

建筑建材

2010年12月16日



行业研究

行业专题

投资评级：短期_推荐，长期_A

朝阳行业，装饰未来

——2010年建筑装饰行业投资策略

核心观点

建筑装饰总产值未来五年复合增长率将达到 12.6%。未来五年，建筑装饰行业将会以年均 12.6% 的速度递增，2010 年达到 3.8 万亿元左右，其中公装产值复合增长率将会达到 18.9%，5 年后其产值是家装的 2 倍多。**行业集中度低，龙头企业发展空间巨大。**我国建筑装饰百强的产值仅占整个行业的 6.34%，行业龙头金螳螂去年的营业收入也仅有 41 亿元，但是我国装饰公司的数量呈下降的趋势，公装百强的产值占比不断提升，并且有资质的公司也在不断增加。这些优质公司通过上市来提高他们的资金实力和品牌口碑，从而做大做强。

新建精装修商品房是未来的住宅装饰的趋势。国外的新建住宅中毛坯房比例已经很低，精装修房已经占到 80% 以上，而我国的精装修房才占了 10% 左右，行业发展空间还很大。目前一些有影响力的大地产开发商已经开始大批量建造精装修房，其中万科在 09 年明确表示 2010 年新开公寓产品将基本实现全装修交付。

政府、开发商、消费者三种力量推动精装修产业的扩张。二次装修会产生大量的建筑垃圾，而精装修房节能环保低碳，中央多次出台文件要将商品住宅装修一次性实施到位。开发商为了提高商品房的附加值，也愿意推出精装修房。随着大城市生活节奏的加快，消费者更倾向于选择精装修房达到省时省事的目的。

新建精装修商品房的推广有利于大型公装企业。精装修业务具有整体复制或者说菜单复制的特点，业务规模较大，并且所面对的客户一般都是比较强势的企业客户和大型的房地产商，他们对精装修公司的要求十分严格。因此，精装修工程是考验装修企业工厂化生产和整合材料供应企业的的核心能力，同时也考验企业人员的专业水平，只有具备了灵活的管理和成本控制能力才能够涉足精装修项目。目前的家装市场处于小，散，乱的状态，开发商更倾向于找大型的公共装修企业来承接精装修项目。

公共装修市场中酒店装修和交通运输客运站装修将会持续高景气。随着我国对外开放的深入和与国际交流的增加，目前已有多家国外知名酒店在我国二、三线城市进行扩张，未来几年酒店装修市场容量的增加将会持续。到 2012 年，我国将建成 804 座现代化铁路站，目前正在建设的还有 235 座，这些都会为公装龙头企业带来巨额的订单。

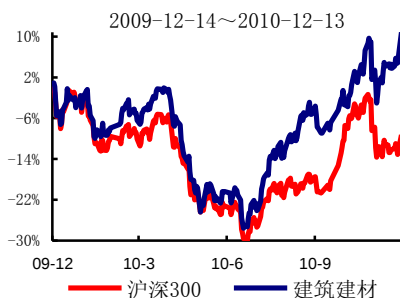
行业投资策略和重点公司：我们仍然看好建筑装饰板块几家龙头企业，尤其看好金螳螂和亚厦股份“大装饰企业”的发展模式：在保持主营业务高速增长的同时，扩展外装饰和园林行业的收入份额，实现装饰行业产业链一体化。重点推荐：金螳螂，亚厦股份，东方雨虹。

重点公司

简称	代码	股价	EPS(元)			P/E			评级	目标价
			09A	10E	11E	09A	10E	11E		
金螳螂	002081	69.72	0.98	0.94	1.15	71	74	61	推荐-A	
亚厦股份	002375	87.92	0.83	1.28	2.20	106	69	40	推荐-A	
洪涛股份	002325	43.31	0.57	0.75	1.08	76	58	40	推荐-A	
广田股份	002482	88.66	0.84	1.30	2.15	105	69	41	推荐-A	
东方雨虹	002271	38.78	0.83	0.66	0.98	47	59	39	推荐-A	

独立性申明：本报告中的信息均来源于公开可获得资料，国都证券对这些信息的准确性和完整性不做任何保证。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。

行业表现对比图



相关报告

- 1《国都证券-行业研究-行业专题-建筑建材：中长期需求无需悲观，静待行业政策出台与需求回暖》 2010-05-13
- 2《国都证券-行业研究-行业专题-建筑建材：水泥玻璃好事须多磨，新型建材成长正当时》 2010-01-28

