

金螳螂 (002081.SZ) 装修装饰行业

评级：买入 首次评级

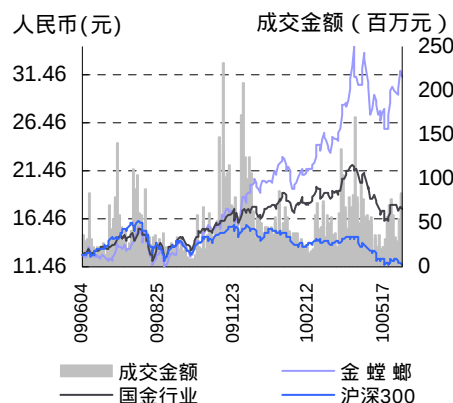
公司研究

市价（人民币）：31.15 元
目标（人民币）：35.00-40.00 元

长期竞争力评级：高于行业均值

市场数据(人民币)

已上市流通 A 股(百万股)	284.25
总市值(百万元)	9,942.89
年内股价最高最低(元)	34.30/11.46
沪深 300 指数	2736.08
中小板指数	5633.88



大行业中的精品公司

公司基本情况(人民币)

项 目	2008	2009	2010E	2011E	2012E
摊薄每股收益(元)	0.981	0.943	0.981	1.378	1.822
每股净资产(元)	4.96	4.24	3.68	4.73	6.42
每股经营性现金流(元)	0.78	2.58	1.63	1.54	1.96
市盈率(倍)	20.48	32.78	31.74	22.60	17.10
行业优化市盈率(倍)	22.77	48.60	48.60	48.60	48.60
净利润增长率(%)	53.02%	45.00%	56.16%	40.44%	32.19%
净资产收益率(%)	19.79%	22.24%	26.69%	29.17%	28.39%
总股本(百万股)	141.00	212.80	319.19	319.19	319.19

来源：公司年报、国金证券研究所

投资逻辑与公司亮点

- **我们推荐建筑装饰行业的逻辑在于“大行业，小公司”的行业特点：**大行业意味着行业市场容量不是问题，即使行业容量可能会随着经济周期的变化而有所波动，因为对于三家装饰装修上市公司而言，市场占有率均在 0.5% 以下，其所生存的市场空间并不是投资逻辑中最重要的环节；而最重要的是我们能否找出足够优秀的潜在公司，能够在这么大市场中长大变强，我们认为金螳螂是装饰装修行业中优质公司的代表。
- **设计与研发优势：**公司若干年来一直重视设计和研发，建筑装饰行业三家上市公司中，金螳螂的设计收入最多，达到 1.72 亿元（亚厦股份与洪涛股份分别为 0.19 和 0.49 亿元），设计收入与装饰工程收入的比例关系也最大，达到 5.04%（亚厦与洪涛为 1.03% 和 3.92%）。较强的设计力量不但可以直接带来效益的增长，也锁定了一定数量的后续施工业务。
- **品牌优势：**公司的品牌优势非常明显，已经连续 7 年获得“建筑装饰百强企业”的首位，在铁道部 2009 年 6 月发布的《关于公布首批铁路客站装饰装修 幕墙工程施工企业名录的通知》（鉴客站[2009]166 号），共 78 家，金螳螂位于首位。目前公司承做的项目多为每平方米投入在 3000 元以上的高端项目。
- **现场管理与质量控制：**公司在现场管理和质量控制方面有多年的独到见解，严格践行“50/80”管理方法，把整个施工过程按照时间、流程分类打包，将人的能动性与合作的约束性有机结合。经过 3 年发展，公司整体盈利水平提高。
- **坚持轻资产的路线：**目前公司的部品部件已经全部实现了工厂化生产（部分自产，部分外购），但公司仍然坚持轻资产的路线，发挥金螳螂多年来在设计、管理、控制上的优势，成为行业的趋势领导者和规则制定者。

