

装饰行业



爱建证券有限责任公司
AJ SECURITIES CO., LTD.

消费升级下双高行业：高景气度、高成长性

—装饰行业 2011 年年度策略 2010.12.17

建筑建材行业年度策略报告系列一

投资要点：

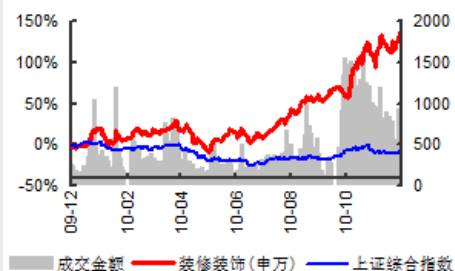
- 装饰行业属于消费升级格局下的弱周期行业，虽然固定资产投资增速下滑对公装有影响，但我们认为至少在未来一年内，行业内的四家上市公司仍将享受双高：高景气度、高成长性。因为酒店、文体场馆等景气指数与固定资产投资有相对独立性，且受政策影响住宅装修比例大幅提升，未来行业将继续维持高景气。
- 行业内有转折意义的事件是近期恒大地产先后与亚厦股份、金螳螂、广田股份分别签订了资金额为 30 亿、30 亿、35 亿的装饰合同。而恒大地产 2011 年的装饰合同额预计为百亿，就是说，已经将全年的装饰需求全部给与这三家上市公司了。这些公司之间由分散竞争走向竞合格局，原来分散的竞标、施工状况完全改变。
- 走势及估值。**过去一年，装饰板块初步形成，只有四只股票，但走势均很强，各自涨幅为：金螳螂超 200%，上市不足一年的亚厦股份涨幅 125%、洪涛股份 65%、广田股份 50%，因为四个个股都是中小板企业，对比同期中小企业板指数涨幅为 45%，大大跑赢了对应指数。目前估值较高，装饰的市盈率（TTM、整体法）为 83 倍，市净率为 9.5 倍，但由于行业的高成长性，高估值能逐渐减低，2011 年动态市盈率为 41 倍。
- 投资策略：**上游的木板、石材、油漆、铝材、玻璃等原材料都处于买方市场，上市公司议价能力很强，下游受益于消费升级增长无忧。维持行业“强于大势”评级。对行业内优质企业，建议在市场调整的时候积极介入。结合在手订单情况、11 年业绩增长情况以及目前可比估值状况，我们重点推荐亚厦股份、金螳螂。
- 风险提示：**中小板股票整体高估值下滑的风险，合同履约风险，坏账风险

行业评级

强于大势

静态市盈率：83
动态市盈率：41

行业表现



评价周期

1 个 6 个月 12 个月
月

成分区间涨跌幅（总市值加权平均） 6.81% 43.64% 94.26%

重点公司盈利预测及投资评价

股票名称	目标价	10EPS	11EPS	12EPS
亚厦股份	125	1.3	2.5	3.8
金螳螂	90	1.18	1.8	2.4
洪涛股份	-	0.75	1.07	1.32
广田股份	-	1.38	2.2	3.3

资料来源：公司数据

左红英 谢非非

执业证书编号：S0820209120023

电话 021-32229888*3501

邮箱 xiefeifei@ajzq.com

请务必阅读正文之后的重要声明

目 录

一、装饰行业走势及估值	3
1.1 行业指数近一年运行情况及相对于大盘的表现	3
1.2 目前的估值水平	3
二、装饰行业特征及发展趋势	4
2.1 装饰行业的特征：消费升级格局下的弱周期行业	4
2.2 公共装修方面，固定资产投资增速下滑对其有负面影响，但公装总量还会增长	5
2.3 住宅精装修方兴未艾，还会因为国家政策和地产开发商的推动而增长	6
三、行业 2011 年投资策略	7
3.1 装饰行业发展中的壁垒	7
3.2 行业未来盈利、毛利率变化趋势	8
3.3 行业内具有转折意义的事件——住宅精装修大单频出及影响	9
3.4 行业投资策略	10
四、重点个股分析	11
4.1 亚厦股份——成长性最佳的均衡发展企业	11
4.2 金螳螂——龙头骄子，成长空间仍广阔	11

