

金螳螂 (002081)

公司研究/动态报告

商业及酒店业务增长迅猛，发展前景不改阳光灿烂

民生精品---动态报告/建筑工程行业

2011 年 12 月 07 日

报告摘要:

● 以酒店和商业项目为主，受房地产宏观调控影响小，未来市场前景依然良好

公司业务结构中，酒店和商业项目比重逐步提升至 70%，家装、政府公装分别下降至 10%、20%。以酒店和商业项目为主的业务结构，使得公司受到房地产宏观调控的影响很小。

根据建筑装饰业十二五规划，十二五期间建筑装饰行业整体依然保持年均 12.6% 的较高增速。我们预计，公司的主要领域—酒店和商业地产项目将保持 20% 以上的年均增速，公司未来市场前景依然良好。

● 设计优势明显，装饰总承包初露端倪

目前公司的设计实力在装饰行业中应该是最雄厚的，拥有 900 多人的设计团队，2010 年设计收入达到 2.37 亿元，五年复合增长率达到 31%。公司以室内装饰为主，融幕墙、家具、景观、艺术品等为一体的产业链逐渐成熟，已初步具备了装饰总承包工程的承包能力。

● 管理体系较完善，经营管理水平较高

公司完善的管理体系主要体现在两个方面：施工管理和信息管理。施工管理方面，公司首创并成功运用了“捆绑经营”、“50/80”管理体系，同时不断改善现场质量控制体系。信息管理方面，主要是自主研发的金螳螂 ERP 系统，使公司成为装饰行业最早实现现代化信息管理的公司，覆盖了原来的管理盲点，将纵横向管理打通。完善的管理体系，有效地提升了公司经营效率、盈利能力。

● 股权激励深入实施，核心团队稳定

作为装饰行业上市最早、实施股权激励最早的公司，公司在公司治理方面最为完善，股权激励最为深入。2008 年 8 月 28 日，公司首期股票期权授予完成，第一、二次行权已经完成，第三次行权条件已经满足，行权期为 2012 年 8 月—2013 年 8 月。

● 增发适时完成，或将启动新一轮高成长

公司增发已经完成，募集资金净额 12.97 亿元。本次增发的募投项目有 8 个，既有单纯的经营规模扩张项目、又有纵向扩张项目和横向扩张项目，还有公司内部的业务支撑体系建设项目（营销网络和工程施工管理运营中心建设）。我们认为，本次增发完成，标志着公司进入新一轮的扩张期，可能启动公司新一轮的高成长。

● 上调公司盈利预测，维持公司强烈推荐的投资评级，目标价 54 元

预计公司 2011-2013 年归属母公司股东净利润分别为 7.62 亿、13.89 亿、20.26 亿，同比增长 96.0%、82.2%、45.9%，增发摊薄后 EPS 分别为 1.48 元、2.69 元、3.93 元。维持公司强烈推荐评级，目标价 54 元，对应 2012 年 EPS、20 倍 PE。

● 风险提示

大盘系统性风险，业绩低于预期的风险。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入 (百万元)	6,639	10,617	15,463	21,704
增长率 (%)	61.7%	59.9%	45.6%	40.4%
归属母公司股东净利润 (百万元)	389	762	1389	2026
增长率 (%)	29.2%	96.0%	82.2%	45.9%
每股收益 (元)	1.22	1.48	2.69	3.93
PE	31	26	14	10
PB	10	6	5	3

资料来源：民生证券研究所

本公司具备证券投资咨询业务资格，请务必阅读最后一页免责声明

强烈推荐

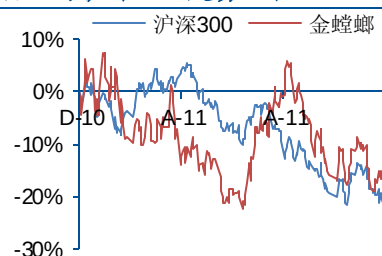
维持评级

目标价：54 元

交易数据 (2011-12-06)

收盘价 (元)	38.19
近 12 个月最高/最低	51.18/34.00
总股本 (百万股)	518.25
流通股本 (百万股)	439.30
流通股比例 (%)	84.77
总市值 (亿元)	197.92
流通市值 (亿元)	167.77

该股与沪深 300 走势比较



分析师

分析师：王小勇

执业证书编号：S0100511060001

电话：(86755)22662099

Email: wangxiaoyong@mszq.com

联系人：徐卫彬

电话：(86755)22662080

相关研究

- 1.《金螳螂 (002081) — 业绩符合预期，近期业绩释放动力较强》2011.10.28
- 2.《金螳螂 (002081) — 业绩符合预期》2011.08.29
- 3.《金螳螂 (002081) — 股权激励继续深化，行业巨擘正在形成》2011.07.19
- 4.《建筑工程行业 2011 年中期投资策略—煤化工工程“五朵金花”绽放，“建筑四小龙”将再飞舞》2011.06.13
- 5.《金螳螂 (002081) 2011 年一季报点评—业绩符合预期，高成长持续》2011.04.29

目录

一、行业领军者，业绩增长确定性最强.....	3
二、以酒店和商业项目为主，受房地产宏观调控影响小，未来市场前景依然良好	5
1、公司酒店和商业项目占比提升至 70%，受房地产宏观调控影响小	5
2、“十二五”期间，建筑装饰业依然保持较高增速，酒店和商业项目增速将保持在 20%以上	5
三、设计优势明显，装饰总承包初露端倪.....	8
1、公司拥有国内最大的装饰设计团队，设计水平处于领先地位.....	8
2、以室内装饰为主，初步具备了装饰总承包能力	9
四、管理体系较完善，经营管理水平较高	10
五、股权激励深入实施，核心团队稳定.....	12
六、增发适时完成，或将启动新一轮高成长.....	14
七、上调公司盈利预测，维持强烈推荐评级，目标价 54 元.....	16
八、风险提示	17
插图目录	19
表格目录	19

一、行业领军者，业绩增长确定性最强

无论从外部权威排名还是从自身业务规模来看，公司作为行业领军者的地位已经确定无疑。在 2010 年度中国建筑装饰行业百强企业评价活动中，公司又一次获得第一名，实现了百强第一“九连冠”。

表 1：公司连续九年稳居“中国建筑装饰行业百强企业”第一名

公司名称	2010	2009	2008	2007	2006	2005	2004	2003	2002
苏州金螳螂建筑装饰股份有限公司	1	1	1	1	1	1	1	1	1
浙江亚厦装饰股份有限公司	2	2	2	2	2	3	3	2	2
深圳广田装饰集团股份有限公司	3	4	6	6	8	10	9	6	5
深圳市深装总装饰工程工业有限公司	4	6	3	3	3	4	4	-	-
中国建筑装饰工程有限公司	4	5	4	4	4	2	2	5	4
深圳市洪涛装饰股份有限公司	5	3	5	5	5	11	5	9	6
深圳瑞和装饰股份有限公司	8	9	10	12	6	5	8	3	11

