

建筑建材小组

闵雄军

Tel: 021-68634518-8054

E-Mail: mxj2851@xcsc.com

刘正

Tel: 021-68634518-8078

E-Mail: lz2941@xcsc.com

6-12月目标 53.72元

评级 买入

昨收盘 33.83元

52周最低 10.90元

52周最高 35.26元

总股本 3.19亿

流通股本 2.84亿

总市值 107.92亿

投资要点

- **快速增长的大行业。** 在城市化进程进入尾声前，建筑装饰行业的主要增长动力来自增量市场；之后则主要来自存量市场。近年来我国的城镇化率以每年0.8%-1%的速度增加，由此带来的新增工装和家装市场合计约2000亿元。按照10年的更新周期计算，目前的存量市场已有10000亿，而且随着市场容量的增加还会稳步增加。行业规模最大的金螳螂市场占有率也不到0.3%。
- **管理能力突出是金螳螂的最核心竞争优势。** 精细化管理一直是金螳螂的特色，管理体系中最重要的是对设计师和项目经理的管理。对设计师的管理，公司主要从源头控制、利润分享、对设计师的充分尊重、让设计师自己管理设计师、满足设计师不同层次需求等方面着手；对项目经理，公司主要从人品把控、合理分配利润、利润阳光化、材料松紧有度的控制几个方面着手。在做好单项管理的同时，金螳螂还不断地完善自己的管理系统，减少人为因素，公司的ERP项目预计今年底可以上马，明年将会推出ERP的升级版即商业智能系统。在管理方面，金螳螂一直走在行业的最前沿。
- **金螳螂将通过自我复制实现快速发展。** 建筑装饰行业是一个典型的“容量大、公司小”的行业，对于优势企业而言，接订单不成问题，关键在于有效消化订单（即在保证工程质量、不作砸品牌的前提下），这样就要求公司是一个可复制的系统。实现这样的可复制性应该具备3个条件：人员、管理体系、标准化部件达到60%以上。从上市初开始金螳螂一直沿着这条道路前进，我们认为公司能够成功实现快速的自我复制，实现占有率突破1%，甚至更高。
- 我们预计金螳螂10-12年每股收益分别为1.22元、1.78元与2.14元。参照建筑类上市公司及中小板估值，给予公司11年30倍PE，我们认为公司6-12个月合理目标价格为53.27元，维持给予公司买入评级。

单位:百万元

主要财务指标	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	4107	7175	10424	12606
收入同比(%)	23%	75%	45%	21%
归属母公司净利润	201	390	569	683
净利润同比(%)	45%	95%	46%	20%
毛利率(%)	16.8%	17.0%	17.0%	17.0%
ROE(%)	22.2%	32.3%	32.0%	27.8%
每股收益(元)	0.63	1.22	1.78	2.14
P/E	55.56	28.55	19.59	16.33
P/B	12.36	9.23	6.28	4.53
EV/EBITDA	35	18	13	10

目录

一、建筑装饰行业：快速增长的大行业	4
1、建筑装饰行业市场容量	4
(1) 增量市场	4
(2) 存量市场	6
(3) 市场总量	6
2、行业竞争	8
3、行业发展趋势	9
(1) 增长亮点	9
(2) 竞争要素	9
二、金螳螂：自我复制的快速发展之道	10
三、公司业务	11
1、建筑装饰业务	12
2、设计业务	12
3、幕墙业务	13
三、盈利预测与估值	13
1、其他业务及有关费用的假设	13
2、盈利预测与估值	13
四、风险提示	15
1、相关投资低于预期	15
2、城市化进程低于预期	15

图目录

图 1 城镇固定资产投资及增速	4
图 2 房屋建筑施工面积及同比增速	4
图 3 房屋竣工面积及增速	5
图 4 中国近年来的城镇化率	5
图 5 城镇职工年均工资总额及增速	5
图 6 各主要城市精装修率	6
图 7 建筑装饰处于行业链末端	6
图 8 预计 10 年房地产开发投资增速在 15%-20%	6
图 9 现房销售累计同比增速	7

图 10 期房销售累计同比增速	7
图 11 建筑工程各子行业产值同比增速	7
图 12 建筑装饰行业市场容量预测	8
图 13 金螳螂管理系统演变	11
图 14 装饰业务收入及成本预计	12
图 15 设计业务收入及成本预计	12
图 16 幕墙业务收入及成本预计	13