图 表 目 录

图 1：装饰指数对比深证指数	图 2：装饰指数对比中小企业板指数	3
图 3：装饰行业 PE 走势	图 4：装饰行业 PB 走势	4
图 5：“十二五”期间公共投资趋势		5
图 6：五星酒店数量及年增长率		6
图 7：2009 年前三季度我国主要城市住宅装修比例与发达国家对比		7
图 10：四家上市公司毛利率趋势	图 11：四家上市公司净利率趋势	8
图 12：四家上市公司管理费用率	图 13：四家上市公司销售费用率对比	9
表 1：四家上市公司盈利预测及投资评价		10

一、装饰行业走势及估值

1.1 行业指数近一年运行情况及相对于大盘的表现

通过下图可以发现，装饰板块走势大幅超越深证指数，幅度高达 130 个百分点，也大幅超越中小企板指数，幅度也高达 130 个百分点。

图 1：装饰指数对比深证指数

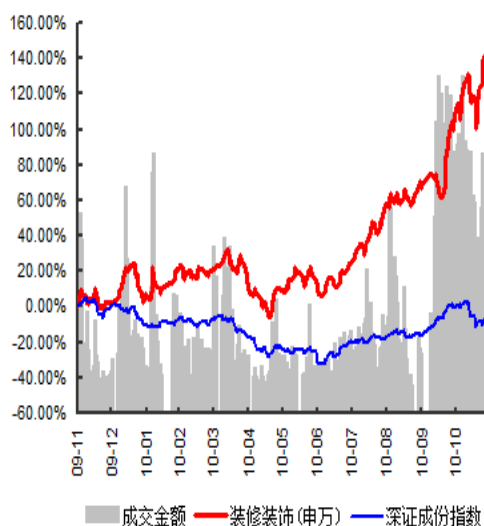
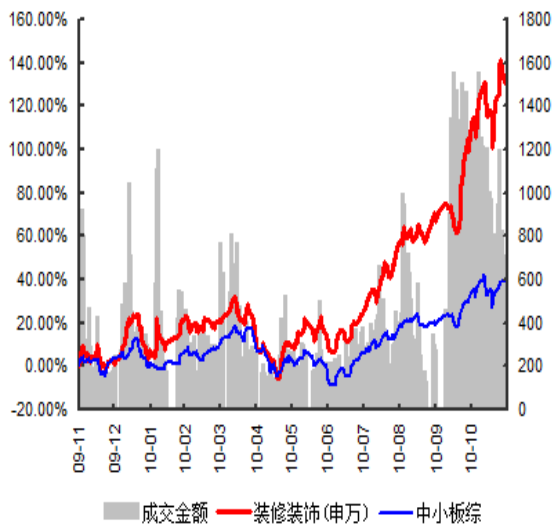


图 2：装饰指数对比中小企板指数



资料来源：wind 爱建证券

1.2 目前的估值水平

从目前的估值情况来看，装饰（TTM、整体法）为 83，市净率为 9.5，但由于行业的高成长性，高估值能逐渐减低，2011 年动态市盈率为 41 倍。

图 3：装饰行业 PE 走势

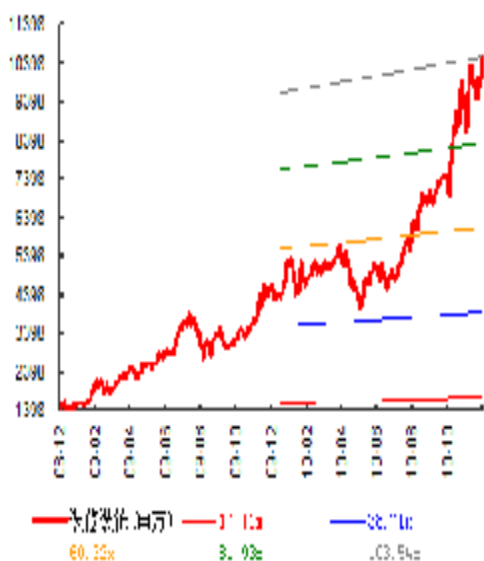
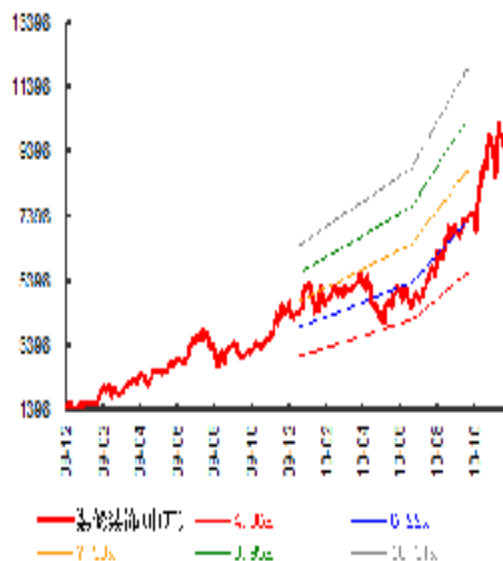