资料来源：中国建筑装饰协会，民生证券研究所整理

另外，在 2010-2011 年度中国建设工程鲁班奖评选活动中，公司参建的 7 项工程获奖，至此公司共获得鲁班奖 37 项，继续保持业内获得鲁班奖最多的公司。

表 2：公司获鲁班奖数量远大于其他几家上市装饰公司

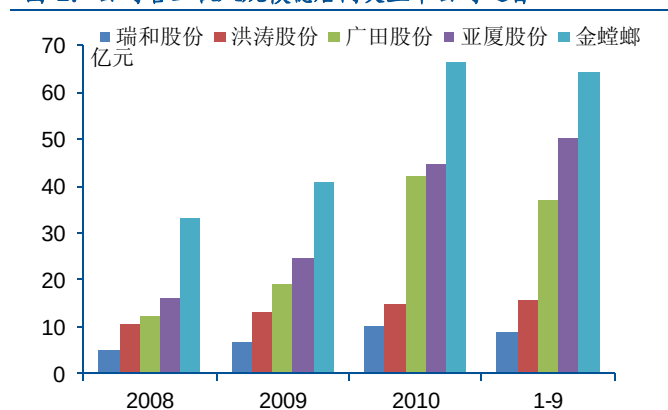
金螳螂	37
亚厦股份	5
广田股份	7
洪涛股份	18
瑞和股份	6

资料来源：各公司公告，民生证券研究所整理

注：除金螳螂以外，其他几家的获奖数量均不含 2011 年获奖项目，并且是根据公告的估计数，可能与实际有出入。

从自身业务规模来看，公司营业收入和归属于母公司所有者净利润都稳居同类上市公司之首，有望成为第一个营业收入超过 100 亿元的装饰行业上市公司。

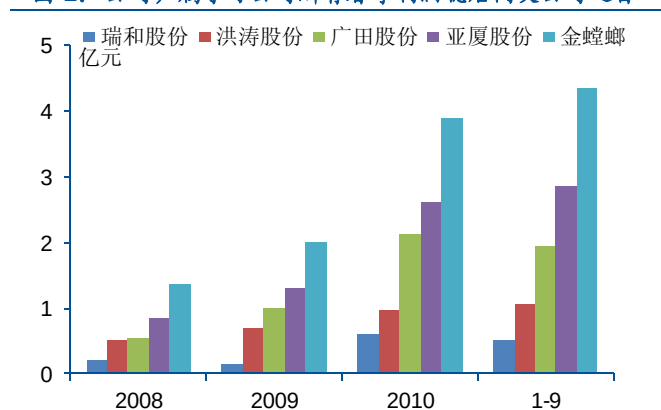
图 1：公司营业收入规模稳居同类上市公司之首



资料来源：公司公告，民生证券研究所整理

注：“1-9”为 2011 年 1-9 月数据。

图 2：公司归属于母公司所有者净利润稳居同类公司之首



资料来源：公司公告，民生证券研究所整理

我们认为，在 5 家装饰上市公司中，公司业绩增长确定性最强，主要理由包括：公司业务模式相对较为成熟，设计优势明显，装饰总承包初露端倪；内部管理体系最完善、经营管理水平最高；股权激励最深入，核心团队稳定；增发适时完成，可能启动新一轮高成长。

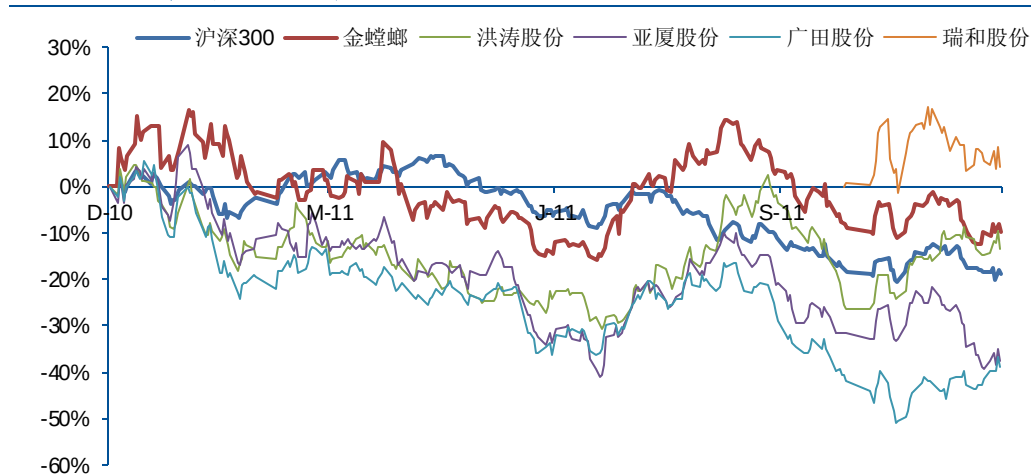
表 3：五家装饰上市公司 IPO、股权激励、增发时间对比

公司名称	2006	2007	2008	2009	2010	2011
金螳螂	IPO		股权激励	股权激励 第一次行权		第二次行权 增发
亚厦股份					IPO	股权激励
广田股份					IPO	股权激励
洪涛股份				IPO		股权激励
瑞和股份						IPO

资料来源：各公司公告，民生证券研究所整理

实际上，公司业绩增长确定性最强的特征，在股价走势上已经有所体现。近一年来，公司总体跑赢大盘约 10 个百分点，调整时，公司调整幅度小于同类公司；反弹时，公司上涨幅度大于同类公司。

图 3：五家装饰上市公司近一年股价走势图



资料来源：wind，民生证券研究所整理

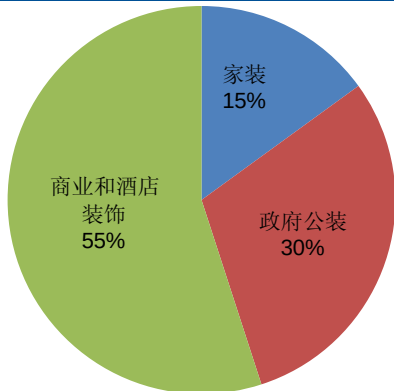
注：瑞和股份于 2011 年 9 月 29 日上市，上市时间短，股价走势代表性不强。

二、以酒店和商业项目为主，受房地产宏观调控影响小，未来市场前景依然良好

1、公司酒店和商业项目占比提升至 70%，受房地产宏观调控影响小

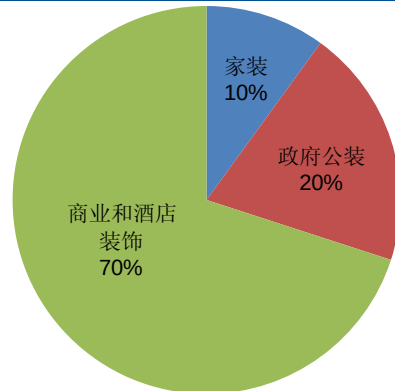
公司业务结构中，酒店和商业项目比重逐步提升至 70%，家装、政府公装分别下降至 10%、20%。以酒店和商业项目为主的业务结构，使得公司受到房地产宏观调控的影响很小。

图 4：2010 年公司的业务结构



资料来源：公开资料

图 5：目前公司的业务结构

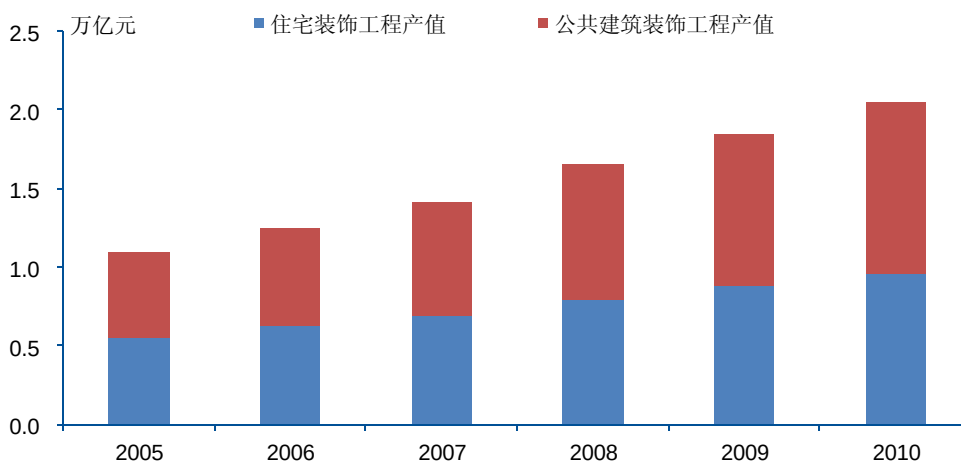


资料来源：公开资料

2、“十二五”期间，建筑装饰业依然保持较高增速，酒店和商业项目增速将保持在 20%以上

十一五期间，建筑装饰行业年工程产值总量由 2005 年的 1.15 万亿元，提高到 2010 年的 2.1 万亿元，总体增长 82.6%，年平均增长速度达到 12.8%，高于同期全国经济增长水平近 3 个百分点。其中，公共建筑装饰产值由 2005 年的 5500 亿元，提升到 1.1 万亿元，年均增速达到 14.8%；住宅装饰年工程总产值由 2005 年的 5500 亿元，提升到 2010 年的 9500 亿元，年均达到 11.16%，表明住宅装饰装修产值增长幅度有所放缓。

