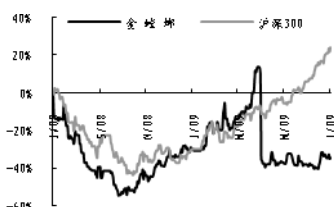


装饰装修业
评级：增持
相对沪深 300 表现


表现	1m	3m	12m
金螳螂	5.7%	2.4%	-25.3%
沪深 300	17.1%	39.1%	24.2%

市场数据 2009.7.24

当前价格 (元)	19.98
52 周价格区间 (元)	13.89—34.48
总市值 (百万)	4226
流通市值 (百万)	1236
总股本 (万股)	21150
流通股 (万股)	6187.5
日均成交额 (百万)	3081
近一月换手 (%)	74.1

相关报告
分析师

卜忠东
 电话：0755-83716694
 邮件：buzd@ghzq.com.cn

分析师申明：

分析师在此申明，本报告所表述的所有观点准确反映了分析师对上述行业、公司或其证券的看法。此外，分析师薪酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

- 公司是一家以室内装饰为主体，融幕墙、家具、景观、艺术品、机电设备安装等为一体的专业化装饰企业，是民营控股的装饰业龙头。
- 公司以高端酒店等公共建筑装饰装修为主，具有较完备的产业链和一体化优势，主营业务突出，且省外业务拓展也取得了较好的进展，但盈利能力有所波动。
- 公司积极推进装饰部品部件的工厂化生产、装配化施工，设计和施工的信息化和专业化，引领了行业的发展。目前公司生产的装修部品部件主要供自己装修使用，且有相当比例的装修部品（石材、木制品等）需要委托外包厂加工。公司通过“标杆管理”、“捆绑经营”、“50/80 管理”等措施，加强项目管理和成本控制，在保证质量的同时，提升了效率和效益。
- 笔者预测 2009—2011 年公司的每股收益分别为 0.86 元、1.11 元及 1.39 元。通过业绩敏感性分析，公司 2009 年每股收益可能在 0.76—0.89 元之间，2010 年每股收益可能在 0.98—1.17 元之间。
- 结合公司的业绩成长性综合分析，公司目前股价具有较高的安全边际，给予增持的投资评级，建议投资者择机逢低增持。
- 夏草对公司业绩的质疑，将一定程度影响投资者对公司的认识。
- 宏观经济的周期性变化、房地产市场的波动及国家相关政策的变化，也可能对公司的业绩产生不确定性影响。

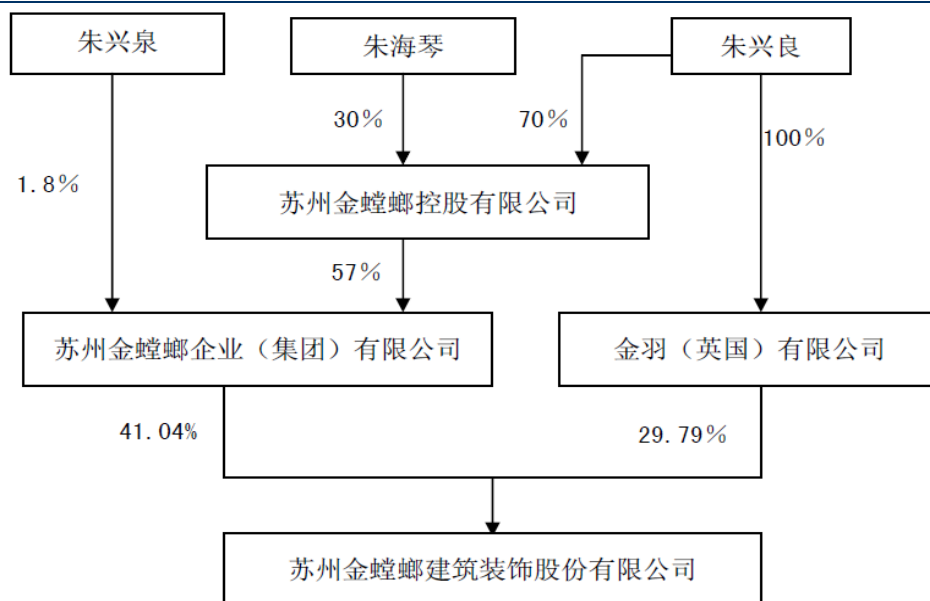
预测指标	2007	2008	2009E	2010E
主营收入 (百万元)	3463.34	3337.70	4090.84	5313.84
营业利润 (百万元)	139.89	186.17	255.47	329.55
净利润 (百万元)	90.42	138.35	182.71	235.62
摊薄每股收益 (元)	0.96	0.98	0.86	1.11
摊薄每股净资产 (元)	6.16	4.96	5.82	6.93
摊薄 ROE (%)	15.62	19.79	14.78	16.02