表目录

表 1 行业基本竞争情况	8
表 2 行业主要竞争者比较	8
表 3 主要竞争者国家级工程奖项	9
表 4 主要竞争者国家科技创新奖项	9
表 5 金螳螂募集项目目标	10
表 6 金螳螂对设计师的管理	11
表 7 金螳螂对项目经理的管理	11
表 8 其他业务及有关费用假设	13
表 9 三表及财务预测	14

一、建筑装饰行业：快速增长的大行业

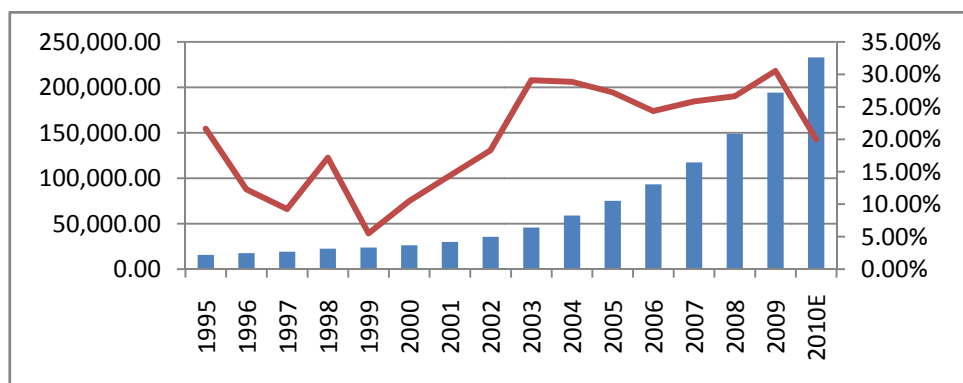
金螳螂主营业务为建筑装饰设计与施工（主要是酒店、写字楼、图书馆、医院、体育场馆等公共建筑装饰，目前已经少量涉及住宅装修领域）、建筑幕墙工程制作与施工、木制家具制作。

1、建筑装饰行业市场容量

（1）增量市场

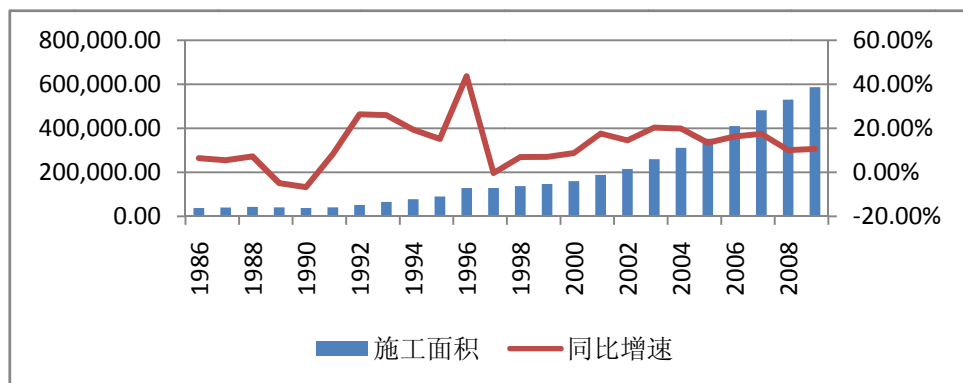
在国家调整经济结构的大背景下，“十二五”期间国家新增固定资产投资将会有所回落，但总体投资规模依然会维持高位水平，回落也是缓慢的。