研究员：邹文军

电话：010-84183240

Email：zouwenjun@guodu.com

执业证书编号：S094020904125

联系人：张婧

电话：010-84183227

Email：zhangjingyj@guodu.com

执业证书编号：S0940110120027

正文目录

1、建筑装饰行业进入快速增长期	4
1.1、建筑装饰总产值未来五年复合增长率将达到 12.6%	4
1.2、消费升级和城镇化的加速推动行业快速扩张	5
1.3、行业集中度低，龙头企业发展空间巨大	6
2、房地产精装修乃大势所趋	7
2.1、国外房地产精装修的情况	7
2.2、精装修空间无限大，有利于公装龙头企业	8
2.3、住房精装修利好于家居建材企业	12
3、公装市场稳步发展	12
3.1、酒店持续高景气	13
3.2、交通设施建设投资进入高潮	14
4、行业投资策略和重点公司	16
4.1、金螳螂：逐步向“大装饰”之路	16
4.2、亚厦股份：保持精装修龙头，扩张公装业务	17
4.3、东方雨虹：建筑防水的龙头企业	17

图表目录

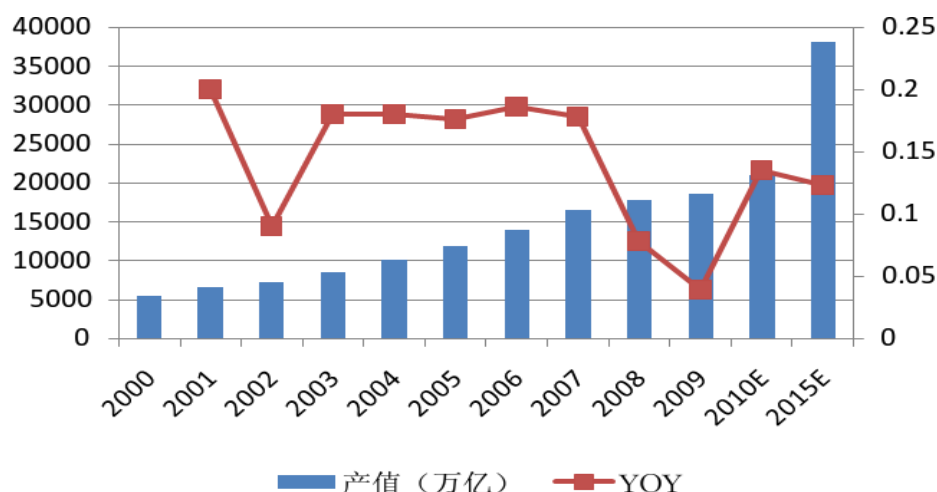
图表 1: 我国近十年来装饰行业总产值和增长率	4
图表 2: 公装产值占比不断提升	4
图表 3: 我国建筑装饰增长率和 GDP 增长率	5
图表 4: 人均可支配收入稳步增加	5
图表 5: 我国房地产固定资产投资额每年递增	5
图表 6: 我国城镇化率每年增长	5
图表 7: 我国房地产新开工面积	6
图表 8: 我国商品房销售面积逐年增加	6
图表 9: 新增住宅装饰容量测算	6
图表 10: 家装企业数量占比逐年减少	7
图表 11: 公装集中度低, 幕墙集中度高	7
图表 12: 中国和国外住宅装修的差异	8
图表 13: 目前我国主要城市新开盘住房精装修比例	9
图表 14: 几大开发商新开楼盘住房精装修比例	9
图表 15: 产业政策加速	9
图表 16: 精装修房和毛坯房的优劣势	10
图表 17: 北京市消费者购买精装修房的原因	11
图表 18: 消费者最注重精装修房的因素	11
图表 19: 人们对精装修趋势的判断	11
图表 20: 精装修房存在的问题	11
图表 23: 我国五星级酒店数量	13
图表 24: 入境旅游人数按目的分类	13
图表 25: 国外五星级酒店在我国未来几年开店计划	14
图表 26: 四万亿投资流向	14
图表 27: 固定资产投资额和建筑装饰产值比较	14
图表 28: 我国铁路固定资产投资额	15
图表 29: 地铁建设计划	15
图表 30: 有资质进行铁路客站装修装饰和幕墙企业名单	16