公司为民营控股的装饰业龙头公司

公司成立于 1993 年 1 月，是一家以室内装饰为主体，融幕墙、家具、景观、艺术品、机电设备安装等为一体的专业化装饰企业；曾连续 6 年成为中国建筑装饰百强企业第一名，并成为装饰行业首家上市公司和首个“中国驰名商标”。

公司实际控制人为包括朱兴良、朱海琴和朱兴泉在内的朱兴良家族。

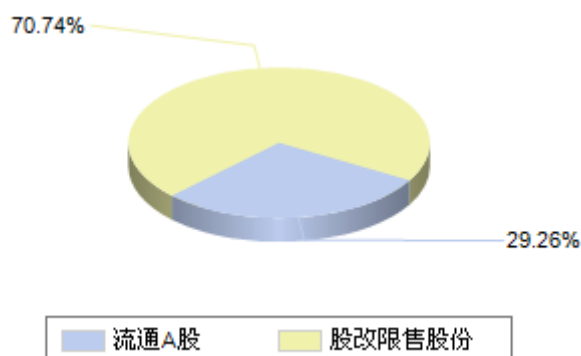
图 1 公司与实际控制人之间的控制关系图



资料来源 公司公告

公司的股本结构及机构持股情况见下图 2、图 3。值得关注的是，至 2009 年 11 月 20 日，公司首发原股东的限售股份 1.5 亿股将解禁；届时，公司将成为全流通的公司。不排除首发原股东为收回原始投资而抛售股份的可能。

图 2 公司股本结构



资料来源: wind

图 3 最近两年公司各类机构持股比例



资料来源: wind

公司主营业务突出 但毛利率有一定的波动

1、公司主营业务突出 具有较好的成长性

公司主营业务主要为建筑装饰设计与施工；实际从事的业务为承接酒店、写字楼、图书馆、医院、体育场馆等公共装饰工程的设计及施工；建筑幕墙工程的制作和施工；木制品制作等。

其中装饰占其营业收入的比例一直高于 93%。见表 1：

表 1 公司历年来的营业收入构成

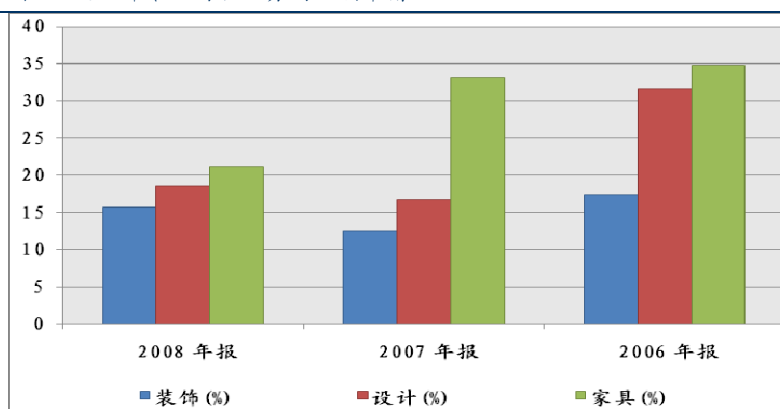
收入构成	2008 年报	2007 年报	2006 年报	2005 年报	2004 年报	2003 年报
装饰 (%)	94.59	94.93	94.48	94	93	95
设计 (%)	4.32	4.56	4.47	4	4	2
家具 (%)	1.07	0.48	1.05	2	3	3
其他 (%)	0.02					