图 4：装饰行业 PB 走势



资料来源：wind，注：申万装修装饰行业指数包括西藏天路，但没有洪涛股份，所以估值偏高

二、装饰行业特征及发展趋势

2.1 装饰行业的特征：消费升级格局下的弱周期行业

装饰行业是随着国民经济的发展而快速发展的行业，因为当经济水平到达一定程度后，大众对建筑要求也从一般居住、办公升级到艺术感、环保和更注重审美。且与土木建筑业、设备安装业等一次性完成工程业务不同，每个建筑物在其完成直到整个使用寿命的周期中，都需要进行多次装饰和装修。因此，建筑装饰行业的发展不仅受益于消费升级，更具有存量效应和乘数效应的弱周期特点。

“十二五”期间国家转变经济增长方式，消费升级成为拉动内需的重要方面。有人可能会担心固定资产投资下滑将对装饰行业有负面影响，但未来固定资产投资下滑对装饰行业影响有限，我们认为至少在未来一年内，行业内的四家上市公司仍将享受双高：高景气度、高成长性。

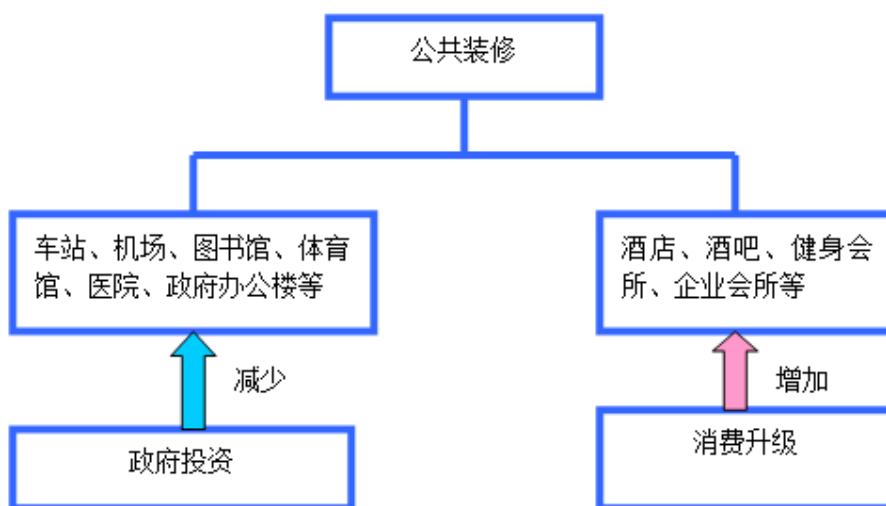
装饰行业分为公共装修和住宅装修两部分。住宅装修和大部分公共装修业务受益于消费升级，增长无忧。受固定资产投资下滑影响的是小部分政府投资的公共装修项目，由于投资的时滞，在“十二五”初期将不会下降，“十二五”后期装饰行业将会出现增速逐渐下降但长期趋稳的走势，由于存量翻新的装修需求，仍可维持一定景气度。

对应到企业上，“十二五”初期将会享受行业高景气度带来的高成长率和高估值，这个过程中，由于行业集中度提高，优秀企业将维持高成长性，成为营业额过百亿的“行业巨擎”。

2.2 公共装修方面，固定资产投资增速下滑对其有负面影响，但公装总量还会增长

公共装修市场包括消费升级增加和受政府投资影响下降的两部分，总体来看景气度还会维持在高位。因为，消费升级部分投资，如酒店等的装饰需求增速在未来仍将保持 25% 增速，这部分我们推算在公共装修中的占比至少在 1/3~1/2 以上；而随着固定资产投资增速下滑而下降的政府投资的装修业务，因为车站等公共装修位于固定投资后端，明年这部分装饰业务 2011 年很有可能出现增速下滑，总量增长的状态。