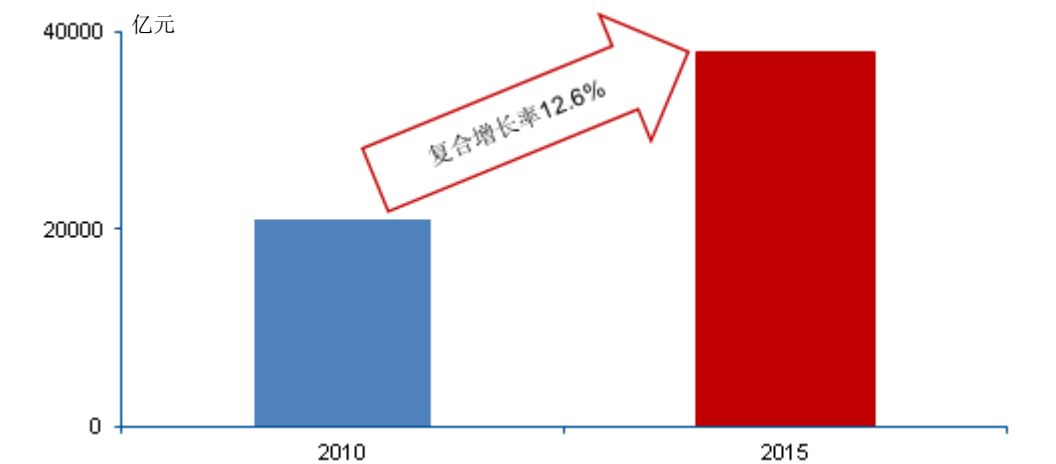
图 6：十一五期间，建筑装饰工程产值年均增长率 12.8%



资料来源：中国建筑装饰协会，民生证券研究所整理

“十二五”期间，建筑装饰业增速基本维持“十一五”期间的高增速。根据中国建筑装饰行业“十二五”发展规划纲要，到2015年我国建筑装饰行业总产值要力争达到3.8万亿元，比2010年增长约1.7万亿元，总增长率为81%，复合增长率为12.6%。

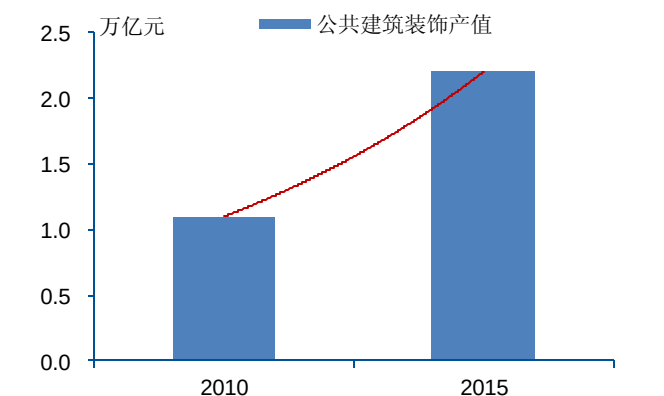
图7：十二五期间，建筑装饰工程产值复合增长率将达12.6%



资料来源：中国建筑装饰协会，民生证券研究所整理

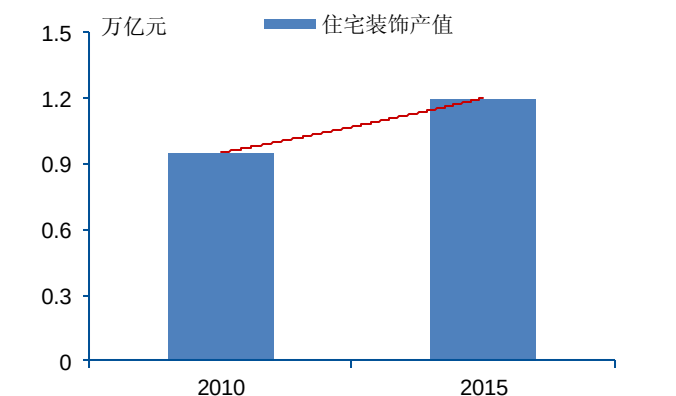
其中，公共建筑装饰增速依然保持年均10%以上，住宅装饰增速下降至10%以下。根据规划，在全部工程总产值中，公共建筑装饰（包括住宅开发建设中的整体楼盘成品房装修、不含建筑幕墙）争取达到2.2万亿元，比2010年增长约1.1万亿元，增长幅度在100%左右，年平均增长率在14.8%左右。住宅装饰（单个家庭独立装修工程）争取达到1.2万亿元，比2010年增长2500亿元，增长幅度在26.3%左右，年平均增长速度为4.8%左右。

图8：十二五期间，公共建筑装饰年均增长14.8%



资料来源：中国建筑装饰协会，民生证券研究所整理

图9：十二五期间，住宅装饰年均增长4.8%



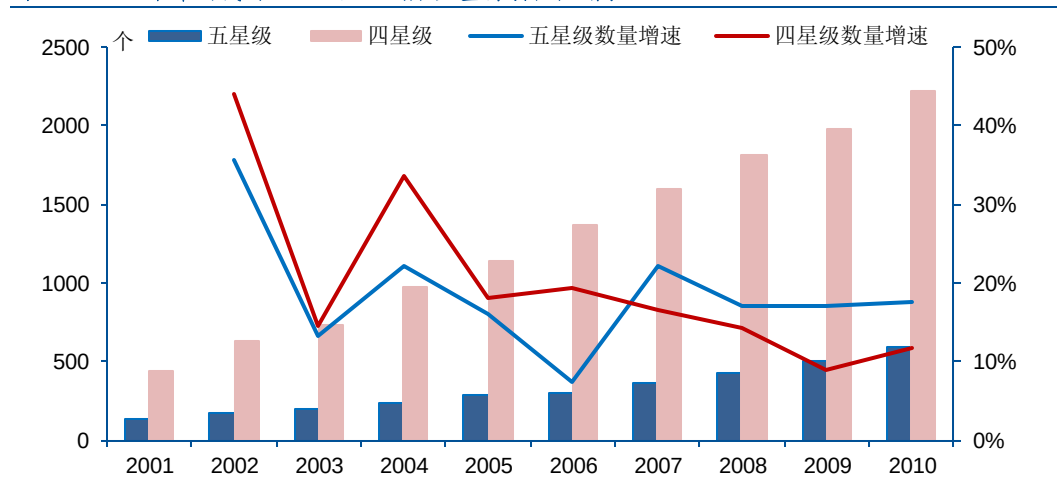
资料来源：中国建筑装饰协会，民生证券研究所整理

我们预计，在住宅调控常态化的背景下，住宅装修尤其是精装这一块的增速将会出现较大幅度的下降；商业地产有望崛起；与此同时，大量建筑进入重装期，产生大量的存量需求，商业地产装饰将依然保持较高增速。

根据行业协会的数据，我们大胆的估计，在公共建筑装饰中，酒店和商业地产项目将保持20%以上的年均增速。

2001-2010 十年间,我国五星级酒店数量由 129 个增长到 595 个,复合增长率为 15%,环比增长率由 36% 高点稳定在 17% 左右;四星级酒店数量由 441 个增长到 2219 个,复合增长率为 17%,环比增长率由 44% 稳定在 10% 左右。另外,我们预计,“十二五”期间,五、四星级酒店数量将会稳定增长,产生持续稳定的装饰装修增量需求;同时,过去 5-10 年间建成的多数酒店将进入重装期,将产生可观的装饰装修存量需求。

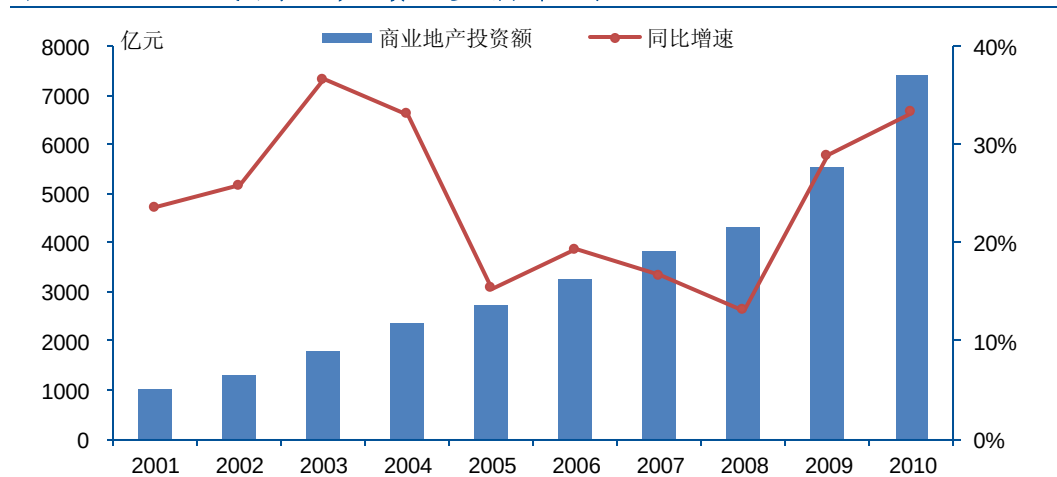
图 10: 过去十年间我国四、五星级酒店数量持续较快增长



资料来源: 国家旅游局, 民生证券研究所整理

商业地产方面, 2001-2010 年, 投资额由 1039 亿元上升至 7405 亿元, 复合增长率为 24%, 尤其是近三年来, 商业地产更是经历了新一轮的投资热潮。