资料来源 wind

从下图 4、图 5 可看到：公司的主营业务收入保持较好的增长态势，但 07 年的毛利率波动较大，主要原因是公司在 2007 年根据新会计准则的要求采用完工百分比法确认劳务收入、结转成本，导致公司 2007 年度营业收入和营业成本大幅增加，毛利率出现显著下滑。这也是市场一直关注的焦点。公司对此的解释是：2007 年公司由完工合同法变更为完工百分比法时，根据成本比例法来确认建造合同的完工进度，导致部分根据成本比例已完工、但 07 年没有完成审计的项目没有审价差收入（公司项目的审计周期平均为 8 个月左右），这些项目的毛利率大约只有 5% 左右（审价差收入在公司利润中的占比相对大），从而拉低了公司整体的毛利率水平。公司 08 年的毛利率水平已呈现一定的回升态势。

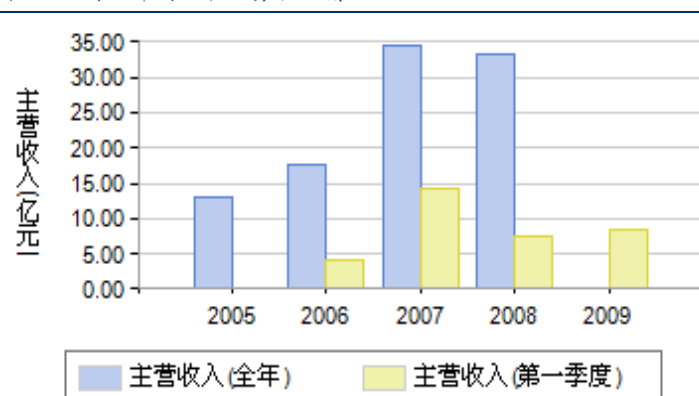
由于公司 07 年改变收入确认方法后，公司没有追溯调整的数据，使其数据的可比性不是很强。剔除审计造成的利润确认滞后因素的影响，公司的毛利率波动尚处于相对合理的范围。对此，我们将继续关注。

图 4 近 3 年来公司各业务的毛利率情况



资料来源：wind

图 5 公司历年的主营业务收入情况



资料来源：wind

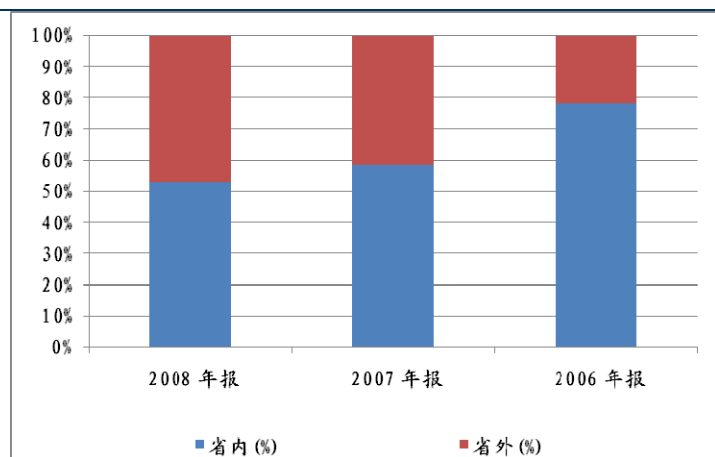
2、公司积极拓展省外业务

公司目前的建筑装饰生产能力为年完成约 180 万建筑平方米, 建筑装饰设计能力为年完成约 150 万建筑平方米、幕墙设计 200 万平方米。装饰装修业包括公共建筑装饰装修和住宅装饰装修, 公司的装修业务主要以酒店等公用建筑的装修为主, 约占 80%以上。

借助上市的支持, 公司大力拓展省外业务, 省外业务占收入的比例由 2006 年的 21.9%上升到 2008 年的 47.18%, 但由于省外业务竞争激烈, 且初期的开办费等摊销较大, 2008 年公司省外业务的毛利率仅为省内业务的 2/3 左右, 省外业务占营业利润的比例仅为 37.11%。见图 6、图 7。