图 5：“十二五”期间公共投资趋势

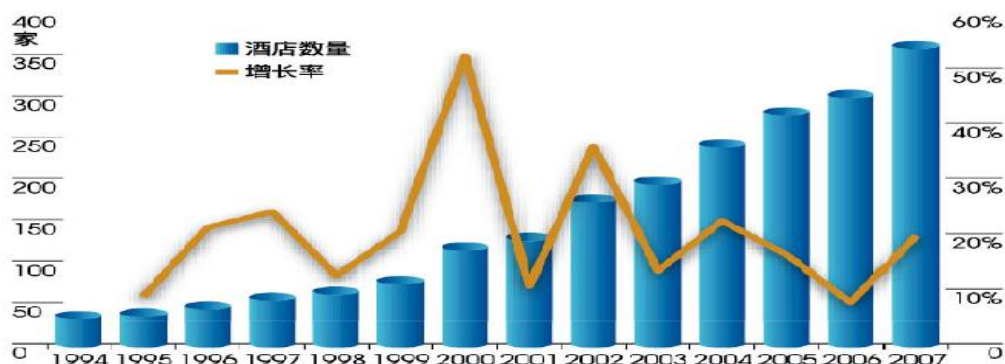


资料来源：爱建证券

占公共装修约 1/3~1/2 的酒店装修是受益于消费升级的，目前国际连锁酒店正在进行第三次中国扩张浪潮，2007 年我国有五星级酒店 361 家，国家旅游预计 2015 年将超 500 家，香格里拉、万豪、喜达屋等世界顶尖酒店管理集团均有高端酒店数量增长 50% 至 200% 的目标。尽管国际酒店的扩张受金融危机影响有所减缓，但扩张进程并未停止，尤其是在二、三线城市。酒店装修的装修周期一般为 6~8 年，保守估计以 30 年的经营期限计算，每家五星级酒店都需要 4~6 次装修。以单价 4000 元/平方米、面积 6 万平米估算，每次装饰造价不低于 2.4 亿元，市场空间广阔。

根据 LE 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 6：五星酒店数量及年增长率



数据来源：国家统计局、《新财富》

国家四万亿投资初期，占固定资产投资大头的“铁公机”投资会大幅增长，但这些投资在完工后才会涉及装饰，比如车站、航站楼等的装修。装饰装修与前期投资时点不同，是前后承接关系。如前文提到的，中国建筑装饰协会预测到 2015 年，我国建筑装饰行业的产值将达到 3.8 万亿，年复合增长率达 12.6%。“十二五”期间庞大的公共装修市场预计仍将稳步增长。

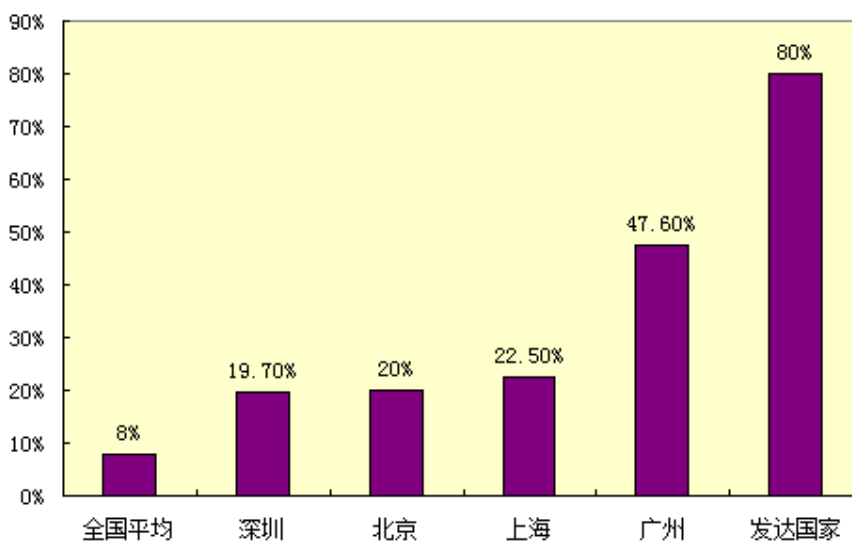
2.3 住宅精装修方兴未艾，还会因为国家政策和地产开发商的推动而增长

保障性住房大规模推出，“十二五”期间住宅精装修市场还会保持高增长，原因一是消费升级大背景下，即便固定资产投资下滑，在国家政策和地产开发商的推动下，还会维持高增长。二是保障房的规划大幅增加，保障房全装修也将是未来装饰企业盈利增长点。