图 11: 2001-2010 我国商业地产投资额复合增长率达到 24%



资料来源: wind, 民生证券研究所整理

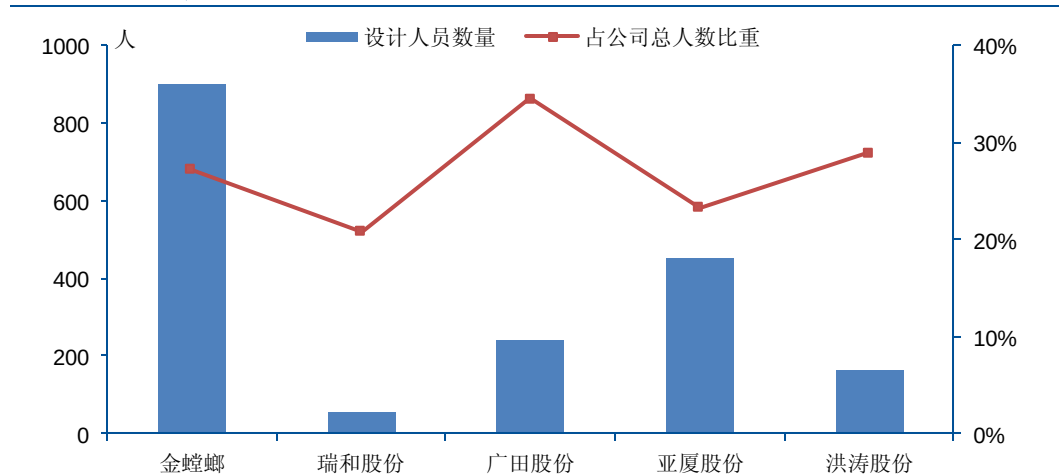
综上, 十二五期间, 建筑装饰行业整体将依然保持年均 12.6% 的较高增速, 其中, 公司的主要领域—酒店和商业地产项目将保持 14.8% 左右的年均增速, 公司未来市场前景依然良好。

三、设计优势明显，装饰总承包初露端倪

1、公司拥有国内最大的装饰设计团队，设计水平处于领先地位

目前，公司的装饰设计实力应该是国内最雄厚的。除了内设的金螳螂设计研究院以外，公司还拥有两个设计类控股子公司：苏州建筑装饰设计研究院有限公司（以下简称“苏州设计院”，投资比例为 79%）、上海金螳螂环境设计研究院有限公司（以下简称“上海设计院”，投资比例为 70%），并且与境外知名设计公司 HBA、BLD、KPF、OMA、BSA、CSL 等建立了长期合作关系。截至 2010 年底，公司装饰设计团队拥有设计师 900 多人，是国内最大的装饰设计团队，其中，全国有成就的资深建筑师 15 名、资深室内建筑师 27 名，全国百名优秀室内建筑师 31 名，全国杰出中青年室内设计师 88 名。

图 12：五家装饰上市公司设计人员对比

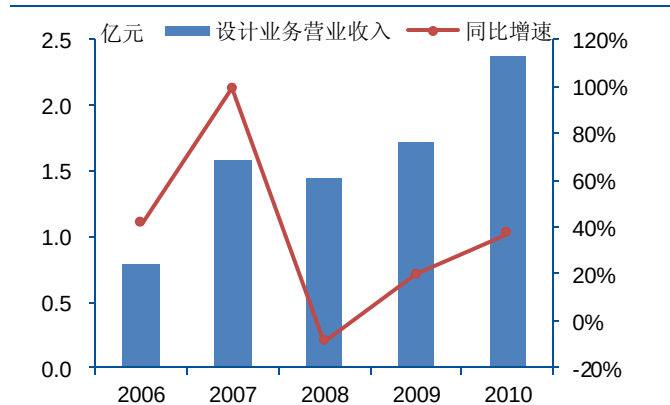


资料来源：公司公告，民生证券研究所整理

注：瑞和股份为 2011 年 6 月 30 日数据，其他为 2010 年 12 月 31 日数据。

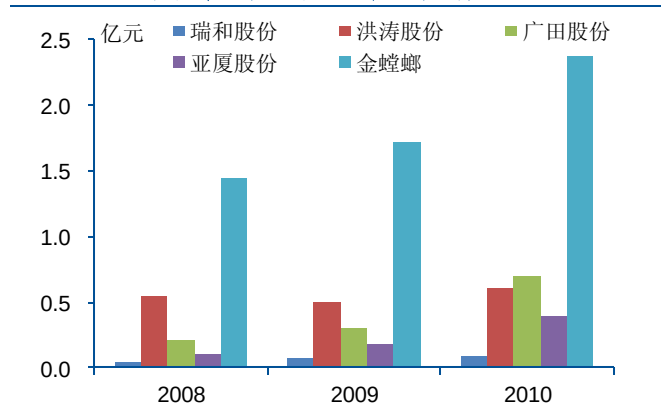
雄厚的设计实力，使得公司设计业务不断壮大。2010 年，公司设计业务收入达到 2.37 亿元，是 2006 年的 3 倍，五年间复合增长率达到 31%。

图 13：2006-2010 年公司设计业务收入复合增长率 31%



资料来源：公司公告，民生证券研究所整理

图 14：五家装饰上市公司近三年设计业务收入对比

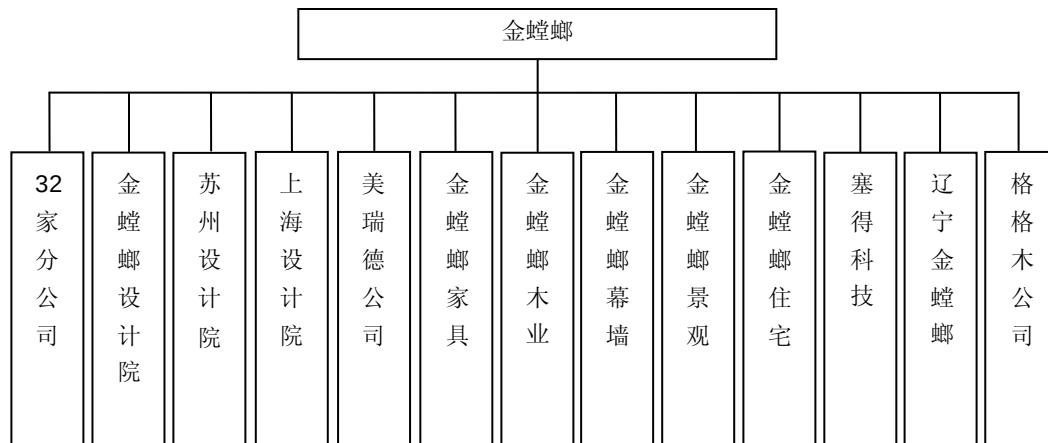


资料来源：公司公告，民生证券研究所整理

2、以室内装饰为主，初步具备了装饰总承包能力

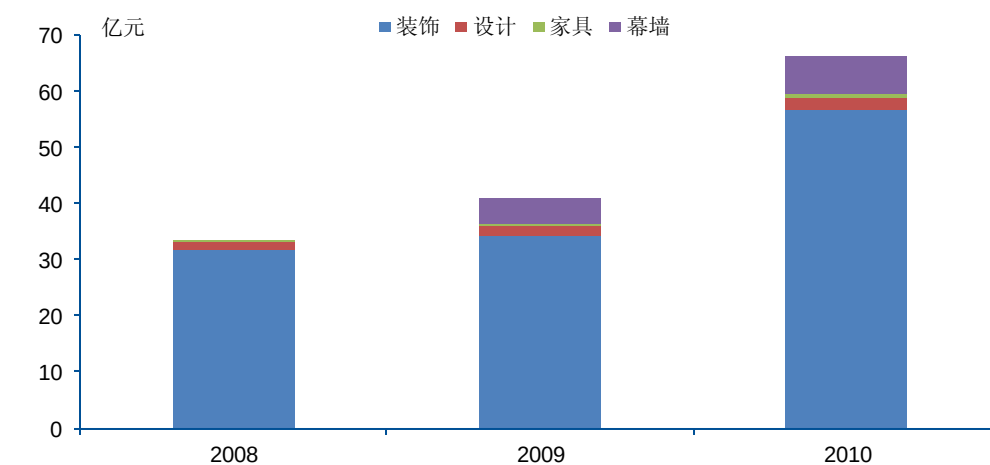
目前，公司以室内装饰为主，融幕墙、家具、景观、艺术品等为一体的产业链逐渐成熟，公司已初步具备了装饰总承包工程的承包能力。