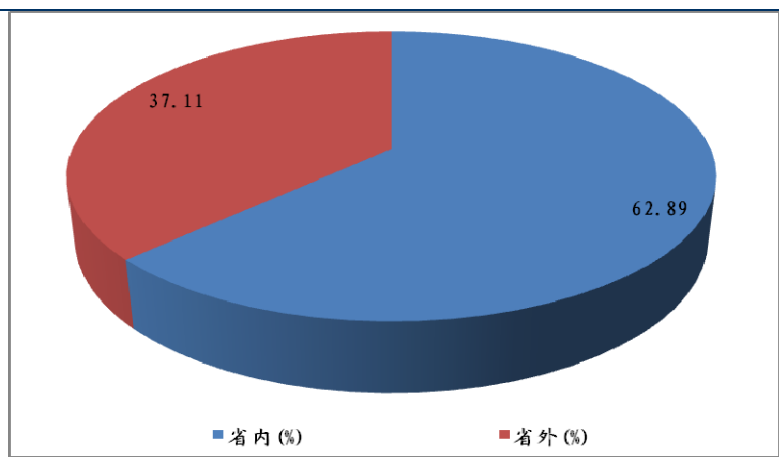
公司将在开展本省业务的同时, 重点开发长三角和环渤海经济圈内的市场, 形成省内外并驾齐驱的发展势头。

图 6 近三年公司营业收入的地区构成



资料来源：公司年报

图 7 公司 2008 年营业利润的地区构成



资料来源：2008 年报

引领建筑装饰业的标准化进程, 未来成长空间较大

1、我国建筑装饰业的现状

近十几年来, 我国建筑装饰产业处于高速增长中。1993-2005 年, 我国建筑装饰业总产值复合增长率达到 23%。根据中国建筑装饰行业预测, “十一五”期间, 建筑装饰行业市场总规模将达到 54,000 亿元左右, 年均装饰产值 10,800 亿元, 年均增长速度 22.7%。巨大的发展潜力和良好的成长空间将给建筑装饰行业带来巨大的发展机遇。

目前我国建筑装饰业企业 10 多万家, 从业者 1000 多万人。随着国有建筑企业改制的逐步完成, 建筑装饰行业中民营经济成份已占绝对比重, 达到企业总数的 95% 以上。从市场份额来看, 当前我国 95% 以上的公共建筑物装饰市场、100% 的住宅装饰市场和 85% 以上的公共建筑物设计市场已被中国企业占领。

由于我国区域间经济发展不均衡, 导致建筑装饰行业东部与中西部

地区有明显的差异，形成了建筑装饰行业“东强西弱”的发展格局——广东、江苏、上海、北京、浙江等地的企业保持着市场领先优势，具有较强的竞争力。08 年底公布的“2007 年中国建筑装饰百强企业”中，广东省有 34 家，江苏省、上海市有 19 家，浙江省有 10 家企业上榜，区域落差十分突出。

虽然我国有 20 多万家的建筑装饰公司，但平均年产值仅在 100 万元左右，且行业集中度很低。由于规模小、数量多，企业资质参差不齐，导致装修市场竞争混乱无序，工程质量低劣，售后服务无法保证。正规的装饰企业绝大数据也缺少较响的品牌、核心竞争力不强。与房地产行业的高利润率相比，建筑装饰行业的利润率偏低，业界有“干十年装饰不如干一年房地产”的说法。

2、装修部件的工厂化生产、装配化施工以及设计、施工的专业化、信息化是建筑装饰业的发展趋势

我国的建筑装饰业是典型的劳动密集型产业，所需技术主要是传统的施工现场手工制作与组装技术，管理相对粗放，突出经营而轻视管理。相对于国外规范的管理及先进的经营理念，我国建筑装饰业从业者素质较低，许多企业的内部技术人员数量不足，各工种的技术工人基本功不到位；特别是广大的装饰工人多来自农村，缺乏技能，文化水平和技术水平不高，无法正确安装使用新设备、新材料，这使建筑装饰工程的质量控制成为难点。

通过装修部件的工厂化生产、装配化施工，正好可以解决这个瓶颈问题，在缩短施工周期的同时，实现了质量的有效控制。而发达国家的住宅产业化进程也表明：装修部件化可实现通用化、社会化生产，使设计、生产、经营和施工遵循统一的标准，实现功能、质量和效益的最优化，使建筑的功能性、技术性、使用性和超前性均得以解决。

装修部件的工厂化生产、装配化施工指将装饰工程所需各种部件的加工制作与安装，按照体系加以分离，部件在工厂里加工，形成部件单元，施工现场只是对这些部件单元进行集成、组合安装。这种做法强调后工厂化、现场装配化，施工现场每个面，每道工序均是经过检验合格、符合质量标准的部品、部件，最后交付业主使用的每个房间、每个层面就是总装、集成的结果。这就克服了人工制作的随意性和某些技术上的不可操作性，其加工精度和粘结度是人工制作难以达到的，在提高工程质量和环保的同时，提高了专业化程度和效率。

