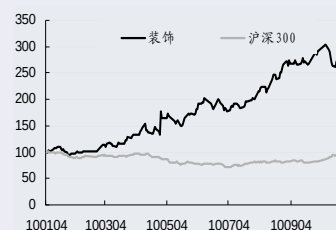


增持 首次

装饰行业

2010 年 10 月 22 日

市场表现



资料来源：海通证券研究所

相关研究

建筑工程行业首席分析师
江孔亮

SAC 执业证书编号：
S0850203100047
电话：021-23219422
Email: kljiang@htsec.com

联系人
赵健
电话：021-23219472
Email: zhaoj@htsec.com

耐力比速度更重要

行业观点：

- **装饰子行业的总体看法。**在消费升级及住宅精装修比率逐步提升的背景下，装饰行业整体保持平稳增长；对于装饰上市公司来说，未来的主要增长来自于业务链和市场区域的双向扩展。目前阶段，由于存在“跷跷板”关系，上市公司有能力平衡收入增长和选择毛利率。因此未来一至两年这些公司保持高增长的条件仍很充分。从商品房投资新开工角度，装饰业务明年将保持快速增长；对于后年的市场目前看不清楚。建筑装饰子行业可以长期看好，短期可能面临一个估值压力消化的过程。
- **装饰的两块子市场壁垒不尽相同，公装壁垒在设计，精装壁垒在施工。**公装业务艺术性和独特性更强，设计业务容易带动后续施工订单，核心人员是设计人员；精装修业务则更强调施工质量，因为作业空间更多更分散，对项目经理的管控协调能力要求更多，项目经理是核心人员。
- **明年精装修订单情况相对乐观。**今年前三个季度商品住宅新开工数量同比增长明显，我们预计明年精装修的订单情况相对乐观。此外，目前一线城市市区精装修比例较高，未来可关注一线郊区和二线城市的精装修率提升潜力。
- **政府投资驱动的公装业务增速下滑，但消费升级驱动的公装业务景气度仍然很高。**预计政府投资驱动的交通、会堂等装饰需求增速会有所下降；高端酒店等消费升级需求景气度很高，未来国际酒店集团在二三线城市扩展带来的装饰需求值得关注。

对于公司的观点：

- **金螳螂、洪涛在公装设计上相对领先，亚厦、广田在精装修施工上居于前两位。**我们认为金螳螂和洪涛属于公装主导型企业，亚厦和广田是精装修特色型企业；未来将向“全业务类型的装饰服务商”转变，现有的差异化可能逐步弱化。
- **成本加成定价、业务链延伸利于毛利率稳定。**由于市场容量仍很大，公司要实现收入的快速增长应该没有问题，同时上市公司延伸毛利较高的木制品项目等措施，有利于业务快速扩展期为毛利率平稳提供一定支撑，因而短期下降风险不大。
- **管理和激励是长期成长的基石。**短期来看，市场需求无忧，但各公司的产能可能有压力，主要是合格项目经理的瓶颈。而从长期来看，“轻资产、重管理、增激励”才是长久的发展之道，在大消费背景下的装饰企业，耐力比速度更重要。
- **风险因素：**估值风险，地产调控风险，坏账风险。

代码	股票名称	EPS (元)			投资评级	
		2010E	2011E	2012E	上期	本期
002081	金螳螂	1.08	1.55	2.15	增持	增持
002325	洪涛股份	0.73	1.03	1.38	增持	增持
002375	亚厦股份	1.29	2.09	3.04	增持	增持
002482	广田股份	1.23	2.02	2.96	-	增持

目 录

本报告的主要关注点	5
行业篇	6
1. 消费升级驱动下装饰业仍有望保持稳定增长	6
1.1 装饰行业是消费升级受益行业、未来仍能稳定增长	6
1.2 装饰业由民营企业主导，行业集中度进一步增强的趋势明显	6
1.3 装饰行业市场容量稳步扩大	8
1.4 公装门槛在设计，精装门槛在施工	9
2. 精装修，装出黄金屋	10
2.1 政府部门引导，开发商是关键推动力	10
2.2 国内市场流行的精装标准高于国外多数全装修	11
2.3 装修业务已被整合进地产开发流程，装饰行业明年订单有保障	12
2.4 精装修进程推进迅速，一线郊区和二线城市值得关注	14
2.5 精装修前景远大，利润空间十分可观	15
3. 公装业务受益消费升级，稳步增长	16
3.1 政府投资强度下降	16
3.2 消费升级推动酒店等业务高景气	17
4. 耐力比速度更重要——管理和激励是长期成长的基石	19
4.1 四家公司貌似相近，但业务侧重点不同，未来差异将弱化	19
4.2 成本加成定价、业务链条延伸有利于毛利率的稳定	21
4.3 短期看产能和业务调整、长期看管理、核心是人才	23
5. 行业估值	24
6. 潜在风险	24
公司篇	25
7. 金螳螂：一直被模仿	25
8. 洪涛股份：小、也可以美好	27
9. 亚厦股份：坐二望一，攻城略地	29
10. 广田股份：后起之秀，潮头争先	31

图目录

图 1	2002-2012E建筑装饰行业产值及增速	6
图 2	2002-2009 年居民消费及增速	6
图 3	我国建筑装饰企业数量（万家）	7
图 4	2009 年顶级资质公司数量及占比	7
图 5	2002 年以来百强企业产值及占比	7
图 6	装饰业务构成	8
图 7	住宅装修和公装市场规模变化趋势	9
图 8	装饰行业“微笑曲线”	9
图 9	购房者购买精装修房的原因	11
图 10	国内精装修房的产品配备情况	12
图 11	一个典型的精装修楼盘的操作流程	13
图 12	全国住宅新开工面积及增速	13
图 13	发达国家及中国全装修比例	14
图 14	2010Q3 广州、北京、深圳新开楼盘精装修比例	14
图 15	2010 年 9 月上海在售一手楼盘精装修比例及标准	14
图 16	2010 年 9 月上海市区和郊区在售一手楼盘精装修情况	15
图 17	2010 年 9 月部分二三线城市新开楼盘精装修比例（%）	15
图 18	我国城镇化率变化情况（%）	16
图 19	2002-2010M8 我国商品住宅竣工面积及增长	16
图 20	公装业务类型和驱动因素	16
图 21	1998-2010M7 铁路投资情况	17
图 22	2005-2010M8 住宿餐饮业投资情况	17
图 23	2005-2010M8 文体娱乐业投资情况	17
图 24	国内近期在建、一年内开工和早期计划酒店数	18
图 25	国内在建、一年内开工和早期计划酒店房间数（万）	18

图 26	我国高星级酒店数量和增速	18
图 27	截至 2009 年末各公司累计获得“鲁班奖”数量	19
图 28	2007-2009 年各公司累计获得“鲁班奖”数量	19
图 29	截至 09 年末各公司累计“全国建筑工程装饰奖”数量	20
图 30	2007-09 年各公司累计“全国建筑工程装饰奖”数量	20
图 31	四家上市公司暂时的业务优势对比	20
图 32	2007-2010H1 装饰公司毛利率对比 (%)	21
图 33	2007-2010H1 装饰公司净利率对比 (%)	21
图 34	2007-2010H1 装饰公司销售费用率对比 (%)	21
图 35	2007-2010H1 装饰公司管理费用率对比 (%)	21
图 36	近年来广田股份前 5 大客户收入占比 (%)	22
图 37	毛利率和收入增速之间的“跷跷板”关系	22
图 38	建筑各子行业收入同比增速 (%)	24
图 39	建筑各子行业归属母公司净利同比增速 (%)	24
图 40	装饰、建筑和沪深 300PE (TTM)	24
图 41	金螳螂收入和归属母公司净利润情况	25
图 42	金螳螂三项费用率情况 (%)	25
图 43	洪涛股份收入和归属母公司净利润情况	27
图 44	装饰公司 2009 和 2010H1 收入对比 (亿元)	27
图 45	亚厦股份收入和归属母公司净利润情况	29
图 46	亚厦股份精装修业务情况	29
图 47	装饰公司净利率对比 (%)	31
图 48	装饰公司应收账款净值/收入 (%)	31

表目录

表 1 公共建筑装饰和精装修业务特点比较.....	10
表 2 政府部门推进住房全装修相关文件	10
表 3 知名跨国酒店在华扩张计划	18
表 4 2002-2009 年中国百强装饰公司排名情况	19
表 5 各上市公司特点和看点	21
表 6 各上市公司人员培训机构情况	23
表 7 金螳螂股权激励行权条件	25
表 8 金螳螂业绩及PE	25
表 9 洪涛业绩及PE	27
表 10 亚厦股份股权激励行权条件	29
表 11 亚厦业绩及PE	29
表 12 广田业绩及PE估值	31

本报告的主要关注点

本报告着力研究了市场所关注的装饰行业热点问题，力求在充分分析行业基本面的基础上，给出我们认为合理和有说服力的答案，同时就行业中龙头公司的发展之道提出一些看法，以便投资者对行业有更好的理解和判断。

- **公装和精装修业务的壁垒在哪里？**

经与行业专家讨论后，我们认为，公装业务的壁垒主要在于设计，优秀的设计能够提高订单获取能力，而设计业务又大多可以带来后续的施工业务，核心人员是设计人员；精装修业务则更强调施工质量，因为作业空间更多更分散，对项目经理的管控协调能力要求更多，项目经理是核心人员。

- **明年精装修订单如何？**

目前的精装修业务已经被整合到地产开发流程中，开发商一般在主体工程完工（并非竣工）前后发放订单，完成样板房制作以便展开预售。因此，大约在新项目开工后一年左右的时间发放订单，考虑到今年前三个季度商品住宅新开工数量同比增长明显，明年精装修的订单情况相对乐观。

- **目前国内精装修进程到了什么程度？**

国内的精装修（标准较高的全装修）标准高于国外普遍的全装修标准，目前一线城市中广州、北京精装修比例较高，具体到城市区域，一线城市市区范围精装修比例较高，上海市区超过 60%，而郊区比例较低，仅为 25%，二三线城市比例也较低，未来一线郊区和二线城市精装修率提升值得关注。

- **公装业务前景如何？**

随着这一轮政府投资高潮的逐渐退去，政府投资驱动的交通、会堂、政务及公立文体装饰需求增速预计会有所下降，但是以高端酒店为代表的消费升级需求景气度很高，未来国际酒店集团的二三线扩展值得关注。

- **四家装饰公司区别在哪里？**

我们认为金螳螂和洪涛属于公装主导型企业，亚厦和广田是精装修特色型企业，前者公装设计能力强，后者涉足精装修较早，精装施工能力突出，但这种相对业务优势都是暂时的和后验的，而未来业务差异也将弱化，管理能力和人才激励将决定成败。

- **未来毛利率是否会下滑？**

我们认为毛利率和收入增速之间存在“跷跷板”的关系，不应单独看毛利率，考虑到上市公司业务能力都能保证收入目标实现，同时又普遍实施了毛利较高的木制品项目，延长了上游业务链，这都会给毛利率提供一定支撑，短期下降风险不大。

- **装饰公司发展的瓶颈在哪里？**

短期来看，市场需求无忧，但各公司的产能可能有压力，主要是合格项目经理的瓶颈。而从长期来看，“轻资产、重管理、增激励”才是长久的发展之道，在大消费背景下的装饰企业，耐力比速度更重要。

风险提示：估值风险，地产调控风险，坏账风险

行业篇

1. 消费升级驱动下装饰业仍有望保持稳定增长

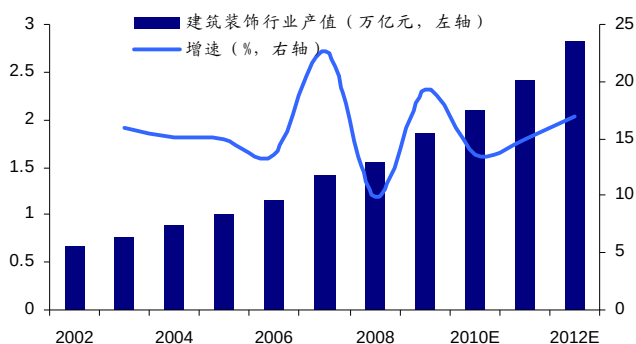
1.1 装饰行业是消费升级受益行业、未来仍能稳定增长

装饰装修是为了保护建筑物的主体结构，完善建筑物的使用功能，并起到美化环境的作用。在经济落后的状况下，人们可以住毛坯房，忍受色彩的单一和糟糕的接触体验，但是当经济发展后，人们自然有更高的视觉和触觉需求。所以，装饰并不简单的是建筑功能的外延，装饰工程也不会简单的由专营土木施工的建筑公司完成，而是由更专业的建筑装饰公司完成，装饰和土木建筑之间的毛利率也不尽相同。

建筑装饰业的发展是伴随经济的快速增长和国内住宅房屋的市场化而兴起，一方面经济的发展带来了更多的公共建筑、商业建筑（购物场馆、酒店等）的装饰需求；另一方面，国内上世纪九十年代末期的住房制度改革使得房地产业在市场化大潮中蓬勃发展，从而带动了住宅装修业的快速发展。

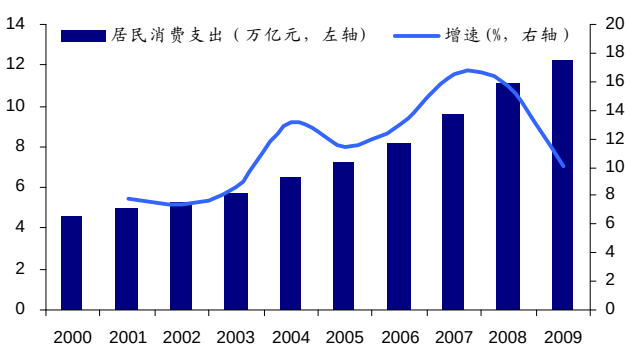
而装修业也从对建筑的简单装饰升级到更注重艺术、环保和更高的审美情趣的要求上。二十一世纪初以来装饰行业也发展迅速，建筑装饰产值从 2002 年的 6600 亿元增加到 2010 年的 2.1 万亿元，8 年间 CAGR 达到 15.57%，高于同期国内居民消费年均 11.46% 的增长。

图 1 2002-2012E 建筑装饰行业产值及增速



资料来源：中国建筑装饰协会，海通证券研究所

图 2 2002-2009 年居民消费及增速



资料来源：Wind，海通证券研究所

根据最新的中国建筑装饰协会《“十二五”行业发展规划纲要（讨论稿）》，到 2015 年，我国建筑装饰行业的产值将达到 3.8 万亿，较 2010 年再增长 80%，2010 年到 2015 年 CAGR 为 12.6%，增长潜力巨大。

1.2 装饰业由民营企业主导，行业集中度进一步增强的趋势明显

根据我国相关政府部门的行业划分，我国的建筑业可以分为四个部分：房屋和土木工程建筑业、建筑安装业、建筑装饰业和其他建筑业。其中建筑安装业主要指建筑内部管道、线路等的安装，其他建筑业包括各种施工工程前的准备活动，比如拆迁等。

建筑装饰业是建筑业中民营化程度最高的一个子行业，这主要是基于我国建筑装饰行业发展的特定历史条件。20 世纪 80 年代后，我国逐步从计划经济向市场经济转型，经济的逐步放开给更多愿意多劳的人提供了获利的机会，在这种背景下，更多的人介入到技术门槛较低的装饰行业。

最初的装饰从业者多为农村的剩余劳动力，往往只需要一把锯子、一个锤子、几副

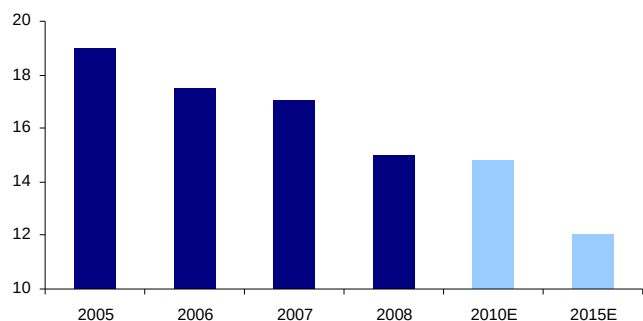
铲刀或者刮板等简单工具就可以施工，很多都以“游击队”的形式作业，没有正规的企业组织，在这个过程中也出现了一些优秀的私营或者乡镇集体企业等，这些企业经过一些股权变更或者改制成为了后来行业的领头羊。在这个发展过程中，大型的国有企业因为利润及组织结构原因都没有广泛的介入，逐步形成了目前装饰行业民营绝对主导的格局，由于缺少大规模的国有企业，行业内部的竞争也较为充分。