住宅装修一般分为：精装修、家装、以及全装修。精装修是高端全装修，而全装修不一定是精装修。精装修一般由房地产开发商主导，与装饰公司签订合同，一次性完成整个楼盘的装修；家装则是单个家庭、分散的业务；全装修主要针对保障性住房，是政府部门力图推进的、相对较低的装修标准。

随着地产商主导推进，精装修企业正在逐步蚕食原来家装企业的市场。而目前国家积极推进保障房的低标准全装修，虽然上市的装饰公司现在没有此项业务，2011 年由于产能限制暂时也不会介入，但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。上海、北京、深圳等一线城市的情况来看，全装修的比例还较低，与发达国家仍存在较大差距，市场发展潜力巨大。

图 7：2009 年前三季度我国主要城市住宅装修比例与发达国家对比



资料来源：广田股份招股说明书，爱建证券

假设未来 10 年间新建住宅 204.71 亿平米，按每平米 1,000 元标准保守测算，精装修市场占其 50% 的市场，即产生 1.02 万亿的装饰容量，与预估 2010 年住宅装饰产值 1 万亿相比翻番。

综合以上两方面分析，公共装修及住宅装修预计在 2011 年都会维持稳定增长的态势，不会因固定资产投资下滑而下降。而上市公司在这种行业环境下，仍将享受双高：高景气度、高成长性。

三、行业 2011 年投资策略

3.1 装饰行业发展中的壁垒

虽然 2011 年行业需求上面不用担心，但各公司可能会面临产能瓶颈。因为装饰行业是一个轻资产的行业，公共装修的壁垒在设计，住宅装修的壁垒在施工，表现出来的共性是人才壁垒，未来“重管理、增激励”的企业将在行业竞争中胜出。虽然装饰行业还有从业经验、资质、品牌效应、资金等壁垒，但能否有足够的高端人才是企业扩张业务的最关键因素。

公共装修有项目单一性强、可复制性差的特点，设计在项目中的作用更重要；住宅装修可复制性很强，设计量就下降很多，但施工难度大，因为项目同时在很多房间进行，更加注重细节。所以无论对公装还是住宅装修，足够的高端人才是争夺大项目时的必要筹码——公共装修需要高端设计人才、住宅装修需要经验丰富的施工项目经理。

目前，装饰行业上市公司仅有四家——金螳螂、洪涛股份、广田股份和亚厦股份。一般认为金螳螂和洪涛股份强项在公共装修领域，因为二者的设计能力更强；而广田股份和亚厦股份更专注于住宅装修，施工项目经理多，现场管控能力更强。

3.2 行业未来盈利、毛利率变化趋势

业内企业普遍采用成本加成法定价，基本保证了毛利率的稳定性。而对于未来的盈利，营业收入与毛利率之间存在“跷跷板”的关系。因为装饰企业在参与工程投标时，往往预先概算原材料采购成本，继而设定业务目标——毛利率、项目收入等。但毛利率较高的项目，容易投标价过高，而导致竞标失败，收入增速下降；毛利率设定低，项目竞标成功性高，收入增速高。

对于四家上市公司来说，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，洪涛股份最高，10年三季度达到6.32%。2010年全年预计毛利率及净利率总体格局不变。

