：持有科技园物业、科苑绿化及深科元环境

嘉泽特为一家控股型公司，自身未开展具体业务，2020年收购前主要股东为严勇等13位自然人，旗下持有科技园物业、科苑绿化、深科元环境等6家公司，其中有重大影响的主要为科技园物业。根据收购协议，中开院（成都）、北京安证通、商务公司将剥离，剥离完毕后，嘉泽特合并报表范围内将持有科技园物业、科苑绿化及深科元环境。

图 13: 交易前嘉泽特股权结构



资料来源: wind, 公司公告, 长城证券研究院

按剥离后主体来看，嘉泽特 2017 年实现营收及归母净利润分别为 3.16 亿元及 0.10 亿元，18-19 年营收稳定增长，至 2019 年营收及归母净利润分别达到 3.80 亿元及 0.13 亿元，两者年复合增速均在 10% 左右。从营收构成来看，基本全部由科技园物业的物业服务收入贡献，比重在 98% 以上。

从盈利水平来看，公司毛利率水平维持在 20% 以上，处于物业行业中等水平，2018 年毛利率下降主要由于部分项目参与省级优秀物业项目评优，额外投入的成本较高，2019 年前三季度再度回升至 25% 以上。成本管控方面，公司管理费用率相对较高超 10%，2019 年前三季度有所改善，而公司没有有息负债。整体来看，嘉泽特的归母净利润率基本维持在 3% 以上，而科技园物业的归母净利润率高于嘉泽特的整体水平。

另一方面，公司 2017 及 2018 年均实现经营性现金净流入，均在 0.3 亿元左右，而 2019 年前三季度为负主要原因为物管费收入具有相对明显的季节性特征。

图 14: 嘉泽特（假定已剥离）营收及净利润

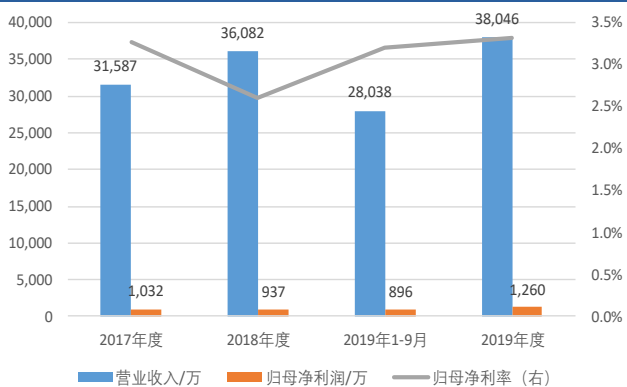


图 15: 嘉泽特（假定已剥离）营收构成

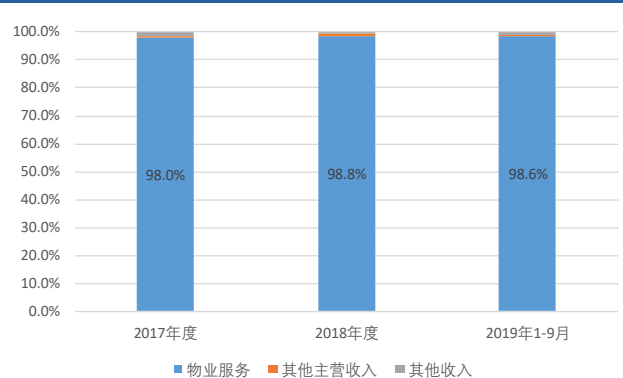


图 16: 嘉泽特（假定已剥离）毛利率及 ROE

图 17: 嘉泽特（假定已剥离）销售及管理费用率

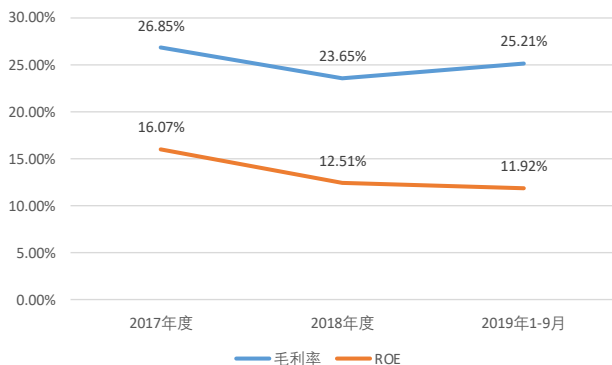
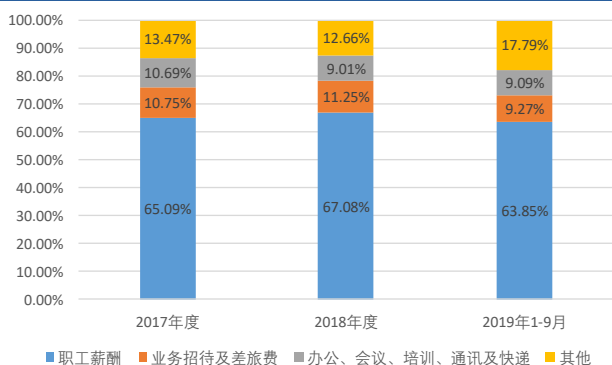


图 18: 嘉泽特 (假定已剥离) 管理费用构成



资料来源: wind, 公司公告, 长城证券研究院

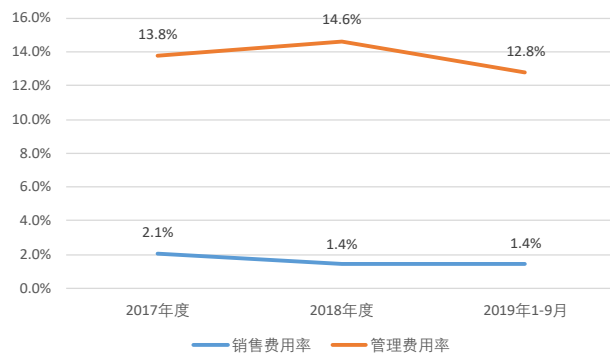


图 19: 嘉泽特 (假定已剥离) 经营净现金流



资料来源: wind, 公司公告, 长城证券研究院

从资产负债表来看, 公司资产负债率不到 50%, 其中有息负债为 0, 资产构成中货币资金比重超过一半, 财务相对稳健, 与行业特征基本一致。

图 20: 嘉泽特 (假定已剥离) 资产负债率

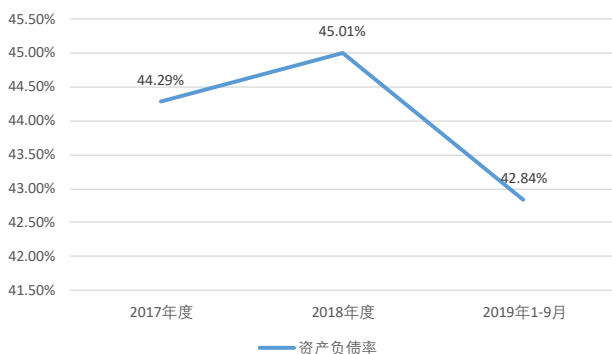


图 21: 嘉泽特 (假定已剥离) 资产构成

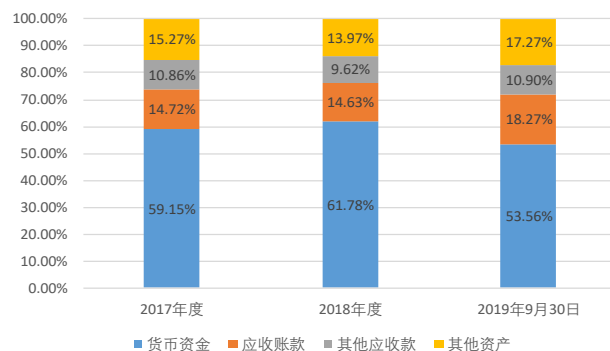
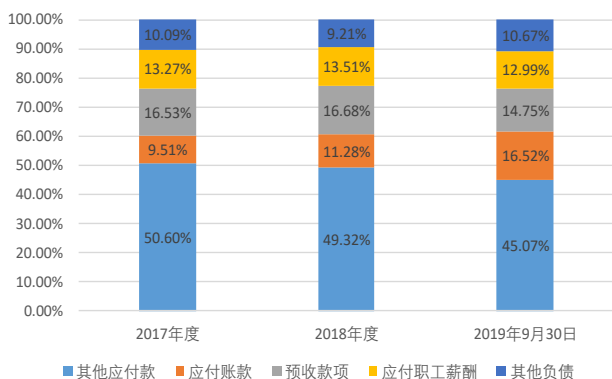
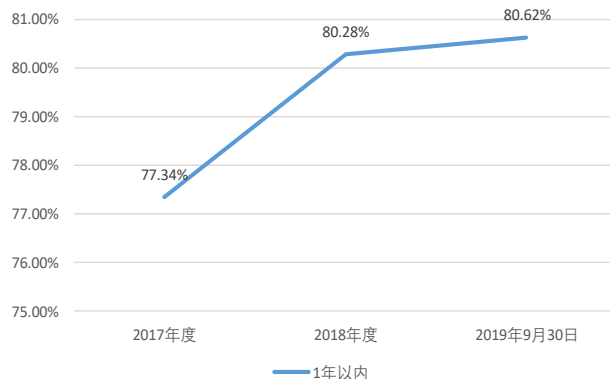