在过去的 5 年中，随着需求方对装饰公司的品牌、资金实力和业务技术要求越来越高，装饰行业已经表现出了较为明显的行业集中特征。

● 未来装饰行业将进一步整合和集中，优势公司居有利地位

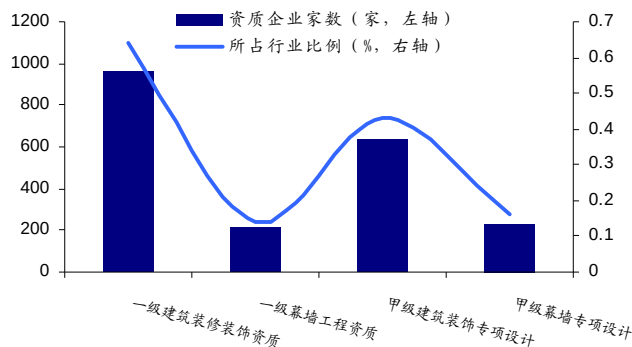
企业数量从 2005 年的 19 万家下降到 2010 年的 14.5 万家，根据建筑装饰协会的估计，到 2015 年，这一数量会进一步下降为 12 万家，而同时随着大规模优质企业的胜出，行业的规范性进一步提高，资质企业数量从 2005 年的 4.5 万家上升到 2010 年的 5.8 万家，预计到 2015 年，这一数量将达到 7 万家，资质企业数量占比将达到 70%。

图 3 我国建筑装饰企业数量（万家）



资料来源：中国建筑装饰协会，海通证券研究所

图 4 2009 年顶级资质公司数量及占比

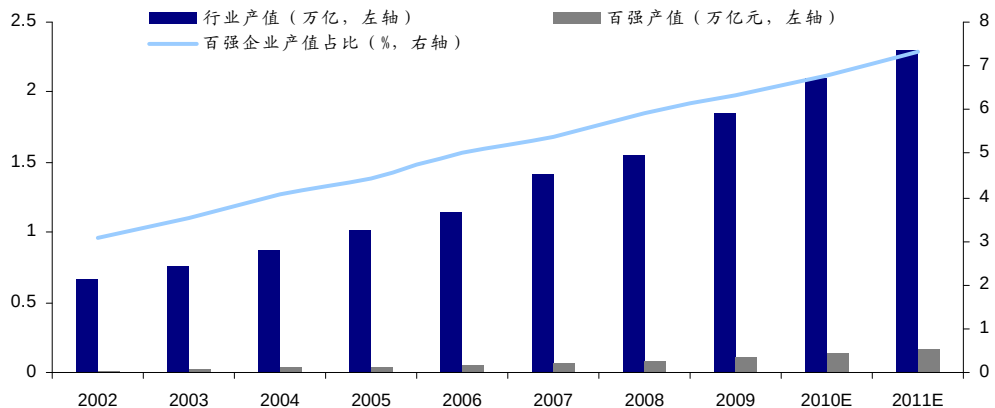


资料来源：中国建筑装饰协会，海通证券研究所

● 行业集中度已逐步提高，未来将进一步强化这个趋势

同时，行业集中度提高还表现为装饰百强企业的产值占比不断提高，从 2002 年的 3.08% 提升到 2009 年的 6.34%，百强企业的平均产值也从 2002 年的 2.03 亿元提高为 2009 年的 11.72 亿元。集中度提升的主要原因是：品牌、政策驱动、需求层次的提升等因素。

图 5 2002 年以来百强企业产值及占比



资料来源：中国建筑装饰协会，海通证券研究所

1.3 装饰行业市场容量稳步扩大

目前国内的装饰业务可分为三块，外装饰主要是幕墙，内装饰又有两块，一块是公共建筑装饰，主要指诸如酒店、会堂一类的公共建筑的装饰装修；另一块为住宅装修，对于这项业务，目前有各种各样的称谓，我们认为，根据业务特点，住宅装修可以划分为精装修、家装以及政府部门力图推进的标准相对较低的全装修。

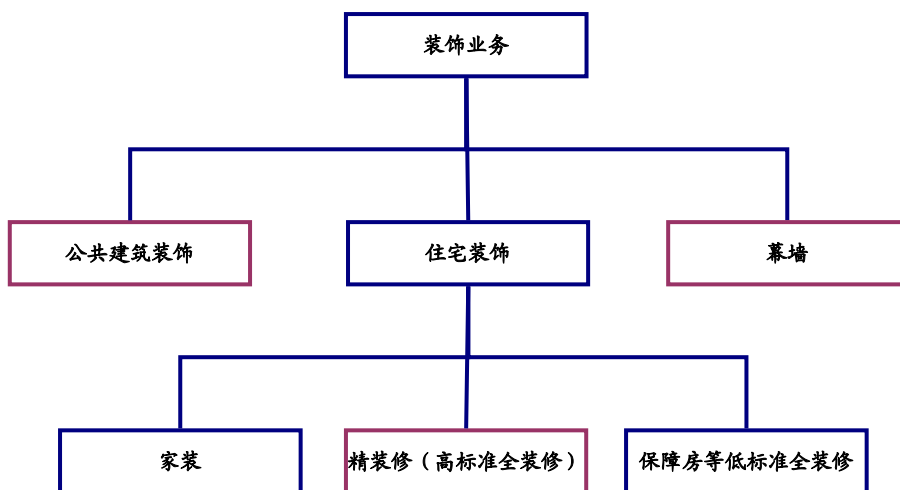
虽然很多人认为精装修和政府部门所指的全装修应该是同一概念，但是，根据建设部 2002 年的文件《商品住宅装修一次到位实施导则》的定义：装修一次到位是指房屋交钥匙前，所有功能空间的固定面全部铺装或粉刷完成，厨房和卫生间的基本设备全部安装完成，简称全装修住宅。同时文件中也给出了推荐标准，可以注意到即便是对高级住宅推荐标准中也没有微波炉、冰箱等，而仅仅要求留出这些电器的位置，也没有要求安装空调等大件电器。

而 2010 年江苏省的《成品住房装修技术标准》中将需要全装修的住房分为三类：廉租住房、经济适用房和商品住房。也就是说保障房也要求全装修，根据技术标准，保障房的全装修标准显然远低于市场上流行的“精装修”。因此，可以认为精装修是标准较高的全装修，但全装修并不一定是精装修。

同时，精装修也区别于家装的概念，目前市场上流行的精装修楼盘都是由开发商与装饰公司（包括开发商下属装饰公司）签订协议，一次性完成整个楼盘的装修，精装修具有同步、批量装修的特点，区别于分散、单个装修的家装业务。

目前上市装饰公司所从事的装饰业务主要是公共建筑装饰、精装修以及外装饰业务中的幕墙业务三项，目前虽然国家积极推进保障房的低标准全装修，但是上市的装饰公司普遍没有介入此项业务，我们估计待市场前景更为明确后此项业务有望成为新的增长点。

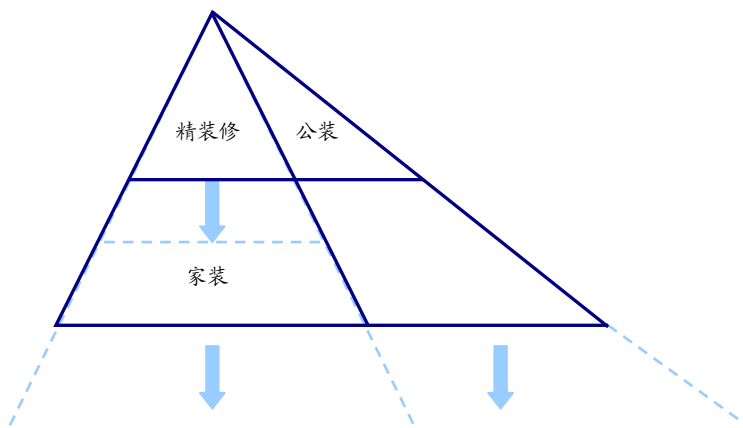
图 6 装饰业务构成



资料来源：海通证券研究所

从市场规模看，随着收入水平的提高，无论是住宅装修还是公共建筑装饰市场规模都在不断增大；同时，由于开发商主导的精装修进程的推进，精装修企业正在逐步蚕食原本属于家装企业的市场。

图7 住宅装修和公装市场规模变化趋势

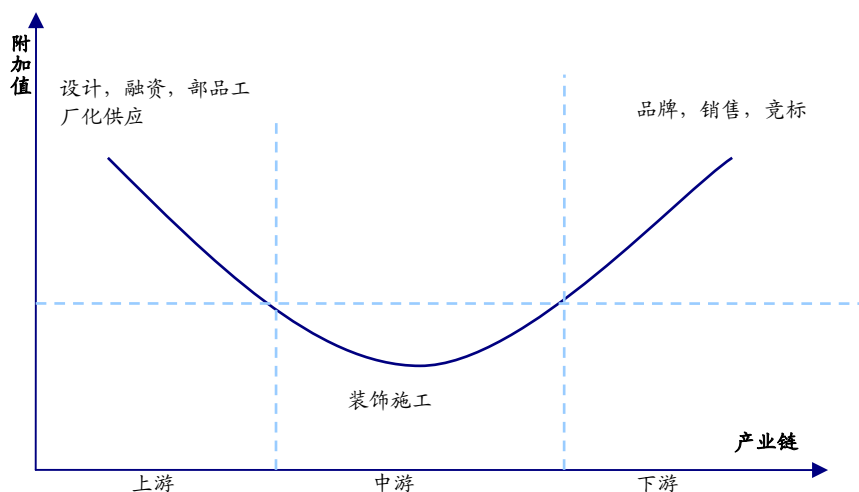


资料来源：海通证券研究所

1.4 公装门槛在设计，精装门槛在施工

装饰企业本质上都属于轻资产企业，目前上市的装饰公司占据了整个装饰产业链中附加值最高的业务领域，包括上游的设计、融资，并随着工厂化项目的推进而逐步进入木制品加工等毛利率较高的上游供给领域，下游则通过发挥品牌优势，完成竞标和销售业务，而对于利润最低的施工领域，装饰公司较为普遍采用劳务外包的方式完成。这种占据“微笑曲线”两端高附加值区域的策略保证了装饰企业能够获得较高的盈利能力。

图8 装饰行业“微笑曲线”



资料来源：海通证券研究所

对于公共建筑装饰，主要业务壁垒在于设计。基于与行业专家等的探讨，我们认为，虽然目前很多项目竞标入围的装饰公司数量较多，也确实存在一定程度的价格战，对毛利率造成了一定的压力。但是，对于优秀的公装公司来说，因为具有领先的设计能力，并不会陷入价格战的泥淖，大型项目——高档酒店、剧院等——的设计非常重要，这些项目的设计往往具有单一性、不可复制性，需要投标方单独根据项目特点和业主要求量身定做，而业主也一般首先考虑投标方的设计方案和过往的项目经验，同时赢取的设计业务大多也都能给公司带来后续的施工业务，因此，对于公共建筑装饰项目来说，领

先的设计能力构成了业务的壁垒，具有先进设计能力的公司将成为赢家，而设计人员的素质更是公司的核心竞争力。

而对于精装修业务，业务壁垒则主要来自于施工。精装修业务不同于公共建筑装饰，因为空间较小，设计相对简单，而且具有可复制性，而就施工来说，虽然目前大部分施工人员都来自劳务公司，但装饰公司的项目经理等人员要负责现场的施工管理，公共装饰业务主要集中于一个或几个数量比较有限的施工现场，虽然施工空间比较大，但是现场的项目经理基本上都可以随时看到施工状况，能够较为有效的控制施工流程，而精装修业务则分布在一个楼盘的很多房间同时进行，对项目经理的管控和协调能力都要求很高。而从开发商的角度来说，因为目前小业主的维权意识很强，为了避免交房后出现各种返修要求和可能的纠纷，开发商对精装修业务的施工质量也要求很高，而施工质量的保证则来自于整个装饰公司的管理，其中项目经理的素质是此项业务的核心竞争力。

表 1 公共建筑装饰和精装修业务特点比较

业务类型	设计可复制性	施工地点数量	单个施工空间	业务壁垒	业务核心人员
公共建筑装饰	弱	少	大	设计	设计师
精装修	强	多	小	施工	项目经理

资料来源：海通证券研究所

2. 精装修，装出黄金屋

2.1 政府部门引导，开发商是关键推动力

从 1998 年住房货币化改革以来，国内的房地产业迅猛发展，商品房市场发育良好，住房质量有了很大的提高，人均居住面积也有了很大的增加，而随着大量商品房的竣工，住宅装修问题浮上台面，各住户分散装修造成了大量的建筑垃圾和能源消耗，同时，不同住户装修相互干扰，噪音、粉尘等污染不断，根据这一情况并结合国际经验，早在 1999 年当时的建设部就发文提出消灭毛坯房，鼓励新建商品住宅一次性装修到位，根据相关研究，统一装修的房屋可比分散装修的房屋每套平均减排 1.5-2 吨垃圾，实现低碳排放，大量减少能源消耗，避免各种污染。

表 2 政府部门推进住房全装修相关文件

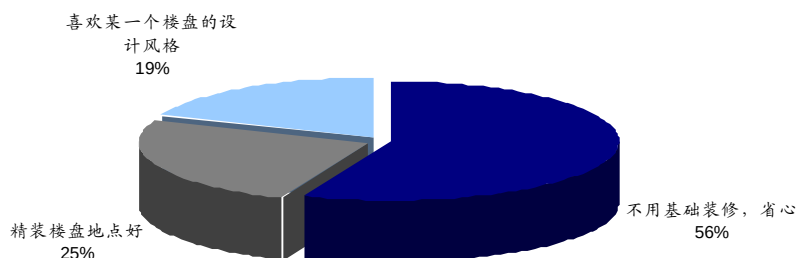
年份	发文单位	相关文件	主要内容
1999	建设部	《关于推进住宅产业现代化提高住宅质量若干意见（国办发（1999）72 号）》	引导和鼓励新建商品住宅一次装修到位或菜单式装修模式，避免二次装修造成的破坏结构、浪费和扰民等现象
2002	建设部	《商品住宅装修一次到位实施导则》及配套的《商品住宅装修一次到位材料、部品技术要点》	首次定义全装修概念，给出了推荐施工标准以及施工单位资质要求，并具体给出了部品质量标准
2006	杭州市政府	《关于推进杭州市区住宅产业现代化工作的实施意见》	到 2008 年，杭州新建商品住宅中，全装修房的比例要占到 50% 以上
2008	住房与城乡建设部	《关于进一步加强住宅装饰装修管理的通知》	要求完善扶持政策，推广全装修房
2008	深圳市政府	《深圳市人民政府关于印发深圳生态文明建设行动纲领（2008-2010）和九个配套文件及生态文明建设系列工程的通知》，《关于推进住宅产业现代化的行动方案》	要求作为全国住宅产业化发展改革首个试点城市，深圳将力争 2010 年底前，销售住宅基本实现 100% 一次性装修。
2010	江苏省住建厅	《成品住房装修技术标准》	全国第一部确定有强制性条文的住房装修标准，并明确了江苏省全装修商品房的推进时间表：到 2012 年，苏南中心城区新建住宅“成品房”比例达到 50%，其他地区为 30%。

资料来源：海通证券研究所

这一指导性意见并没有立即得到市场的积极响应，主要是因为，第一，住房市场一直处于供不应求的状态，对于开发商来说，没有必要延长因为装修延长开发周期，更快的周转更符合其利益；第二，国内的收入和消费水平还不足够支撑几千一平米的装修，购房者仍习惯自己找更便宜的家装公司进行装修。

而在 2008 年，针对房地产市场的调控情况，万科高调宣布在 09 年将实现消灭毛坯房，随后一批有影响力的开发商相继进入精装修时代。开发商有动力推动精装修房，因为：第一，较高的装修标准有利于提升住房质量，提高售价和毛利率；第二，由于土地增值税是累进税，而装修费用可以计入房地产开发成本中的建筑工程安装费，因此根据规定可以加计 20% 的扣除，操作合理可以有效降低税阶；第三，更根本的原因在于近些年来我国居民消费水平的提高，很多购房者不想操心装修这样半专业的事情，良好装修的住房有市场潜在需求，精装修房可以作为市场卖点增加部分销售额，“送装修”等说法早已被开发商作为销售手段广为使用。