1、建筑装饰行业进入快速增长期

1.1、建筑装饰总产值未来五年复合增长率将达到 12.6%

进入二十一世纪以来,伴随着中国经济的快速增长以及相关行业的蓬勃发展的建筑装饰行业愈加显示出来其巨大的发展潜力,装饰企业、施工产值、从业人员等每年都以超过 18%左右的速度递增,远远高于 GDP 的增长速度,预计到 2010 年底,总产值将达到 2.1 万亿左右。“十二五”规划纲要中表示,到 2015 年,全国的建筑装饰行业工程产值力争达到 3.8 万亿元左右,比 2010 年增长 1.7 万亿元,总增长率为 81%,年平均增长率为 12.6%左右,其中公共建筑装修总产值达到 2.6 万亿,比 2010 年增长 1.5 万亿,年均增长率达到 18.9%, 家庭装修 1.2 万亿,公装为家装的 2 倍以上。

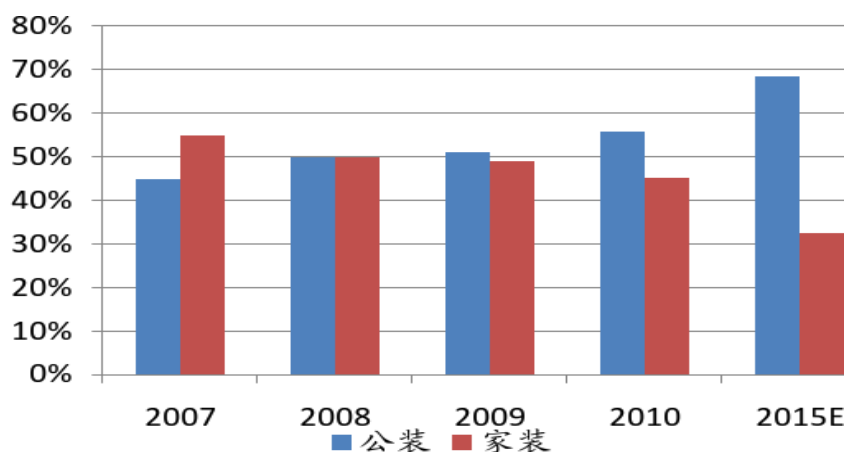
图表 1: 我国近十年来装饰行业总产值和增长率



数据来源: 中国建筑装饰协会, 国都证券

自 07 年以来,公共装修的产值占整个行业产值比例不断增长,家装的比例慢慢减少。到 2015 年,公装产值将会是家装的 2 倍以上,这表明,由公装企业为主导进入的住房精装修市场将会渐渐的吞噬散而乱的家装企业,成为该领域的主流。

图表 2: 公装产值占比不断提升

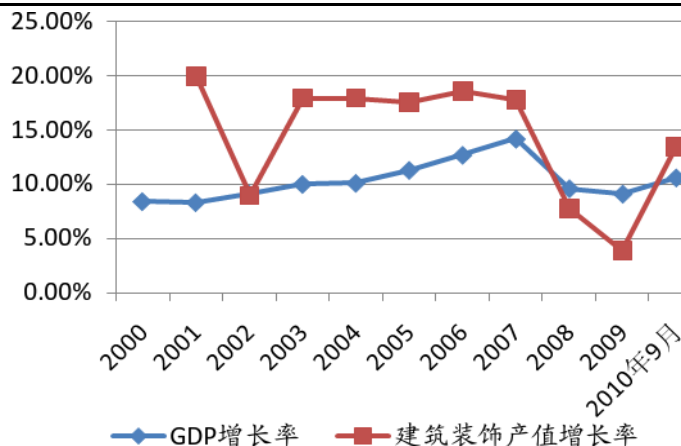


数据来源: 中国建筑装饰协会, 国都证券

1.2、消费升级和城镇化的加速推动行业快速扩张

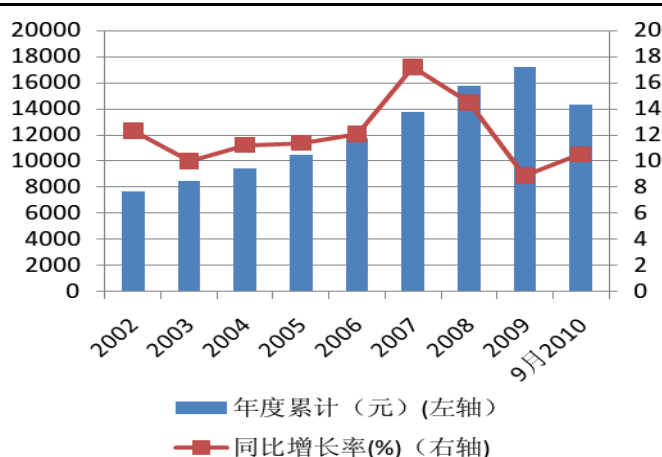
建筑装饰装修是为了保护建筑物的主体结构,美化建筑物并对其内外表面进行各种处理的过程。随着人们收入持续的增长,购买能力增强,居民消费已经从基本生存向舒适小康型转变,其中人们对各自生活的空间环境的改善,是居民消费投入的主要方向,因此,装饰装修将成为新的消费热点。人们在居住环境品质上提出了更高的要求,在家庭公共装修的力度上增加了额度,在建筑装饰工程使用的材料上提高了档次,在选择设计、施工企业的质量上追求更高的标准,这些无疑将会提高装饰市场的增长空间。