图 22: 嘉泽特 (假定已剥离) 负债情况



资料来源: wind, 公司公告, 长城证券研究院

图 23: 嘉泽特 (假定已剥离) 应收账款期限构成



资料来源: wind, 公司公告, 长城证券研究院

## 2.2.2 科技园物业：做国际一流的高科技产业园区全价值链服务供应商

### ■ 愿景：“做国际一流的高科技产业园区全价值链服务供应商”

深圳市科技园物业集团有限公司于 1993 年初成立，由深圳经济特区工业园开发公司向深圳市工商局出具《关于成立科技园物业管理公司报告》，申请设立物业管理公司，主要从事科技工业园区房屋租赁、维护、维修业务，并负责园区内市政公共设施维护管理及园区供电、供水运行管理工作。公司从管理服务深圳科技园起步，立足深圳，以华南华东为重点，并向全国拓展业务，经过近 20 年的发展，目前已经成为一家综合物业管理服务商，业务范围覆盖了全国十几个一线及大中城市，服务客户包括大型高新技术开发区、工业园区、综合性写字楼、技术研发类物业及住宅物业等，2020 年实现营收 3.99 亿元，净利润 0.32 亿元，在管面积超 1500 万平米，客户涵盖了百度、甲骨文、菲利普、腾讯等国内外知名企业及科研院所，被誉为中国高科技园区“第一管家”。据中国物业管理协会 2019 年 10 月发布的 2019 年物业服务企业综合实力 500 强的排名，科技园物业在全国排名 105 名；根据广东省物业管理协会发布的 2019 年广东省物业服务企业综合实力测评 TOP100 的排名，科技园物业在广东省内排名 28 位。

图 24: 科技园物业主要业务

建筑物公用部位的维护和管理	<ul style="list-style-type: none"> <li>房屋主体承重结构部位、户外墙面、门厅、楼梯间、走廊、消防通道等建筑物的公用部位的日常维护、零星维修和管理</li> </ul>
建筑物共用设施设备的日常运行和维护管理	<ul style="list-style-type: none"> <li>建筑区划内的消防、监控、门防、给排水、供配电、电梯等共用设施设备的日常运行和维护管理</li> </ul>
公共区域保洁	<ul style="list-style-type: none"> <li>公共区域的日常保洁、垃圾收集等服务，部分项目涉及室内清洁服务</li> </ul>
绿化与养护	<ul style="list-style-type: none"> <li>室内室外绿化管理，水池管理，园林建筑围护，绿化标志制作，具体有淋水喷灌，园艺修剪，施肥，除草以及病虫害防治等</li> </ul>
公共秩序维护（含车辆停放管理）	<ul style="list-style-type: none"> <li>物业区域的道路管理，交通管理，车辆管理，停车场管理</li> </ul>
安全管理	<ul style="list-style-type: none"> <li>协助公安部门维护物业区域内的公共秩序，主要杜绝闲杂人员进入物业区域，做好装修施工及其他拜访人员的登记跟踪，做好家庭防盗和安全管理等</li> </ul>

资料来源: wind, 公司公告, 长城证券研究院

表 4: 科技园物业主要管理项目

	产业园			
项目	中芯国际产业园	中科创新服务业基地	TCL 国际 E 城	北京紫金数码园
位	深圳坪山大工业区	昆山花桥	深圳南山区留仙洞	北京中关村



置

简介	由生产车间及办公研发、试验室等组成，总建筑面积 28 万平方米	总用地近 9 万平方米，总建筑面积约 30 万平方米，为中国科技开发院创新服务业基地，提供科技孵化器、加速器、科技公寓及配套内容	占地面积 26 万平方米，总建筑面积约 44 万平方米，融合了技术研发、企业展示中心、会议中心、酒店、居住配套等元素，是复合型、生态型高科技产业园区	占地面积 2.9 公顷，总建筑面积约 14 万平方米，入驻单位有国家知识产权局、中国科学院北京分院、海淀地税局等机关单位、上市公司、以及孵化企业
----	---------------------------------	--	--	--

图例



写字楼

项目	中科孵化器	中科创新广场	信安大厦	上海贝岭技术研发中心
位置	深圳高新技术产业园区	东莞松山湖科技产业园区	北京长安街西延长线	上海徐汇区宜山路

简介	我国最早创立的高新技术企业孵化基地	规划用地面积约 45.52 亩，建筑面积约 11.5 万平方米	建筑面积 1.3 万平方米，大厦内部有 NEC、畅游天下、易恒信、中保信安等企业	中国微电子行业第一家上市公司，建筑面积近 5 万平方米
----	-------------------	---------------------------------	--	-----------------------------

图例



住宅

项目	TCL 翠园	大河庄苑	大连 大商金石滩中心别墅	科苑花园
位置	惠州市惠城区	北京市海淀区	大连大商金石滩商业中心	深圳科技园中区

简介	2007 年 1 月入伙，总占地面积 2.5 万平方米，建筑面积 6.9 万平方米，合计 520 户，其中住宅 480 户	建筑面积 17.5 万平方米，1294 户	周边有商业街休闲广场	总建筑面积 11 万平方米，内有大型花园，游泳池，篮球场，网球场，健身等生活娱乐设施设备，周边生活配套设施齐全，附近有南山外国语学校等
----	---	-----------------------	------------	---

图例



公共

项目	深圳南山区国税局	深圳罗湖区法院	惠州市文体中心	解放军总装备部黄寺医院
位	深圳南山区	深圳罗湖区	惠州市行政中心	北京

置

简介

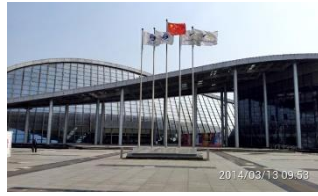
大楼 12 层建筑面积近 2 万平米，是南山区国税局办公所在地

建筑面积约 29978 平方米

总建筑面积 4 万多平方米，具有大型舞蹈表演、交响乐演奏、综合文艺表演、新闻发布等功能

直属于中国人民解放军总装备部司令部，肩负着总装备部全体官兵每年体检和日常门诊工作

图例

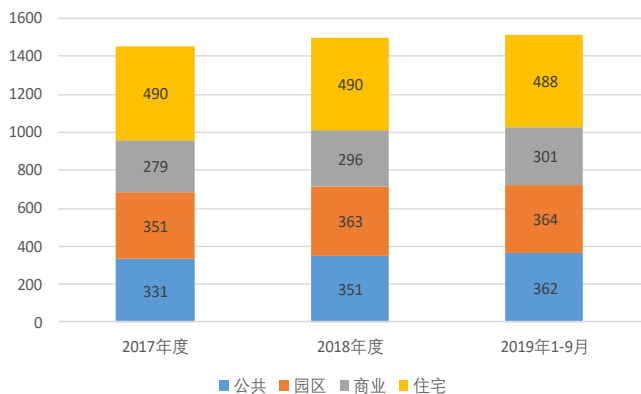


资料来源：公司官网，长城证券研究院

■ 业态分布均匀，园区单价及缴费率明显较高

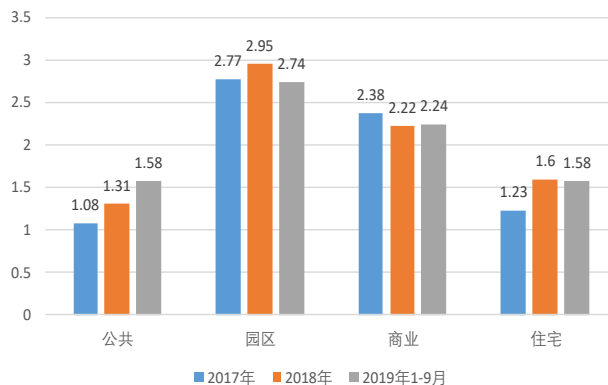
科技园物业在管面积由 2017 年的 1452 万平方米稳步增长至 2019 年三季度末的 1515 万平方米，从业态来看，各业态分布相对平均，其中住宅占比最高近 500 万平方米，园区与公共业态基本相当在 350 万平方米左右，商业业态近 300 万平方米。从单价及缴费率来看，园区业态单价基本维持在 2.75 元以上，且缴费率近两年均在 97% 以上，明显领先，商业单价及缴费率次之，而公共及住宅单价较低，不到 1.6 元，其中住宅缴费率不到 80%。