图 15：公司组织架构主要部分



资料来源：公司公告，民生证券研究所整理

图 16：公司业务结构逐步完善



资料来源：公司公告，民生证券研究所整理

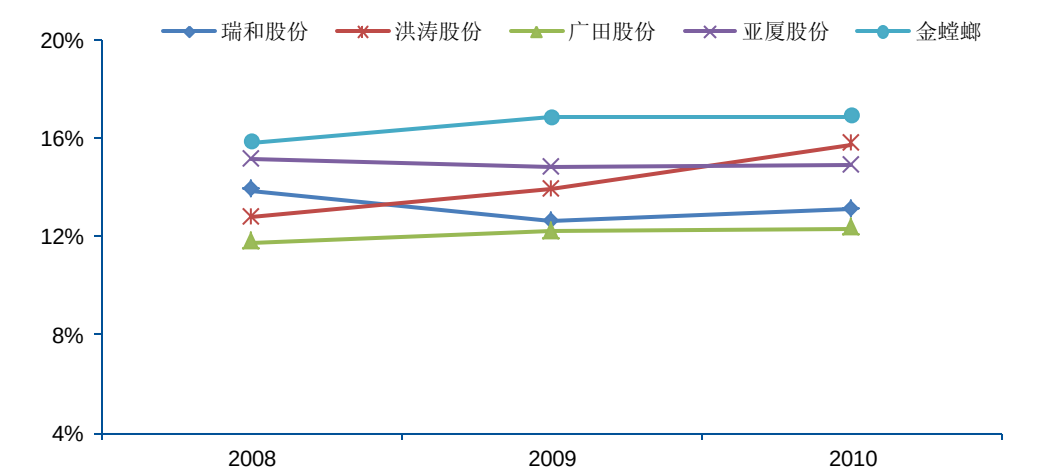
2010 年，公司在一些项目实施过程中因管理得当，被业主聘为装饰“总协调”，对项目的总控能力和协调能力进行了锻炼，未来公司将积极开展装饰总承包模式的探索和试点，预计公司业务将实现全面、高速发展。

四、管理体系较完善，经营管理水平较高

公司比较完善的管理体系主要体现在两个方面：施工管理和信息管理。

施工管理方面，公司拥有由 340 多名注册建造师、项目经理组成的工程管理团队和经过公司严格培训、长期磨合，统一管理标准的施工队伍；公司首创并成功运用了“捆绑经营”、“50/80”管理体系；同时，公司不断完善施工管理，2010 年推行“五力五意识”思想指导体系和“产品化装饰”现场质量管控体系，进一步完善了公司的管理体系，使公司内部控制管理更加完善。先进的施工管理，为公司取得了良好的经济效益，公司毛利率水平相对较高。

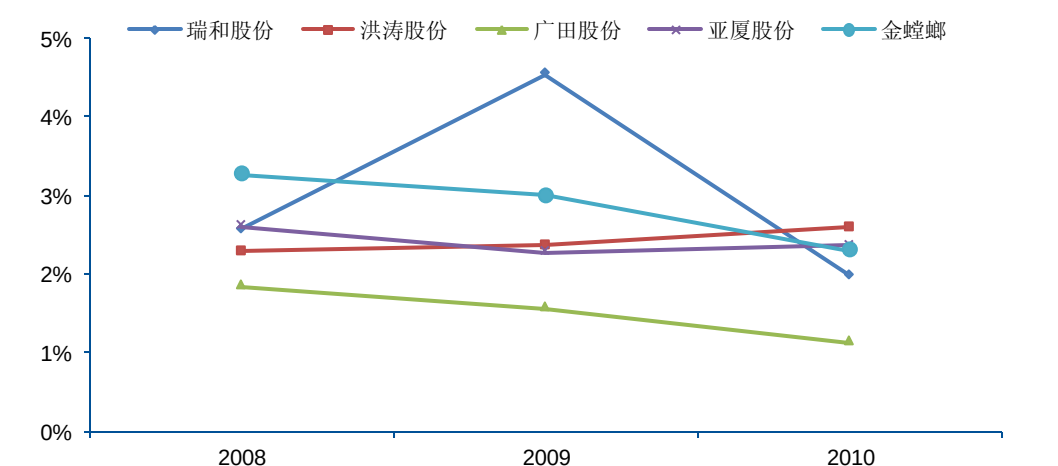
图 17：公司毛利率相对较高



资料来源：公司公告，民生证券研究所整理

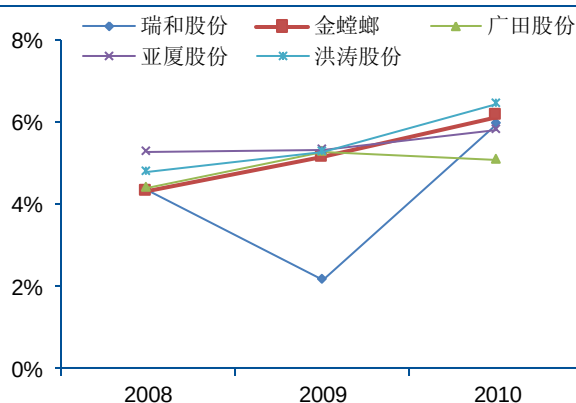
信息管理方面，公司企业信息化项目已建成，自主研发的金螳螂 ERP 管理系统全面上线，使公司成为装饰行业最早实现现代化信息管理的公司。该 ERP 系统是公司独自探索并对公司行之有效的模式，覆盖了原来的管理盲点，将纵横向管理打通。该 ERP 系统在 2009 年底初步完成，2010 年全面上线。随着该系统的上线，公司管理费用呈现明显的下降趋势。

图 18：公司管理费用率大幅下降

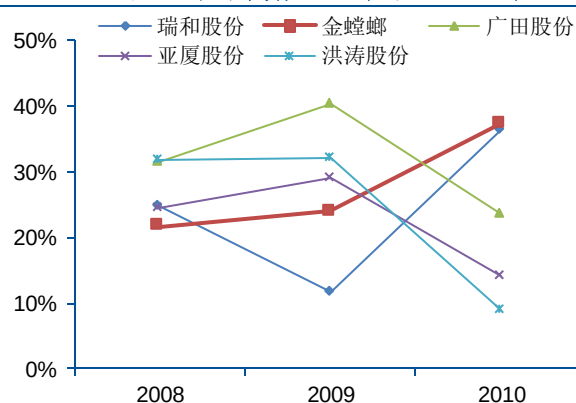


资料来源：公司公告，民生证券研究所整理

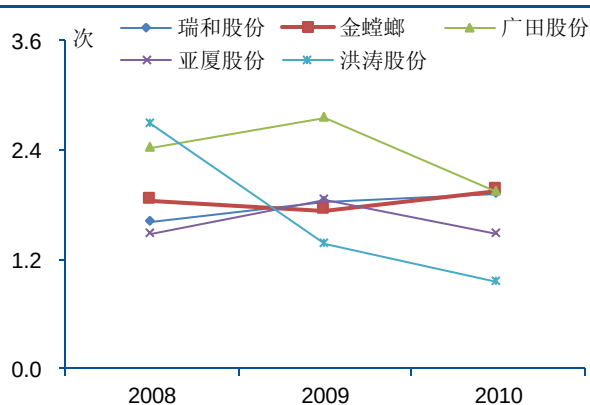
先进的管理模式、完善的管理体系对公司的促进作用是多方面的,综合体现为公司经营管理水平较高。外在表现为:公司连续两年入围“中国民营企业 500 强”,连续被评为“中小板上市公司 50 强”和“中小板上市公司 10 佳管理团队”。内在表现为各项经营指标均处于行业前列。