图表 3: 我国建筑装饰增长率和 GDP 增长率



资料来源: wind, 中国建筑装饰协会, 国都证券

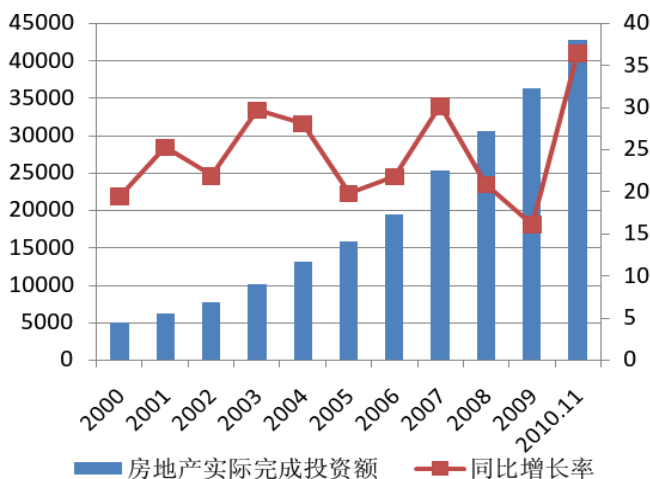
图表 4: 人均可支配收入稳步增加



资料来源: 国家统计局, 国都证券

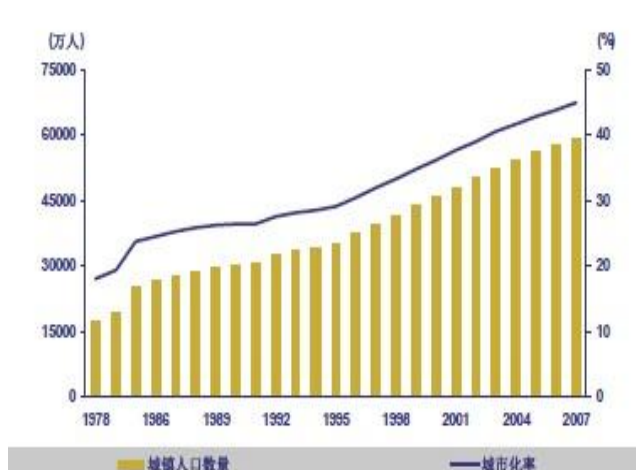
中国保持了近 30 年的高速增长, 在过去的 20 年里, GDP 保持着 9.8% 的年增长率, 在经济发展促进的消费升级中带来了装饰装修日益繁荣的同时, 中国城镇化建设的加速推进也为装饰装修行业提供了持续发展的市场资源。1990 年, 我国的城市化率才 26.4%, 截止到 2009 年, 这一数字已经达到了 46.6%, 18 年的时间提高了 20 个百分点, 城镇人口的数量达到了 6.2 亿。在未来的五年中, 我国的城镇化水平将超过 50%, 年均提高 0.8-1 个百分点。随着城镇化的推进, 住房需求和住房人均面积的增长必将带动房地产业, 住宅装饰业和产业链中相关行业的快速发展。