贺国文 分析师 SAC 执业编号：S1130208120261
(8621)61038234
hegw@gjzq.com.cn

唐笑 联系人
(8621)61038229
tangx@gjzq.com.cn

投资建议

- 公司战略非常清晰，发挥自身比较优势，坚持轻资产路线，09 年公装市场容量达到 8400 亿元，公司的占有率不到 0.5%，随着“金螳螂 ERP 系统”的上线和全面铺开，长期投资价值明显，首次评级“买入”。
- 预计公司 2010-2012 年 EPS 分别为 0.981、1.378、1.822 元，对应未来的高速增长，目前的估值并不算高。给予公司未来 6-12 个月 35.00-40.00 元目标价位。

估值

- 我们给予公司未来 6-12 个月 35.00-40.00 元目标价位。

风险

- 公司有 30%左右的业务来自于地产商（包括住宅精装修和一部分地产商投资的酒店业务），房地产行业的调控是一个主要重点关注的风险。

内容目录

我们看好金螳螂的逻辑	4
行业领先的设计和研发力量	4
设计人员人数多，设计产值大	4
设计业务的毛利率较高	4
设计业务可以带来部分施工业务	5
公司的现场管理和质量控制能力强	5
现场管理和质量控制是装饰企业盈利的关键	5
公司有多种管理和控制手段	6
管理和控制能力的载体是效率和效益的提高	6
金螳螂有很强的战略规划能力	7
公司顺应专业化和精细化的趋势	7
金螳螂学院与 ERP 彰显公司战略前瞻能力	7
坚持轻资产道路	7
公司品牌优势明显	7
公司所获国家级工程奖数目第一	7
公司连续 7 年位于公装百强首位	8
得到客户认可，公司走高端路线	8
投资建议	9
附录：三张报表预测摘要	10

图表目录

图表 1：金螳螂、亚厦、洪涛 2009 年底设计人员人数	4
图表 2：金螳螂、亚厦、洪涛 2009 年设计收入（万元）	4
图表 3：设计业务的毛利率高于建筑施工业务	4
图表 4：部分项目设计取费情况	5
图表 5：金螳螂、亚厦、洪涛的设计收入与装饰施工收入比例关系	5
图表 6：某项目因其他施工单位影响进度备忘录	5
图表 7：金螳螂人均收入年复合增长 18.08%	6
图表 8：金螳螂人均费用年复合增长 7.17%	6
图表 9：金螳螂人均净利润年复合增长 27.15%	6
图表 10：08 年底行业前列公司累计获国家级工程奖情况	8
图表 11：09 年底三家上市公司累计获国家级工程奖情况	8
图表 12：2008 年度中国建筑装饰行业公装百强企业前十名	8
图表 13：细分行业单位面积装修投入比较	8
图表 14：公司 09 年承接项目中酒店占到 50%以上	9

我们看好金螳螂的逻辑

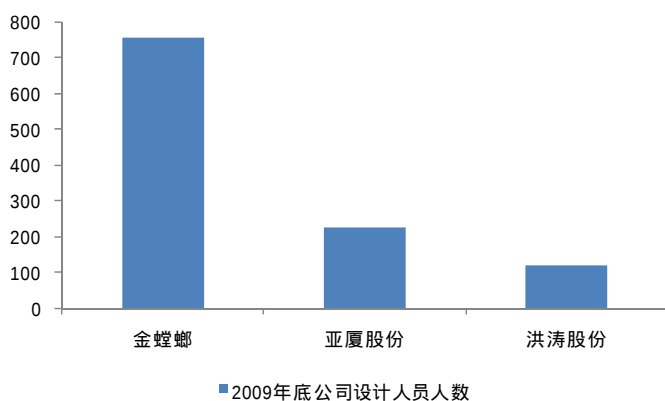
- 我们推荐建筑装饰行业的逻辑在于“大行业，小公司”的行业特点，大行业意味着行业市场容量不是问题，即使行业容量可能会随着经济周期的变化而有所波动，因为对于三家装饰装修上市公司而言，市场占有率均在0.5%以下，其所生存的市场空间并不是投资逻辑中最重要的一环；而最重要的是我们能否找出足够优秀的潜在公司，能够在这么大市场中长大变强，我们认为金螳螂是装饰装修行业中优质公司的代表。
- 公司以下几方面的优势是我们认为金螳螂具备的核心竞争能力：公司有行业领先的设计和研发力量；公司的现场管理和质量控制能力强；很强的战略规划能力；公司品牌优势明显。