图 25: 科技园物业在管面积/万平方米



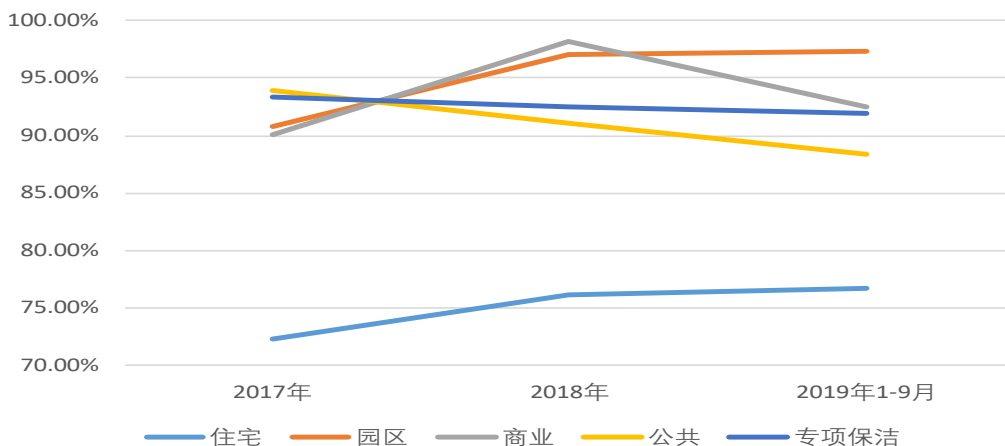
资料来源：wind，公司公告，长城证券研究院

图 26: 科技园物业各业态平均单价



资料来源：wind，公司公告，长城证券研究院

图 27: 科技园物业各业态缴费率

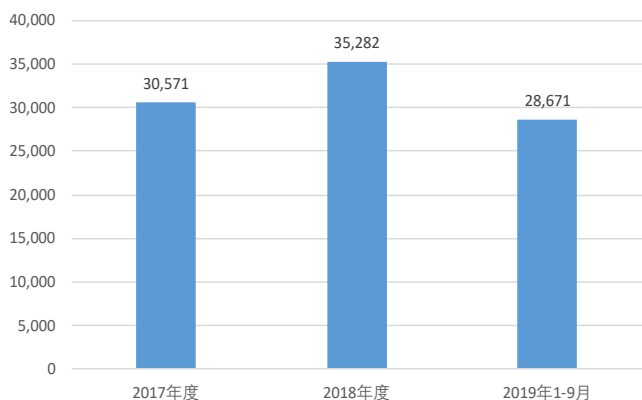


资料来源: wind, 公司公告, 长城证券研究院

### ■ 园区及商业毛利率水平靠前

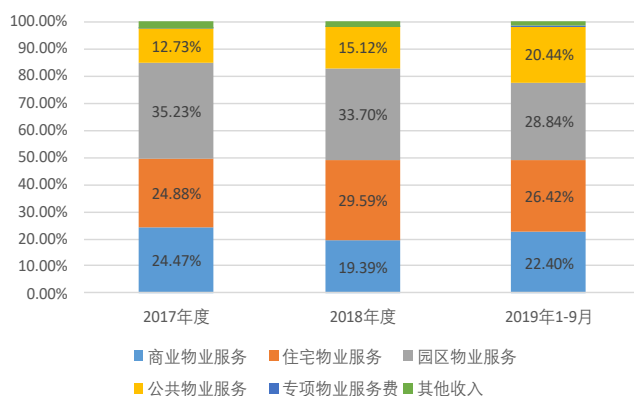
科技园物业 2017 年实现营收及净利润分别为 3.1 亿元及 0.2 亿元，至 2020 年两者分别达到 3.99 亿元及 0.32 亿元，营收及净利润均实现稳健增长。从收入构成来看，园区物业服务收入贡献比重约 30%，相对领先，住宅及商业超 20%，公共物业服务收入由于单价相对较低比重在 20%左右，盈利水平方面商业物业服务毛利率水平明显领先，主要由于公司商业物业集中于深圳等一线城市写字楼，园区次之。总体来看园区及商业物业服务业务在单价、收缴率、毛利率方面均表现靠前。

图 28: 科技园物业营业收入 (万元)



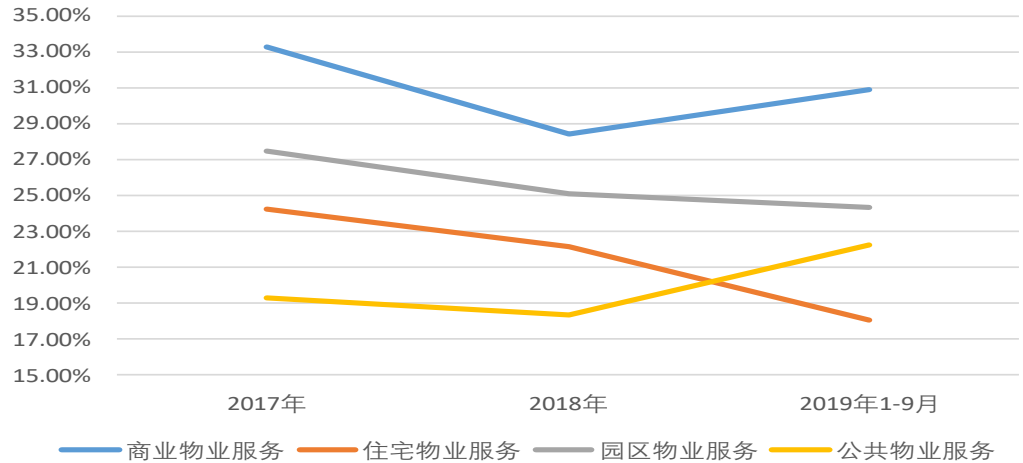
资料来源: wind, 公司公告, 长城证券研究院

图 29: 科技园物业收入构成



资料来源: wind, 公司公告, 长城证券研究院

图 30: 科技园物业各业务毛利率



资料来源: wind, 公司公告, 长城证券研究院

表 5: 科技园物业前五大客户 (2019 年前三季度)

客户	金额/万	占主营收入比重	类型	合同期限
中国宋庆龄青少年科技文化交流中心	1055	3.78%	公共	1 年
惠州市文化广电旅游体育局	806	2.90%	公共	3 年
深圳市华星光电半导体显示技术有限公司	526	1.89%	园区	2 年、3 年
国家知识产权专利局	524	1.89%	公共	2 年、3 年
国网新疆电力有限公司喀什供电公司	461	1.66%	商业	1 年
合计	3368	12.12%		

资料来源: wind, 公司公告, 长城证券研究院

## ■ 资深园区物业服务商铸就企业品牌

科技园物业拥有 20 余年服务经验, 并拥有较好的品牌口碑, 管理业态项目基本全覆盖, 并将全国城市建筑群作为业务发展重点, 深耕一、二线城市, 将全国主要新增建筑群作为市场发展渠道, 并由物业服务项目的后端向前端推进, 完善整个产业园区服务全价值链条。2020 年上半年, 新增重大客户年合同金额约 5115 万元, 新增年合同金额占 2017 年、2018 年收入平均数的比例为 15.12%, 新增客户增长较为明显。

图 31: 科技园物业核心优势

### 良好的园区物业管理市场品牌

- 业内较早从事园区物业管理和服务的公司, 在国内高新技术产业园及工业园区的物业管理领域已形成较强影响力的市场品牌

### 根植物业管理的多元化综合服务体系

- 以园区物业管理为根基, 以客户需求为延伸, 持续积极探索创新业务, 打造形成多元化的综合服务体系

### 机制优势

- 深圳市较早一批成立的物业企业之一, 拥有近三十年的市场化运营经验

### 人员与组织优势

- 拥有完整的梯队化管理团队, 引入员工持股的激励方式

### 管理能力优势

- 国家首批一级物业管理资质证书获得单位, 已通过多项管理体系认证

资料来源: wind, 公司公告, 长城证券研究院

表 6: 科技园物业 2020 年上半年新增客户

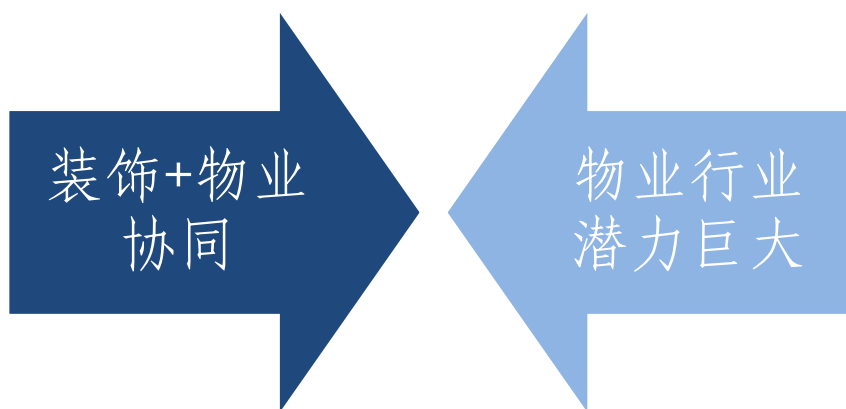
项目	合同签订方	合同执行金额 (万元/年)	管理面积 (万方)	合同期限
鑫汇科光明产业园	鑫汇科股份	275	3.11	2020.1.10- 2022.12.31
大鹏半岛国家地质公园	大鹏半岛国家地质公园管理处	205	3.76	2020.1.1- 2020.12.31
赣州博物馆	赣州博物馆管理处	588	2.85	2019.12.1- 2022.11.30
“金龙花苑”项目前期物业管理服务	湘阴县贵彬房地产	312	16.57	/
中检大厦	深圳华通威国际检验有限公司	721	5.47	2020.1.15- 2023.1.14
四川省地震局及家属院	四川省地震局	165	3.94	2020.01.01-2022.12.31
中创商业中心	中科孵化（昆山）	1600	17.53	2021.02.01-2024.01.31
无锡工博园交通枢纽	无锡新区公共交通	101	-	已中标，尚未签约
宝安区城管局办公区物业	深圳市宝安区城市管理和综合执法局	202	2.37	已中标，尚未签约
福田区税务局办公物业	深圳市福田区税务局	276	0.87	已中标，尚未签约
鄱阳湖生态科技城-科创中心	九江潘阳新城	672	13.99	2020 年 6 月进驻之日起共 36 个月

资料来源: wind, 公司公告, 长城证券研究院

## 2.3 打造“装饰+物业”强强联合模式

公司装饰业务与物业管理业务天然存在协同性，此外，物管行业潜力巨大，公司已将物业作为公司未来装饰业务发展的重要拼图。

图 32: 打造“装饰+物业”强强联合模式



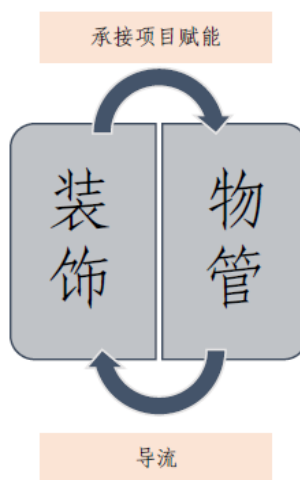
资料来源: 长城证券研究院

### 2.3.1 装饰+物业协同共进

#### ■ 业务内容协同

一方面，装饰板块对物业公司承接物管业务赋能，公司多年发展承接的装饰工程项目类型覆盖范围广泛，包括办公楼、商业建筑、高档酒店、普通住宅等，装饰业务经验丰富，能够为物业公司拓展物业项目提供整体设计和工程服务，具有流程化、信息化等优势；另一方面，物管公司对在管项目的后续维护和二次更新中可为装饰板块进行导流，特别是一、二线城市中，物业环境离不开装饰的专业服务，此外物业公司能够在现有装修服务之外为同客户提供增值延伸服务的平台，两者结合有利于促进城市微更新、老旧小区改造等业务推进。