因此，装饰部品部件的工厂化生产、装配化施工，设计和施工的信息化和专业化，成为建筑装饰行业发展的必由之路。

3、金螳螂的发展模式引领了建筑装饰业的潮流，推动了行业的标

标准化进程

作为我国建筑装饰业的龙头，金螳螂较早地意识到装饰部件的标准化和通用化的重要性，公司的 IPO 募集资金项目（见表 2）顺应了公共建筑装饰领域装饰部品部件的工厂化生产、装配化施工、设计和施工的信息化、专业化的发展趋势，取得了较好的效果，并一定程度提升了装修行业的标准化意识，促进了装修部件外包业务的发展。目前公司生产的装修部品部件主要供自己装修使用，且有相当比例的装修部件（石材、木制品等）需要委托外包厂加工。

表 2 公司 IPO 募集资金投资项目

序号	项目名称	投资总额	投资计划		投资回收期(年)
			固定资产	流动资金	
1	建筑装饰部品部件工厂化生产技改项目	16,834.00	9,238.00	7,596.00	5.46
2	设计研究中心项目	6,841.05	6,542.28	298.77	7.06
3	企业信息化建设项目	2,439.80	2,439.80	—	—
合 计		26,114.85	18,220.08	7,894.77	—

资料来源：公司招股书

工程项目是建筑装饰施工企业的利润源泉。加强建筑装饰工程项目的成本管理，建立起适合建筑装饰工程特点的成本控制体系，将现代成本控制理论和方法融入工程实践，是建筑装饰企业突破发展瓶颈、增加市场份额、增强核心竞争力的关键。由于施工项目管理活动是一个系统工程，包括施工项目的质量、工期、安全、资源、合同等各方面的管理工作，这一切均与成本的管理息息相关。项目成本管理工作贯穿于项目管理的全过程，是项目的核心内容。因此，公司通过“标杆管理”、“捆绑式经营”、“50/80”等，加强对建筑装饰工程的项目管理和成本控制，细化了各部门的分工与施工流程，尽可能争取最大程度地实现施工的标准化，以实现工程质量和经济效益的提升。

4、立足长远 连锁网点有可能成为公司未来业务扩张的模式

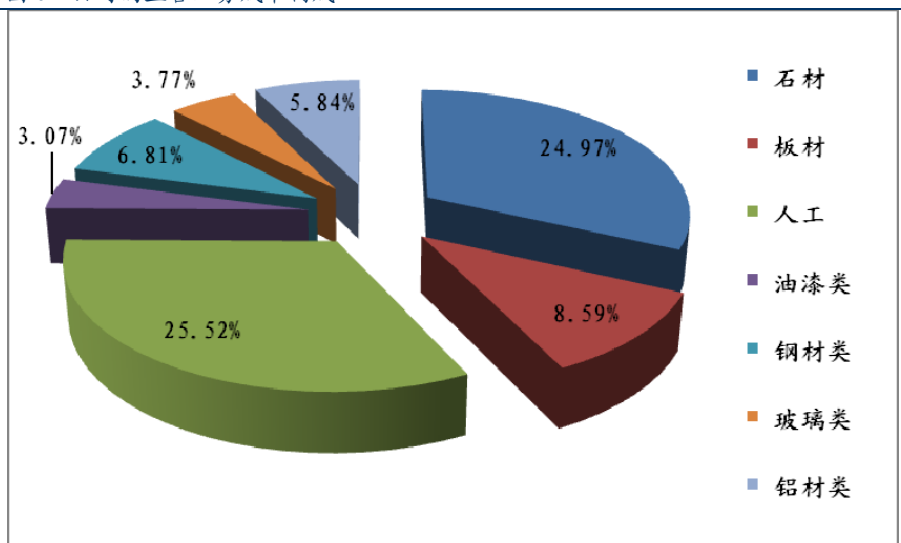
公司在坚持“不转包、不挂靠”经营理念的同时，通过上述的一系列措施，公司努力提升其产品的标准化和施工的装配化程度；并通过设计研究中心项目及企业的信息化建设项目，提升公司施工和设计的专业化和信息化程度。公司期望在产品 and 施工均达到 50%以上的标准化程度后，通过连锁网点的形式扩张，连锁业务网点接单后通过差异化、个性化的设计及专业化、标准化的施工及服务，以实现更大规模的业务扩张。该业务模式的扩张能力很强，但对标准化程度的要求较高，或许要等公司运作几年后才能实施。若公司可顺利实施，届时有可能开创建筑装饰