图 19: 公司销售净利率持续大幅提升


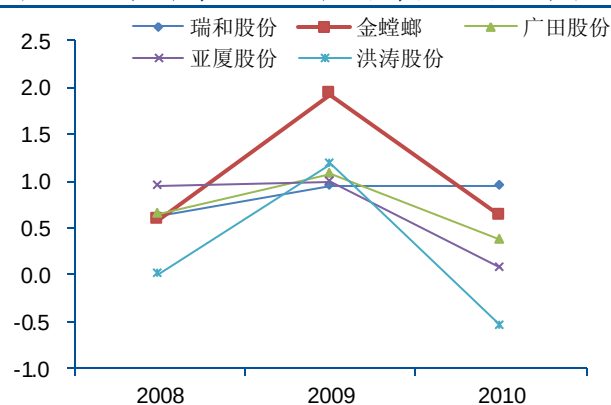
资料来源: wind, 民生证券研究所整理

图 20: 公司加权平均净资产收益率持续大幅提升


资料来源: wind, 民生证券研究所整理

图 21: 公司总资产周转率稳中有升


资料来源: wind, 民生证券研究所整理

图 22: 公司经营净现金流/经营活动净收益指标居前列


资料来源: wind, 民生证券研究所整理

五、股权激励深入实施，核心团队稳定

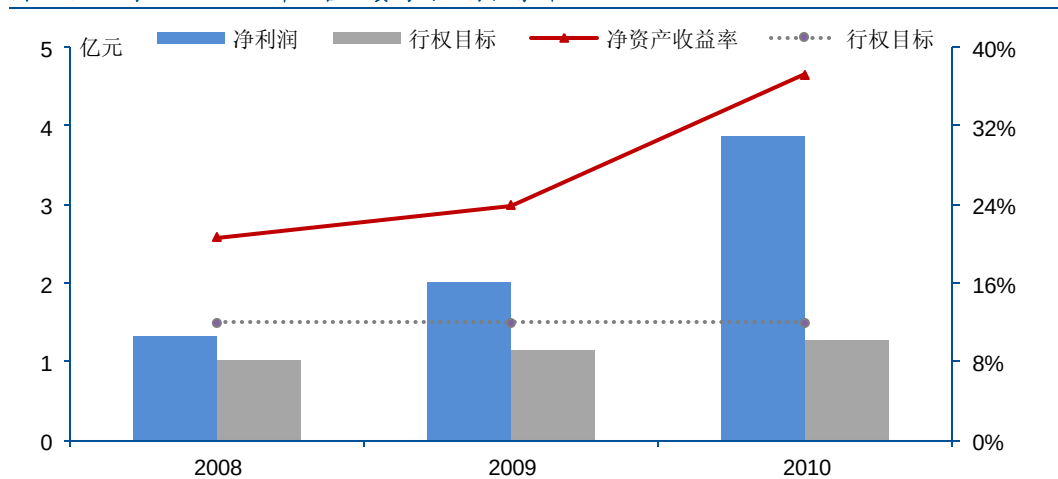
作为装饰行业上市最早的公司，公司在公司治理方面最为完善，股权激励最为深入。2008年8月28日，公司首期股票期权授予完成，共计20名激励对象300万份股票期权。2008-2010年度经营指标均符合行权条件。2009年、2011年，公司首期股票期权激励计划第一、二次行权完成，第三次行权条件已经满足，行权期为2012年8月—2013年8月。

表 4：公司股权激励计划概况

股权激励工具	股票期权
激励对象	原计划 20 名，后变更为 18 名
股票期权数量	原计划 300 万份，占当时总股本的 2.13%
授予日	2008 年 8 月 28 日
行权期及行权比例	第一次行权：2009 年 8 月-2011 年 2 月，30% 第二次行权：2011 年 3 月-2012 年 8 月，30% 第三次行权：2012 年 8 月-2013 年 8 月，40%
行权条件	第一、二、三个行权期分别为：2008、2009、2010 年净利润增长率不低于 70%、90%、110%（以 2006 年为基数），加权平均净资产收益率均不低于 12%
实际行权情况	第一次行权：2009 年 11 月 27 日，可行权的 129.60 万份股票期权全部行权 第二次行权：2011 年 6 月 24 日，18 名激励对象中共有 15 名行权，行权数量为 261.225 万份，占本次可行权数量的 89.58%；尚有 3 名激励对象、计 30.375 万份股票期权未行权，可在 2012 年 8 月以前申请行权。 第三次行权：行权条件已经满足，尚未到行权期。

资料来源：公司公告，民生证券研究所整理

图 23：公司 2008-2010 年经营业绩均满足行权条件



资料来源：公司公告，民生证券研究所整理

注：净利润为归属于母公司所有者的净利润，与净资产收益率均为扣除非经常性损益前后孰低值。

在股票期权激励的同时，控股股东还通过协议转让公司股份等方式对公司核心团队进行激励。2010年2月，公司控股股东将2200万股、计10.34%的公司股份转让给43名公司核心团队成员。另外，在公司控股股东金螳螂集团的股份中，35名自然人股东（2010年2月4日），也有一部分是公司核心成员，也体现出股权激励。

如此深入的股权激励，保证了核心团队成员与公司利益的一致性，稳定了公司核心团

队，为公司持续快速的的增长奠定了坚实的人才基础。

我们预计，公司首期股权激励计划第三次行权于 2012 年底、2013 年初即可结束。我们预计，为了激励公司核心团队持续致力于公司发展，公司或许会在首期股权激励计划实施完毕后推出第二期股权激励计划。

六、增发适时完成，或将启动新一轮高成长

2011年11月23日，公司发布公告称，公司非公开发行股票完成。此次增发共发行股票 3684.38 万股，发行价格 36 元/股，募集资金净额 12.97 亿元，投向 8 个项目。此次发行的股票 2011 年 11 月 24 日上市，限售期 12 个月。

表 5：本次非公开发行股票概况

发行数量	3684.38 万股
发行价格	36 元/股
募集资金总额	132637.68 万元
募集资金净额	129650.60434 万元
限售期	12 个月（2012 年 11 月 24 日上市流通）
发行对象及数量（万股）	
广发基金管理有限公司	800
交银施罗德基金管理有限公司	500
上海景林景通股权投资中心（有限合伙）	400
深圳市中信联合创业投资有限公司	400
泰康资产管理有限责任公司	400
中国银河投资管理有限公司	400
广发证券股份有限公司	400
汇添富基金管理有限公司	384.38

资料来源：公司公告，民生证券研究所整理

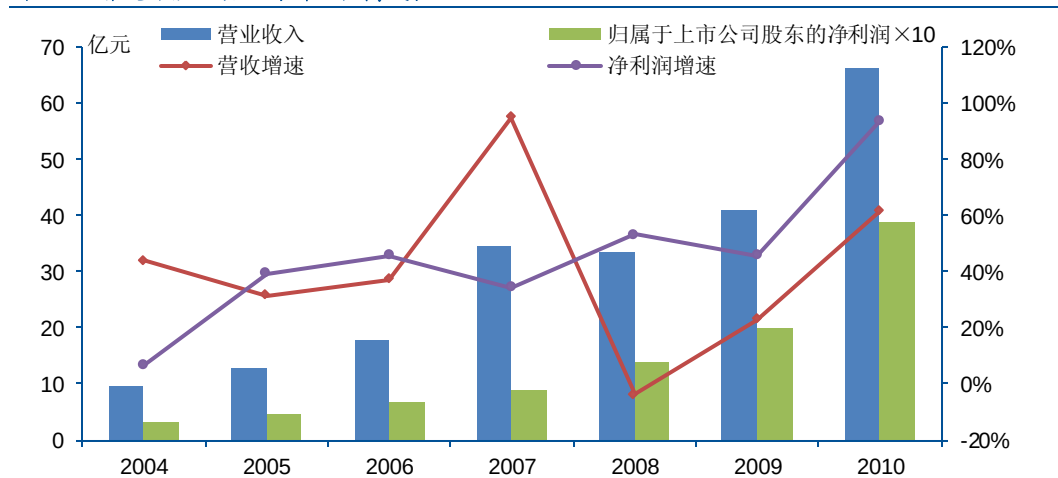
表 6：本次非公开发行募集资金投入项目

序号	项目名称	投资总额（万元）	募集资金投入金额（万元）
1	节能幕墙及门窗生产线建设项目	38940.10	30940.10
2	建筑装饰用木制品工厂化生产项目	13066.70	13066.70
3	建筑装饰用石材工厂化生产项目	12785.60	12785.60
4	金螳螂工程施工管理运营中心建设项目	28090.40	28090.40
5	营销网络升级项目	15338.00	15338.00
6	收购美瑞德公司 40% 少数股权并增资项目	18726.20	18726.20
7	增资金螳螂景观公司项目	3000.00	3000.00
8	增资金螳螂住宅公司项目	7000.00	7000.00
合计		136947.00	128947.00

资料来源：公司公告，民生证券研究所整理

由上表可知，本次增发的 8 个募投项目，既有单纯的经营规模扩张项目、又有纵向扩张项目和横向扩张项目，还有公司内部的业务支撑体系建设项目（营销网络和工程施工管理运营中心建设）。我们认为，本次增发完成，标志着公司进入新一轮的扩张期，可能启动公司新一轮的高成长。