图 33: 装饰与物业业务的内容协同

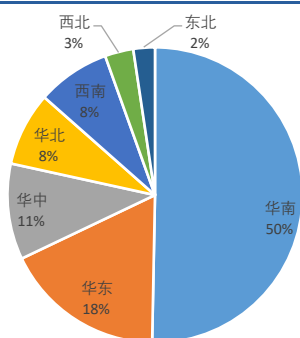


资料来源: 长城证券研究院

### ■ 区域协同

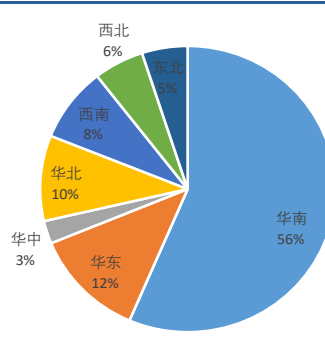
公司收入主要源自华南地区，占比超过一半，此外华东及华中区域贡献收入比重均超 10%，而嘉泽特收入同样主要源自华南地区，比重达 56%，此外华东地区贡献收入比重 12%，公司与嘉泽特业务布局高度重合，有利于双方后续在业务协同方面进行配合。

图 34: 中装建设 2018 年营收区域分布



资料来源: wind, 公司公告, 长城证券研究院

图 35: 嘉泽特（假定已剥离）2018 年营收区域分布



资料来源: wind, 公司公告, 长城证券研究院

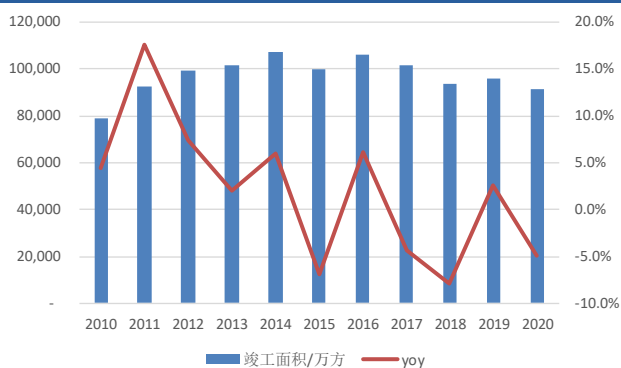
### ■ 财务协同

物业管理行业具备良好的现金流和抗风险能力，嘉泽特业绩表现稳健，2020 年为公司贡献收入超 1 亿，尽管目前比重较低，但已开始为公司贡献业绩，随着业务发展扩大，未来可期。此外 2020 年赛格物业与科技园物业完成分红 0.4 亿元及 0.5 亿元，有利于公司现金流的改善。

### 2.3.2 物业行业潜力巨大

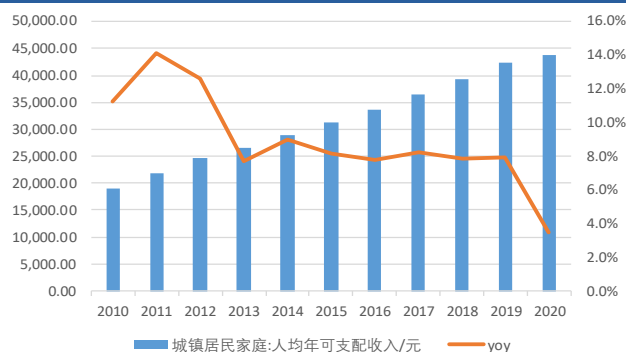
从 2010 年到 2020 年，全国房屋竣工面积每年在 8-11 亿方之间，107 亿方，部分地区政府推动老旧住宅区引入物业管理，增量房、存量房以及老旧住宅区为物业管理行业提供了巨大的市场空间。此外城乡居民收入快速增长也驱动了物业服务行业的增长。国家统计局数据显示，2020 年我国城镇居民人均可支配收入 43834 元，居民可支配收入不断提高，物业服务消费意识也不断增强，越来越看重物业服务，也进一步促进了物业管理行业的繁荣。

图 36: 2010-2020 年房屋竣工面积



资料来源: wind, 国家统计局, 长城证券研究院

图 37: 2010-2020 年城镇居民家庭人均可支配收入



资料来源: wind, 国家统计局, 长城证券研究院

此外，支持物业管理行业发展的政策持续出台，2015 年初发布的《关于放开部分服务价格意见的通知》对非保障性住房物业服务价格放开定价管理，2020 年以来接连出台《关于推动物业服务企业加快发展线上线下生活服务的意见》及《关于加强和改进住宅物业管理工作的通知》，推动物业服务企业加快发展线上线下服务，探索“物业服务+生活服务”模式。经过一系列的迭代发展，物业管理已经不止是传统印象里的保洁、绿化、安保等小区基础管理，而是更广泛的基于城市生态空间的管理与运营，从空间布局来看，社区是城市生态空间中的一部分，而商业、写字楼、园区、道路、医院等同样也是其中的重要组成部分，另一方面，它们也不是互相割裂的，人的需求把空间链接起来，新一代的物业管理即旨在将这种多层次需求和空间有机结合起来，更好地满足人的需求。从这个方面看，物业管理行业的潜力巨大。

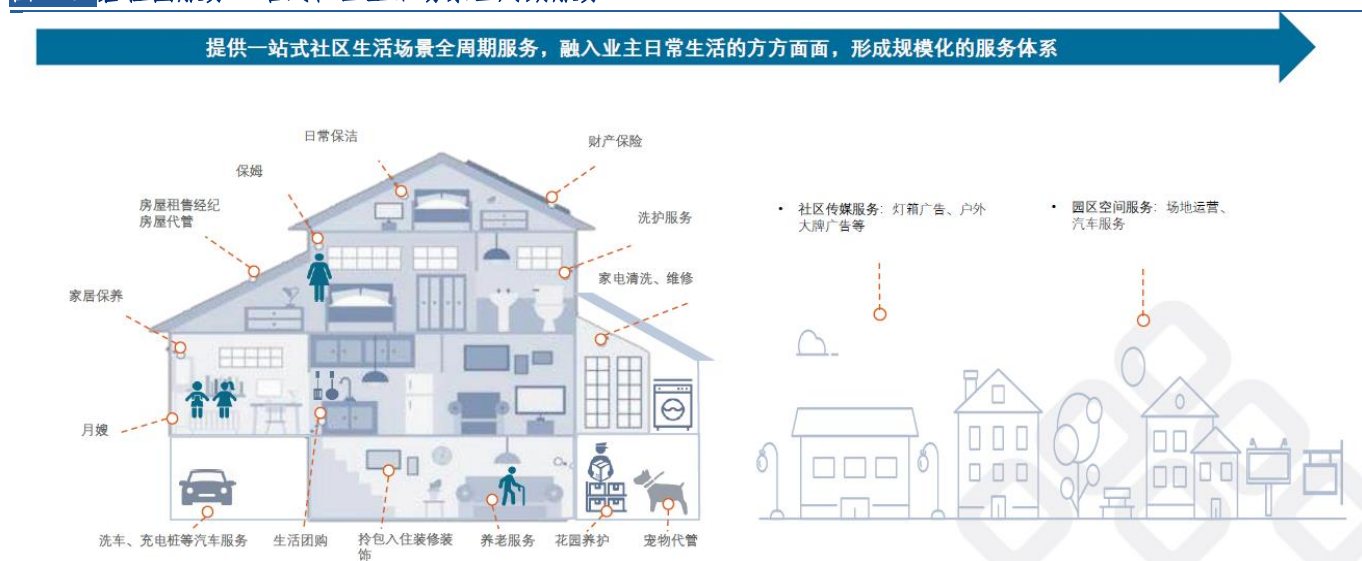
表 7: 物业管理行业主要政策

时间	法律法规名称	发布机关	主要内容
2011.12	《社区服务体系建设规划（2011-2015 年）》	国务院办公厅	逐步建立面向全体社区居民、主体多元、设施配套、功能完善、内容丰富、队伍健全、机制合理的社区服务体系，把城乡社区建设成为管理有序、服务完善、文明祥和的社会生活共同体
2012.12	《关于印发服务业发展“十二五”规划的通知》	国务院	大力发展生活服务业，健全家庭服务业相关法律法规、政策体系和监管措施，完善家庭服务业促进体系
2015.1	《关于放开部分服务价格意见的通知》	发改委	对非保障性住房物业服务价格放开定价管理，对保障性住房、房改房、老旧小区和前期物业管理服务收费由各省级价格主管部门会同住房城乡建设行政主管部门根据实际情况决定实行政府指导价
2015.11	《关于加快发展生活性服务业促进消费结构升级的指导意见》	国务院办公厅	完善社区服务网点，推动包括物业管理在内的生活性服务规范化、标准化发展
2016.10	《城乡社区服务体系建设规划	民政部	推进城乡社区便民利民服务便捷化，大力发展城市社区物业服务，