图 1 城镇固定资产投资及增速



数据来源：国家统计局、湘财证券研究所

图 2 房屋建筑施工面积及同比增速

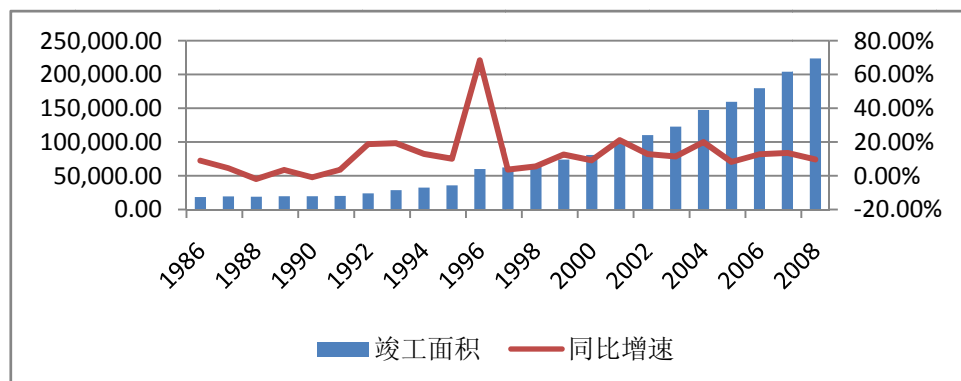


数据来源：国家统计局、湘财证券研究所

建筑装饰行业的增量市场需求主要来自于城镇化过程中新增基础设施和住宅对装饰的需求。近年来我国城镇化率以每年 0.8-1% 的速度增加，相应增加城镇人口约 1000 万人，按照人均住宅 26 平米计算，应为这些新增人口提供 2.6 亿平米的住宅，按照普通装修标准，相应增加家装市场容量约 1200 亿，加上相应基础设施对公装

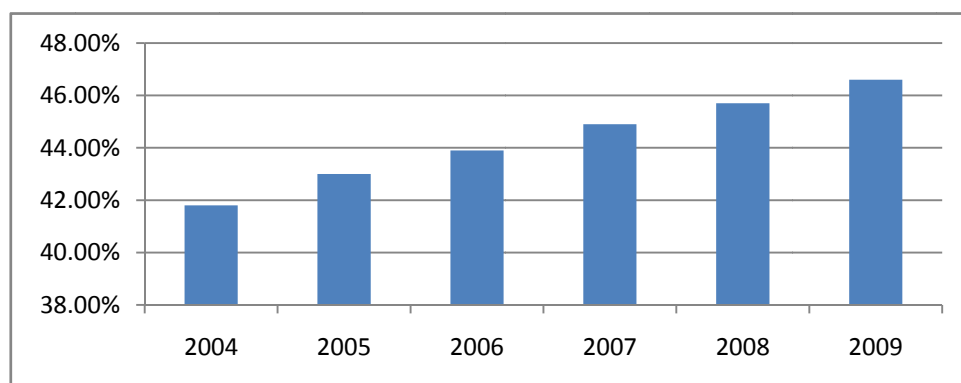
市场的需求，合计新增约 2000 亿的市场。

图 3 房屋竣工面积及增速



数据来源：国家统计局、湘财证券研究所

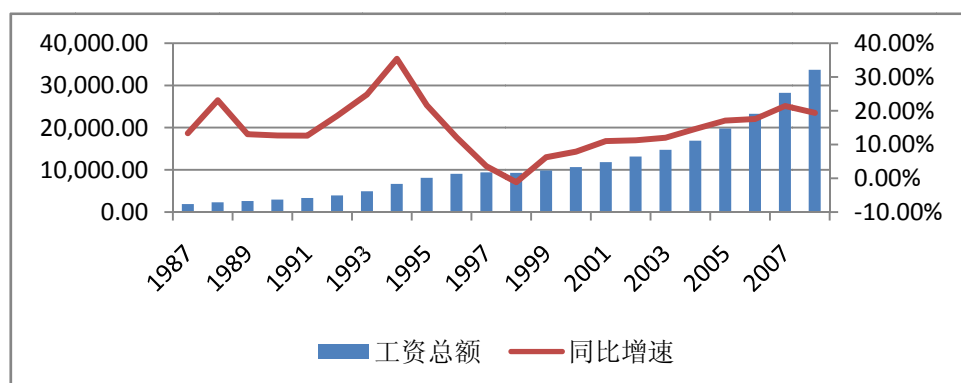
图 4 中国近年来的城镇化率



数据来源：国家统计局

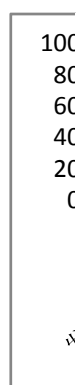
需要注意的是，随着人们收入水平的提高，人均住宅面积会逐步增加，对住宅要求越来越高，相应也存在装饰装修的消费升级问题。

图 5 城镇职工年均工资总额及增速



数据来源：国家统计局

图 6 各主要城市精装修率



数据来源：湘财证券研究所

(2) 存量市场

一般宾馆饭店、写字楼的装修周期是 6-8 年，而娱乐场所、商务用房的装修周期还会更短。保守按照 10 年的周期计算，到 10 年底该市场容量可达 10000 亿。由于近年来整个建筑装饰市场一直处于快速增长过程中，因此存量市场容量一直也处于较快的增长过程中。