图 9 购房者购买精装修房的原因



资料来源：焦点家居网，海通证券研究所

目前来看，国内许多主流地产商已经进入精装修时代，我们预计未来这一趋势将持续下去，总体来说，精装修房是随着国内居民消费居住水平的提高，在有市场潜在需求的前提下出现的，政府部门提供了政策支持，并且随着地方政府的介入，支持力度正在逐步加大，而精装修进程的主要推动力仍然是房地产开发商。

2.2 国内市场流行的精装标准高于国外多数全装修

从国际经验来看，发达国家多数已经实现装修部件的工厂化生产，现场装配，全装修比例也超过 80%，由于文化、气候等原因，世界各地也表现出不同的装修特点。

按照国内这种精装修标准，美国的一次性精装修房也并不多，但是全装修的比例很高，毛坯房很少见。美国的精装修住房主要是一些城区里的高级公寓，基本采用“菜单式装修”模式，通常由购房者向设计师传达装修意向，制定设计方案，再由设计师交给开发商施工完成，值得注意的是，虽然这种模式的个性化元素较多，但是由于美国的住宅部件标准化程度很高，产品种类十分丰富，并不会造成施工的难度加大很多，材料浪费也并不明显，实现了标准化和个性化的良好协调。同时，更多的美国人则居住在独栋住宅（house）中，在购买时，这些住宅往往只有简单装修，墙面、地面处理和基本设备配备完毕，类似国内标准相对较低的全装修，更有很多美国人喜欢自己动手，购买材料、完成安装。

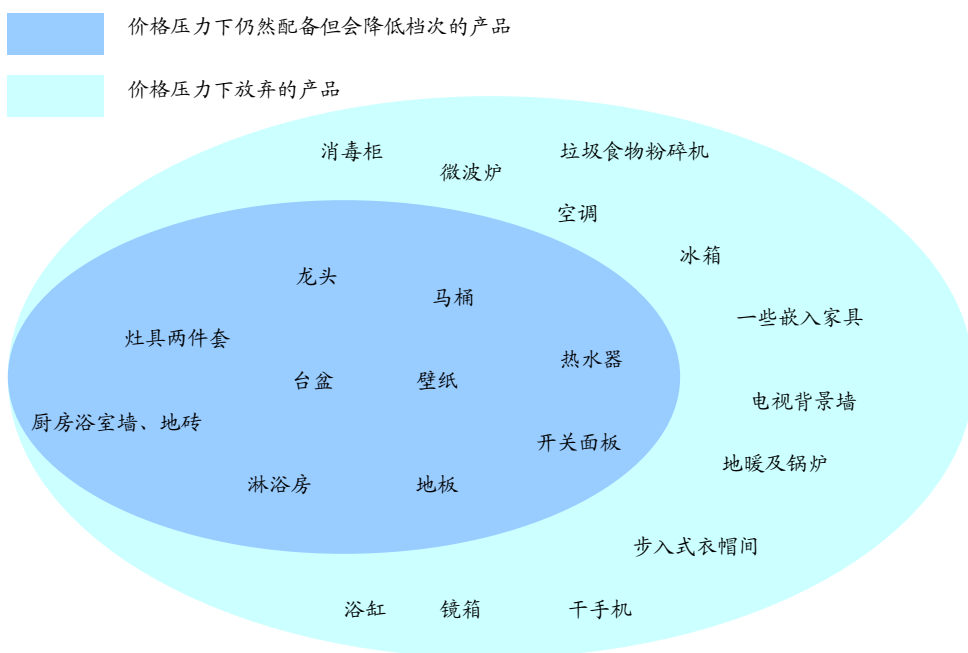
在欧洲地区，虽然同样新建住宅都是全装修的，但是多数也远未达到国内精装修的标准，由于气候、文化等原因，欧洲人往往更重视“软装饰”，在房间里运用大量布料等软性材质，比如地毯、窗帘、桌布、家具等来烘托装饰气氛，而对“硬装修”数量要求并不多，但也相对精致。

相对来说，亚洲地区的日本和韩国精装修情况和国内较为接近，日本在上世纪 60 年代就根据国内装修人员不足的情况制订了《推动住宅产业标准化 5 年计划》，使得住

宅有了统一的装修标准，并且实现了建筑和装饰的工业化生产，日本国内的精装修商品住宅注重实用性、环保性和人性化，同时由于文化特点，相比我国精装修房，木料的使用比例更高。韩国住宅装修也已经实现工厂化生产方式，新房也基本实现全装修，精装修和国内装修情况类似，标准也各有不同，由于气候原因，普遍配备地暖，木质材料较国内稍多。

国内的全装修起步较晚，比率较低，目前，全国的全装修比率大概只有 10% 不到，远低于发达国家 80% 的比率。但是同时，由于国内的全装修进程基本由开发商启动，而开发商又瞄准了除别墅以外的中高端商品房消费群体，因此目前国内市场上出现的全装修房基本都是标准相对较高的精装修房，也就是说，虽然国内全装修起步晚，但是平均标准高于国外。

图 10 国内精装修房的产品配备情况



资料来源：海通证券研究所

从我们实地调研的情况来看，目前国内的精装修房主要集中在一二线城市，装修标准从 1000-10000 元/平米不等，根据不同的装修标准，产品配备也有所不同。一般厨卫套件、地面、墙面都配备齐全，装修标准较低的住宅可能用些档次相对低的产品，比如 2000 元/平方米标准的厨房套件可能用老板牌，但 5000 元/平方米标准就会换成西门子。电器方面，因为需要开墙固定安装，空调大多数会配备，但冰箱等则根据装修标准来确定有无，一般 5000 元/平方米左右的装修都会配备地暖、锅炉等设备，并提供一些嵌入式家具，而一般 7000 元/平方米以上的装修所用产品都较为高端，厨卫设备多为国外一线品牌，甚至墙砖地砖都是进口产品，但因为个性化要求太强，吊灯一般都不配备。目前在上海地区，比较常见的是 2000-3000 元/平方米的装修标准，也是市场主流的消费区间。

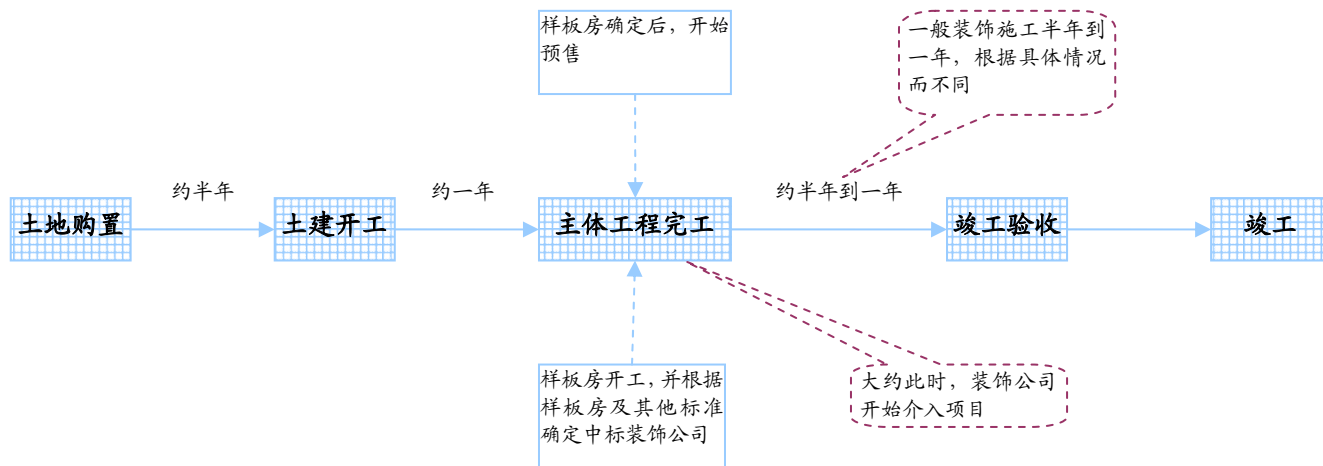
2.3 装修业务已被整合进地产开发流程，装饰行业明年订单有保障

对于国内的装饰公司来说，其精装修业务已经被整合到开发商的商品房开发流程之中。对于一个典型的预售精装修楼盘来说，装饰公司的介入时点是在主体工程完工前后，开发商会进行装饰招标，根据装饰公司样板房装修情况及其他相关标准确定中标公司，签订装修合同，同时，也有一些开发商会在项目更早的阶段直接发标给合作关系良好的

装饰公司。此后，以中标公司的样板房作为销售宣传手段开始预售。

之后，开发商继续完成相关工程完善工作，同时也根据预售阶段客户对样板房提出的意见和装饰公司进行沟通和相关设计改进，装饰公司一般在三个月以内进场装修，一般精装修施工需要半年到一年的时间，在基本完工后，邀请监理公司进行竣工验收。

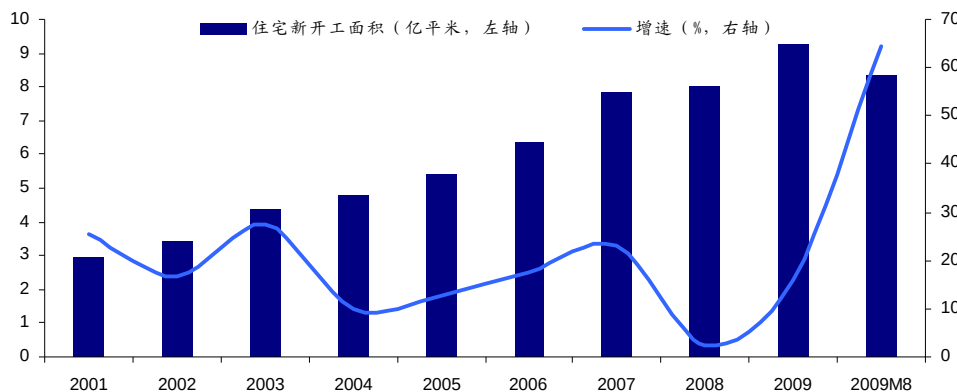
图 11 一个典型的精装修楼盘的操作流程



资料来源：海通证券研究所

考虑到新开工到确定中标装饰公司大概有 1 年左右的时滞，商品房新开工数量对未来的订单供给有重要意义，但竣工由于要通过监理验收，竣工量的统计会滞后于订单发放。而今年前 8 个月住宅新开工面积达到 8.32 亿平米，同比上升 64.46%，这保证了明年的精装修订单供给。

图 12 全国住宅新开工面积及增速



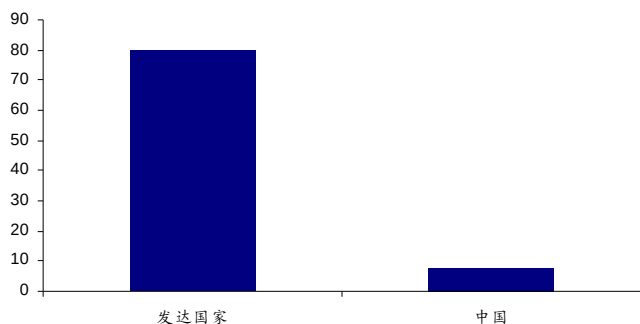
资料来源：Wind，海通证券研究所

虽然装饰工程已经被整合到了精装修房的开发流程之中，但是开发商一般并不会自己设立装饰公司完成相关业务，这主要有三个原因：第一，精装修业务毛利率只有 10-15%，远低于房地产开发 30% 多的毛利率；第二，开发商的主营业务并不是装饰，而装饰工程涉及到大量的细节控制，如果开发商自己做，工程质量难以保证；第三，如果通过下属装饰公司完成业务，往往会出现侵吞下属公司利益的情况，两者之间利益关系复杂，下属公司也没有太大动力认真完成工程。

2.4 精装修进程推进迅速，一线郊区和二线城市值得关注

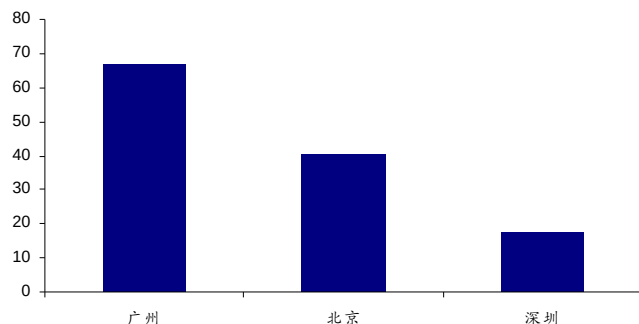
正如我们前面提到的，与发达国家相比，国内全装修比率仍然很低，并且集中于二线城市，三线及四线城市的全装修房很少。一线城市中广州、北京等地较高，上海、深圳稍低。

图 13 发达国家及中国全装修比例



资料来源：海通证券研究所估算

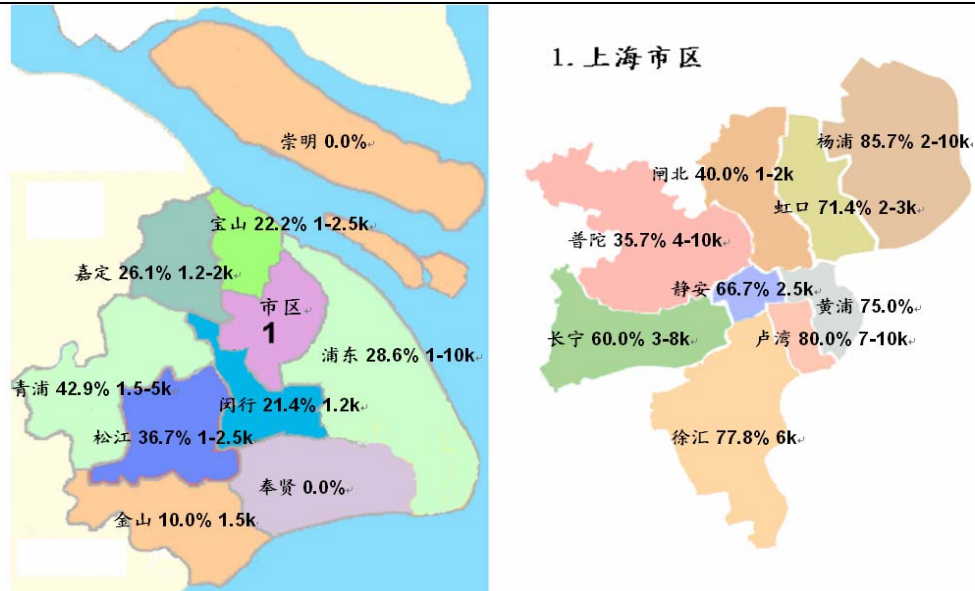
图 14 2010Q3 广州、北京、深圳新开楼盘精装修比例



资料来源：中国指数研究院，海通证券研究所

从精装修化的推进进程来看，目前一线城市的市区范围普遍比例较高，而郊区和二线城市比例仍然很低。以上海为例，市区范围大致与中环线重合，从今年 9 月份在售一手楼盘的情况看，在中环以内的市区范围，精装修比率普遍较高，尤其是靠江的几个区，如杨浦、虹口、黄浦、卢湾、徐汇等，比例都高达近 80%，在市区范围内，已经很难找到在售的一手毛坯房。而在郊区，大量在售一手房仍然为毛坯房，同时市区的装修标准也远高于郊区，在卢湾、杨浦等区甚至有的楼盘装修标准达到 10000 元/平米。