图 8：四家上市公司毛利率趋势

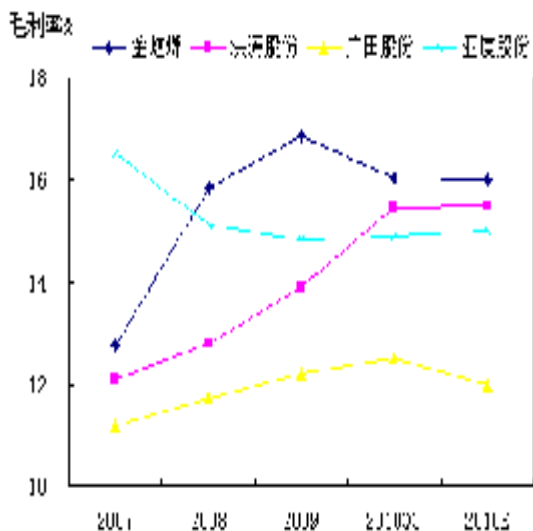
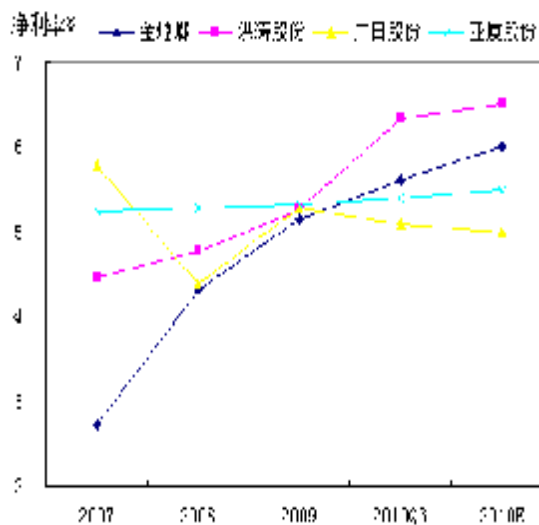


图 9：四家上市公司净利率趋势



数据来源：wind，爱建证券。注：毛利率和净利率坐标轴不为零。

图 10: 四家上市公司管理费用率

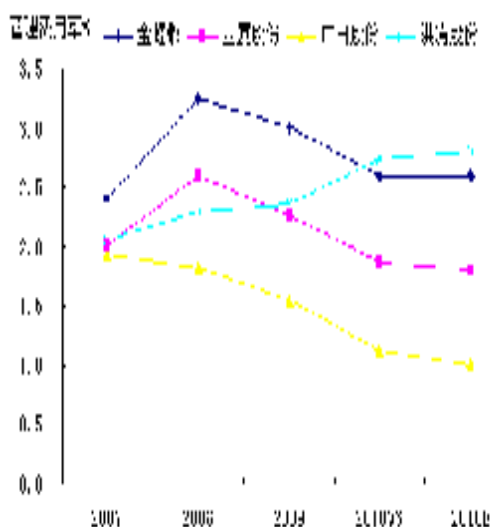
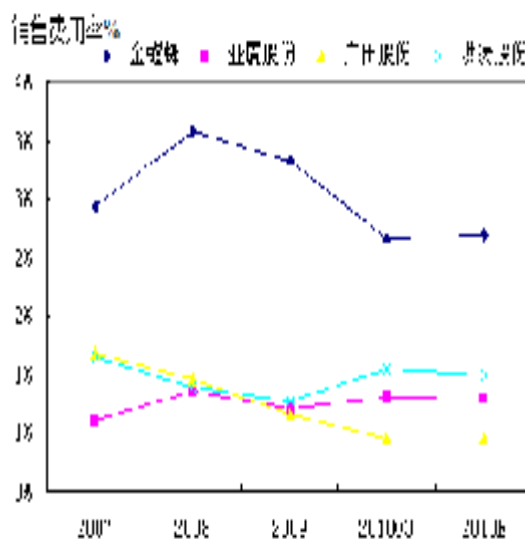


图 11: 四家上市公司销售费用率对比



数据来源: wind, 爱建证券。

因为营业收入与毛利率之间存在“跷跷板”的关系，对于行业内的公司，不能单纯看毛利率或者净利率水平变化趋势，而需结合收入增长。因为现在装饰行业的市场容量对于企业发展是不成问题的，执着于未来企业能拿到多少订单、市场占有率会达到多少，不如关注企业内部管理优化和激励到位。

现在几个上市装饰企业，普遍在几十个施工地点上千人同时作业，管理协调难度已经很大。如果业务量翻番，管理难度将几何级数增加，而相应的管理费用等也会大幅增加，从而使收入增长和毛利率产生“此消彼长”的效应。在业务量大幅增加时，信息化、管理扁平化，有效化解管理模式转变的企业，以及对核心人才有效激励的企业，才能取得长久的发展。