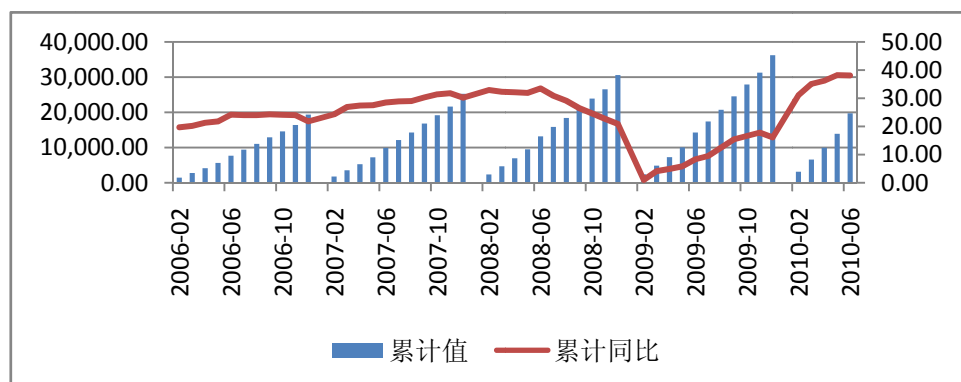
(3) 市场总量

由于建筑装饰处于建筑行业产业链的末端，因此相对于基础设施建设、房地产行业有一定的滞后期；建筑装饰也是整个建筑工程行业中相对于宏观经济变动弹性最大的一个行业，结合固定资产投资增速、房地产开发投资增速以及建筑装饰行业的特性，我们预计 10 年行业整体增速将超过 15%，且增速高点出现在 2 季度末或者 3 季度初。