图表 5: 我国房地产固定资产投资额每年递增



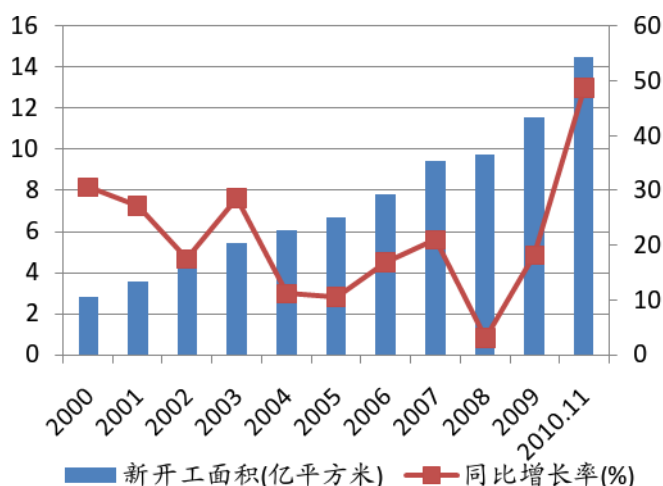
资料来源: wind, 国都证券

图表 6: 我国城镇化率每年增长



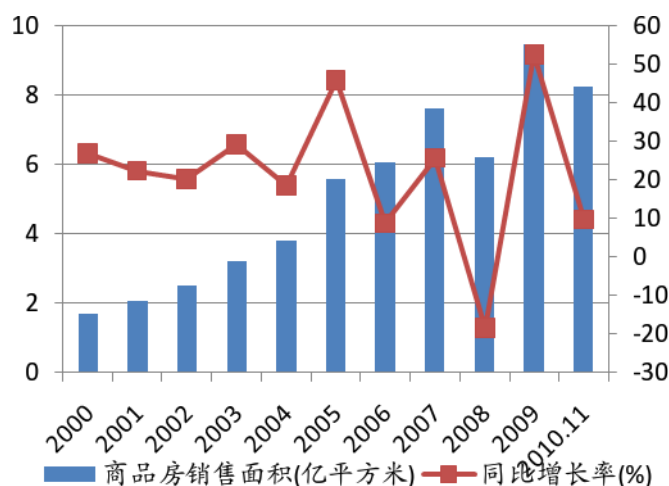
资料来源: 公司招股书, 国都证券

图表 7: 我国房地产新开工面积



资料来源: wind, 国都证券

图表 8: 我国商品房销售面积逐年增加



资料来源: wind, 国都证券

假设我国城镇化率每年平均增长 1 个百分点, 每年将新增城镇人口 1300 万, 以全国城镇人均住房面积 28 平方米测算, 每年将新增 3.64 亿平方米的住房需求。如果按每平方米产生 600-1000 元的装饰费用估算, 仅仅由城镇化新增居民就能带来 2000-3000 亿的住宅装饰需求。

我国的人均住宅面积也在不断增长, 目前我国的城镇人均住宅面积为 28 平方米, 是 1978 年 6.7 平方米的 4.2 倍, 复合增长率为 5%, 到 2020 年, 我国的城镇人均住宅面积预计将达到 38 平方米左右。房地产新开工面积也是在持续增长, 截止到 2011 年 11 月, 我国的房地产新开工面积已经达到 14.5 亿平方米。

图表 9: 新增住宅装饰容量测算

每年新增城镇人口 1300 万		人均住宅面积 (平方米)			
装饰装修容量 (亿元)		28	30	35	38
装修金额 (元/平方米)	600	2184	2340	2730	2964
	800	2912	3120	3640	3952
	1000	3640	3900	4550	4940
	1500	5460	5850	6825	7410
	2000	7280	7800	9100	9880

数据来源: 国都证券

1.3、行业集中度低, 龙头企业空间巨大

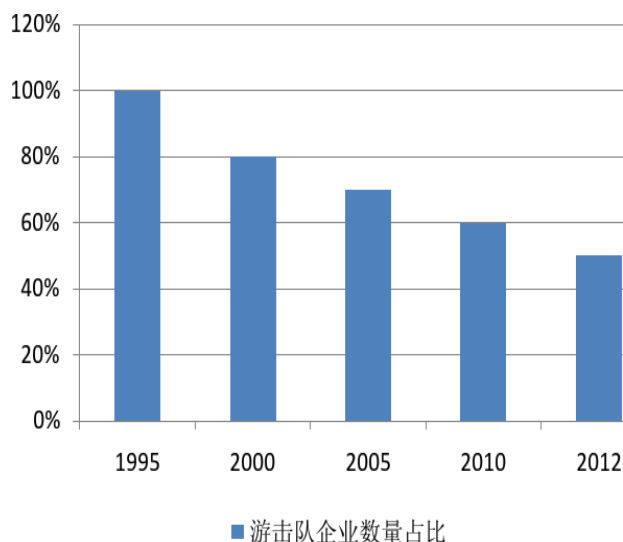
我国建筑装饰行业早期的时候都是由一些有经验的装修师傅组织成装修的队伍, 我们把他们叫做装修游击队, 随着人们对装饰装修的需求增大, 他们如雨后春笋般的诞生和壮大, 依靠其收费低, 运作灵活, 至今仍在装修领域占据着半壁江山, 但是随着人们对装饰品位的要求越来越高, 对装修的质量越来越重视, 这些装修游击队已经无法再满足客户的需求, 市场份额逐年减少。目前, 整个装饰装修行业正逐步向正规化, 规模化发展, 游击队市场将逐步萎缩, 龙头企业将会做大做强, 行业集中度逐渐提高。