行业领先的设计和研发力量

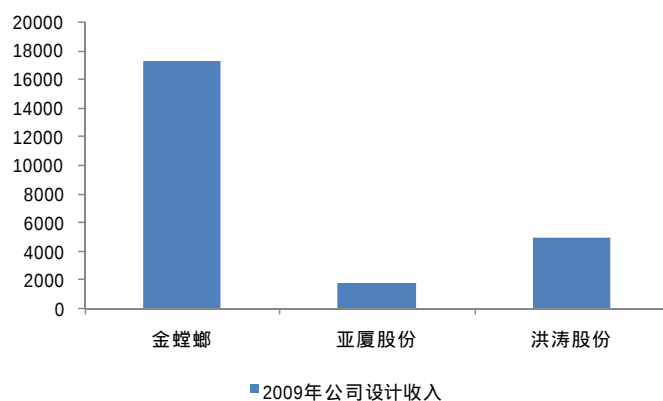
设计人员人数多，设计产值大

- 截至 09 年底，建筑装饰行业中三家上市公司金螳螂、亚厦股份、洪涛股份分别有设计人员 757、229、122 人；在设计收入的角度，三家企业 09 年分别实现设计收入 17245、1856、4939 万元；三家企业都是行业前五名内的企业，金螳螂在行业内的设计和研发优势非常明显。

图表1：金螳螂、亚厦、洪涛2009年底设计人员人数



图表2：金螳螂、亚厦、洪涛2009年设计收入（万元）

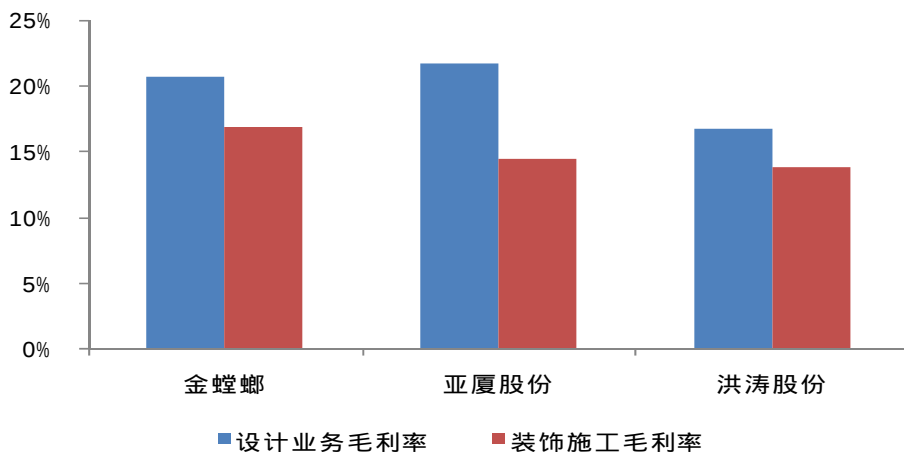


来源：公司财务报告 国金证券研究所

设计业务的毛利率较高

- 设计业务的毛利率要高于建筑施工业务。

图表3：设计业务的毛利率高于建筑施工业务



来源：公司财务报告 国金证券研究所

设计业务可以带来部分施工业务

- 设计包括两个环节，一是单独投标的设计业务；二是施工环节的深化设计。前者更偏向于理念、概念的图纸化，相关收入单独核算，一般来说是整个建筑装饰工程投入的 2.5%-3%；后者是将理念与实际结合之后的具体化，是施工业务的组成部分。