图 7 建筑装饰处于行业链末端

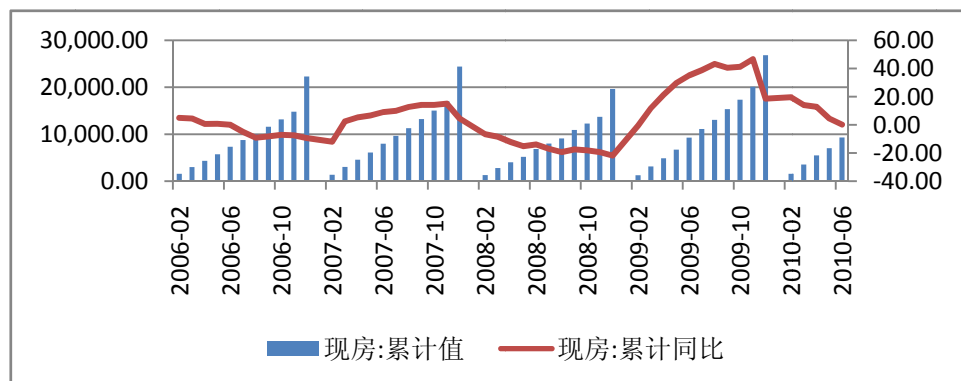
数据来源：湘财证券研究所

图 8 预计 10 年房地产开发投资增速在 15%-20%



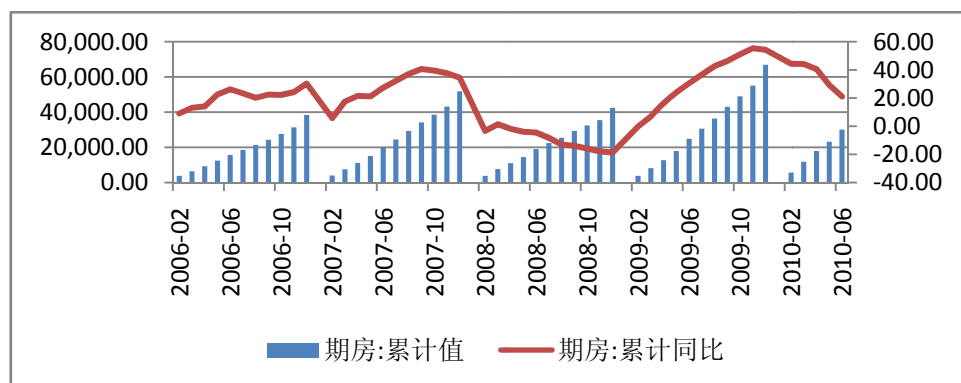
数据来源：WIND、湘财证券研究所

图 9 现房销售累计同比增速



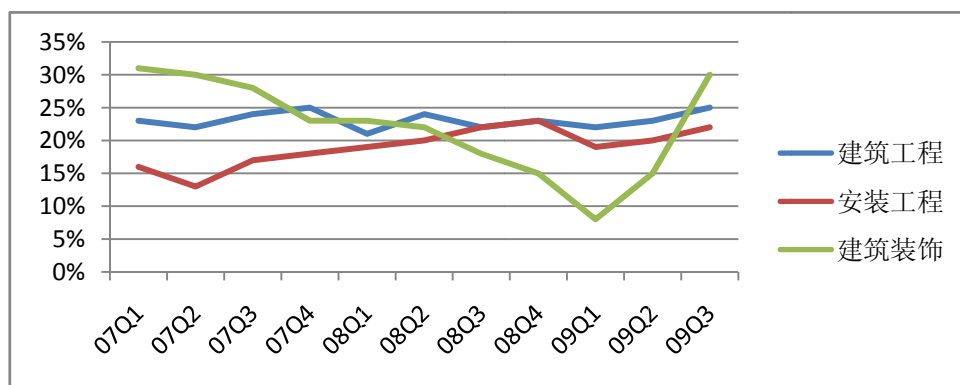
数据来源：WIND、湘财证券研究所

图 10 期房销售累计同比增速



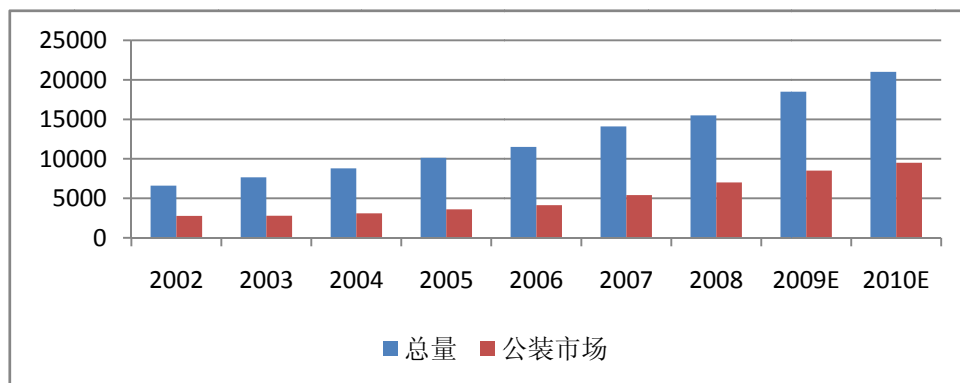
数据来源：WIND、湘财证券研究所

图 11 建筑工程各子行业产值同比增速



数据来源：WIND、湘财证券研究所

图 12 建筑装饰行业市场容量预测



数据来源：建筑装饰协会、湘财证券研究所

2、行业竞争

建筑装饰行业成长性良好，准入门槛较低，是典型的以民营小企业为主的行业。根据中国建筑装饰协会的统计数据，2008 年行业前100 强企业完成的产值总量占全行业产值的6%，占公共建筑装饰产值的13%。建筑装饰行业企业总数为15 万家。其中，从事公共建筑装饰行业的企业有4 万家，占行业企业总数的26.67%，从事住宅装饰装修行业的企业约有11 万家，占行业企业总数的73.33%。

表 1 行业基本竞争情况

百强占比	占公装比	企业总数	公装数量	公装企业比例	家装比例
6%	13%	15 万	4	26.67%	73.33%

资料来源：建筑装饰协会

建筑装饰企业的竞争力主要取决于3个方面设计能力、品牌、企业整体协调能力（管理能力、营销能力、部件工程化生产、配套产业发展），其中设计是装饰公司的灵魂。在这几方面做得较好的企业是如下几家：

表 2 行业主要竞争者比较

金螳螂	设计、品牌、整体协调能力行业领先
亚厦股份	施工技术强，在星级酒店、高档住宅精装修方面较强
深总装	在机场装饰细分市场中有较强优势
中国建筑装饰公司	中国建筑装饰直属企业，渠道强
洪涛股份	设计、品牌较强，在剧院、国家政务场所细分市场有较强优势

资料来源：湘财证券研究所

表 3 主要竞争者国家级工程奖项

企业	2006	2007	2008	合计
金螳螂	14	21	27	62
亚厦股份	7	16	26	49
深总装	2	5	4	11
中国建筑装饰公司	8	9	13	30
洪涛股份	8	11	17	36