时间	法律法规名称	发布机关	主要内容
	(2016-2020年)》		建立行业监管机制、属地协调机制和居民评价机制，切实提升企业诚信和服务质量；推进智慧社区建设，推动社区养老、社区家政、社区医疗、社区消防等安保服务和社区物业设备设施的智能化改造升级，强化社区治安技防能力
2017.4	《住房城乡建设事业“十三五”规划纲要》	住建部	健全物业服务市场机制，完善价格机制，改进税收政策，优化物业服务标准；建立物业服务保障机制，加强业主大会制度建设，建立矛盾纠纷多元调处机制，构建居住小区综合治理体系；完善住宅专项维修资金制度，简化使用流程，提高使用效率，提升增值收益；转变物业服务发展方式，创新商业模式，提升物业服务智能化、网络化水平，构建兼具生活性与生产性双重特征的现代物业服务体系
2017.6	《关于加强和完善城乡社区治理的意见》	国务院	多措并举改进社区物业服务管理
2017.6	《服务业创新发展大纲（2017—2025年）》	发改委	积极推进社区适老化改造，提升物业服务水平
2017.12	《关于做好取消物业服务企业资质核定相关工作的通知》	住建部	各地不再受理物业服务企业资质核定申请和资质变更、更换、补证申请，不得以任何方式要求将原核定的物业服务企业资质作为承接物业管理业务的条件。加强物业服务行业事中事后监管
2020.12	《关于推动物业服务企业加快发展线上线下生活服务的意见》	住建部等六部委	推动物业服务企业加快发展线上线下生活服务
2021.1	《关于加强和改进住宅物业管理工作的通知》	住建部等十部委	鼓励有条件的物业服务企业探索“物业服务+生活服务”模式

资料来源：公开资料整理，长城证券研究院

图 38: 碧桂园服务一站式社区生活场景全周期服务



资料来源：wind，碧桂园服务公告，长城证券研究院



### 3. 建筑装饰行业迎来发展机遇，强者恒强趋势明显

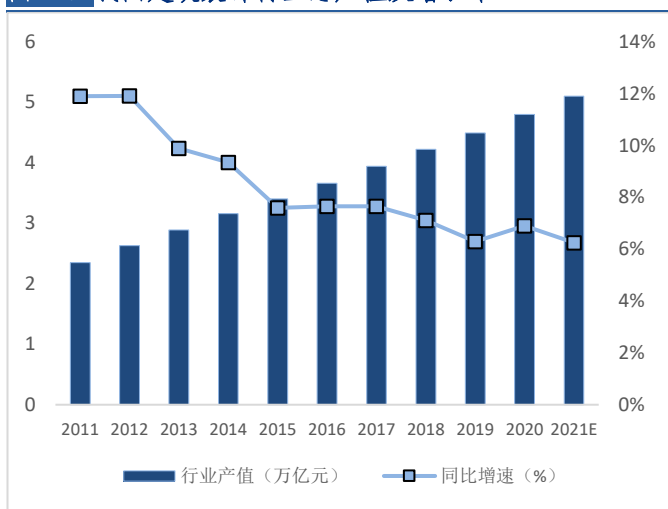
#### 3.1 城镇化建设稳步推进，行业集中度提升，头部企业更具优势

建筑装饰行业位于建筑业整体链条的末端，是为建筑、构造物运用装饰材料对其内部和外部进行装饰装修，提高其使用功能和艺术价值的工程活动的行业，起着进一步完善和美化建筑物以及提高其质量和功能的作用。建筑物在其整个使用寿命周期中通常都需要进行多次装修，酒店类装修通常 5-7 年更新一次，其他建筑物的装修通常不超过 10 年更新一次，因此建筑装饰行业具有乘数效应和需求可持续性的特点。

2005 年至今，我国进入建筑装饰行业的快速发展期，近年来，随着国家区域协调发展战略的推动，增强了区域发展活力，新型城镇化、老旧小区改造、“一带一路”建设、粤港澳大湾区建设等发展规划为建筑装饰行业未来的进一步发展提供了宝贵的机遇。根据中国建筑装饰协会发布的数据，2019 年我国建筑装饰行业总产值 4.486 万亿元，约占整个国民经济的 4.8%，行业总产值比 2018 年增加 2,660 亿元，增长 6.3%。2020 年我国建筑装饰行业总产值约为 4.8 万亿元，我们预计 2021 年将保持 6.25% 左右的增速。

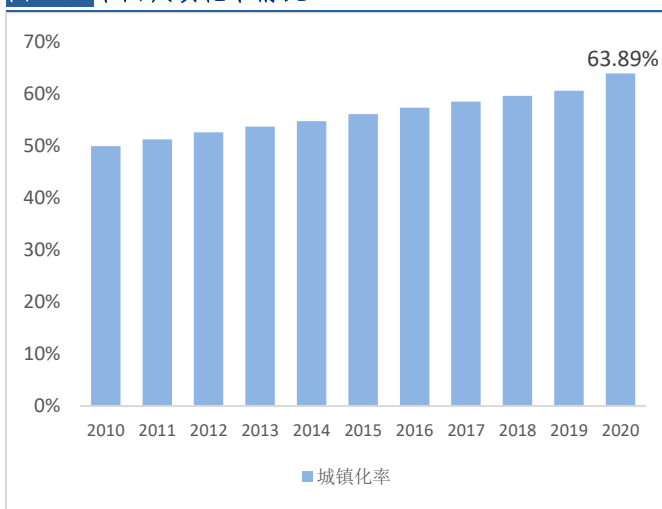
根据《国家新型城镇化规划（2014-2020 年）》，我国的城镇化率低于发达国家 80% 的平均水平，城镇化未来仍将较大的发展空间。城镇化水平的不断提高将持续带动基础设施建设和房地产业的发展。改革开放以来，伴随我国经济的快速增长，城市化进程不断加快。根据国家统计局资料，2010-2020 年我国城镇化率由 49.95% 上涨到 63.89%。除城镇化进程外，居民对于住房消费领域不断增长的改善需求亦形成了房地产业中长期发展的有力支撑。更加节能、高效、绿色环保、智能、人居友好型居住环境的需求预期将持续促进房地产行业的发展。

图 39: 我国建筑装饰行业总产值及增长率



资料来源: 中国建筑装饰协会, 中国产业信息网, 长城证券研究院

图 40: 中国城镇化率情况

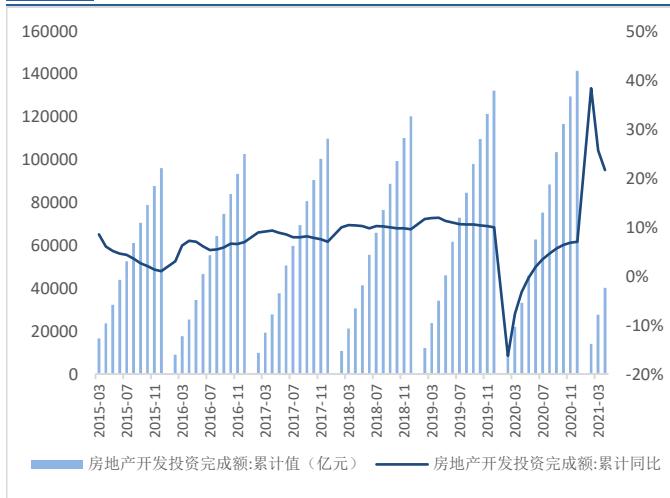


资料来源: 国家统计局, 长城证券研究院

我国建筑装饰行业起步较晚，而住宅精装修市场近几年迅猛发展，因此房地产开发投资直接影响了建筑装饰行业的景气度。近年来，我国房地产开发投资完成额均保持相对稳定的增速，剔除 2020 年初的疫情影响，增速均保持在 10% 左右。

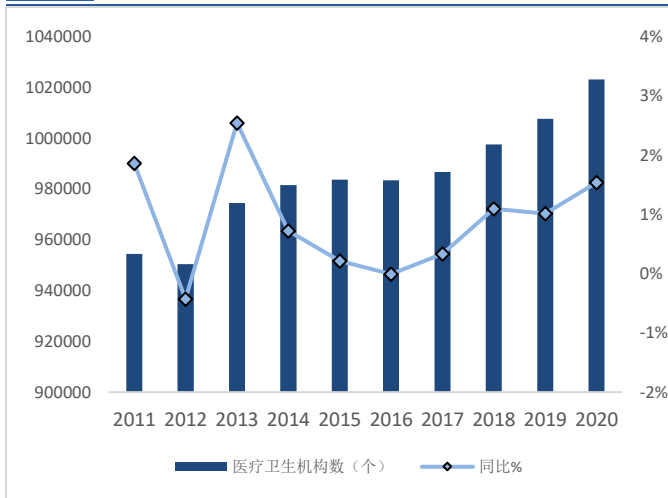
2019 年 6 月，国家卫健委印发《关于印发全面提升县级医院综合能力第二阶段县级医院名单的通知》，全国或将迎来医院改造升级及建设的新浪潮，并且在后疫情时代，为完善我国的医疗体系建设，各级政府必将加大公共卫生事业的财政投入。根据国家统计局数据，截至 2020 年，我国医疗机构数量为 102.3 万个，同比 2019 年增长 1.53%。随着未来各地医疗体系的逐步完善，我们认为未来医疗场馆的装饰需求有望保持稳定增长。