图 24: 增发可能启动公司新一轮高成长

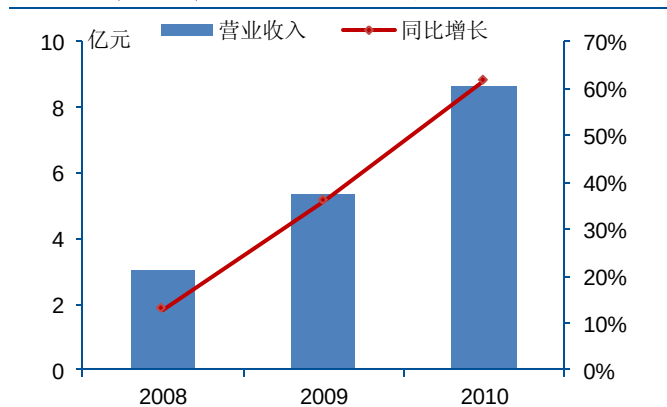


资料来源: 公司公告, 民生证券研究所整理

木制品工厂化生产、建筑装饰用石材工厂化生产两个项目属于纵向一体化扩张项目, 可以提升公司部品部件的工厂化生产水平与自我配套能力, 稳定上游资源供给、保障工期、进一步提升工程品质、强化公司的核心竞争力, 拓展公司业务的盈利空间、提升整体盈利能力。

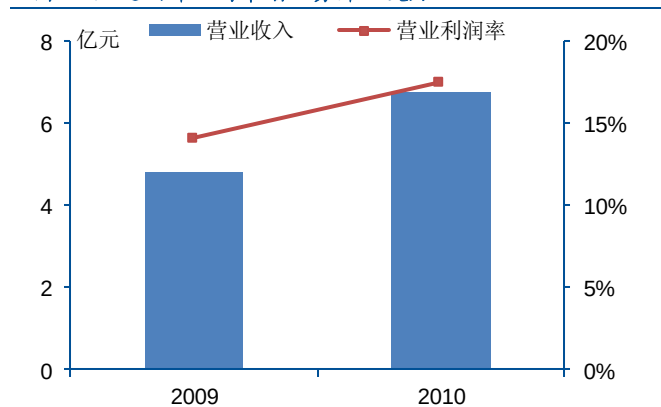
收购美瑞德 40%的股权并增资美瑞德、金螳螂景观、金螳螂住宅, 属于横向扩张与规模扩张, 将进一步巩固公司的行业龙头地位。美瑞德也是建筑装饰百强企业, 2008-2010 年排名分别为 42、40、35, 优势领域在于酒店装修、公共建筑装修及幕墙设计施工, 拥有 120 多人的设计团队和 100 多人的项目管理团队。整体住宅精装修项目、景观园林项目则显示出公司向住宅精装修、景观园林领域强势扩张的趋势。

图 25: 最近三年美瑞德营业收入保持较快增速



资料来源: 公司公告, 民生证券研究所整理

图 26: 近两年公司幕墙业务开始发力



资料来源: 公司公告, 民生证券研究所整理

节能幕墙及门窗生产线建设项目将进一步落实公司“产品化装饰”战略, 进一步扩大幕墙业务产能, 实现幕墙业务持续快速增长。公司幕墙业务于 2009 年发力, 并呈现快速增长势头, 2010 年业务收入达到 6.77 亿元, 同比增长 41.09%。我们预计, 幕墙业务有望成为公司新的业绩增长点。

七、上调公司盈利预测，维持强烈推荐评级，目标价 54 元

预计公司 2011-2013 年公司营业收入分别为 106.05 亿元、154.46 亿元、216.79 亿元，同比增长 59.9%、45.6%、40.4%；归属母公司股东净利润分别为 7.62 亿、13.89 亿、20.26 亿，同比增长 96.0%、82.2%、45.9%，公司增发摊薄后 2011-2013 年 EPS 分别为 1.48 元、2.69 元、3.93 元。

表 7：公司分部业务收入预测

收入（亿元）	2009	2010	2011E	2012E	2013E
装饰	3421	5657	9164	13287	18602
设计	172	237	343	515	618
家具	32	62	83	121	175
幕墙	480	677	1015	1522	2283
合计	4105	6632	10605	15446	21679
收入（YOY）					
装饰	8.4%	65.4%	62.0%	45.0%	40.0%
设计	19.4%	37.8%	44.7%	50.1%	20.0%
家具	-10.3%	93.8%	33.9%	45.8%	44.6%
幕墙	--	41.0%	49.9%	50.0%	50.0%
合计	23.0%	61.6%	59.9%	45.6%	40.4%
毛利（亿元）	2009	2010	2011E	2012E	2013E
装饰	579	933	1466	2255	3207
设计	36	56	86	144	185
家具	9	12	19	30	49
幕墙	68	118	178	289	468
合计	692	1119	1749	2719	3910
毛利（YOY）					
装饰	17.0%	61.1%	57.1%	53.8%	42.2%
设计	33.3%	55.6%	53.6%	67.4%	28.5%
家具	12.5%	33.3%	58.3%	57.9%	63.3%
幕墙	--	73.5%	50.8%	62.4%	61.9%
合计	30.8%	61.7%	56.3%	55.5%	43.8%
毛利率	2009	2010	2011E	2012E	2013E
装饰	16.9%	16.5%	16.0%	17.0%	17.2%
设计	20.6%	23.7%	25.0%	28.0%	30.0%
家具	29.2%	20.0%	23.0%	25.0%	28.0%
幕墙	14.1%	17.5%	17.5%	19.0%	20.5%
综合毛利率	16.85%	16.88%	16.49%	18%	18.03%

资料来源：公司公告，民生证券研究所

表 8: 盈利预测简表

单位: 百万元	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	4107	6639	10617	15463	21704
营业成本	3415	5518	8867	12742	17790
营业税金及附加	129	210	329	464	651
销售费用	116	121	186	263	369
管理费用	123	153	319	346	484
财务费用	(4)	(6)	(18)	(32)	(42)
资产减值损失	42	98	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	0	2	3	4	5
营业利润	286	549	939	1684	2457
营业外收入	1	2	0	0	0
营业外支出	1	2	0	0	0
利润总额	286	549	939	1684	2457
所得税	74	141	141	253	369
净利润	211	408	798	1431	2089
少数股东损益	11	19	36	43	63
归属于母公司净利润	201	389	762	1389	2026
EPS (元)	0.94	1.22	1.48	2.69	3.93

资料来源: 公司公告, 民生证券研究所

维持公司强烈推荐评级, 目标价 54 元, 对应 2012 年 EPS、20 倍 PE。

表 9: 可比上市公司估值情况

证券代码	证券简称	前 20 日收盘均价 (111206)	EPS				PE			
			2010	2011E	2012E	2013E	2010	2011E	2012E	2013E
002325.SZ	洪涛股份	24.07	0.65	0.75	1.20	1.67	37	32	20	14
002375.SZ	亚厦股份	28.56	1.24	1.23	1.81	2.51	23	23	16	11
002482.SZ	广田股份	25.43	1.65	0.99	1.46	1.97	15	26	17	13
002620.SZ	瑞和股份	29.19	1.01	1.11	1.69	2.54	29	26	17	11
行业均值 (整体法)			0.37	0.45	0.56	0.70	19	11	9	7

资料来源: Wind, 民生证券研究所

八、风险提示

大盘系统性风险, 公司业绩低于预期的风险。

公司财务报表数据预测汇总

利润表

项目 (百万元)	2010A	2011E	2012E	2013E
一、营业总收入	6,639	10,617	15,463	21,704
减：营业成本	5,518	8,867	12,742	17,790
营业税金及附加	210	329	464	651
销售费用	121	186	263	369
管理费用	153	319	346	484
财务费用	(6)	(18)	(32)	(42)
资产减值损失	98	0	0	0
加：投资收益	2	3	4	5
二、营业利润	549	939	1684	2457
加：营业外收支净额	0	0	0	0
三、利润总额	549	939	1684	2457
减：所得税费用	141	141	253	369
四、净利润	408	798	1431	2089
归属于母公司的利润	389	762	1389	2026
五、基本每股收益 (元)	1.22	1.48	2.69	3.93