资料来源：中国建筑装饰协会

表 4 主要竞争者国家科技创新奖项

企业	2006	2007	2008	合计
金螳螂	4	3	12	19
亚厦股份	4	8	19	31
深总装	-	-	-	-
中国建筑装饰公司	3	2	6	11
洪涛股份	1			1

资料来源：中国建筑装饰协会

3、行业发展趋势

(1) 增长亮点

对于公装市场而言，未来主要增长在于结构性的投资增长，例如在高速铁路、城市/城际轨道交通方面，在铁路方面金螳螂涉及不多，做过 3 个项目，主要是中心枢纽站项目。区域性的投资是另一个增长亮点。

对于家装方面，住宅精装修是一个很大的市场。我国住宅精装修率不足 10%，按照国家有关规划，在十二五期间应达到 20% 的目标，苏州地区达到 50% 的目标。我国目前住宅存量超过 100 亿平米，仅就存量市场而言，精装率每提升一个百分点，相应新增的市场需求就达 400 亿。

(2) 竞争要素

节能环保绿色装修：在世界性能源紧张的今天，节能已成为一种必然趋势。我国能

源资源相对缺乏，节约能源已是刻不容缓。在能源消费结构中，建筑能耗是一个重要的组成部份，我国建筑耗能占全国总能耗已接近 40%， “十一五” 期间，我国明确提出实现住宅建筑和公共建筑严格执行节能 50% 的标准。

节能环保在建筑装饰行业主要体现在建筑装饰设计、建筑装饰施工技术及建筑装饰材料三个方面。在设计方面，主要是指通过合理设计，综合运用现代物质手段、科技手段和艺术手段，充分考虑对自然环境的影响，采用合理的热工、通风和空调设计，达到节能环保的效果；在建筑装饰施工技术方面，主要指在建筑工程中自主创新和集成创新，积极推广节能新技术、新工艺；在建筑装饰材料方面，主要指使用节能环保的新型建筑材料、保温材料及绿色装饰装修材料。

部品部件工厂化生产：中国建筑装饰协会《建筑装饰行业实现资源节约型和环境友好型工程建设指南》（试行）指出，实现部品生产工厂化和现场施工装配化，逐步使建筑装饰业走向新型工业化道路。工厂化加工、现场安装、拼装、组装式施工，不仅是设计、施工组织创新的基本途径，对工期、造价、质量具有重要影响，同时，也是建设“资源节约、环境友好”型行业的重要基础。根据行业“十一五”发展规划纲要的要求，到“十一五”末期，成品化率要达到 50% 以上。

二、金螳螂：自我复制的快速发展之道

建筑装饰行业是一个典型的“容量大、公司小”的行业，对于优势企业而言，接单不成问题，关键在于有效消化订单（即在保证工程质量、不作砸品牌的前提下），这样就要求公司是一个可复制的系统。实现这样的可复制性应该具备 3 个条件：人员、管理体系、标准化部件达到 60% 以上。

从上市开始，金螳螂就一直朝着一个目标前进，那就是通过克隆实现快速发展，占领市场。

表 5 金螳螂募集项目目标

募集项目	目标
部品部件工厂化项目	提高标准化部件率
设计研究中心项目	提升设计能力，解决人的问题
信息系统建设项目	解决管理系统问题

资料来源：湘财证券研究所

人员：对于建筑装饰企业而言，最主要的人才就是设计师和项目经理。设计是装饰企业的灵魂和龙头，而有资质的项目经理数量则决定了企业的产能。设计在很大程度上影响企业的品牌，截至目前，金螳螂已有设计师 800 余人，其中能独当一面的设计师 100 余人；09 年底公司有项目经理约 200 人，目前已有项目经理约 500 人，产能得到了迅速扩充。金螳螂还与苏州大学合作，自己培养具有“设计背景”的项目经理。

管理体系：精细化管理一直是金螳螂的特色。管理体系中最重要的是对设计师和项目经理的管理，金螳螂成功做到了这一点。

表 6 金螳螂对设计师的管理

源头控制	设定严格的筛选条件
利润分享	设计师拿大头
对设计师的尊重	在艺术与商业之间合理平衡
设计师管理设计师	办设计师沙龙让他们自己讨论设计效果
留住设计师	满足设计师不同层次的需求
资料来源：湘财证券研究所	