图 41: 房地产开发投资完成额及累计同比



资料来源: wind, 长城证券研究院

图 42: 我国医疗机构数量及同比变化

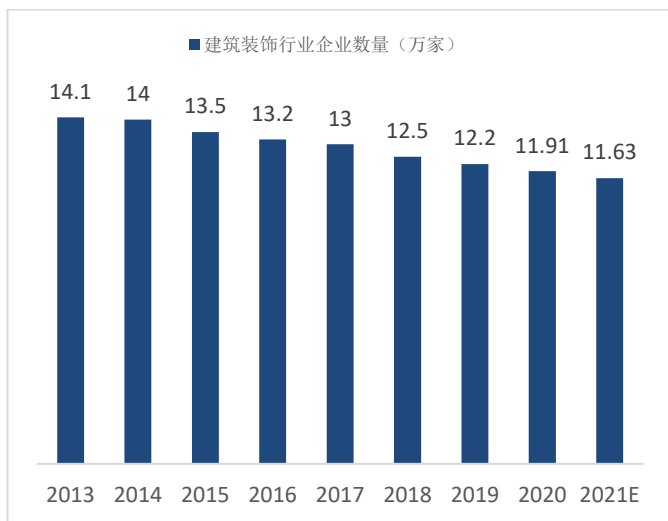


资料来源: 国家统计局, 长城证券研究院

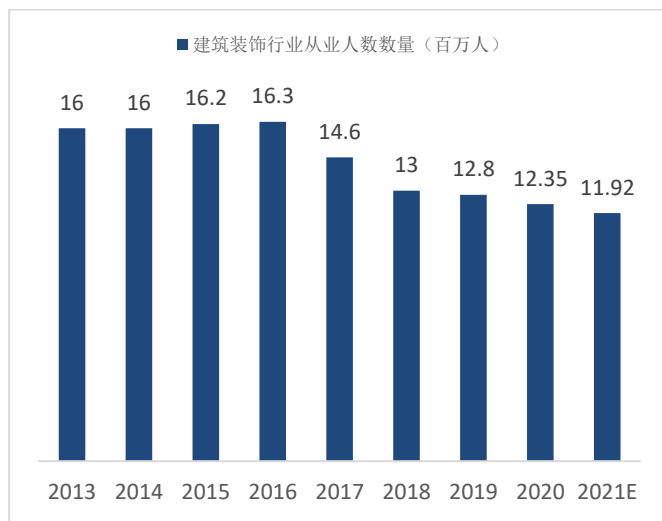
中国建筑装饰市场的市场规模呈现出不断扩大的趋势，但是从市场的企业数量看，却呈现出持续下降的态势。从 2011 年的 14.5 万家减少到 2020 年的 11.9 万家，期间有大约 2.6 万家的企业退出市场。其中，根据公司可转债募集说明书，截至 2019 年行业内有资质的企业数量约为 10 万家，比 2018 年减少了 0.5 万家，下降 5%，是行业内首次出现有资质企业由于经营性原因退市造成了下降。在行业资金偏紧的背景下，龙头企业增速普遍快于行业，退出的大部分以承接散户装修的低资质小企业为主，显示出行业集中度提升。目前竞争结构越来越有利于行业头部公司，疫情或将加速行业产能的出清，许多小装饰公司可能会被迫退出市场，“强者恒强”趋势明显。

图 43: 建筑装饰行业企业数量变化情况

图 44: 建筑装饰行业从业人数数量变化情况



资料来源: 中国建筑装饰协会, 长城证券研究院

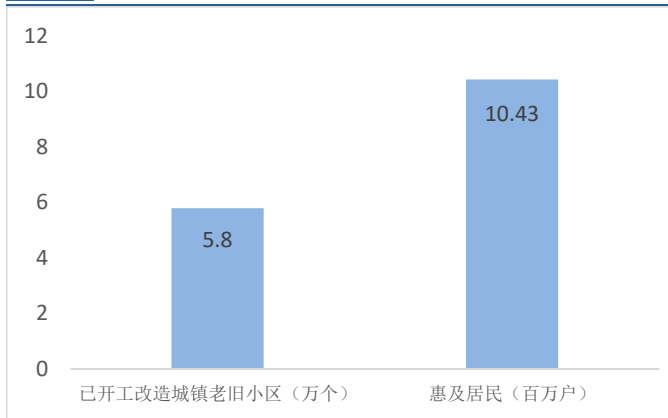


资料来源: 中国建筑装饰协会, 长城证券研究院

### 3.2 加快推进城镇老旧小区改造, 建筑装饰行业未来发展前景广阔

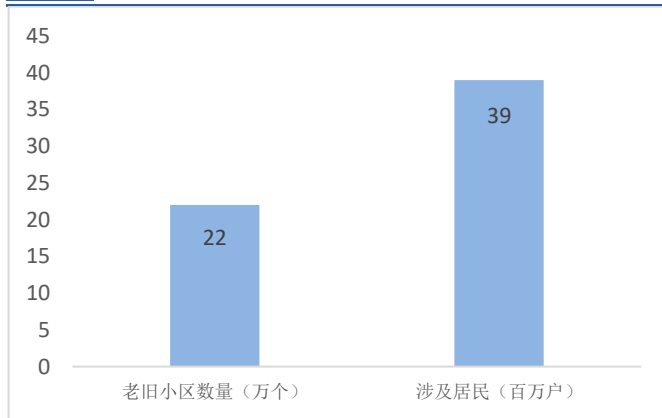
自 2019 年以来, 国家提出要加快推进城镇老旧小区改造, 指出“全国需改造的城镇老旧小区涉及居民上亿人, 能够促进住户户内改造并带动消费”。2020 年 7 月, 国务院办公厅印发《关于全面推进城镇老旧小区改造工作的指导意见》。从改造任务看, 我国明确了将重点改造 2000 年底前建成的老旧小区。经过住房和城乡建设部于 2020 年 7 月公布的调查摸底信息显示, 全国 2000 年底以前建成的老旧小区大约为 22 万个, 涉及居民近 3900 万户。

图 45: 2019-2020 年间全国已开工改造城镇老旧小区情况



资料来源: 住建部, 前瞻产业研究院, 长城证券研究院

图 46: 2000 年底前建成的老旧小区情况



资料来源: 住建部, 前瞻产业研究院, 长城证券研究院

当前根据住建部公布的统计数据表明, 全国还约有 17 万个老旧小区待改造, 蕴含着万亿级别的市场。随着新型城镇化建设、老旧小区改造和“一带一路”的深入推进, 各地区加快推进了住宅装修, 国民生活质量与水平提高带来的消费升级, 以及生活、交通、商业配套等基础设施的建设将为建筑装饰行业提供新的发展动能。

表 8: 国内部分地区“十四五”期间老旧小区改造计划

地区	改造计划
河南省	至“十四五”期末：争取完成 2000 年年底前建成的老旧小区，并且积极推进建成于 2001-2005 间的老旧小区改造工作。
四川省	2021 年：新开工改造城镇老旧小区 6000 个；至“十四五”期末，力争基本完成省内 2000 年年底前建成的需改造城镇老旧小区改造工作。
陕西省	2021 年：新开工改造城镇老旧小区 3622 个，惠及 39.23 万户居民；2022 年：完成 60% 的改造工作；“十四五”期间：全省计划改造城镇老旧小区近 1 万个，惠及约 100 万户居民。
湖南省	2021 年：湖南长沙岳麓区计划实施改造 40 个老旧小区，建筑面积约 86.1 万平方米，涉及楼栋 337 栋。
江苏省	2021 年完成 1000 个城镇老旧小区改造；至“十四五”期末：2000 年年底前建成的需改造城镇老旧小区改造任务基本完成。
广西壮族自治区	2021 年：城镇老旧小区改造任务为 1572 个，涉及居民 170934 户，涉及楼栋 8168 栋，涉及住宅建筑面积 1351.83 万平方米。“十四五期间”力争基本完成 2000 年年底前建成的以及部分 2001 年以后建成的城镇老旧小区改造。
江西省	2021 年：计划改造 42.4 万户；至“十四五”期末：全省基本完成 2000 年年底前建成的需改造城镇老旧小区改造任务。

资料来源：政府官网，前瞻产业研究院，长城证券研究院

## 4. 加速建筑工业化升级，进一步强化综合竞争力

### 4.1 区块链技术应用供应链，解决行业痛点

根据工信部、中央网信办发布《关于加快推动区块链技术应用和产业发展的指导意见》中提出，到 2025 年，我国区块链产业综合实力达到世界先进水平，产业初具规模。未来区块链应用重点包括赋能实体经济、提升公共服务、夯实产业基础、打造现代产业链、促进融通发展。

目前，传统的建筑装饰行业的三大痛点，分别来自于银行，中小企业和核心企业。首先，在银行方面：大量的中小微客户流量及需求未被银行覆盖；根据中国建筑装饰协会发布的数据，2018 年我国仍有 12.5 万家装饰企业，企业数量规模庞大，由于银行缺乏中小企业的可信数据，在现存的银行风控体系下，履约风险无法得到有效控制，银行业很难渗透入供应链进行获客和放款。另一方面，传统的供应链金融局限性强，仅能覆盖核心企业直接上下游。风险传递的扩散性使得金融机构大多只能局限于一级供应商，距离供应链较远的中小企业融资需求依旧无法得到满足，因此中小企业融资困难的问题通过传统的供应链金融解决也存在许多局限性。此外，由于建筑行业普遍是由核心企业先行垫付资金购买上游供应商产品，项目完成过程中，由下游“大甲方”逐段结算工程费用，因此资金流动具有时间差，不仅对于核心企业的垫资能力提出巨大的挑战，也占用大量企业资金，使得企业扩张比较困难。

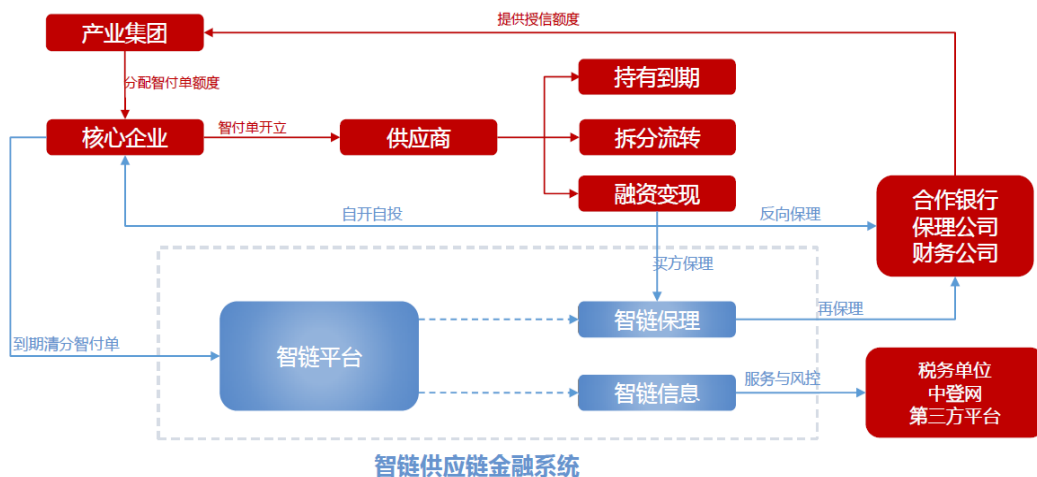
图 47: 行业的三大痛点



资料来源: IBM, 长城证券研究院

**公司区块链平台赋能供应链金融系统, 重构实体产业的信任格局。**公司智付单业务涵盖了核心企业, 中小微企业, 金融机构三方。其中, 中装建设等核心企业基于自身良好的资质信用, 可为上下游企业提供一站式线上结算、拆分、融资、转让服务。金融机构可通过智链平台为中小微企业的融资需求快速匹配低成本资金, 利率低、审批快速。中小微企业借助中装智链平台可在线上完成灵活融资, 多级流转以及按需拆分等业务。从而精准解决行业三方的三大痛点, 赋能供应链金融。