“十二五”期间，预计装饰行业的企业侧重点差异将随着业务的互相渗透而模糊。因为某项业务较弱是战略选择的结果，而不意味着公司的整体经营管理能力差。未来随着业务的互相渗透，装饰企业之间的业务差异将模糊，但重要的还在于是否有足够的高端人才、管理水平的提高、激励机制到位，“重管理、增激励”的企业将在行业竞争中胜出。

3.3 行业内具有转折意义的事件——住宅精装修大单频出及影响

近期恒大地产在 11 月 20 日、22 日、26 日先后与亚厦股份、金螳螂、广田股份分别签订了资金额为 30 亿、30 亿、35 亿的装饰合同，我们之前对恒大地产 2011 年的装饰合同额预计为百亿上下，这三个合同就意味着，恒大地产将全年的装饰需求几乎全部给这三家上市公司了，而这些公司之间由分散竞争走向竞合格局，原来分散的竞标、施工状况完全改变。

之前住宅精装修虽然是趋势，但房地产开发商对较大体量的项目经常要拆分为 6—8 个标段分别

招标，而三家上市公司，都可以做到专业设计、施工一条龙服务，以统一品牌对最终项目负责，能更好的保证项目的品质。预计随着住宅精装修理念深入人心、国家政策推进，未来装饰行业类似大单将频出，形成对行业的长期利好。

而且很重要的是，对于几家上市公司而言 2011 年的住宅装修业务业绩有了很大保证。因为之前金螳螂、亚厦股份这部分业务都处于“试水”阶段，它们截至 2010 年第三季度的营业总收入才分别为 42.5 亿、30.7 亿，但承接恒大的订单每家都是 30 亿，只是履行这些合同就能使公司业务负荷饱满，况且之前都有积累的客户，相信房地产投资下滑也不会对它们的业绩造成影响。

对于广田股份而言，虽然之前恒大地产就是它的大客户，但之前的业务额远没有这么多——2007 年、2008 年、2009 年和 2010 年 1-6 月，公司对恒大地产及其下属子公司的营业收入分别为 1.99 亿元、4.76 亿元、7.07 亿元和 8.21 亿，分别占 2007 年、2008 年、2009 年和 2010 年 1-6 月公司营业收入的 22.71%、38.15%、36.83%和 44.64%，此次 35 亿的合同对于广田股份而言仍是很大的增长。

值得注意的是恒大与三家上市公司签订的合同，除了与金螳螂的没有价格条款，与亚厦股份、广田股份的合同都有价格约定：公司承诺就承包的室内外装饰装修项目的设计和施工价格给予恒大地产最大的优惠，作为双方签订具体项目施工或设计合同的依据。这样一来，与恒大的合作中，金螳螂将处于更为有利的地位。预计与恒大地产的合同给金螳螂、亚厦股份、广田股份带来的 2011 年每股收益增厚分别为 0.56/0.8/1.1 元，加上原来业务，2011 年三家公司 EPS 分别为 1.18/1.3/1.38 元，但由于亚厦股份业务均衡、股本小，2012 年三家公司 EPS 将分化，分别为 1.8/2.5/2.2 元。

3.4 行业投资策略

因为“十二五”期间装饰行业需求无忧，上游的原材料木板、石材、油漆、铝材、玻璃等等都处于买方市场，上市公司大单采购的议价能力很强，下游受益于消费升级增长无忧，维持行业“强于大势”评级。鉴于该板块所属企业股本都较小，且成长性高、盈利状况好，年末还有高送转行情可以期待。综上，我们强烈建议关注行业内优质企业，如：亚厦股份、金螳螂等，并在市场调整的时候积极介入。

表 1：四家上市公司盈利预测及投资评价 单位：百万股，元

股票名称	上市年月	10EPS	11EPS	12EPS	评级	总股本	流通 A 股	每股未分配利润	每股资本公积
亚厦股份	2010.3	1.3	2.5	3.8	推荐	211	53	2.04	7.81
金螳螂	2006.11	1.18	1.8	2.4	推荐	319	285	1.51	0.57
洪涛股份	2009.12	0.75	1.07	1.32	中性	150	38	1.20	4.91
广田股份	2010.9	1.38	2.2	3.3	推荐	160	32	1.70	12.54