表 7 金螳螂对项目经理的管理

源头控制	对人才重新定义，将人品纳入考核指标
利润分享	项目经理拿80%
鼓励阳光利润	允许合理的利润空间
材料采购控制	松紧有度
资料来源：湘财证券研究所	

有了好的管理办法，还需要好的系统将这些办法整合起来方便准确的执行。金螳螂在管理系统和信息化建设方面一直走在行业的前面。

图 13 金螳螂管理系统演变

数据来源：湘财证券研究所

标准化部件率：建筑装饰部品部件工厂化后，在施工质量提高的同时，施工项目工期平均可以缩短30%；在部品部件标准化、系列化和批量化生产后，部品部件成本可以大幅度降低。

在实现了上述三个条件后，金螳螂便可以克隆自我实现快速发展。目前，行业第一的金螳螂市场占有率也不足0.3%，但是在金螳螂实现上述目标后，我们认为公司有望在不久的将来实现占有率0的突破（即占有率超过1%）。

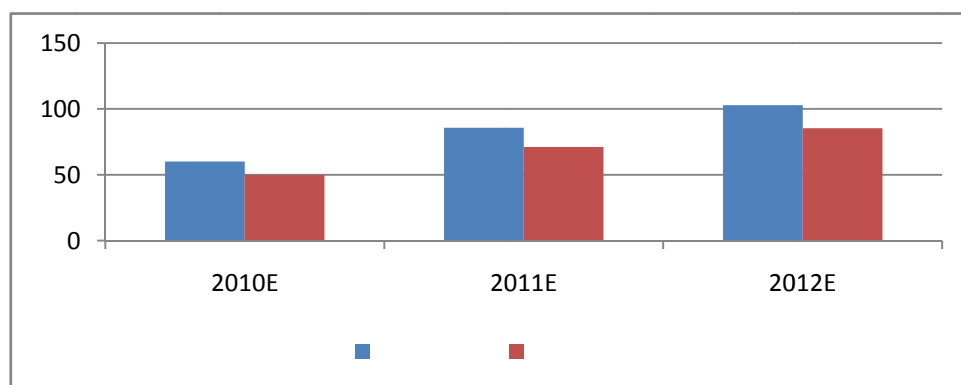
三、公司业务

1

公司 09 年建筑装饰收入 34.20 亿, 有项目经理 200 人, 目前项目经理已扩充至 500 人。结合公司中报预报情况, 我们预计“新增产能”10-12 释放进度分别为 50%、100%、125%, 相应公司该项业务收入分别为 60 亿、85.7 亿、102.8 亿。

公司建筑装饰业务最近 3 年的毛利率分别为 12.46%、15.67%、16.93%, 呈稳步上升, 公司的品牌好, 议价能力强, 足以消化原材料涨跌带来的不利影响。我们保守预计公司未来 3 年毛利率维持在 17%的水平。

14



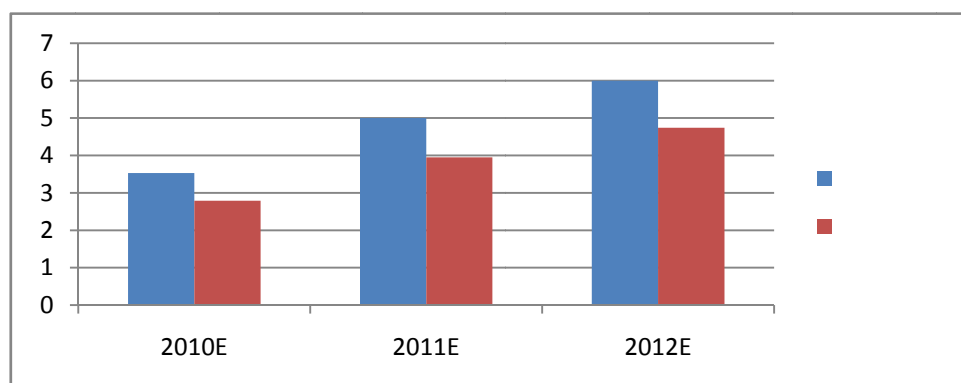
数据来源: 湘财证券研究所

2

设计业务在公司收入占比重一直维持在4.5%左右, 我们预计公司该项业务10-12年分别为3.53亿、5亿、6亿。

公司设计业务最近 3 年的毛利率分别为 16.73%、18.57%、20.64%, 与建筑装饰施工业务类似, 我们预计设计业务 10-12 年毛利率维持在 21%的水平。