- **我国建筑装饰企业数量下降将会给行业龙头企业带来 900 亿市场规模。**由中国建筑装饰协会统计, 我国建筑装饰企业数量由 05 年的 19 万家下降到 2010 年的 14.8 万家, 到 2015 年, 将会下降至 12 万家。一些小而无资质的家装企业将会被淘汰。目

前游击队仍然占据大约 60% 的市场份额，预计在两年内，这一份额将会下降到 50% 左右，按照 09 年家装市场 9000 亿的产值来计算，游击队数量的下降将会给规模大品牌装饰企业带来 900 亿的市场规模。

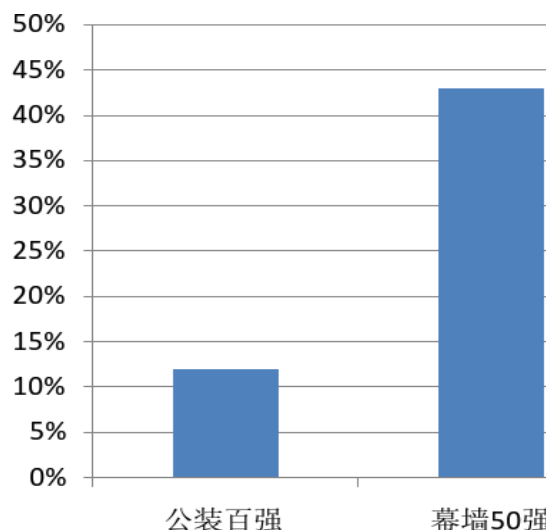
- **我国建筑装饰百强产值和产值占比不断提高。**装饰百强企业由 2002 年的 3.08% 提升到 2009 年的 6.34%，百强的平均产值也从 2002 年的 2.03 亿元提高到 2009 年的 11.72 亿元。年均增长 28.5%，远高于行业平均增速。
- **装饰装修企业的上市，为龙头企业提供了资金优势和扩张了品牌优势。**随着近年来几家装饰龙头企业的上市，必然全面提升了这些装饰企业的知名度，打响了他们的品牌，塑造了企业的良好形象，这些龙头企业可以凭借着雄厚的资金优势，高效的管理优势，像家电行业一样，从小、散、乱的市场格局向着资产优化，优势企业通过重组兼并不断做大做强的道路走下去。

图表 10：家装企业数量占比逐年减少



资料来源：中装协，国都证券

图表 11：公装集中度低，幕墙集中度高



资料来源：中装协，国都证券

2、房地产精装修乃大势所趋

2.1、国外房地产精装修的情况

在国外，对于新建住宅，无论是集合式群体住宅楼，还是独立式小住宅的装饰装修，已经基本上找不到毛坯房，全部由房地产开发商委托的工程承建商完成，也就是一次性装修到位。但是不同的国家的精装修程度和方式还是有所不同。

- **韩国：**全部实现了全装修，天地墙，厨房，卫生间都已经装修配置好，购房者只需自己买家具，带行李就可以入住。没有建筑设计师和室内设计师之分，各个设计环节都是由一家设计单位系统进行，建筑装饰也是由一家施工单位进行。水、电、煤等各种管道线路都是浇混凝土前预备完好，做到了住宅施工一体化。韩国的住宅普遍采用了工厂化的方式，建筑材料或部品设备尽量实现可回收利用。
- **日本：**在 50 年代中期就开始支持企业进行装配式住宅的开发和推广。60 年代政府推广进行建筑材料和构配件的工业化生产，施工现场转移到工厂。70 年代住宅装

修改造，节能建筑技术进一步得到推广，目前日本已经没有毛坯房，在售的房屋都是全装修房。在销售方式上，楼盘一般只有一种装修风格，细节选择上多种多样，比如地板的颜色，墙面涂装都是提供多种的选择，类似于“菜单式装修”。

- **美国：**美国的住宅基本已经实现了产业化，一般不准销售毛坯房，出售的都是全装修房，美国也没有个体服务的装修企业，全部是为开发商做整体服务，避免的手工操作。美国的住宅大多数采用的是木结构或者轻钢结构，工业化的建造方式。销售阶段会有销售计划书，是开发商得到预售许可的前提，具有法律效力，计划书很厚，任何细节都写的很明白，开发商没有忽悠买房者的空间。
- **法国：**法国的全装修房很简单，“轻装修，重装饰”的理念得到了充分的体现。他们装修过的只有卫生间和厨房，其他的部分喜欢用大量的软装饰将室内打扮的美轮美奂。
- **德国：**德国的住宅产业化虽然不如美国，市场是仍然有少量的毛坯房出售，但是德国人的住宅节能却是世界领先水平。由于德国能源缺乏，消费者在购买或者租赁房屋时，都会要求建筑开发商出具一份“能耗证明”。