图 48: 公司业务场景植入区块链技术



资料来源: 公司公告, 长城证券研究院

**中装智链首张智付单在工商银行已实现成功融资。**公司区块链项目稳步推进, 2019 年 10 月 29 日, 中装建设联合深圳税务局推出了首张区块链发票。2019 年 12 月 13 日, 公司与地方税务部门以及几家大型银行的地方分行单位有序对接, 并安排遴选的供应商依据银行要求开展开户备案等手续。2020 年 1 月 7 日, 公司与农业银行签订了 60 亿元意向性信用额度并进行区块链金融方面的合作的协议。2021 年 2 月 4 日, 公司自主研发的区块链技术平台——中装智链平台成功助力供应商实现首张智付单在工商银行融资, 标志着中装建设与银行已实现系统对接业务, 可为产业链上下游企业提供更广泛的技术支持。目前, 中装智链平台已通过可信区块链功能测试和可信区块链垂直行业应用测试, 已为上链的供应商企业提供服务, 并携手深圳税务局等打造“税务——产业”联盟链。

## 4.2 智能建造装配式是建筑业发展新方向，公司重点探索装配式，实现产业升级

2020年7月3日，住建部、国家发改委等13部门联合下发《关于推动智能建造与建筑工业化协同发展的指导意见》，提出“大力发展建筑工业化为载体，以数字化、智能化升级为动力，创新突破相关核心技术，加大智能建造在工程建设各环节应用，形成涵盖科研、设计、生产加工、施工装配、运营等全产业链融合一体的智能建造产业体系，提升工程质量安全、效益和品质，有效拉动内需，培育国民经济新的增长点”。

目前公司在建筑装配式领域取得一系列重大突破，并以建筑工业化的思维推动装配式装修的向模块化设计、标准化的制作、批量化生产、整体化安装发展，在建筑装配式装修领域取得实质性成果；目前，实现了酒店、人才公寓、医疗病房、适老、办公、学校、模块化建筑等各种装配式技术体系。2020年公司参编了地方标准《深圳市居住建筑室内装配式装修技术规程》，团体标准《装配式洁净手术室技术规程》、《室内装饰装修金属饰面工程技术规程》，行业标准《电渗透防渗防水系统技术规程》。

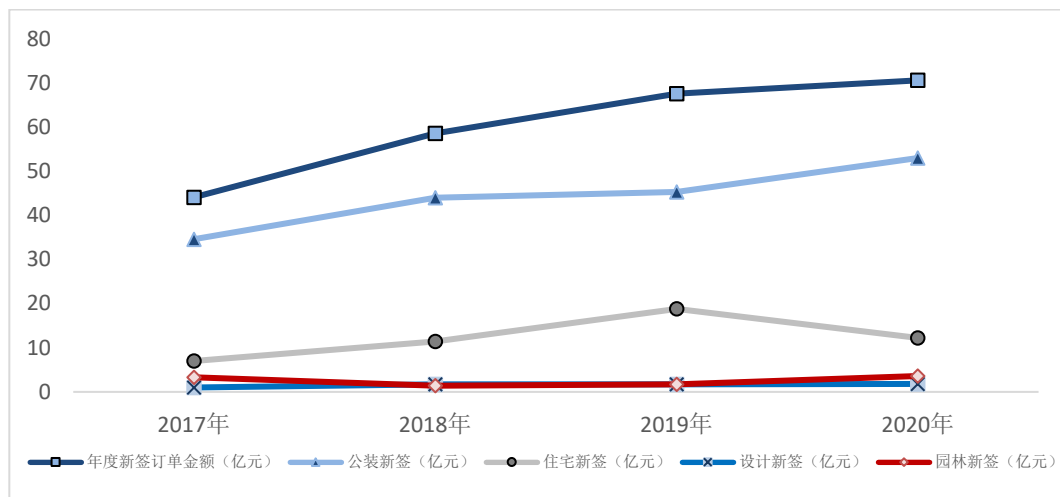
公司目前加快建筑工业化升级。大力发展装配式建筑，推动建立以标准部品为基础的与工业化、规模化、信息化生产体系。在建造全过程加大建筑信息模型（BIM）、互联网、物联网、大数据、云计算、移动通信、人工智能、区块链等新技术的集成与创新应用。提升各类施工机具的性能和效率，提高机械化施工程度。以智能建造装配式作为发展的新方向。提升信息化水平。加快部品部件生产数字化、智能化升级，推广应用数字化技术、系统集成技术、智能化装备和建筑机器人，实现少人甚至无人工厂。

当前，建筑业正迎来新的技术变革期，装配式建筑采用系统化设计、模块化生产及施工，具有节能减耗、封闭隔音、防火抗震等现代化功能，引领行业由粗放型向集约型转变，逐步向建筑产业现代化发展，装配式建筑作为建筑产业现代化的发展重点，也是未来建筑产业生产方式。

公司以“科技提升装饰”为导向，加大对科技创新研发投入，从新材料、新工艺、新技术、新设备等方面入手，并把研发成果转化为自主知识产权，形成完善自主知识产权体系；并通过加强中装装配式研发技术团队建设、体系建设、装配式生产基地建设；同时加强同企业、供应商之间优势互补等方式，在建筑装配式领域取得一系列重大突破；并以建筑工业化的思维推动装配式装修向模块化设计、标准化制作、批量化生产、整体化安装发展，在建筑装配式装修领域取得实质性成果。

2021年公司持续科技创新方向，重点围绕建筑装配式装修技术的研发，将中装装配式技术体系迭代升级，运输与存放、编码与包装研究。以BIM数字化设计、部品生产的工业化、现场施工的装配化和相互协同的信息化为核心；同时在现有的装配化装修成果的基础上，借助中装的自身业务，推进装配式技术应用落地和订单承接，助力装饰行业的装配式装修发展。

图 49：公司历年新签订单情况



资料来源：公司公告，长城证券研究院

## 5. 盈利预测与估值水平

### 5.1 主营业务拆分及估值比较

**表 9: 主营业务拆分 (亿元)**

主营业务构成	2020	2021E	2022E	2023E
装饰施工	51.40	64.25	79.35	96.80
增长率		25%	23.5%	22%
装饰设计	1.29	1.55	1.84	2.17
增长率		20%	19%	18%
园林市政	1.75	2.02	2.32	2.65
增长率		15%	15%	14%
物业管理及服务	1.22	1.42	1.66	1.93
增长率		17%	17%	16%
其他业务收入	0.16	0.17	0.17	0.18
增长率		5%	5%	5%

资料来源: 长城证券研究院测算

**表 10: 中装建设可比公司估值表**

证券代码	证券简称	收盘价 (元)	市值 (亿元)	净利润 (亿元)				P/E (倍)			
				2020A	2021E	2022E	2023E	2020A	2021E	2022E	2023E
002081.SZ	金螳螂	8.03	215.47	23.74	27.65	31.56	35.91	9.08	7.79	6.83	6.00
002325.SZ	洪涛股份	2.35	29.55	-3.50	1.48	0.22	0.89	-8.44	19.97	134.32	33.20
002375.SZ	亚厦股份	7.40	99.16	3.17	4.72	5.81	7.46	31.28	21.01	17.07	13.29
002482.SZ	广田集团	2.67	41.05	-7.84	2.49	2.67	-	-5.24	16.49	15.37	-
002620.SZ	瑞和股份	5.62	21.26	1.48	1.98	2.55	-	14.36	10.74	8.34	-
300621.SZ	维业股份	8.98	18.68	0.46	0.71	0.84	-	40.61	26.31	22.24	-
	<b>均值</b>							<b>13.61</b>	<b>17.05</b>	<b>34.03</b>	<b>17.50</b>
	<b>中值</b>							<b>11.72</b>	<b>18.23</b>	<b>16.22</b>	<b>13.29</b>
<b>002822.SZ</b>	<b>中装建设</b>	<b>5.76</b>	<b>41.56</b>	<b>2.58</b>	<b>3.52</b>	<b>4.55</b>	<b>5.66</b>	<b>16.11</b>	<b>11.81</b>	<b>9.13</b>	<b>7.34</b>

资料来源: 根据 wind 一致预测, 长城证券研究院

\*收盘价参考 2021-06-11



## 5.2 投资建议

鉴于公司以建筑装饰主业为依托，切入物业管理领域，叠加行业内城镇老旧小区改造加速、城镇化建设稳步推进等因素更加利好行业头部企业；并且公司以区块链技术应用供应链，解决行业现金流不佳的痛点，加速建筑工业化升级，重点探索装配式，未来有望实现产业升级，进一步强化公司综合竞争力。公司未来利润有望保持较快增长，首次覆盖给予“**买入**”评级，预计 2021-2023 年归母净利润分别为 3.31 亿元、4.31 亿元、5.36 亿元，EPS 分别为 0.46 元、0.60 元、0.74 元，对应 PE 为 12 倍、9 倍、7 倍。