业发展的新模式。我们认为公司的该模式设想具有一定的可操作性及复制性，有望大幅提升公司的业务规模。对此，我们将密切关注。

对于我们预期的与地产商合作的精装房家装市场，公司相对谨慎。由于地产商希望装修公司直接向业主负责，这就加大了装修公司的服务和维护成本。因此，金螳螂是有选择进入家装市场，在测算具有合理毛利率后才承接。由于公司与一线地产商的议价能力不强，目前与公司合作较密切的是万达、阳光、绿城等二线地产商。目前家装市场占公司收入的比例不足 20%。

公司签订的合同多为开口合同，因此可较大程度回避原材料价格波动的风险。但在公司的主营业务成本中，人工成本占 25%以上（见图 8）。公司拥有 700 多名设计师和 200 多名注册建造师团队，能够为客户提供最佳服务。经验丰富的设计师和项目经理数量很大程度决定了公司的业务发展规模。基于长远考虑，公司建立了金螳螂培训学院，并与苏州大学合作成立了苏州大学金螳螂建筑与城市环境学院，通过推行培训积分制和推行产学研一体化，促进了内部员工素质的提高，也为公司发展积累了后备人才。公司的人才战略，增强了其持续发展能力。

图 8 公司的主营业务成本构成



资料来源 公司公告

盈利预测

基于谨慎性原则，笔者对公司 2009--2011 年的业绩进行了预测。业绩预测的前提条件如下：

- 1、假定未来三年公司所处行业及经营环境不发生大的变化，原材料价格基本平稳；
- 2、假定未来三年公司订单保持 20-30%的增长率；考虑到公司装饰

部品工业化生产后，成本控制能力将有所提升，假定公司未来三年的毛利率基本平稳，或出现略微回升 0.5-1 个百分点；

3、假定公司未来三年公司的期间费用率保持稳定，且不发生大的应收账款风险；

4、假定公司未来三年的家具业务保持增长态势，毛利率维持 21% 左右，并有相当比例的外包加工。

表 3 公司主营业务收入构成预测

	2007 年报	2008 年报	2009E	2010E	2011E
营业收入合计			409,086.22	531,383.91	690,285.29
装饰(万元)	328,758.81	315,725.04	378,870.05	492,531.06	640,290.38
增长率: %	96.10	-0.04	20.00	30.00	30.00
毛利率: %	12.46	15.67	16.00	16.50	16.30
设计(万元)	15,807.08	14,408.06	25,934.51	33,714.86	43,829.32
增长率: %	99.15	-8.85	80.00	30.00	30.00
毛利率: %	16.73	18.57	18.60	18.60	18.60
家具(万元)	1,660.13	3,568.05	4,281.66	5,137.99	6,165.59
增长率: %	-10.56	114.93	20.00	20.00	20.00
毛利率: %	33.18	21.09	21.00	21.00	21.00