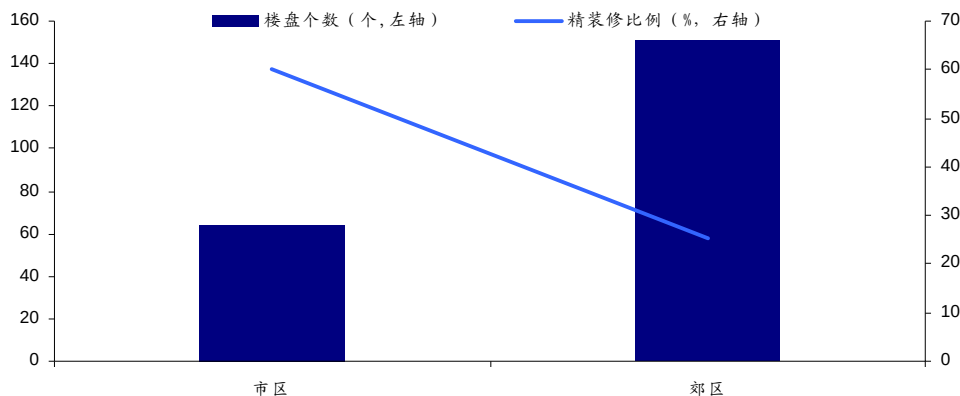
图 15 2010 年 9 月上海在售一手楼盘精装修比例及标准



资料来源：搜房网，海通证券研究所
注：数据采集日为 9 月 14 日，不包括别墅

整体来看，上海市区在售一手楼盘的精装修比例达到 60.9%，而郊区仅为 25.2%，合计整个上海目前在售一手楼盘的精装修率为 35.8%，但郊区在售一手楼盘达到 151 个，远高于市区的 64 个。未来郊区住房的精装修率仍有很大的提升空间。

图 16 2010 年 9 月上海市区和郊区在售一手楼盘精装修情况

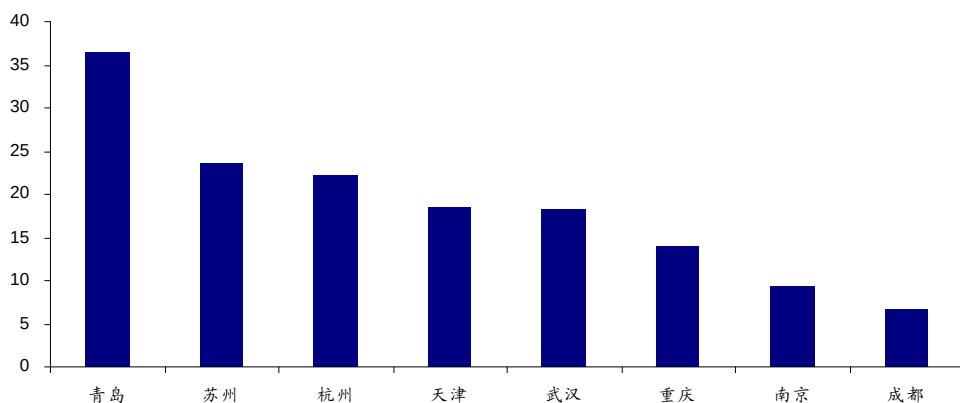


资料来源：搜房网，海通证券研究所

注：数据采集日为 2010 年 9 月 14 日，不包括别墅。

而从二三线城市的情况来看，普遍比例较低，新开盘精装修率大多在 15%-25% 之间，随着居民收入和消费水平的提高，预计未来二三线城市的精装修率将有进一步的提高。

图 17 2010 年 9 月部分二三线城市新开楼盘精装修比例 (%)



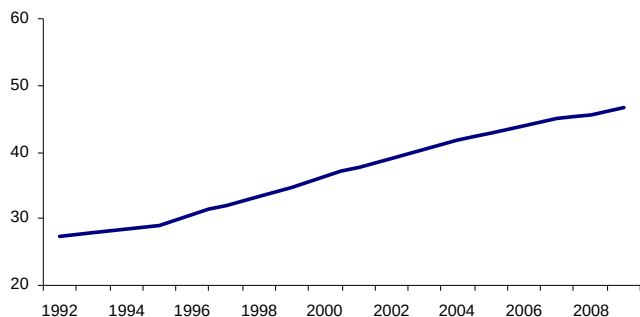
资料来源：中国指数研究院，海通证券研究所

2.5 精装修前景远大，利润空间十分可观

精装修过程中涉及到大量的物资采购，一般电器设备由甲方（开发商）统一安排采购，而地砖、墙砖、地板、墙纸、吊顶、玻璃门等建材物资则由乙方（装饰公司）采购，同时乙方提高合同价格，弥补采购成本，总体合计下来，一个典型的精装修项目，装饰公司收入大约能占到开发商整个楼盘装修成本的一半左右。我们估计目前上市装饰公司精装修业务每平方米收入大约在 1500-2000 元左右，毛利大约在 200-300 元左右，这一毛利水平将受到装修标准和毛利率的影响。

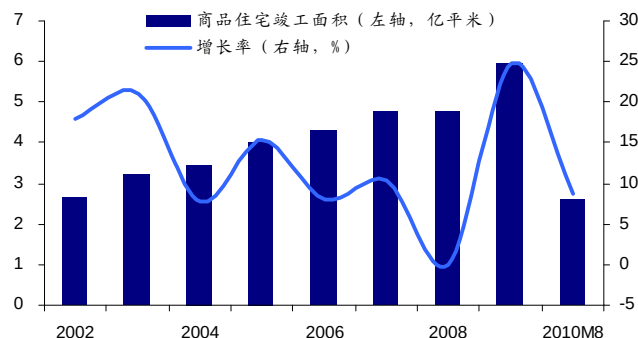
在过去 30 年，我国一直保持了较快的城镇化进程，2009 年达到 46.6%，城镇新居民催生了大量的住房需求，在 1998 年住房货币化改革之后，国内商品住宅竣工面积一路走高，2000 年到 2009 年 CAGR 达到 13.58%，除 08 年出现轻微负增长以外，多数年份均保持了 15% 以上的高增长，预计未来 10 年仍然将保持每年 15% 的增速。

图 18 我国城镇化率变化情况 (%)



资料来源：中国统计年鉴，海通证券研究所

图 19 2002-2010M8 我国商品住宅竣工面积及增长



资料来源：Wind，海通证券研究所

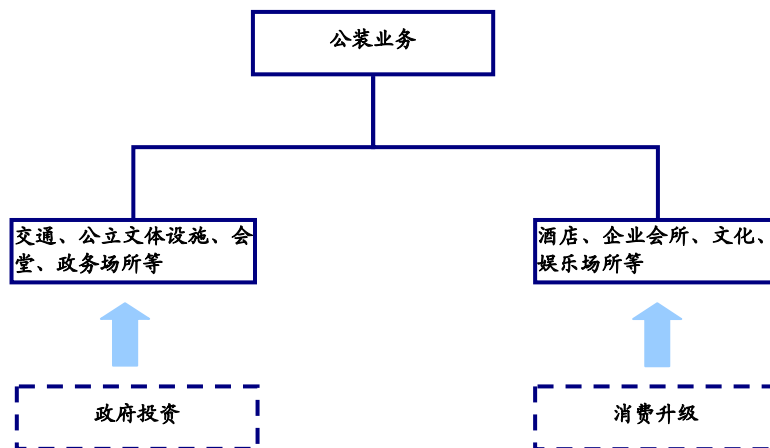
按照 2009 年 6 亿平米的竣工面积计算，假若住宅全装修比率达到 50%，那么将产生 3 亿平米的全装修需求，考虑如果要达到如此之高的比例，不可能所有全装修房都达到目前精装修的水平，平均装修标准会有所下调，如果每平米毛利为 200 元，也将产生 600 亿元的毛利，考虑到未来商品住宅竣工面积仍将增长，这一毛利空间也将以年均 15% 的速度提升，而目前单个上市公司 09 年的精装修业务毛利大约在 1 亿元左右，仅占理论利润空间的 0.17%，增长空间十分可观，而这些预期理论利润也将随着国内全装修率的提高而逐步兑现。

3. 公装业务受益消费升级，稳步增长

3.1 政府投资强度下降

公装业务大体可以分为两块，一块是受政府投资驱动的交通、公立文体设施、会堂、政务场所装修等，另一块是受消费升级驱动的酒店、文化、娱乐场所等装修业务。

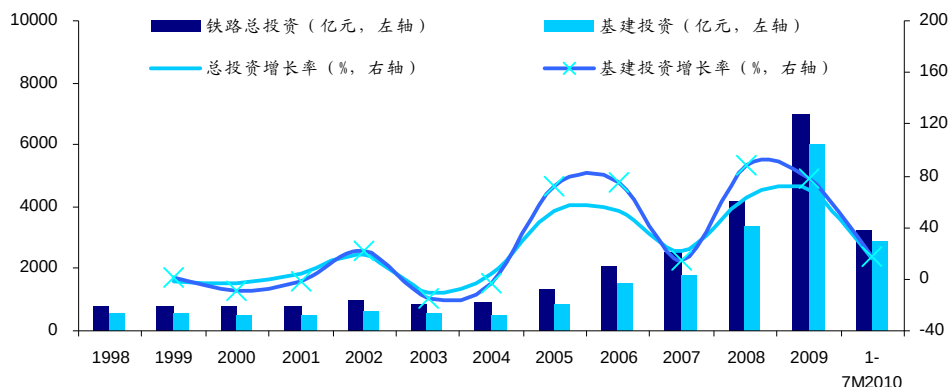
图 20 公装业务类型和驱动因素



资料来源：海通证券研究所

其中，政府投资方面，随着 4 万亿刺激计划的落实和大型展会的结束，基建投资高峰逐渐过去，交通设施、政务投资等会有所减少，预计在未来会保持一个稳定的低速增长。而带动车站等交通设施建设的铁路投资高峰也正在过去，因此预计由政府投资带动的公共建筑装饰业务增速将有所下滑。

图 21 1998-2010M7 铁路投资情况

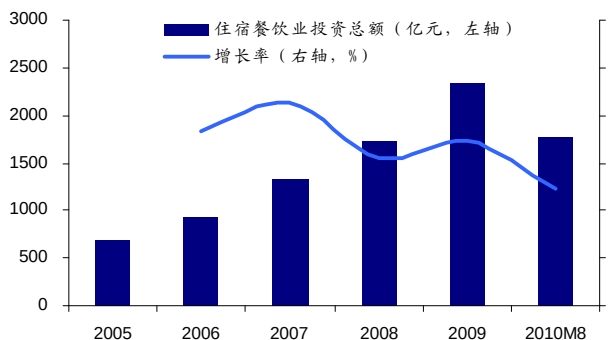


资料来源：铁道部，海通证券研究所

3.2 消费升级推动酒店等业务高景气

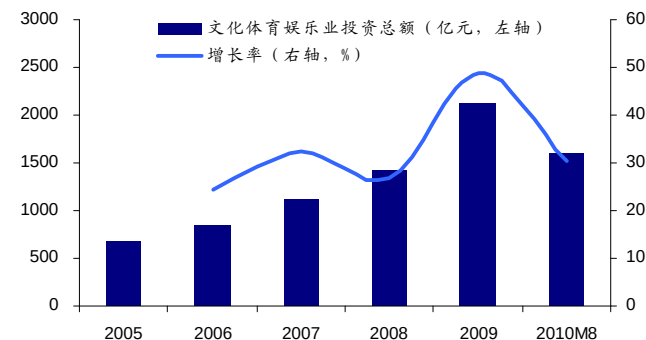
同时，由于消费升级的驱动，住宿餐饮和文体娱乐等行业的投资额一直保持了较高的增速，预计未来仍将保持超过 25%的增速。

图 22 2005-2010M8 住宿餐饮业投资情况



资料来源：聚源，海通证券研究所

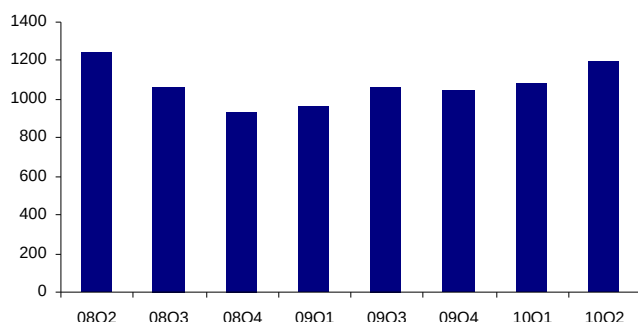
图 23 2005-2010M8 文体娱乐业投资情况



资料来源：聚源，海通证券研究所

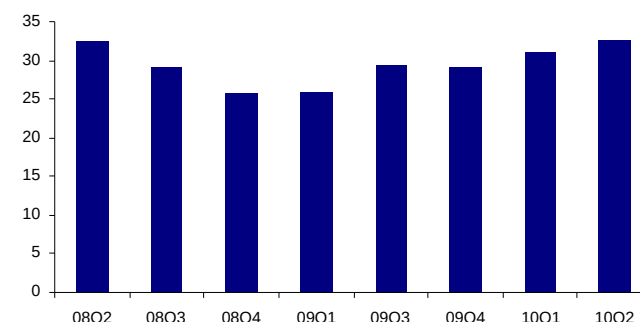
我们估计酒店装饰业务目前能占到上市装饰公司公装业务收入的 1/3-1/2，而其中 8 成左右为新建酒店，其余为存量酒店翻新业务，每平方米收入根据公司和项目不同从 1500-4000 元不等。目前随着国内经济形势的好转和消费力的增强，国内酒店建设逐步升温，根据Lodging Econometrics的统计，2010 年 2 季度国内在建、一年内开工和早期计划阶段的酒店项目有 1192 个，其中在建 826 个。目前，酒店在建和计划建设项目数已经接近 08 年 2 季度的峰值 1240 个，景气度较高。

图 24 国内近期在建、一年内开工和早期计划酒店数



资料来源: Lodging Econometrics, 海通证券研究所

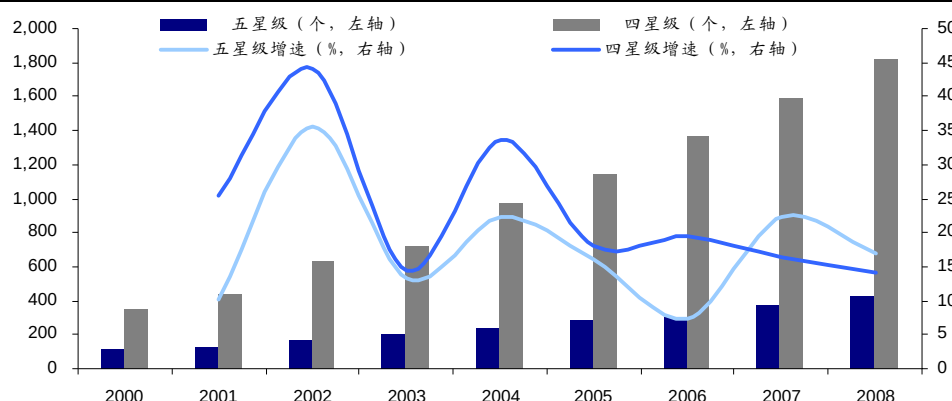
图 25 国内在建、一年内开工和早期计划酒店房间数(万)



资料来源: Lodging Econometrics, 海通证券研究所

上市装饰公司的酒店业务主要集中于高端酒店, 其中大部分都是跨国酒店集团在国内的新建酒店。而进入本世纪以来我国高星级酒店增长迅速, 从 2000 年到 2008 年, 五星级酒店 CAGR 为 17.7%, 四星级更达到 22.8%。

图 26 我国高星级酒店数量和增速



资料来源: 国家旅游局, 海通证券研究所

而根据 Lodging Econometrics 的统计, 国内今年 2 季度在建、一年内开工和早期计划的 1192 个酒店项目中约有 248 个项目来自于全球十大酒店管理集团。包括洲际、万豪、雅高等国际知名酒店管理集团纷纷制定了未来的在华扩张计划, 多家集团提出酒店数量翻番目标, 时间从 2-5 年不等, 而多数新增酒店将位于二三线城市, 这为酒店业务占比较大的装饰公司提供了巨大的增长动力。

表 3 知名跨国酒店在华扩张计划

酒店集团名称	在华扩张计划
洲际	目前洲际酒店在大中华区有 131 家酒店, 计划未来 5 年翻一番, 遍布一二三线城市; 其中 10 年将有超过 30 家开业
万豪	目前以 JW 万豪、万豪、万丽、万怡、万豪行政公寓及丽思卡尔顿等品牌管理着 45 家酒店, 有 25 家酒店正在规划和兴建中, 未来 5 年酒店数目会增加到 90 家
雅高	截至今年 5 月, 雅高在中国的 42 个城市有 94 家酒店, 另有 80 个项目在建, 目前在华运营 7 个品牌, 将快速向二三线城市扩张
最佳西方	计划每年开业 7-10 家
喜达屋	目前在华有 55 家酒店, 计划在两年内数量翻番
卡尔森	截至 09 年底在华有 10 家酒店, 两年内, 即到 2012 年数量要达到 20 家
凯悦	计划将在华酒店数量增加 22 家, 其中 4 家 2011 年开业, 9 家 2012 年开业