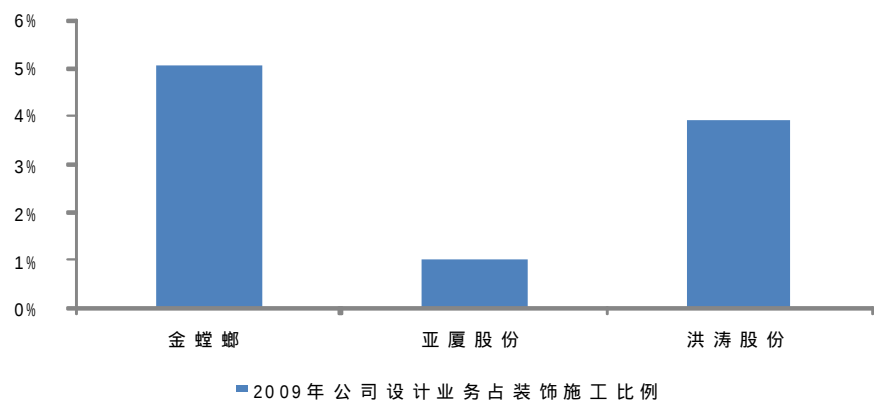
图表4：部分项目设计取费情况

名 称	装修总投资	设计取费
大庆石油博物馆	4 亿元	2.50%
重庆江北国际机场二期	1.5 亿元	2.50%

来源：《中国建筑装饰》 国金证券研究所

- 下图为三个上市公司设计收入与装饰施工收入的比例，金螳螂最高，达到 5%以上。公司承接的设计项目中，60%是继续做施工的，施工业务有一定保障。

图表5：金螳螂、亚厦、洪涛的设计收入与装饰施工收入比例关系



来源：公司财务报告 国金证券研究所

公司的现场管理和质量控制能力强

现场管理和质量控制是装饰企业盈利的关键

- 提高项目盈利能力除了合同价格的因素外，该行业区别于制造业的关键点在于项目的现场管理和质量控制能力（制造业成本要素比例相对稳定），从调研了解到，很多项目亏损原因就在于业务模式和产业链的协调不到位导致。

图表6：某项目因其他施工单位影响进度备忘录

问 题	内 容 简 要	后 果	证 据
天花标高与管道相冲突事宜	施工图纸标高与现场实际尺寸不符，且其他管道也影响天花标高。此问题一而再、再而三的提出尽快协调解决，但未果	影响进度 5天以上 18天以上 21天以上	035、048、066、071号联系单
风管影响活动墙轨道事宜	二层多功能厅小宴会厅，已安装的风管口与装饰的活动墙轨道相冲突，无法安装	影响进度 22天以上	036、71号联系单
餐厅包房沉降池填平问题	餐厅沉降池用陶粒混凝土填平，相关单位一直未施工。在数次例会、及工作联系单中均未提及。影响隔墙安装	影响进度 9天以上	12月4日联系会记录、12月3日050联系单
隐蔽部位封板的障碍	从12月15日始报上隐蔽工程报验，但相关施工迟迟未能完成相关部位工作，12月28日再发出隐蔽工程会签表	影响进度 9天以上	联系单055号、会签单001-020号
南方通讯信息点及布管工作滞后	由于南方通讯信息点及布管等工作严重滞后，造成封板迟迟不能进行	影响进度 20天以上	064、77号联系单等
整个地下室办公区场地移交问题	因为土建和安装进展推迟，导致我司无法进场施工	影响进度 100天	87/108号联系单等
增加漏掉的应急照明系统问题	因业主总体设计失误导致重大漏项、要补做	影响进度 12天	89、90号联系单
方案与现场冲突修改不及时	多处卫生间管道与梁柱冲突，图纸修改太慢	影响进度 7天	99号联系单
更换灯具影响采购	应设计要求更改大堂的部分灯具品种、规格	影响进度 10天	144号联系单