主要财务指标

项目	2010A	2011E	2012E	2013E
EV/EBITDA	52.7	31.0	17.4	12.0
成长能力:				
营业收入同比	61.7%	59.9%	45.6%	40.4%
营业利润同比	92.3%	70.9%	79.4%	45.9%
净利润同比	93.7%	96.0%	82.2%	45.9%
营运能力:				
应收账款周转率	3.5	3.6	3.6	3.5
存货周转率	167.9	200.4	196.6	194.2
总资产周转率	1.6	1.4	1.5	1.5
盈利能力与收益质量:				
毛利率	16.9%	16.5%	17.6%	18.0%
净利率	5.9%	7.2%	9.0%	9.3%
总资产净利率 ROA	10.0%	10.4%	13.7%	14.5%
净资产收益率 ROE	32.2%	24.5%	33.4%	35.7%
资本结构与偿债能力:				
流动比率	1.2	1.5	1.5	1.5
资产负债率	69.4%	58.4%	59.0%	59.3%
长期借款/总负债	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
每股指标 (元)				
每股收益	1.22	1.48	2.69	3.93
每股经营现金流量	1.06	2.18	2.50	4.27
每股净资产	3.78	6.03	8.05	11.00

资料来源：民生证券研究所

资产负债表

项目 (百万元)	2010A	2011E	2012E	2013E
货币资金	853	2790	3518	4959
应收票据	130	234	340	477
应收账款	2359	3524	5133	7204
预付账款	0	0	0	0
其他应收款	97	159	232	326
存货	35	53	76	107
其他流动资产	29	35	51	71
流动资产合计	3,503	6,796	9,350	13,144
长期股权投资	10	10	10	10
固定资产	367	704	890	1,110
在建工程	28	0	0	0
无形资产	80	72	65	58
其他非流动资产	100	83	100	60
非流动资产合计	557	868	1,064	1,238
资产总计	4,061	7,664	10,414	14,382
短期借款	0	0	0	0
应付票据	0	0	0	0
应付账款	2026	3281	4714	6582
预收账款	409	656	943	1316
其他应付款	377	538	483	627
应交税费	110	150	202	243
其他流动负债	0	0	0	0
流动负债合计	2,812	4,475	6,140	8,526
长期借款	0	0	0	0
其他非流动负债	0	0	0	0
非流动负债合计	4	5	5	5
负债合计	2,817	4,480	6,145	8,531
股本	319	516	516	516
资本公积	181	1318	1318	1318
留存收益	707	1278	2319	3839
少数股东权益	37	73	116	179
所有者权益合计	1,207	3,112	4,153	5,673
负债和股东权益合计	4,061	7,664	10,414	14,382

现金流量表

项目 (百万元)	2010A	2011E	2012E	2013E
经营活动现金流量	339	1123	1289	2201
投资活动现金流量	(1)	(350)	(250)	(300)
筹资活动现金流量	(101)	1,164	(312)	(459)
现金及等价物净增加	236	1937	728	1441

插图目录

图 1: 公司营业收入规模稳居同类上市公司之首.....	3
图 2: 公司归属于母公司所有者净利润稳居同类公司之首.....	3
图 3: 五家装饰上市公司近一年股价走势图.....	4
图 4: 2010 年公司的业务结构.....	5
图 5: 目前公司的业务结构.....	5
图 6: 十一五期间, 建筑装饰工程产值年均增长率 12.8%.....	5
图 7: 十二五期间, 建筑装饰工程产值复合增长率将达 12.6%.....	6
图 8: 十二五期间, 公共建筑装饰年均增长 14.8%.....	6
图 9: 十二五期间, 住宅装饰年均增长 4.8%.....	6
图 10: 过去十年间我国四、五星级酒店数量持续较快增长.....	7
图 11: 2001-2010 我国商业地产投资额复合增长率达到 24%.....	7
图 12: 五家装饰上市公司设计人员对比.....	8
图 13: 2006-2010 年公司设计业务收入复合增长率 31%.....	8
图 14: 五家装饰上市公司近三年设计业务收入对比.....	8
图 15: 公司组织架构主要部分.....	9
图 16: 公司业务结构逐步完善.....	9
图 17: 公司毛利率相对较高.....	10
图 18: 公司管理费用率大幅下降.....	10
图 19: 公司销售净利率持续大幅提升.....	11
图 20: 公司加权平均净资产收益率持续大幅提升.....	11
图 21: 公司总资产周转率稳中有升.....	11
图 22: 公司经营净现金流/经营活动净收益指标居前列.....	11
图 23: 公司 2008-2010 年经营业绩均满足行权条件.....	12
图 24: 增发可能启动公司新一轮高成长.....	15
图 25: 最近三年美瑞德营业收入保持较快增速.....	15
图 26: 近两年公司幕墙业务开始发力.....	15

表格目录

表 1: 公司连续九年稳居“中国建筑装饰行业百强企业”第一名.....	3
表 2: 公司获鲁班奖数量远大于其他几家上市装饰公司.....	3
表 3: 五家装饰上市公司 IPO、股权激励、增发时间对比.....	4
表 4: 公司股权激励计划概况.....	12
表 5: 本次非公开发行股票概况.....	14
表 6: 本次非公开发行募集资金投入项目.....	14
表 7: 公司分部业务收入预测.....	16
表 8: 盈利预测简表.....	17
表 9: 可比上市公司估值情况.....	17

分析师与联系人简介

王小勇，重庆建筑大学技术经济及管理硕士，水电建筑工程学士，4年相关行业工作经验、4年证券行业从业经验。2011年2月加盟民生证券，主要研究建筑工程及建材行业。2010年卖方分析师金牛奖建筑建材行业第三名、水晶球建筑工程行业第三名、并以建筑工程行业第四名入围新财富。

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格和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，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

机构销售

销售	负责区域	电话	手机	邮箱
尹璠	北京	010-85127761	18611738655	yintang@mszq.com
郭明	北京	010-85127762	18601357268	guoming@mszq.com
郭楠	北京	010-85127835	15801209146	guonan@mszq.com
杜婵媛	北京	010-85127761	18610531518	duchanyuan@mszq.com
杨平平	北京	010-85127761	15210830789	yangpingping@mszq.com
李珊珊	北京	010-85127506	18616891195	lishanshan@mszq.com
平珂	上海	021-68885772	13818133101	pingke@mszq.com
张瑜鑫	上海	021-68885790	13810338213	zhangyuxin_jgxs@mszq.com
陈康菲	上海	021-68885792	13917175055	chenkangfei@mszq.com
朱光宇	上海	021-68885773	18601666368	zhuguangyu@mszq.com
汪萍	上海	021-68885167	18616023421	wangping@mszq.com
钟玲	上海	021-68885797	15900782242	zhongling@mszq.com
郑敏	上海	021-68885159	18701944310	zhengmin@mszq.com
王溪	上海	021-68885793	13585785630	wangxi_sh@mszq.com
万小山	广深	0755-22662056	13902959014	wanxiaoshan@mszq.com
许立平	广深	020-84228173	18601368846	xuliping@mszq.com
韦珂嘉	广深	0755-22667772	13701050353	weikejia@mszq.com
李潇	广深	0755-22662095	13631517757	lixiao@mszq.com
马炜炎	广深	0755-22662089	18665855545	maweiyan@mszq.com
王仪枫	广深	0755-22662093	13682556787	wangyifeng@mszq.com

民生证券研究所:

北京: 北京市东城区建国门内大街28号民生金融中心A座16层; 100005

上海: 浦东新区浦东南路588号(浦发大厦)31楼F室; 200120

深圳: 深圳市福田区深南大道7888号东海国际中心A座; 518040

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。	强烈推荐	相对沪深 300 指数涨幅 20%以上
	谨慎推荐	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
	回避	相对沪深 300 指数下跌 10%以上
行业评级标准		
以报告发布日后的 12 个月内行业指数的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。	推荐	相对沪深 300 指数涨幅 5%以上
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于-5% ~ 5%之间
	回避	相对沪深 300 指数下跌 5%以上

免责声明

本报告仅供民生证券有限责任公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息,但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断,在不同时期,本公司可发出与本报告所刊载的意见、推测不一致的报告,但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用,并不构成对客户的投资建议,并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。本公司也不对因客户使用本报告而导致的任何可能的损失负任何责任。

本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况,以及(若有必要)咨询独立投资顾问。

本公司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参与本报告所提及的公司的金融交易,亦可向有关公司提供或获取服务。本公司的一位或多位董事、高级职员或/和员工可能担任本报告所提及的公司的董事。

本公司及公司员工在当地法律允许的条件下可以向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务以及顾问、咨询业务在内的服务或业务支持。本公司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。

若本公司以外的金融机构发送本报告,则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。

未经本公司事先书面授权许可,任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。本公司版权所有并保留一切权利。

所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记,除非另有说明,均为本公司的商标、服务标识及标记。