资料来源: 海通证券研究所

总体来看，对于公装业务，虽然政府投资驱动的交通、政务等投资强度下降，但由于收入占比较大的酒店、娱乐场所等受益于消费升级，潜力巨大，公装业务未来几年仍将保持稳步增长。

4. 耐力比速度更重要——管理和激励是长期成长的基石

4.1 四家公司貌似相近，但业务侧重点不同，未来差异将弱化

粗略看来，目前上市的四家装饰公司都属于轻资产公司，没有太大的生产业务和生产设备，可以归纳为业务运作型公司，各家公司均位列中国建筑装饰公司百强企业前茅，其中4家上市装饰公司09年分别位于百强装饰企业前四名，体现出了行业领导者的地位。

表4 2002-2009年中国百强装饰公司排名情况

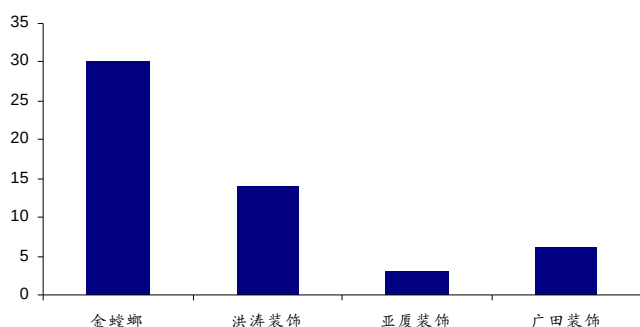
公司名称	2009	2008	2007	2006	2005	2004	2003	2002
金螳螂	1	1	1	1	1	1	1	1
亚厦装饰	2	2	2	2	3	3	2	2
洪涛装饰	3	5	5	5	11	5	9	6
广田装饰	4	6	6	8	10	9	6	5
中国建筑装饰工程公司	5	4	4	4	2	2	5	4
深装总装饰	6	3	3	3	4	4	-	-

资料来源：中国建筑装饰协会，海通证券研究所

虽然四家公司排名相近，但业务和特点还是有明显的差异，我们认为，根据目前的业务进展情况和技术实力特点，首先可以将四家公司分为两类，一类是公装主导型企业，包括金螳螂和洪涛股份，一类是精装修特色型企业，包括亚厦股份和广田股份。

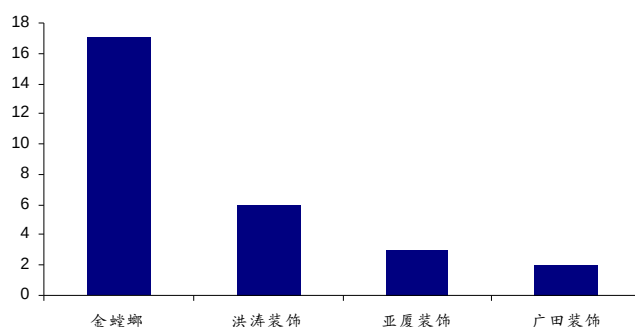
金螳螂和洪涛股份设计能力突出，两者在公装业务方面的实力位居前两位。“鲁班奖”由住房和城乡建设部颁发，代表了我国建筑工程行业的最高水平，也是业内认可度最高的奖项，金螳螂和洪涛股份在这个奖项上遥遥领先，反映了在公装行业的强劲竞争力。

图27 截至2009年末各公司累计获得“鲁班奖”数量



资料来源：公司公告，海通证券研究所

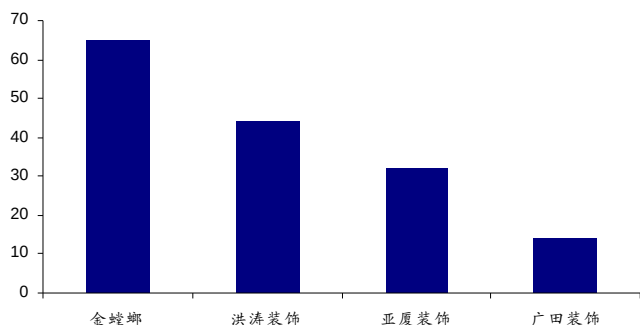
图28 2007-2009年各公司累计获得“鲁班奖”数量



资料来源：公司公告，海通证券研究所

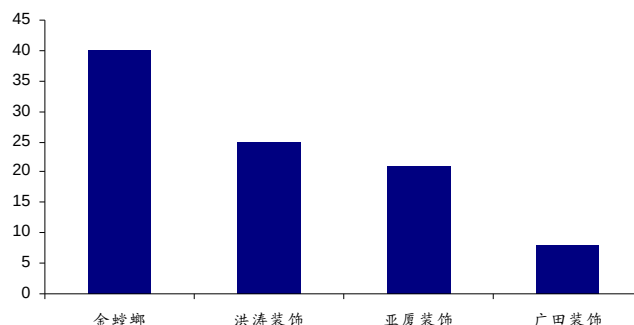
“全国建筑工程装饰奖”由中国建筑装饰协会颁发，装饰企业获得该奖的数目较鲁班奖要多一些，也反映了公司在业内的设计施工实力，是业内认可度仅次于“鲁班奖”的奖项，就这一奖项来说，金螳螂和洪涛股份仍然处于领先地位。

图 29 截至 09 年末各公司累计“全国建筑工程装饰奖”数量



资料来源：公司公告，海通证券研究所

图 30 2007-09 年各公司累计“全国建筑工程装饰奖”数量

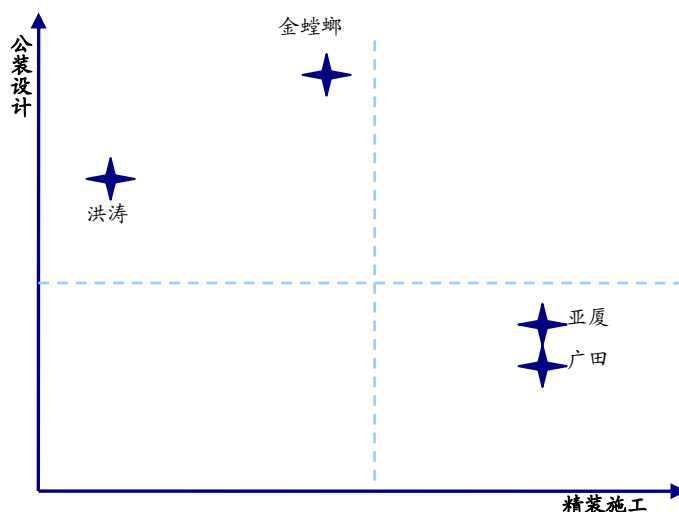


资料来源：公司公告，海通证券研究所

正如我们在前文中提到的，对于公装业务，主要壁垒和获取订单的竞争力都在于设计，而金螳螂和洪涛股份设计人员数量众多，我们估计目前金螳螂设计人员达到 900 多人，洪涛股份虽然收入较小，但是设计人员也有近 150 人，由于很大比例的设计业务都会带来后续的施工业务，我们预计两者在未来的公装领域仍将处于领先地位。

亚厦股份和广田股份介入精装修业务均较早，因此形成了一套纯熟的精装修业务施工管控流程，项目经理业务操作熟练，施工质量较高，借助精装修进程快速推进的东风，两者该项业务发展良好，并与开发商形成了很好的合作关系，目前，亚厦和广田在精装修业务上抢得先机，处于领先地位。

图 31 四家上市公司暂时的业务优势对比



资料来源：海通证券研究所

然而，我们要强调和坚定认为的是，目前的相对竞争态势只是暂时的，在某一项业务上相对较弱，并不意味着公司整体管理、经营能力差，这只是不同战略选择和生存境遇造成的后验结果。各公司在特定的发展过程中形成了不同的特点，相应的在未来也有不同的看点。但是，这种差异可能在未来的业务调整过程中有所弱化，而最重要的仍然是公司管理跨度的扩大和人才激励的到位。

表 5 各上市公司特点和看点

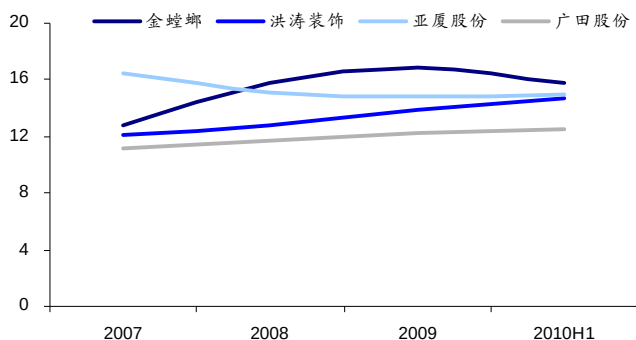
公司名称	公司特点和看点
金螳螂	创新能力强，比如行业内首家创立学院培养设计人员和项目经理，首家运用 ERP 系统，提高管理效率，公装业务能力全面，酒店业务能力出众，品牌优势明显；未来可能大力介入精装修业务。
洪涛装饰	在剧院、会堂类公装领域实力不俗，收入基数较小；未来有股权激励可能。
亚厦装饰	精装修业务实力出众，业务拓展能力强；未来有重点区域扩张可能，并可能进军园林等相关产业。
广田装饰	精装修业务开展迅速，恒大等客户收入占比高；未来有股权激励可能，并可能进军园林等相关产业。

资料来源：海通证券研究所

4.2 成本加成定价、业务链条延伸有利于毛利率的稳定

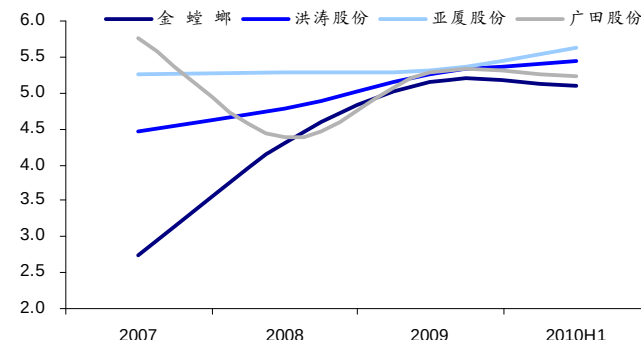
从四家装饰公司的财务数据来看，金螳螂毛利率最高，广田最低，而同时金螳螂费用率最高，广田却最低，从最后的净利率水平来看，四家公司较为接近，亚厦股份最高，09 年上半年达到 5.64%。

图 32 2007-2010H1 装饰公司毛利率对比 (%)



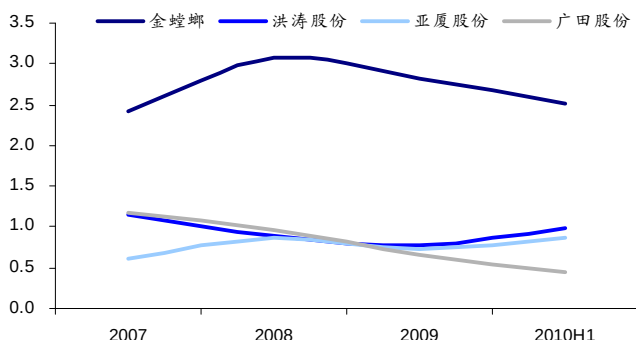
资料来源：公司公告，海通证券研究所

图 33 2007-2010H1 装饰公司净利率对比 (%)



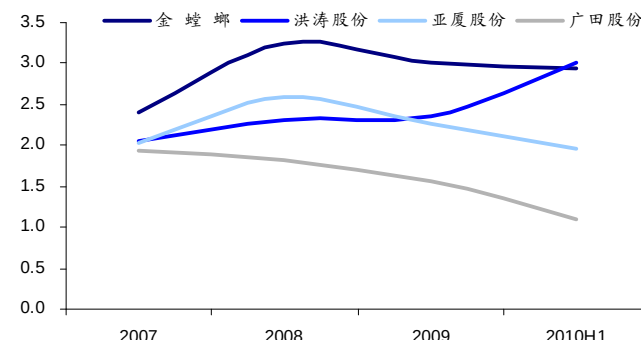
资料来源：公司公告，海通证券研究所

图 34 2007-2010H1 装饰公司销售费用率对比 (%)



资料来源：公司公告，海通证券研究所

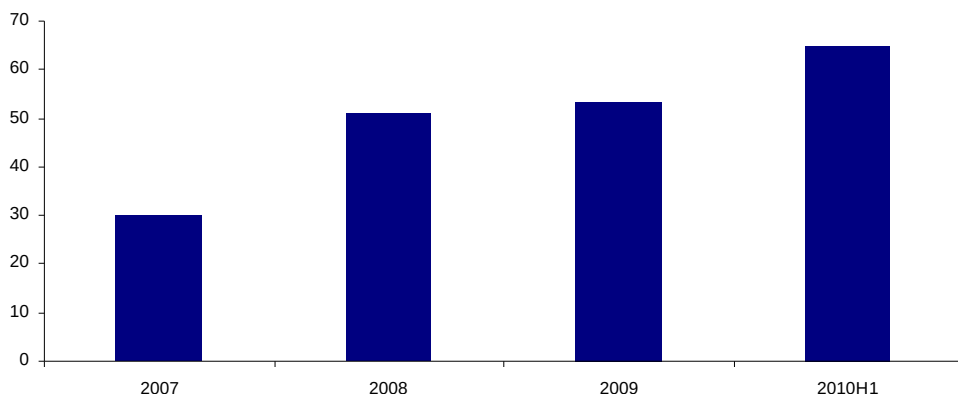
图 35 2007-2010H1 装饰公司管理费用率对比 (%)



资料来源：公司公告，海通证券研究所

金螳螂和广田的对比是由于两者的业务特点造成的，金螳螂设计能力出众，同时为争夺大型公装项目，其销售费用和管理费用较高，降低了净利率。而广田装饰则由于来自于大客户的收入居多，其议价能力较弱，但同时也因为客户稳定，业务连续，营销费用和管理费用都较低，最后净利率受影响不大。目前，金螳螂已经通过建立 ERP 系统及销售体系改革等降低费用率，我们预计其净利率有提升空间。

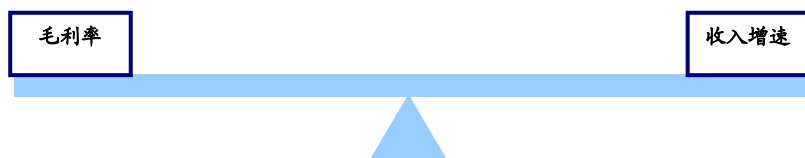
图 36 近年来广田股份前 5 大客户收入占比 (%)



资料来源：公司公告，海通证券研究所

对于未来行业内可能出现更多的公司竞争业务，尤其是精装修业务，从而造成未来毛利率下降的担心，我们认为应该首先分析公司的定价模式。装饰公司往往采用典型的成本加成定价模式，首先根据预判制定业务目标，包括毛利率目标和收入增长目标等，而毛利率和收入增速之间存在“跷跷板”的关系，当毛利率目标较高时，必然使得公司在竞争业务时投标价格上升，从而可能竞标失败，失去业务，收入增速受到影响；而毛利率目标较低，则投标价格也较低，赢得订单的可能性也较大，因此支持收入增长。

图 37 毛利率和收入增速之间的“跷跷板”关系



资料来源：海通证券研究所

由于存在这种“跷跷板”关系，我们认为不应该简单的单独讨论毛利率水平的变动，而应该和收入增速结合起来整体看待。我们认为，目前存在两个因素支撑上市公司毛利率，第一，各上市公司业务能力较强，在市场空间充分的情况下，收入目标不难实现。在公装业务上，这几家上市公司都拥有很强的竞争力，尤其是金螳螂和洪涛设计能力突出，两者在公装行业可能的价格战中处于相对超然的地位，在公司设定了一定的毛利率水平后，收入仍然能够达到公司发展目标，毛利率压力并不大；在精装修业务上，开发商对工程质量要求较为严格，并不会短时间内有大量的装饰公司涌入，同时这个市场还处于起始阶段，还远没有到相互残杀打价格战的地步，收入增速仍然较快，因此毛利率水平下降压力不大。