资料来源 wind, 国海证券研究所

从下表 4 可看到：在上述假设前提下，公司 2009 年--2011 年的每股收益分别为 0.86 元、1.11 元和 1.39 元，有望保持较好的增长态势。

表 4 公司未来 3 年的业绩预测

单位: 万元	2007 年报	2008 年报	2009E	2010E	2011E
一、营业总收入	346,334.33	333,770.18	409,086.22	531,383.91	690,285.29
二、营业总成本	332,346.62	315,195.56	383,949.25	498,641.37	650,711.11
营业成本	302,122.87	280,889.73	342,744.04	442,766.35	576,470.93
营业税金及附加	11,017.74	10,534.11	12,896.44	17,004.29	22,089.13
销售费用	8,426.65	10,251.63	12,927.12	19,554.93	25,402.50
管理费用	8,345.04	10,847.27	15,238.46	19,129.82	25,713.13
财务费用	-485.59	-209.74	143.18	185.98	1,035.43
资产减值损失	2,919.91	2,882.56	0.00	0.00	0.00
三、其他经营收益					
投资净收益	1.5	42.49	10.23	13.28	17.26
四、营业利润	13,989.21	18,617.12	25,147.19	32,955.10	40,540.58
加: 营业外收入	848.47	1,167.19	623.86	318.83	1,052.69
减: 营业外支出	19.11	264.69	51.14	106.28	86.29
其中: 非流动资产处置净损:	4.77	0	0.00		
五、利润总额	14,818.57	19,519.62	25,719.91	33,167.66	41,506.98
减: 所得税	5,348.94	5,124.09	6,687.18	8,623.59	10,791.81
六、净利润	9,469.63	14,395.53	19,032.74	24,544.07	30,715.16
减: 少数股东损益	427.88	560.21	761.31	981.76	1,228.61
归属于母公司所有者的净利润	9,041.75	13,835.31	18,271.43	23,562.30	29,486.56
七、每股收益: 元	0.96	0.98	0.86	1.11	1.39

资料来源 wind, 国海证券研究所

敏感性分析

笔者发现公司装饰业务的毛利率对业绩影响很大，因此分别估算了相对保守及相对乐观情形下公司业绩的变化，预测结果如下表 5：

表 5 金螳螂业绩的参考情况

	装饰业务的毛利率：%	装饰业务的增长率：%	2009E	2010E	2011E
正常情况	16-16.5	20-30	0.86	1.11	1.39
乐观情况	16.2-16.8	30-40	0.89	1.17	1.50
保守情况	15.17-15.67	15.00	0.76	0.98	1.26

资料来源 国海证券研究所

综合上述结果，公司 2009 年的每股收益可能在 0.76—0.89 元之间，2010 年的每股收益可能在 0.98—1.17 元之间。

估值及投资建议

根据 1994 年以来建筑板块的市盈率变化，可发现建筑板块的市盈率中枢基本在 20-30 倍之间，20 倍市盈率具有较高的安全边际。根据 2009 年、2010 年、2011 年业绩预测及 2009 年 7 月 24 日收盘价，金螳螂的市盈率分别为 23 倍、18 倍和 14 倍，目前的估值处于相对合理且偏低的水平，具有相对高的安全边际。

表 6 金螳螂与其他公司的估值比较

板块名称	2008年报市盈率	2009预测市盈率	2010预测市盈率	市净率
全部A股	28.83	25.29	21.11	3.73
沪深300	26.69	24.24	20.51	3.66
中小企业板	40.34	32.14	24.81	5
建筑业	55.65	25.22	19.08	3.24
金螳螂	30.54	23.2	17.97	5.76

资料来源 wind（数据取 2009.7.24，整体法统计，剔除负数）

从表 6 可看到：与建筑施工板块和中小企业版相比，金螳螂的市盈率水平偏低，但市净率水平则偏高些。鉴于金螳螂比其他建筑公司的成长性好，我们认为给予金螳螂 20-24 倍的市盈率是合理的。据此分析，金螳螂的合理估值在 24 元以上。综合分析，给予公司增持的投资评级。

风险提示

- 公司随着公司业务规模的扩大，应收帐款余额可能保持在较高水平，数额较大的应收账款可能影响到公司的资金周转速度和经营活动的现金流量，增加公司的财务费用支出；若催收不力或由于项目委托方财务状况恶化，则可能给公司带来呆坏帐的风险。
- 公司实际控制人为朱兴良家族，具体亲属关系为：朱海琴为朱兴良

的侄女，朱兴泉为朱兴良兄弟、朱海琴叔父。公司一定程度存在大股东控制风险。

- 夏草对公司业绩的质疑，将一定程度影响投资者对公司的认识。
- 宏观经济的周期性变化、房地产市场的波动及国家相关政策的变化，也可能对公司的业绩产生不确定性影响。
- 2009 年底公司的限售股解禁后，不排除原股东套现抛售的可能；且二级市场的震荡可能会对公司的估值水平产生不确定性影响。

国海证券投资评级标准

行业投资评级

强于大市：相对沪深 300 指数涨幅 10%以上；

中性：相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间；

弱于大市：相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

股票投资评级

买入：相对沪深 300 指数涨幅 20%以上；

增持：相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间；

中性：相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间；

卖出：相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

免责声明

本报告中的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或征价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归国海证券所有。