## 6. 风险提示

**宏观经济波动的风险：**公司所处的行业为建筑装饰业，建筑装饰行业的发展状况与国家的经济发展水平密切相关，宏观经济增长的周期性波动对建筑装饰行业有较大影响。

**房地产行业政策调控带来的风险：**在当前落实“房住不炒”的大背景下，房地产存在向下波动的可能性，导致房地产投资建设的减少。如果政府继续出台更为严厉的房地产调控政策，则可能会在业务订单量、施工进度及客户回款等方面对公司的经营业绩带来不利影响。

**市场竞争加剧的风险：**随着国内建筑装饰企业的快速发展，已经有相当一部分企业在建筑装饰的设计、施工及综合配套服务等方面具备了较强的竞争实力，并陆续通过 IPO、借壳等方式进入资本市场，随着市场竞争加剧，公司的行业地位、市场份额、盈利水平等方面都会面临较大的竞争。

**工程项目的实施风险：**虽然公司在选择项目时偏向于承接客户信誉较好、实力较强或回款较为及时的工程项目，但随着业务规模不断扩大，承接的工程项目数量不断增加，不排除公司承接的项目由于各方面原因出现延期、停工或者“烂尾”，导致工程施工投入不能如期结算、回收，甚至出现坏账损失，从而影响公司的经营业绩。

**科技转型升级及开拓新兴市场不达预期的风险：**公司积极致力于科技转型升级，随着市场竞争将更加激烈。如果转型升级及开拓新兴市场不达预期，会对公司短期业绩产生较大影响。

**原材料价格上涨的风险：**建筑材料价格上涨、供应短缺等因素导致公司材料成本增加，如果公司不能及时将相关成本内部消化或转移到下游客户，则公司盈利水平将受到影响。

**工程质量和安全施工风险：**公司若出现工程质量或安全事故将对公司的业绩和声誉产生一定的影响。

## 6.1 附：盈利预测表

利润表						主要财务指标					
单位:百万元											
会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
<b>营业收入</b>	4859.11	5581.45	6939.95	8534.42	10373.14	<b>成长能力</b>					
营业成本	4019.53	4616.37	5886.29	7249.02	8809.79	营业收入增长	17.2%	14.9%	24.3%	23.0%	21.5%
营业费用	46.37	51.50	76.34	84.49	103.73	营业成本增长	13.5%	14.8%	27.5%	23.2%	21.5%
管理费用	120.54	164.27	208.20	256.03	300.82	营业利润增长	23.6%	8.9%	22.7%	29.9%	24.0%
研发费用	151.82	170.00	215.14	256.03	311.19	利润总额增长	21.5%	11.6%	22.9%	30.2%	24.3%
财务费用	91.56	92.71	110.46	119.94	136.61	归母净利润增长	48.2%	4.3%	28.1%	30.2%	24.3%
其他收益	3.51	10.20	1.20	1.20	1.20	<b>获利能力</b>					
投资净收益	21.05	20.28	16.12	23.35	22.32	毛利率(%)	17.3%	17.3%	15.2%	15.1%	15.1%
<b>营业利润</b>	312.05	339.74	416.92	541.65	671.72	销售净利率(%)	5.0%	4.6%	5.1%	5.4%	5.5%
营业外收支	-13.72	-6.78	-7.71	-8.80	-9.25	ROE(%)	8.4%	7.5%	9.3%	10.9%	12.0%
<b>利润总额</b>	298.33	332.96	409.21	532.85	662.47	ROIC(%)	10.0%	8.6%	10.3%	11.9%	12.8%
所得税	55.20	74.03	57.21	74.60	92.75	<b>营运效率</b>					
少数股东损益	-4.48	0.55	21.12	27.49	34.18	销售费用/营业收入	1.0%	0.9%	1.1%	1.0%	1.0%
<b>归母净利润</b>	247.61	258.38	330.88	430.75	535.54	管理费用/营业收入	2.5%	2.9%	3.0%	3.0%	2.9%
						研发费用/营业收入	3.1%	3.0%	3.1%	3.0%	3.0%
						财务费用/营业收入	1.9%	1.7%	1.6%	1.4%	1.3%
						投资收益/营业利润	6.7%	6.0%	3.9%	4.3%	3.3%
						所得税/利润总额	18.5%	22.2%	14.0%	14.0%	14.0%
						应收账款周转率	1.51	1.79	1.80	1.82	1.83
						存货周转率	18.76	17.48	21.47	23.50	24.00
						流动资产周转率	1.01	0.95	1.05	1.13	1.26
						总资产周转率	0.90	0.84	0.91	0.98	1.09
						<b>偿债能力</b>					
						资产负债率(%)	52.4%	52.7%	52.8%	55.4%	50.5%
						流动比率	1.78	1.66	1.66	1.59	1.72
						速动比率	1.67	1.07	1.11	1.14	1.22
						<b>每股指标(元)</b>					
						EPS	0.34	0.36	0.46	0.60	0.74
						每股净资产	4.00	4.64	5.05	5.60	6.30
						每股经营现金流	0.15	-0.23	0.02	0.06	0.14
						每股经营现金/EPS	0.44	-0.63	0.05	0.11	0.19
						<b>估值比率</b>					
						P/E	16.11	15.44	12.06	9.26	7.45
						PEG	1.01	0.89	0.42	0.39	0.25
						P/B	1.38	1.19	1.10	0.99	0.88
						EV/EBITDA	10.84	10.45	8.90	7.16	6.07
						EV/SALES	0.82	0.78	0.66	0.57	0.50
						EV/IC	0.93	0.88	0.76	0.68	0.61
						ROIC/WACC	1.58	1.36	1.63	1.89	2.06
						REP	0.59	0.65	0.46	0.36	0.30

资产负债表					
单位:百万元					
会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
<b>流动资产</b>	5397.34	6345.29	6925.61	8238.56	8265.10
货币资金	1370.80	1287.59	1920.97	2362.32	2871.27
应收票据及应收账款合计	3595.93	2654.75	2579.95	3317.28	2758.42
其他应收款	96.55	119.01	122.44	181.65	187.40
存货	239.28	288.84	259.49	357.45	376.70
<b>非流动资产</b>	667.75	957.08	1058.15	1179.92	1318.50
固定资产	143.74	354.62	402.65	457.17	517.15
<b>资产总计</b>	6065.10	7302.38	7983.76	9418.47	9583.60
<b>流动负债</b>	3027.07	3827.54	4184.34	5176.56	4792.45
短期借款	1212.61	1440.73	2412.19	3081.94	3811.91
应付账款	1182.85	1398.65	955.87	1234.95	0.00
<b>非流动负债</b>	149.95	18.80	27.45	42.36	51.18
长期借款	133.46	0.00	12.30	27.21	36.03
<b>负债合计</b>	3177.02	3846.34	4211.79	5218.92	4843.63
<b>股东权益</b>	2888.08	3456.04	3771.97	4199.56	4739.97
股本	683.32	721.45	721.45	721.45	721.45
留存收益	1141.43	1372.19	1676.29	2077.97	2575.12
少数股东权益	-5.01	110.25	131.37	158.87	193.05
<b>负债和股东权益</b>	6065.10	7302.38	7983.76	9418.47	9583.60

现金流量表					
单位:百万元					
会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
<b>经营活动现金流</b>	65.98	-302.17	17.97	46.65	101.56
其中营运资本减少	-228.70	-525.57	-467.17	-553.62	-635.76
<b>投资活动现金流</b>	-131.18	-19.06	-123.75	-143.84	-169.58
资本支出	107.42	83.14	89.40	108.88	124.72
<b>筹资活动现金流</b>	332.18	146.25	-232.30	-131.20	-153.00
<b>现金净增加额</b>	266.86	-174.98	-338.08	-228.40	-221.01

### 研究员承诺

本人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，在执业过程中恪守独立诚信、勤勉尽职、谨慎客观、公平公正的原则，独立、客观地出具本报告。本报告反映了本人的研究观点，不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收到任何形式的报酬。

### 特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于 2017 年 7 月 1 日起正式实施。因本研究报告涉及股票相关内容，仅面向长城证券客户中的专业投资者及风险承受能力为稳健型、积极型、激进型的普通投资者。若您并非上述类型的投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研究报告中的任何信息。

因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

### 免责声明

长城证券股份有限公司（以下简称长城证券）具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格。

本报告由长城证券向专业投资者客户及风险承受能力为稳健型、积极型、激进型的普通投资者客户（以下统称客户）提供，除非另有说明，所有本报告的版权属于长城证券。未经长城证券事先书面授权许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布，亦不得作为诉讼、仲裁、传媒及任何单位或个人引用的证明或依据，不得用于未经允许的其它任何用途。如引用、刊发，需注明出处为长城证券研究院，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向他人作出邀请。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

长城证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。长城证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

长城证券版权所有并保留一切权利。

### 长城证券投资评级说明

#### 公司评级：

买入——预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅 15% 以上  
增持——预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅介于 5%~15% 之间  
持有——预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅介于 -5%~5% 之间  
卖出——预期未来 6 个月内股价相对行业指数跌幅 5% 以上

#### 行业评级：

强于大市——预期未来 6 个月内行业整体表现战胜市场  
中性——预期未来 6 个月内行业整体表现与市场同步  
弱于大市——预期未来 6 个月内行业整体表现弱于市场

### 长城证券研究院

深圳办公地址：深圳市福田区福田街道金田路 2026 号能源大厦南塔楼 16 层

邮编：518033 传真：86-755-83516207

北京办公地址：北京市西城区西直门外大街 112 号阳光大厦 8 层

邮编：100044 传真：86-10-88366686

上海办公地址：上海市浦东新区世博馆路 200 号 A 座 8 层

邮编：200126 传真：021-31829681

网址：<http://www.cgws.com>