第二，目前主要装饰公司着眼于提升木制品业务的自给率，这有望给毛利率提供支撑。木制品毛利率较高，超过 20%，随着项目的达产，每年将为各公司带来大量的成本节余，这有利于提高公司毛利率，但是，同样是由于“跷跷板”效应，这部分节余可能未必会反映在毛利率上，而更有可能反映在收入增速上，但不管怎样，木制品项目还是

给公司毛利率提供了一定的支持。基于公装行业竞争力、精装行业空间以及木制品项目节余的考虑，我们认为短期内上市公司毛利率下降风险不大。

4.3 短期看产能和业务调整、长期看管理、核心是人才

短期来看，由于各上市公司近两年来发展都非常迅速，精装修等新业务的开发也极大的增加了潜在的需求，可以说，对于业绩增长，所有上市装饰公司短期内面临产能瓶颈，主要集中在合格的项目经理人数上。

目前对于项目经理等人员，各装饰公司主要采取自己培养的模式，与国内高校联合或者在公司内部独立设立培训学院，同时外部引进也一直在进行。

表 6 各上市公司人员培训机构情况

公司名称	时间	人员培训机构情况
金螳螂	2007 年底	与苏州大学共同创办了苏州大学金螳螂建筑与城市环境学院，并在内部设立金螳螂培训学院
洪涛装饰	-	有望与国内高校合作成立洪涛装饰设计学院
亚厦装饰	2008.10	与浙江建设职业技术学院签订协议，组建“浙江建设职业技术学院亚厦学院”，培养人才
广田装饰	-	在公司内部设立项目管理学院

资料来源：公司公告，海通证券研究所

一个合格的项目经理的培养周期大概为 3-5 年，必须有实际的施工组织经验，所以学院的毕业生并不能毕业后立马担当起业务责任，还需要一个理论结合实际过渡阶段。而在没有足够合格产能的情况下盲目扩张也必然导致企业品牌受损，业务质量下降，对公司的长远发展造成很大的不确定性。

目前上市的装饰企业在公装和精装方面各有优劣势，未来的一到两年，业务渗透的趋势将更加明显，业务差异化可能会有所弱化，而且各家公司在业务的区域布局方面将更加积极。通过区域市场的扩张和业务结构调整，未来各家公司的收入增长仍将能保持较高的增长速度。

而从长期来看，对于处于经济快速增长阶段的中国来说，城市化和大消费升级应该成为一个中长期的进程，在这个阶段的装饰行业的机会是巨大的，但是对于一个公司来说其增长空间到底有多大，市值到底能到多少，能占到行业的多大比例，成为市场关注的焦点，我们认为，与其执着于讨论公司能长多大，不如回头关注公司内部的管理流程优化和管理跨度的提升。

我们认为，对于目前上市的装饰公司，“轻资产、重管理、增激励”才是长久的发展之道。虽然目前装饰公司普遍实施了工厂化项目，企业固定资产有所扩大，但工厂化项目所生产的木制品等产品主要是为了满足项目工期和产品质量等要求，说到底也是为了提高项目接单能力，加快资产周转，同时也适当节约了原材料成本。适当延伸产业链条，能增进公司综合服务水平和盈利能力。

对于目前高速发展的装饰公司来说，外部需求并不是主要的问题，更重要和本质的是公司管理能力的提升，以支撑更大的业务规模。现在并没有一个普适的标准来衡量装饰行业龙头公司市场份额最大能到多少，对于目前上市的几家装饰公司来说，普遍在几十个工地有数千人同时作业，管理协调能力已经很大，而当业务量再翻一倍，需要管理的地点、空间、人员、材料错综复杂，管理难度呈几何级数增加，而可行的应对手段包括信息化、区域化、组织架构重建等，在未来收入超过 100 亿元的公司中，必然会出现对信息化、管理组织扁平化的需求，而能否有效的控制管理模式转变中的风险，成为企业长期竞争力的关键因素。

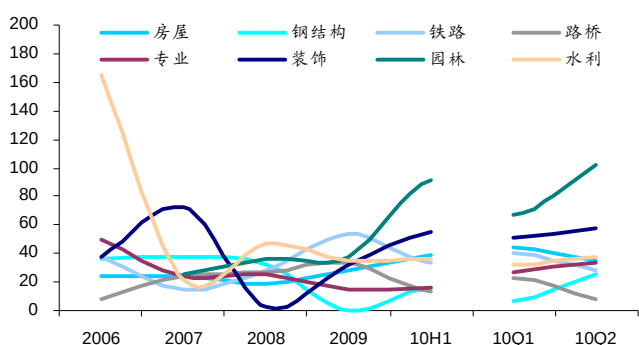
此外，装饰行业是一个轻资产的行业，正如我们前面所提到的，无论公装业务还是精装修业务，人都是最核心的竞争力，并构成了业务的主要壁垒，因此，行业内的竞争最终是人才的竞争，对核心技术人员提供充分的激励才是企业长期发展的基石。

基于以上的分析，我们认为从中长期来看，要成为一家优秀的装饰企业，耐力比速度更重要。

5.行业估值

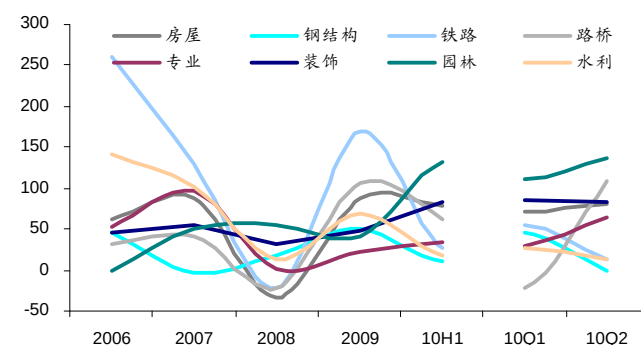
装饰行业 2010 年上半年收入同比增长 54.53%，归属母公司净利润增长 84.00%，两项指标在建筑各子行业中都仅次于园林行业。

图 38 建筑各子行业收入同比增速 (%)



资料来源：公司公告，海通证券研究所

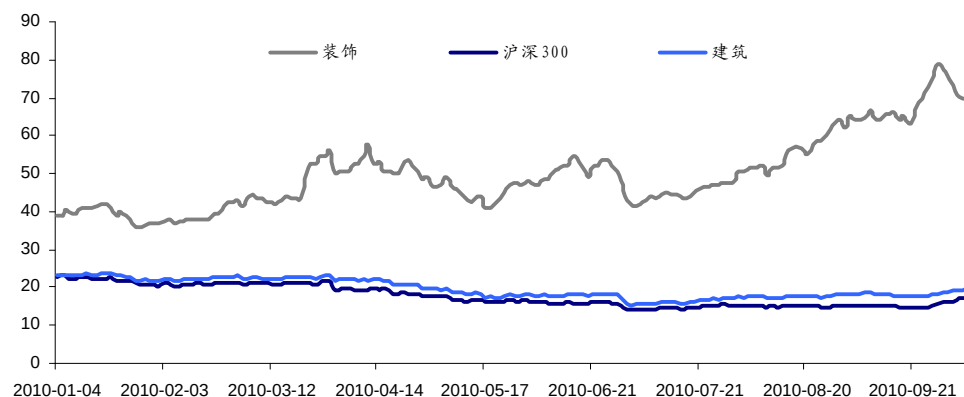
图 39 建筑各子行业归属母公司净利润同比增速 (%)



资料来源：公司公告，海通证券研究所

截至 10 月 19 日行业的 TTM PE 为 72.36，沪深 300 为 20.12，整个建筑板块为 17.43，装饰股相对大盘及行业都有很高的溢价，这反映了市场对行业增速的高预期，装饰行业今年以来在建筑类各子行业中涨幅第二，仅次于园林。

图 40 装饰、建筑和沪深 300PE (TTM)



资料来源：Wind，海通证券研究所

6.潜在风险

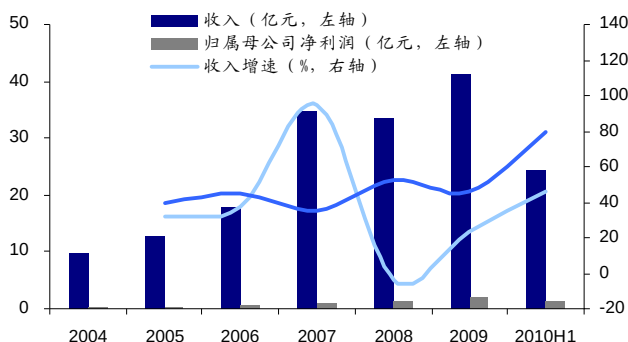
估值风险，房地产调控风险，坏账风险

公司篇

7. 金螳螂：一直被模仿

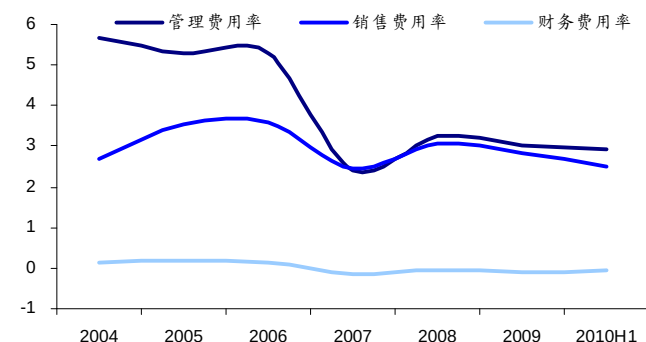
公司 2010 年上半年净利增长达到了上市以来的新高，而三项费用率中销售费用率和管理费用率大幅下降，分别为 2.51% 和 2.93%，去年同期为 3.22% 和 3.47%，主要是因为经营销售模式的变化和 ERP 系统的上线，我们认为这一变化趋势值得关注。

图 41 金螳螂收入和归属母公司净利润情况



资料来源：公司公告，海通证券研究所

图 42 金螳螂三项费用率情况 (%)



资料来源：公司公告，海通证券研究所

公司充分认识到行业内最宝贵的是人才，为了留住人才，2007 年公司在行业内最早推行了股权激励计划，授予董事会、管理层和核心技术人员 200 万份股权，分三个行权期，目前首期已经行权，并陆续流通。

表 7 金螳螂股权激励行权条件

年度	2008	2009	2010
相对于 2006 年净利润增长 (%)	70	90	110
YoY (%)	-	11.8	10.5

资料来源：公司公告，海通证券研究所

我们估计公司公装业务收入中有一半来自于高端酒店装饰，八成是新酒店装饰，其余为存量酒店翻新业务，目前公司在和国外酒店集团的合作中承担了大量的设计业务，并最终转化为施工订单。公司的另一大看点是目前已经介入的精装修业务，我们估计目前公司精装修业务收入占比为 10%-15%，预计明年会扩大介入程度。精装修业务将为公司提供新的增长动力，凭借公司强大的品牌优势和管理能力，我们认为未来公司在该业务上会有所作为。

总体来看，我们认为金螳螂是一个创新能力很强的公司，公司在行业内第一个谋求上市，第一个推出股权激励，第一个和高效联合办学培养公司后备人才，第一个运用 ERP 系统，在业内公司也代表了行业发展的最先进理念，可以说是一直被模仿。

表 8 金螳螂业绩及 PE

指标	2010E	2011E	2012E
EPS (元)	1.08	1.55	2.15
PE	43.01	29.96	21.57
收入增长 (%)	54.35	47.33	38.52
净利增长 (%)	71.45	43.55	38.90

资料来源：海通证券研究所

备注：股价为 10 月 21 日收盘价

金螳螂报表分析和预测

利润表 (百万元)	2009	2010	2011	2012
营业收入	4106.69	6338.57	9338.91	12936.3
营业成本	3415.05	5259.62	7775.68	10809.2
营业税金及附加	128.64	199.66	294.18	407.49
营业税率	3.13	3.15	3.15	3.15
销售费用	115.86	159.10	228.80	310.47
销售费用率	2.82	2.51	2.45	2.40
管理费用	123.39	183.82	252.15	342.81
管理费用率	3.00	2.90	2.70	2.65
财务费用	-3.68	-21.12	-14.99	-22.75
财务费用率	-0.09	-0.33	-0.16	-0.18
期间费用率	5.74	5.08	4.99	4.87
资产减值损失	42.36	76.32	112.34	129.62
投资收益	0.48	0.00	0.00	0.00
营业利润	285.56	481.16	690.77	959.47
营业外收入	0.72	0.32	0.47	0.65
营业外支出	0.61	1.27	1.87	2.59
利润总额	285.67	480.21	689.37	957.53
所得税	74.43	120.05	172.34	239.38
所得税率	26.06	25.00	25.00	25.00
少数股东损益	10.62	16.21	23.27	32.32
归属于母公司股东的净利润	200.61	343.95	493.76	685.83
EPS (元)	0.63	1.08	1.55	2.15

盈利能力指标 (%)	2009	2010	2011	2012
毛利率	16.84	17.02	16.74	16.44
EBITDA Margin	8.33	8.82	8.73	8.47
EBIT Margin	7.88	8.46	8.44	8.24
营业利润率	6.95	7.59	7.40	7.42
净利率	4.89	5.43	5.29	5.30
ROA	8.37	10.75	11.23	11.24
ROE	24.24	33.65	37.54	39.68

盈利增长 (%)	2009	2010	2011	2012
主营收入增长率	23.04	54.35	47.33	38.52
主营利润增长率	30.79	56.00	44.89	36.07
EBITDA 增长率	52.68	63.34	45.82	34.49
EBIT 增长率	52.66	65.67	46.94	35.30
净利润增长率	45.41	71.45	43.55	38.90

偿债能力指标	2009	2010	2011	2012
资产负债率 (%)	66.12	67.25	69.68	70.58
流动比率	1.25	1.28	1.29	1.31
速动比率	1.23	1.26	1.27	1.29
现金比率	0.34	0.32	0.34	0.37

经营效率指标	2009	2010	2011	2012
应收帐款周转天数	113.15	95.56	94.59	97.22
存货周转天数	2.89	2.48	2.41	2.48
总资产周转率	1.71	1.98	2.12	2.12

资料来源：公司公告，海通证券研究所

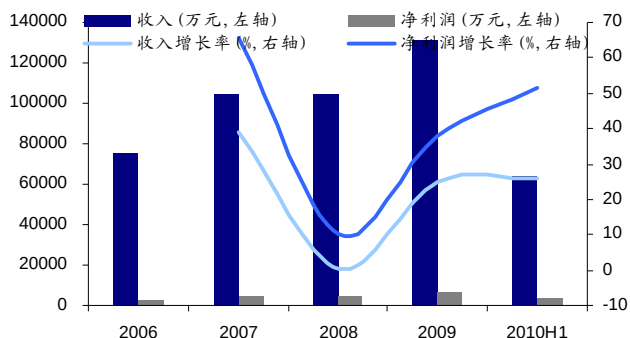
资产负债表 (百万元)	2009	2010	2011	2012
货币资金	617.24	785.26	1214.06	1818.87
存货	30.44	42.08	62.21	86.47
应收账款	1382.74	1982.23	2925.41	4061.35
其他流动资产	241.18	322.94	423.90	545.06
流动资产	2271.61	3132.51	4625.58	6511.75
流动资产占比	0.82	0.86	0.90	0.92
固定资产	355.21	298.71	377.68	405.05
投资性房地产	6.90	6.90	6.90	6.90
无形资产	67.45	65.62	63.79	61.96
其他非流动资产	59.86	137.26	75.65	63.64
非流动资产	489.42	508.49	524.03	537.55
非流动资产占比	0.18	0.14	0.10	0.08
资产总计	2761.03	3640.99	5149.61	7049.30
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
应付账款	1260.68	1840.87	2721.49	3783.21
其他流动负债	560.42	603.22	862.32	1187.90
流动负债	1821.10	2444.09	3583.81	4971.11
流动负债占比	1.00	1.00	1.00	1.00
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
其他长期负债	4.39	4.39	4.39	4.39
非流动性负债	4.39	4.39	4.39	4.39
非流动负债占比	0.00	0.00	0.00	0.00
负债合计	1825.49	2448.48	3588.19	4975.49
股本	212.80	319.20	319.20	319.20
资本公积	179.64	179.64	179.64	179.64
留存收益	509.43	643.79	989.42	1469.50
少数股东权益	33.68	49.89	73.15	105.47
股东权益合计	935.54	1192.52	1561.41	2073.81
负债股东权益总计	2761.03	3640.99	5149.61	7049.30