来源：《中国建筑装饰》 国金证券研究所

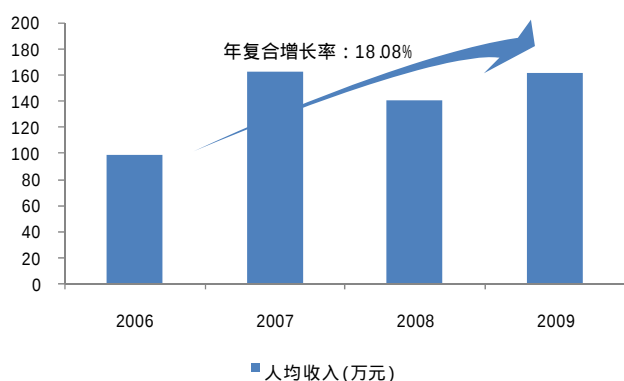
公司有多种管理和控制手段

- 在现场管理和质量控制方面，公司做了很多工作，比如“标杆管理”，每个月对所有项目做对比分析，包括人均产值、人均费用率、合同产值、完成进度、目标产值、累计完成产值、完成费用、推广费等指标，总结经验教训，找到原因，解决问题。
- 多年来公司实施“50/80 管理模式”，这是一个标准化、过程化的控制，从流水线的角度考虑，各个部门都是流水线的一部分，把整个过程按照时间、流程分类打包，每个阶段都有设计好的工作量和工程进度。
- 公司自主研发了一套“金螳螂 ERP 系统”，是 50/80 管理模式的载体，4 月底开始上线，并在今年全面铺开。该系统可以做到信息充分，对各个项目的进展、采购等数据实时控制与监督。届时，不但项目和收入的规模具有了大幅增长的充分条件，工程流程和质量也能够改善。
- 施工班组是工程设计、施工方案落地的关键环节，也是施工质量最容易失控的环节。金螳螂在这方面有多年的经验，比如动态选择合作对象，并在各个项目之间相互内检、打分，将工人权益写入合同以保证劳资双方利益一致等等。

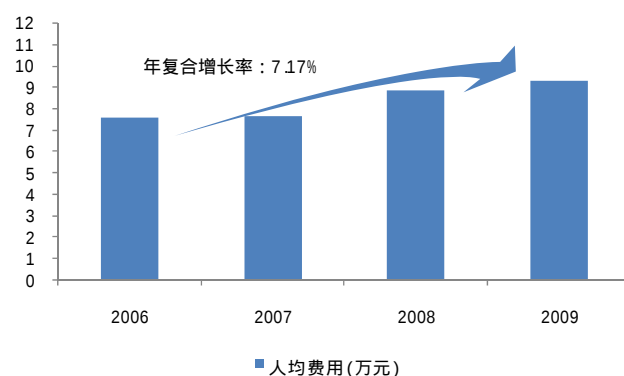
管理和控制能力的载体是效率和效益的提高

- 上述管理手段不断改进，最终反映到公司效率和效益的提高。我们分析了公司 06 年以来的人均收入、费用、净利润情况，三个指标的年复合增长率分别为 18.08%、7.17%、27.15%，公司盈利状况改善非常明显。

图表7：金螳螂人均收入年复合增长 18.08%

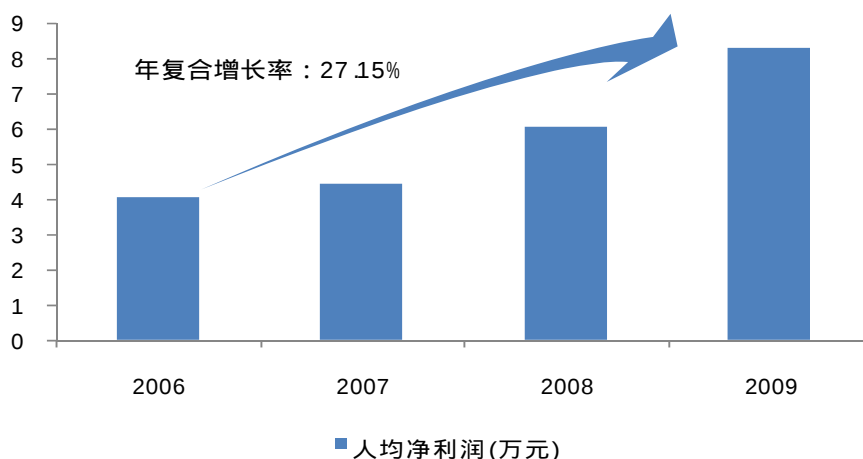


图表8：金螳螂人均费用年复合增长 7.17%



来源：公司财务报告 国金证券研究所

图表9：金螳螂人均净利润年复合增长 27.15%



来源：公司财务报告 国金证券研究所