15



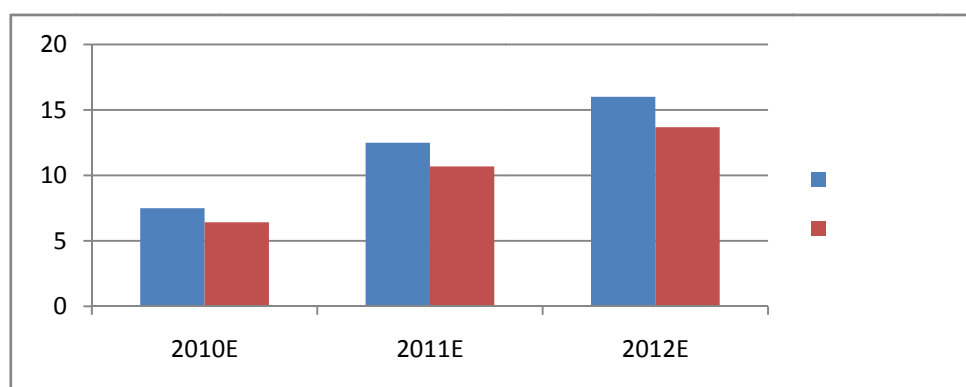
数据来源: 湘财证券研究所

3

公司幕墙业务是09年开始的新业务，收入为4.8亿。根据我们了解的情况，10-12年公司年产能200万平米的幕墙基地带来的收入分别为7.5亿、12亿、16亿。

公司幕墙业务09年的毛利率分别为14%。涉及同类业务的上市公司有亚厦股份、中航三鑫，毛利率均为14.5%左右，我们预计10-12年该项业务毛利率维持在14.5%的水平。

16



数据来源：湘财证券研究所

1

8

10-12			
其他业务占比	1%	1%	1%
其他业务毛利率	28%	28%	28%
营业税金及附加率	3.15%	3.15%	3.15%
三项费用率	6.2%	6%	5.8%
实际所得税率	26%	26%	26%
MI	4.5%	4.5%	4.5%

资料来源：湘财证券研究所

其中三项费用率大幅下滑主要是因为公司渠道布局目前已经较为全面，虽然未来仍然会继续加强建设，但销售费用率会逐年下降，直至2012年达到历史较低水平。

2

假设前提：

净利润	211	416	606	727	偿债能力				
折旧摊销	18	25	25	25	资产负债率(%)	66.1%	73.5%	73.7%	72.2%
财务费用	-4	-10	-1	31	净负债比率(%)	0.00%	22.76%	22.82%	29.67%
投资损失	-0	0	0	0	流动比率	1.25	1.23	1.27	1.33
营运资金变动	289	-315	26	-249	速动比率	1.23	1.22	1.27	1.32
其他经营现金									
流	34	-172	-3	1	营运能力				
投资活动现金流	-260	6	0	0	总资产周转率	1.73	1.90	1.75	1.53
资本支出	96	0	0	0	应收账款周转率	3	3	3	3
长期投资	-115	-6	0	0	应付账款周转率	3.19	3.62	3.39	3.12
其他投资现金									
流	-279	0	0	0	每股指标(元)				
筹资活动现金流	-2	725	401	769	每股收益(最新摊薄)	0.63	1.22	1.78	2.14
					每股经营现金流(最新摊薄)	1.72	-0.17	2.05	1.68
短期借款	0	800	400	800	每股净资产(最新摊薄)	2.83	3.78	5.56	7.70
长期借款	0	0	0	0	估值比率				
普通股增加	72	106	0	0	P/E	55.56	28.55	19.59	16.33
资本公积增加	-41	0	0	0	P/B	12.36	9.23	6.28	4.53
其他筹资现金					EV/EBITDA	35	18	13	10
流	-33	-182	1	-31					
现金净增加额	287	675	1055	1305					

数据来源：湘财证券研究所

根据以上预测,参照建筑类上市公司估值及中小板估值,给予公司 11 年 30 倍 PE,我们认为公司 6-12 个月合理目标价格为 53.27 元,维持公司买入评级。

1、相关投资低于预期

公司主要业务与基础建设、房地产投资相关较大,若是相关投资大幅下滑低于我们的预期,则公司的业务可能会受到影响。

2、城市化进程低于预期

塑料管道行业与城市化率密切相关,如果其进程低于我们的预期,则会对公司赢利产生不利影响。

6-12	15%
6-12	5% 15%
6-12	-5% 5%
6-12	5%
6-12	15%
300	

“ ”