现金流量表 (百万元)	2009	2010	2011	2012
净利润	200.61	343.95	493.76	685.83
折旧摊销	18.43	22.56	26.90	29.78
营运资金变动	289.22	(146.20)	(36.90)	(23.69)
其他	40.10	71.41	120.61	139.19
经营活动现金流	548.35	291.71	604.36	831.11
资本支出	(96.16)	(41.63)	(42.43)	(43.31)
投资收益	0.48	0.00	0.00	0.00
其他	(164.59)	0.00	0.00	0.00
投资活动现金流	(260.27)	(41.63)	(42.43)	(43.31)
债务变化	107.61	21.12	14.99	22.75
股票发行	(24.22)	0.00	0.00	0.00
其他	(85.12)	(103.19)	(148.13)	(205.75)
筹资活动现金流	(1.73)	(82.07)	(133.13)	(183.00)
现金净流量	286.35	168.02	428.80	604.80
每股经营性现金流	2.58	0.91	1.89	2.60

8. 洪涛股份：小、也可以美好

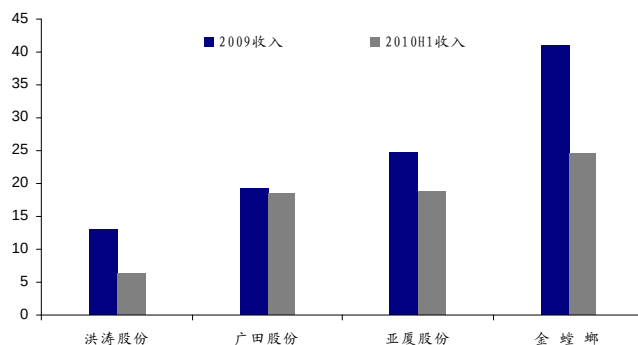
公司 2010 年上半年收入同比增长 25.67%，归属母公司净利润同比增长 51.74%，在四家上市公司中增长幅度最小。同时，公司的收入规模也在各家公司中最小。

图 43 洪涛股份收入和归属母公司净利润情况



资料来源：公司公告、海通证券研究所

图 44 装饰公司 2009 和 2010H1 收入对比（亿元）



资料来源：公司公告、海通证券研究所

公司的业务特点在于公装领域的酒店、会堂及政务场所的装饰业务，正如我们在前文中所提到的，公司虽然规模较小，但公装设计能力很强，获得的“鲁班奖”和“全国建筑工程装饰奖”数量仅次于金螳螂，而在 2009 年的建筑百强企业排名中更位列第三名。

考虑到同行业其他公司纷纷采取了股权激励措施，我们估计未来公司也有推出股权激励的可能，这将调动公司既有人员的积极性，更广泛的开拓市场。

目前公司的业务收入主要来自华东、华南，两者合计收入占比超过 70%，而增长迅速的西南市场收入占比仅为 3.27%，还有很大的增长空间。

我们认为，由于公司收入基数较小，业务规模有限，而在细分行业上竞争力又很强，国内快速增长的中西部市场收入占比很低，如果有股权激励计划推出，未来有望实现较高的增速，对公司来说，小也可以成为一个有利条件。

表 9 洪涛业绩及 PE

指标	2010E	2011E	2012E
EPS（元）	0.73	1.03	1.38
PE	44.45	31.51	23.62
收入增长（%）	24.05	53.98	34.62
净利增长（%）	59.29	41.05	33.44

资料来源：海通证券研究所

备注：股价为 10 月 21 日收盘价

洪涛股份报表分析和预测

利润表(百万元)	2009	2010	2011	2012
营业收入	1310.47	1625.69	2503.22	3369.78
营业成本	1128.08	1386.41	2137.75	2877.60
营业税金及附加	44.06	54.46	84.61	113.90
营业税率	3.36	3.35	3.38	3.38
销售费用	10.10	12.36	21.03	27.63
销售费用率	0.77	0.76	0.84	0.82
管理费用	30.88	41.94	62.58	80.87
管理费用率	2.36	2.58	2.50	2.40
财务费用	3.15	-20.38	-14.52	-18.66
财务费用率	0.24	-1.25	-0.58	-0.55
期间费用率	3.37	2.09	2.76	2.67
资产减值损失	7.92	9.61	7.22	11.84
投资收益	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	86.28	141.29	204.56	276.59
营业外收入	0.03	0.08	0.13	0.17
营业外支出	0.04	0.33	0.50	0.67
利润总额	86.27	141.04	204.18	276.09
所得税	17.20	31.03	49.00	69.02
所得税率	19.94	22.00	24.00	25.00
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00
归属于母公司股东的净利润	69.06	110.01	155.18	207.07
EPS(元)	0.46	0.73	1.03	1.38

盈利能力指标(%)	2009	2010	2011	2012
毛利率	13.92	14.72	14.60	14.61
EBITDA Margin	7.69	8.56	8.42	8.47
EBIT Margin	7.43	8.03	7.88	8.01
营业利润率	6.58	8.69	8.17	8.21
净利率	5.27	6.77	6.20	6.14
ROA	7.18	7.21	8.32	8.57
ROE	11.40	10.31	13.38	16.09

盈利增长(%)	2009	2010	2011	2012
主营收入增长率	24.70	24.05	53.98	34.62
主营利润增长率	35.69	31.19	52.74	34.67
EBITDA 增长率	44.83	38.03	51.49	35.44
EBIT 增长率	48.90	34.07	51.13	36.76
净利润增长率	37.73	59.29	41.05	33.44

偿债能力指标	2009	2010	2011	2012
资产负债率(%)	31.25	28.88	44.20	48.77
流动比率	3.02	3.03	2.03	1.88
速动比率	2.98	2.98	1.99	1.85
现金比率	2.04	1.80	1.17	1.05

经营效率指标	2009	2010	2011	2012
应收帐款周转天数	80.10	93.40	80.85	81.74
存货周转天数	5.30	5.22	4.75	5.02
总资产周转率	1.36	1.07	1.34	1.40

资料来源：公司公告，海通证券研究所

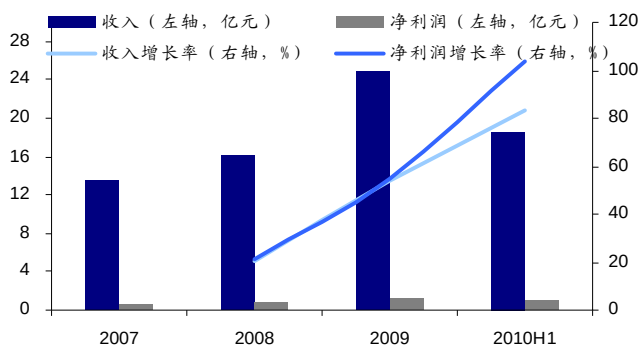
资产负债表(百万元)	2009	2010	2011	2012
货币资金	954.52	807.38	1129.08	1358.47
存货	18.05	22.18	34.20	46.04
应收账款	385.11	458.44	665.86	864.35
其他流动资产	54.55	73.49	123.72	165.99
流动资产	1412.24	1361.50	1952.87	2434.85
流动资产占比	0.94	0.88	0.90	0.92
固定资产	14.12	79.44	150.54	174.54
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00
无形资产	27.87	27.18	26.50	25.82
其他非流动资产	42.07	86.55	46.39	18.22
非流动资产	84.06	193.17	223.43	218.58
非流动资产占比	0.06	0.12	0.10	0.08
资产总计	1496.30	1554.67	2176.30	2653.43
短期借款	40.00	0.00	0.00	0.00
应付账款	292.34	277.28	748.21	1007.16
其他流动负债	135.32	171.73	213.80	287.04
流动负债	467.66	449.01	962.02	1294.20
流动负债占比	1.00	1.00	1.00	1.00
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
其他长期负债	0.00	0.00	0.00	0.00
非流动性负债	0.00	0.00	0.00	0.00
非流动负债占比	0.00	0.00	0.00	0.00
负债合计	467.66	449.01	962.02	1294.20
股本	120.00	150.00	150.00	150.00
资本公积	766.05	736.05	736.05	736.05
留存收益	142.59	219.60	328.23	473.17
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00
股东权益合计	1028.65	1105.66	1214.28	1359.23
负债股东权益总计	1496.30	1554.67	2176.30	2653.43

现金流量表(百万元)	2009	2010	2011	2012
净利润	69.06	110.01	155.18	207.07
折旧摊销	3.46	8.63	13.53	15.72
营运资金变动	19.73	(84.65)	236.12	67.75
其他	9.23	(10.77)	(7.31)	(6.82)
经营活动现金流	101.48	23.22	397.53	283.71
资本支出	(27.92)	(117.73)	(43.80)	(10.86)
投资收益	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	0.00	0.00	0.00	0.00
投资活动现金流	(27.92)	(117.73)	(43.80)	(10.86)
债务变化	(1.92)	(19.62)	14.52	18.66
股票发行	781.16	0.00	0.00	0.00
其他	(0.00)	(33.00)	(46.55)	(62.12)
筹资活动现金流	779.24	(52.63)	(32.03)	(43.46)
现金净流量	852.80	(147.14)	321.70	229.39
每股经营性现金流	0.85	0.15	2.65	1.89

9. 亚厦股份：坐二望一，攻城略地

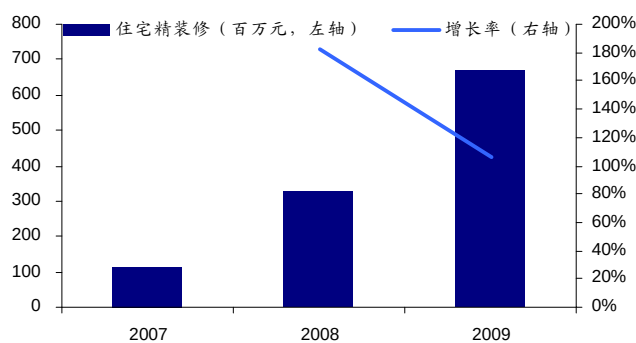
公司最明显的特点就是在精装修领域的强劲竞争力。公司很早即进入精装修领域，在近年来的开拓过程中，形成了熟练和高质量的运作流程，项目经理对于施工进程的掌控能力很强，我们认为，这个市场的新进入者要逐渐熟悉该业务的施工特点尚需要一段时间，公司有望继续保持在该领域的领跑。

图 45 亚厦股份收入和归属母公司净利润情况



资料来源：公司公告、海通证券研究所

图 46 亚厦股份精装修业务情况



资料来源：公司公告、海通证券研究所

在过去三年，公司在浙江省内的收入占比均稳定在 50%-60%，而目前公司已经在华北和西南地区设立了高级别的分支机构，我们预计未来公司会通过输出“管理+人才+品牌”的方式重点拓展这两个新开发市场，我们估计在未来的两年这两个区域给公司带来的收入有望达到 30 亿元，为公司带来新的增长动力。

同时，为了促进业绩增长，在 9 月份，公司在行业内第二个推出股权激励计划，行权价格 65 元，考虑到精装修市场的广阔前景以及公司强劲的竞争地位，我们认为公司不难实现行权目标。

表 10 亚厦股份股权激励行权条件

年度	2010	2011	2012	2013	2014
相对于 2009 年净利润增长 (%)	75	145	220	300	380
YoY (%)	75	40	31	25	20

资料来源：公司公告、海通证券研究所

公司的另一看点是未来可能的相关多元化，基于对公司业务的分析和对市场的判断，我们预计未来公司将有可能从室内装修扩展到相关的室外的园林装饰，这将扩展公司的业务容量，提供持续增长动力。

表 11 亚厦业绩及 PE

指标	2010E	2011E	2012E
EPS (元)	1.29	2.09	3.04
PE	55.78	35.14	24.16
收入增长 (%)	86.15	57.23	40.41
净利增长 (%)	106.52	61.56	45.44

资料来源：海通证券研究所

备注：股价为 10 月 21 日收盘价

亚厦股份报表分析和预测

利润表(百万元)	2009	2010	2011	2012
营业收入	2487.34	4630.26	7280.38	10222.7
营业成本	2118.39	3938.62	6189.99	8699.48
营业税金及附加	85.59	156.50	246.08	345.53
营业税率	3.44	3.38	3.38	3.38
销售费用	17.81	39.36	61.16	83.83
销售费用率	0.72	0.85	0.84	0.82
管理费用	56.47	90.29	131.05	168.67
管理费用率	2.27	1.95	1.80	1.65
财务费用	1.83	-20.28	-31.63	-36.85
财务费用率	0.07	-0.44	-0.43	-0.36
期间费用率	3.06	2.36	2.21	2.11
资产减值损失	29.09	60.76	94.08	104.45
投资收益	-0.11	0.00	0.00	0.00
营业利润	178.05	365.00	589.66	857.57
营业外收入	0.04	0.23	0.36	0.51
营业外支出	0.77	0.93	1.46	2.04
利润总额	177.33	364.31	588.57	856.04
所得税	45.03	91.08	147.14	214.01
所得税率	25.39	25.00	25.00	25.00
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00
归属于母公司股东的净利润	132.30	273.23	441.43	642.03
EPS(元)	0.63	1.29	2.09	3.04

盈利能力指标(%)	2009	2010	2011	2012
毛利率	14.83	14.94	14.98	14.90
EBITDA Margin	8.84	9.15	9.31	9.33
EBIT Margin	8.41	8.76	8.96	9.05
营业利润率	7.16	7.88	8.10	8.39
净利率	5.32	5.90	6.06	6.28
ROA	9.76	9.36	8.99	10.03
ROE	28.96	19.03	17.63	22.27

盈利增长(%)	2009	2010	2011	2012
主营收入增长率	53.68	86.15	57.23	40.41
主营利润增长率	50.69	87.46	57.65	39.69
EBITDA 增长率	55.94	92.77	59.98	40.63
EBIT 增长率	55.86	93.94	60.82	41.87
净利润增长率	54.69	106.52	61.56	45.44

偿债能力指标	2009	2010	2011	2012
资产负债率(%)	67.39	44.54	52.44	56.92
流动比率	1.38	2.07	1.79	1.67
速动比率	1.30	2.01	1.72	1.61
现金比率	0.31	1.06	0.77	0.65

经营效率指标	2009	2010	2011	2012
应收帐款周转天数	109.15	91.86	93.79	98.16
存货周转天数	13.79	9.27	8.84	9.24
总资产周转率	1.84	1.59	1.48	1.60

资料来源：公司公告，海通证券研究所

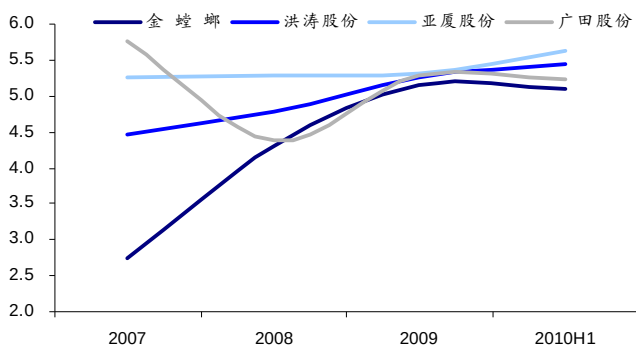
资产负债表(百万元)	2009	2010	2011	2012
货币资金	329.68	1981.79	2235.59	2677.79
存货	84.73	118.16	185.70	260.98
应收账款	888.31	1474.74	2318.80	3255.92
其他流动资产	163.35	296.15	463.88	650.30
流动资产	1466.07	3870.84	5203.97	6845.00
流动资产占比	0.91	0.91	0.93	0.95
固定资产	48.53	135.93	253.78	275.82
投资性房地产	16.99	16.99	16.99	16.99
无形资产	28.77	28.05	27.34	26.62
其他非流动资产	43.80	184.10	87.19	49.01
非流动资产	138.10	365.08	385.30	368.45
非流动资产占比	0.09	0.09	0.07	0.05
资产总计	1604.16	4235.92	5589.27	7213.45
短期借款	45.00	0.00	0.00	0.00
应付账款	750.14	1378.52	2166.50	3044.82
其他流动负债	269.20	491.39	747.76	1044.20
流动负债	1064.33	1869.91	2914.26	4089.02
流动负债占比	0.98	0.99	0.99	1.00
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
其他长期负债	16.78	16.78	16.78	16.78
非流动性负债	16.78	16.78	16.78	16.78
非流动负债占比	0.02	0.01	0.01	0.00
负债合计	1081.11	1886.69	2931.04	4105.80
股本	158.00	211.00	211.00	211.00
资本公积	80.00	1661.92	1661.92	1661.92
留存收益	285.05	476.31	785.31	1234.73
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00
股东权益合计	523.05	2349.23	2658.23	3107.65
负债股东权益总计	1604.16	4235.92	5589.27	7213.45