资料来源：公司数据，爱建证券

四、重点个股分析

4.1 亚厦股份——成长性最佳的均衡发展企业

亚厦股份位于浙江省，为中国建筑装饰行业百强企业第二名，规模仅次于金螳螂。目前上市的四家装饰类公司中，我们认为亚厦在四家装饰类上市公司中最具长期成长潜力，因为其在公装、基建、住宅精装修等多个领域发展最为均衡，而且股权激励方案最激进，也侧面反映出管理层对于公司发展很有信心。

与恒大地产签署《战略合作协议》，合作期间每年将承接恒大地产约30亿元装修施工合同，未来合同额将逐年增加约10亿元。因为虽然恒大地产与另外两家上市公司也签署了类似合同，但30亿的合同对亚厦股份来说盈利弹性更大（恒大地产在这之前就是广田股份的大客户，金螳螂和亚厦股份2010年前三季度的营业收入分别是42.5亿、30.7亿）。预计将为公司未来两年分别带来约30亿和40亿元的收入，此前同类项目毛利率在15%左右，公司业绩可显著提升。公司虽对恒大地产承诺新客户合同额不超过年收入10%，但由于公司原有客户不在限制范围内，故将仍有充足订单供应。

我们预测公司 10/11/12 年 EPS 为 1.3/2.5/3.8 元，2010 年 12 月 16 日收盘价 88 元对应 10/11/12 年的 PE 为 68/35/23 倍。考虑到公司超高成长性、运用超募资金进行并购扩张的潜力、送配预期，我们认为可给其 2011 年 50 倍 PE，目标价 125 元，较目前股价还有近 40% 的上涨空间，给以“推荐”评级。

4.2 金螳螂——龙头骄子，成长空间仍广阔

公司成立于 1993 年，地处江苏苏州，具有建筑装饰行业最高标准的四项资质，至今已连续五年荣获中国建筑装饰百强企业第一名。公司拥有 900 多人的国内最大室内设计师团队及超过 200 多名的注册建造师、一、二级项目经理队伍，并发展成了一体化专业设计、施工企业。金螳螂在 2010 年表现远远强于大盘（叠加深证成份指数），市值翻了接近了 3.5 倍，也是目前行业内市值最大的企业。

金螳螂 2009 年营业收入 41 亿，公建类和酒店会所类是占收入 87%。2010 年 3 季报显示，公司的新增业务收入中酒店装饰是主要来源，住宅装饰只占 15%。

金螳螂已与恒大集团签订意向性协议，恒大每年将安排约 30 亿元的施工任务给公司，并逐年增加 10 亿元的施工任务。虽然公司之前已经在住宅装饰方向上有战略布局，预先培养相关人才团队，但公司一开始试水就接下大订单远超市场预期。若与恒大集团按协议完成施工，住宅装修业务金额将较今年增长超过 300%，金螳螂 2011 年的营业收入将超过 100 亿，成为建筑装饰企业中第一个“百亿”巨擘。

预计金螳螂 2010/2011/2012 年的 EPS 为 1.18/1.8/2.4 元，2010 年 12 月 16 日收盘价 70.17 元对应 10/11/12 年的 PE 为 59/39/29 倍。而金螳螂也具有很高的成长性，我们认为给金螳螂 2011 年 50 倍的市盈率是合适的，目标股价是 90 元，距离现在的股价还有 28% 的涨幅，投资评级为“推荐”。

投资评级说明

报告发布日后的6个月内,公司/行业的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准;

I 公司评级

强烈推荐: 预期未来6 个月内, 个股相对大盘升幅20%以上

推 荐: 预期未来6 个月内, 个股相对大盘升幅5%~20%

中 性: 预期未来6 个月内, 个股相对大盘变动在±5%以内

回 避: 预期未来6 个月内, 个股相对大盘跌幅5%以上行业评级

I 行业评级

强于大势: 预期未来6 个月内, 行业指数相对大盘涨幅5%以上;

中性: 预期未来6 个月内, 行业指数相对大盘涨幅介于-5%~5%之间;

弱于大势: 预期未来6 个月内, 行业指数相对大盘跌幅5%以上;

重要声明

本报告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, 也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正, 但文中的观点、结论和建议仅供参考, 报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价, 投资者据此做出的任何投资决策与我公司和研究员无关。我公司及研究员与所评价或推荐的证券不存在利害关系。

我公司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, 也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行服务或其他服务。

本报告版权仅为我公司所有, 未经书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式发表、复制。如引用、刊发, 需注明出处为爱建证券研究发展总部, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。