图表 12：中国和国外住宅装修的差异

	中国	国外
总体上	工程量大，企业数目多，相对独立行业	建设中包括装饰装修，装修建筑一体化，新建住宅普遍是一次性精装修，没有独立的装修行业
专业上	专业性强，处理复杂	轻装修，重装饰
投资量上	装修和购房两个界限分明的支出项目，投资额度大	投资额不高，豪宅装修比例很小，主要支出是购房渠道。
实施方式	请专业的公司进行装修	自己完成，装饰装修企业主要是设计，设计完之后，家庭自己买材料，按设计施工。

数据来源：国都证券

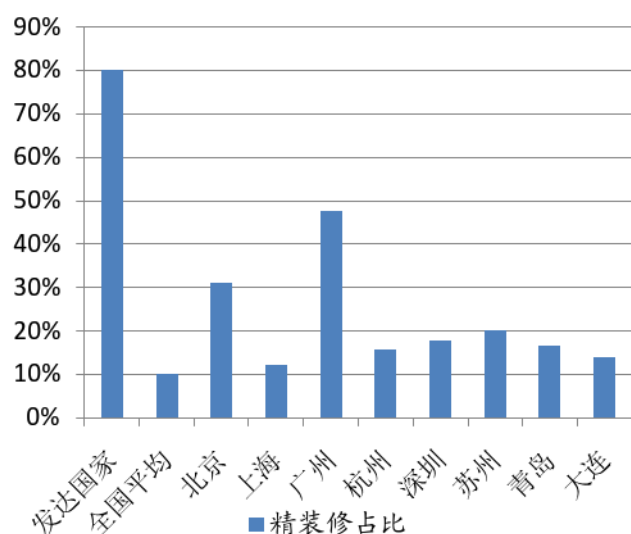
2.2、精装修空间大，有利于公装龙头企业

2.2.1、我国住房精装修比率低，发展空间大

我国房地产精装修起步比较晚，以前人们买房主要是以毛坯房为主，水泥地面，水泥墙裙。直到 2002 年 5 月，建设部提出 2010 年左右要在全中国推广住宅装修一体化，全面取消毛坯房，精装修才开始提上日程。在此之后，住宅产业化促进中心又推出了《商品住宅精装修一次到位实施细则》，于是，在广州，上海，北京等几个大城市，精装修房如雨后春笋般破土而出，逐渐取代毛坯房已成为一种趋势。

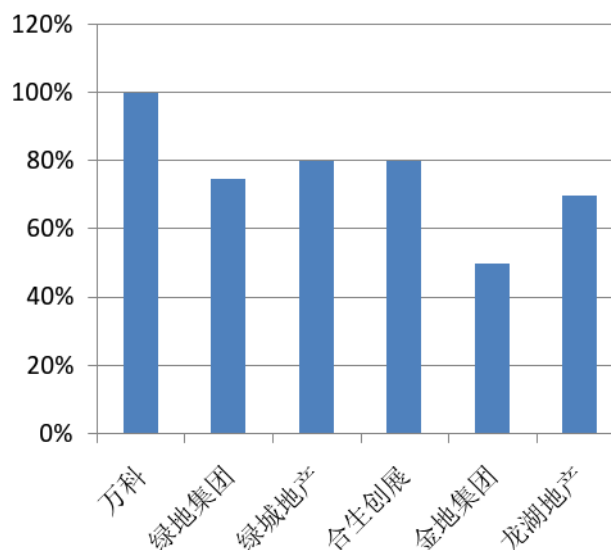
然而到目前为止，我国的房地产精装修房屋比例还远远低于国外发达国家。精装修虽然是一种趋势，但绝非主流，目前主要的精装修房在沿海和一线城市。随着人们观念的改变和制度的规范化，精装修会渐渐取代毛坯房，这一市场空间巨大，如果按 2009 年全国的家装产值 9000 亿元来测算，如果房地产精装修能占到 50%，则总产值将会达到 4500 亿元。