现金流量表(百万元)	2008	2009	2010	2011
净利润	132.30	273.23	441.43	642.03
折旧摊销	10.74	18.25	25.77	28.11
营运资金变动	5.81	37.15	(129.06)	(128.52)
其他	25.07	40.48	62.45	67.60
经营活动现金流	173.92	369.11	400.58	609.22
资本支出	(16.63)	(245.23)	(45.99)	(11.26)
投资收益	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	(1.95)	0.00	0.00	0.00
投资活动现金流	(18.58)	(245.23)	(45.99)	(11.26)
债务变化	(5.05)	(24.72)	31.63	36.85
股票发行	0.00	1634.92	0.00	0.00
其他	0.00	(81.97)	(132.43)	(192.61)
筹资活动现金流	(5.05)	1528.23	(100.80)	(155.76)
现金净流量	150.29	1652.11	253.79	442.21
每股经营性现金流	1.10	1.75	1.90	2.89

10. 广田股份：后起之秀，潮头争先

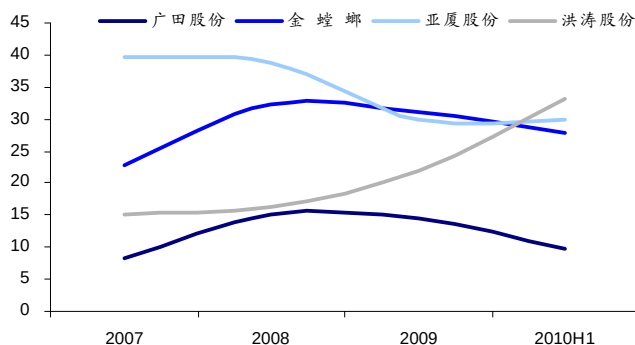
广田股份也属于精装修特色型企业，其精装修收入规模和增长速度与亚厦不相上下，虽然由于客户集中度很高造成毛利率较低，但是同时也由于大客户群体稳定，销售费用和管理费用较低，总体看来，最后净利率并不落后。

图 47 装饰公司净利率对比 (%)



资料来源：聚源、海通证券研究所

图 48 装饰公司应收账款净值/收入 (%)



资料来源：聚源、海通证券研究所

同时，由于公司的客户规模都比较大，资质很好，公司的应收账款是四家上市公司中最低的，收益的质量很高。我们预计公司仍然会继续保持稳健的经营策略，控制应收账款的收入占比。

目前公司也还没有推出股权激励计划，我们认为，其未来依托精装修市场的巨大空间，在保证人才供应的基础上，若通过股权激励形式激发员工积极性，未来有望继续保持快速增长。

此外，由于公司较早介入精装修市场，我们认为，由于其业务特点和业务能力，公司也有可能和亚厦一样考虑介入室外园林装饰，而地产园林将成为最好的接入点，如果成功介入，将为公司带来新的增长领域。

表 12 广田业绩及 PE 估值

指标	2010E	2011E	2012E
EPS (元)	1.23	2.02	2.96
PE	60.96	37.17	25.38
收入增长 (%)	82.47	62.98	49.60
净利增长 (%)	94.13	64.02	46.45

资料来源：海通证券研究所

备注：股价为 10 月 21 日收盘价

广田股份报表分析和预测

利润表 (百万元)	2009	2010	2011	2012
营业收入	1918.19	3500.08	5704.40	8533.50
营业成本	1683.96	3069.68	4997.10	7468.92
营业税金及附加	65.30	118.30	192.81	288.43
营业税率	3.40	3.38	3.38	3.38
销售费用	12.58	22.75	37.08	55.47
销售费用率	0.66	0.65	0.65	0.65
管理费用	29.88	51.80	81.57	119.47
管理费用率	1.56	1.48	1.43	1.40
财务费用	6.28	-15.66	-29.30	-30.53
财务费用率	0.33	-0.45	-0.51	-0.36
期间费用率	2.54	1.68	1.57	1.69
资产减值损失	-1.57	7.05	10.44	16.46
投资收益	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	121.76	246.15	414.69	615.28
营业外收入	5.46	7.00	11.41	17.07
营业外支出	0.00	0.70	1.14	1.71
利润总额	127.22	252.45	424.96	630.64
所得税	25.79	55.54	101.99	157.66
所得税率	20.27	22.00	24.00	25.00
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00
归属于母公司股东的净利润	101.43	196.91	322.97	472.98
EPS (元)	0.63	1.23	2.02	2.96

盈利能力指标	2009	2010	2011	2012
毛利率	12.21	12.30	12.40	12.48
EBITDA Margin	6.90	7.04	7.25	7.36
EBIT Margin	6.59	6.79	6.94	7.05
营业利润率	6.35	7.03	7.27	7.21
净利率	5.29	5.63	5.66	5.54
ROA	14.53	9.88	9.17	11.14
ROE	40.24	14.22	12.52	16.55

盈利增长 (%)	2009	2010	2011	2012
主营收入增长率	53.69	82.47	62.98	49.60
主营利润增长率	59.76	83.75	64.33	50.51
EBITDA 增长率	76.28	86.24	67.86	51.74
EBIT 增长率	81.93	87.83	66.64	51.88
净利润增长率	85.09	94.13	64.02	46.45

偿债能力指标	2009	2010	2011	2012
资产负债率 (%)	60.71	23.26	29.71	35.07
流动比率	1.67	4.46	3.24	2.69
速动比率	1.46	4.23	3.01	2.45
现金比率	0.68	3.55	2.40	1.86

经营效率指标	2009	2010	2011	2012
应收帐款周转天数	53.10	29.97	23.79	21.62
存货周转天数	16.48	13.83	14.53	15.02
总资产周转率	2.75	1.76	1.62	2.01

资料来源：公司公告，海通证券研究所

资产负债表 (百万元)	2009	2010	2011	2012
货币资金	269.74	2403.88	2566.22	2904.94
存货	82.39	153.48	249.86	373.45
应收账款	255.45	327.26	426.69	598.41
其他流动资产	56.30	136.30	223.02	334.00
流动资产	663.88	3020.92	3465.78	4210.80
流动资产占比	0.86	0.94	0.90	0.90
固定资产	52.19	84.03	180.92	294.36
投资性房地产	9.67	9.67	9.67	9.67
无形资产	39.52	39.39	39.26	39.13
其他非流动资产	5.44	60.65	135.94	103.64
非流动资产	106.81	193.74	365.79	446.80
非流动资产占比	0.14	0.06	0.10	0.10
资产总计	770.69	3214.65	3831.56	4657.60
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
应付账款	164.48	306.97	499.71	746.89
其他流动负债	233.39	370.69	568.78	816.55
流动负债	397.87	677.65	1068.49	1563.44
流动负债占比	0.85	0.91	0.94	0.96
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
其他长期负债	70.00	70.00	70.00	70.00
非流动性负债	70.00	70.00	70.00	70.00
非流动负债占比	0.15	0.09	0.06	0.04
负债合计	467.87	747.65	1138.49	1633.44
股本	120.00	160.00	160.00	160.00
资本公积	50.89	2037.23	2037.23	2037.23
留存收益	131.93	269.77	495.85	826.93
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00
股东权益合计	302.82	2467.00	2693.08	3024.16
负债股东权益总计	770.69	3214.65	3831.56	4657.60

现金流量表 (百万元)	2008	2009	2010	2011
净利润	101.43	196.91	322.97	472.98
折旧摊销	5.85	8.87	17.81	26.46
营运资金变动	20.03	49.83	97.87	72.19
其他	3.83	(8.61)	(18.86)	(14.07)
经营活动现金流	131.14	247.01	419.79	557.56
资本支出	(3.72)	(95.80)	(189.85)	(107.48)
投资收益	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	(38.48)	0.00	0.00	0.00
投资活动现金流	(42.21)	(95.80)	(189.85)	(107.48)
债务变化	74.80	15.66	29.30	30.53
股票发行	0.00	2026.34	0.00	0.00
其他	0.00	(59.07)	(96.89)	(141.89)
筹资活动现金流	74.80	1982.93	(67.59)	(111.36)
现金净流量	163.73	2134.14	162.34	338.73
每股经营性现金流	1.09	1.54	2.62	3.48

信息披露

分析师负责的股票研究范围

江孔亮：建筑工程行业首席分析师

赵 健：联系人

重点研究上市公司：中材国际、中色股份、龙元建设、上海建工、海油工程、冀东水泥、中海油服、隧道股份、中国中铁、中国铁建、中国建筑、中铁二局、金螳螂。

公司评级、行业评级及相关定义

我们的评级制度要求分析师将其研究范围中的公司或行业进行评级,这些评级代表分析师根据历史基本面及估值对研究对象的投资前景的看法。每一种评级的含义分别为:

公司评级

买入: 我们预计未来6个月内,个股相对大盘涨幅在15%以上;

增持: 我们预计未来6个月内,个股相对大盘涨幅介于5%与15%之间;

中性: 我们预计未来6个月内,个股相对大盘涨幅介于-5%与5%之间;

减持: 我们预计未来6个月内,个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间;

卖出: 我们预计未来6个月内,个股相对大盘涨幅低于-15%。

行业评级

增持: 我们预计未来6个月内,行业整体回报高于市场整体水平5%以上;

中性: 我们预计未来6个月内,行业整体回报介于市场整体水平-5%与5%之间;

减持: 我们预计未来6个月内,行业整体回报低于市场整体水平5%以下。

免责条款

本报告中的信息均来源于公开可获得资料,海通证券研究所力求准确可靠,但对这些信息的准确性及完整性不做任何保证,据此投资,责任自负。本报告不构成个人投资建议,也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。海通证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易,还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。本报告仅向特定客户传送,未经海通证券研究所授权许可,任何引用、转载以及向第三方传播的行为均可能承担法律责任。

海通证券股份有限公司研究所

汪异明 所长
(021) 63411619
wangym@htsec.com

高道德 副所长
(021) 63411586
gaodd@htsec.com

路 颖 副所长
(021) 23219403
luying@htsec.com

陈 露 所长助理
(021) 23219435
chenl@htsec.com

宏观经济研究团队

李明亮 (021) 23219434
汪 辉 (021) 23219432
刘铁军 (021) 23219394

lml@htsec.com
wanghui@htsec.com
liutj@htsec.com

策略研究团队

陈瑞明 (021) 23219197
吴一洋 (021) 23219387
单 磊 (021) 23219428

chenrm@htsec.com
wuyiping@htsec.com
shanl@htsec.com

基金研究团队

娄 静 (021) 23219450
单开佳 (021) 23219448
吴先兴 (021) 23219449
倪韵婷 (021) 23219419
杨俭秋 (021) 23219605

loujing@htsec.com
shankj@htsec.com
wuxx@htsec.com
niyt@htsec.com
yangjq@htsec.com

联系人

高 远 (021) 23219669
李 宁 (021) 23219431

gaoy@htsec.com
lin@htsec.com

联系人

唐洋运 (021) 23219004
徐益鋈 (021) 23219443
陈 瑶 (021) 23219645

tangyy@htsec.com
xuyj@htsec.com
chenyao@htsec.com

金融工程研究团队

雍志强 (021) 23219686
周 健 (021) 23219444
丁鲁明 (021) 23219068

zqyong@htsec.com
zhouj@htsec.com
dinglm@htsec.com

固定收益研究团队

姜金香 (021) 23219445
邱庆东 (021) 23219424

jiangjx@htsec.com
qiuqd@htsec.com

政策研究团队

陈久红 (021) 23219393
陈峥嵘 (021) 23219433

chenjiuhong@htsec.com
zrchen@htsec.com

联系人

郑雅斌 (021) 23219395

zhengyb@htsec.com

联系人

陈 鑫 (021) 23219370

chenx5118@htsec.com

计算机及通信行业

陈美凤 (021) 23219409
联系人
蒋 科 (021) 23219474

chenmf@htsec.com
jiangk@htsec.com

煤炭行业

韩振国 (021) 23219400
刘惠莹 (021) 23219441

zghan@htsec.com
liuhy@htsec.com

批发和零售贸易行业

路 颖 (021) 23219403
潘 鹤 (021) 23219423
汪立亭 (021) 23219399

luying@htsec.com
panh@htsec.com
wanglt@htsec.com

建筑工程行业

江孔亮 (021) 23219422
联系人
赵 健 (021) 23219472

kljiang@htsec.com
zhaoj@htsec.com

石油化工行业

邓 勇 (021) 23219404

dengyong@htsec.com

机械行业

龙 华 (021) 23219411
方 维 (021) 23219438
舒 灏 (021) 23219171
联系人
何继红 (021) 23219674

longh@htsec.com
fangw@htsec.com
shuh@htsec.com
hejh@htsec.com

农林牧渔行业

丁 频 (021) 23219405

dingpin@htsec.com

纺织服装行业

区志航 (021) 23219407

ouzh@htsec.com

非银行金融行业

潘洪文 (021) 23219389
谢 盐 (021) 23219436

panhw@htsec.com
xiey@htsec.com

电子元器件行业

邱春城 (021) 23219413

qiucc@htsec.com

互联网及传媒行业

王茹远 (010) 58067935
联系人
白 洋 (021) 23219646

wangry@htsec.com
baiyang@htsec.com

交通运输行业

钮宇鸣 (021) 23219420
钱列飞 (021) 23219104
联系人
罗少平 (021) 23219390
虞 楠 (021) 23219382

ymniu@htsec.com
qianlf@htsec.com
luosp@htsec.com
yun@htsec.com

汽车行业

赵晨曦 (021) 23219473

zhaocx@htsec.com

食品饮料行业

赵 勇 (021) 23219460

zhaoyong@htsec.com

钢铁行业

刘彦奇 (021) 23219391

liuyq@htsec.com

医药行业

江维娜 (021) 23219610
联系人
刘 宇 (021) 23219608
刘 杰 (021) 23219269

jiangwn@htsec.com
liuy4986@htsec.com
liuj5068@htsec.com

有色金属行业

杨红杰 (021) 23219406
联系人
刘 博 (021) 23219401

yanghj@htsec.com
liub5226@htsec.com

基础化工行业

曹小飞 (021) 23219267

caoxf@htsec.com

家电行业

陈子仪 (021) 23219244

chenzy@htsec.com

建筑建材行业

蒲世林 (021) 23219054

pusl@htsec.com

电力设备及新能源行业

张 浩 (021) 23219383

zhangh@htsec.com

公用事业

陆凤鸣 (021) 23219415
白瑜 (021) 23219430

lufm@htsec.com
baiy@htsec.com

银行业

联系人
冯梓钦 (021) 23219402

fengzq@htsec.com

社会服务业

联系人
孔维娜 (021) 23219223

kongwn@htsec.com

房地产业

涂力磊 (021) 23219747

tl5535@htsec.com

海通证券股份有限公司机构业务部

陈苏勤 总经理
(021) 63609993
chensq@htsec.com

贺振华 总经理助理
(021) 23219381
hzh@htsec.com

深广地区销售团队

贺振华 (021) 23219381
胡雪梅 (021) 23219385
毛艺龙 (021) 23219373
辜丽娟 (021) 23219397

hzh@htsec.com
huxm@htsec.com
maoyl@htsec.com
gulj@htsec.com

上海地区销售团队

高 溱 (021) 23219386
季唯佳 (021) 23219384
黄 毓 (021) 23219410
朱 健 (021) 23219592
肖文宇 (021) 23219442

gaoq@htsec.com
jiwj@htsec.com
huangyu@htsec.com
zhuj@htsec.com
xiaowu@htsec.com

北京地区销售团队

孙 俊 (021) 23219454
殷怡琦 (010) 58067944

sunj@htsec.com
yinyq@htsec.com

海通证券股份有限公司研究所

地址: 上海市黄浦区广东路 689 号海通证券大厦 13 楼
电话: (021) 23219381
传真: (021) 23219392
网址: www.htsec.com