图表 13: 目前我国主要城市新开盘住房精装修比例



资料来源: 搜房网, 国都证券

图表 14: 几大开发商新开楼盘住房精装修比例

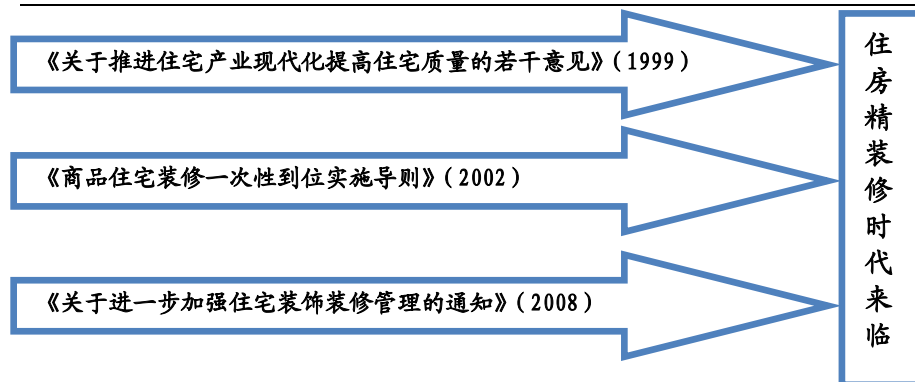


资料来源: 搜房网, 国都证券

2.2.2、多种力量助推精装修扩张

政府的产业政策加速推动房地产精装修时代来临。早在 1999 年和 2002 年, 中央出台《关于推进住宅产业现代化提高住宅质量的若干意见》和《商品住宅装修一次到位实施导则》, 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。2008 年, 住房和城乡建设部发布《关于进一步加强住宅装饰装修管理的通知》, 指出要完善扶持政策, 推广全装修房。然后各地出台相对应的政策, 将房地产精装修入市作为房地产市场的重要工作。2009 年底, 哥本哈根气候变化大会的召开, “低碳环保” 成为了经济发展的热点, 房地产市场的低碳化也成为了社会关注的热点。因此, 住房精装修的一次性装修到位, 通过集中采购, 统一装修, 消费者们购房后可以直接入住的这种装修方式, 受到了行业和政府的大力推崇, 据统计测算, 2009 年我国城镇竣工住宅面积为 7.88 亿平方米, 按照平均每户 105 平方米来计算, 根据现下购房者的二次装修率, 将近有 675 万户需要装修。二次装修平均每户大约产生建筑垃圾 1.5-2 万吨, 总计约产生建筑垃圾 1000 万-1350 万吨, 浪费了大量资源和能源。而统一装修的精装修房可比分散装修的房屋每套平均减排 2 吨垃圾, 降低了多次装修带来的浪费与污染, 实现了低碳排放。

图表 15: 产业政策加速



数据来源: 国都证券

图表 16: 精装修房和毛坯房的优劣势

	毛坯房	精装修房
材料损耗	个人装修无法有效利用边角余料，加上非专业估计耗材，造成建材大批浪费。	精装修计入开发商成本控制，加上边角余料的利用，有效减少材料损耗。
噪音污染	入住时间不同，装修时间不同，彼此间装修噪音干扰严重。	统一一次性装修到位，避免噪音污染。
住房结构	个体装修不专业，不尊重住房结构，随意破坏，带来住房安全隐患。	开发商对安全负完全责任，不会对住房结构进行肆意破坏。
气味污染	个体装修验房无保障，无专门的验房体系，甲醛超标等问题突出。	交房须经过国家相关部门验房，否则不得交房，不存在甲醛超标的问题。

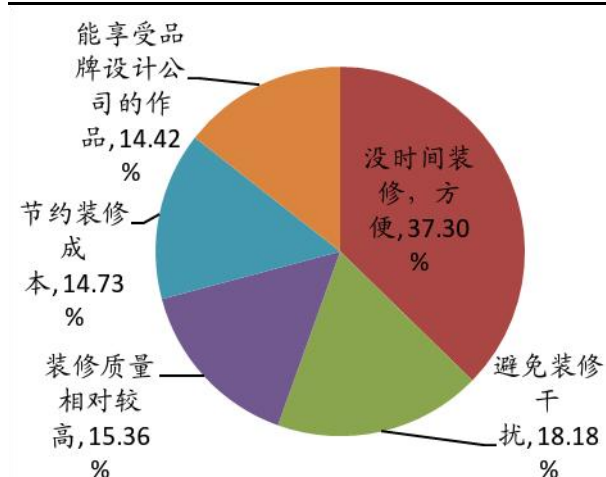
数据来源：国都证券

开发商为了提高房屋附加值愿意销售精装修房。前些年房子比较好卖，毛坯房都是一开盘就抢购一空，不需要开发商进行任何加工即可以卖出。然而近两年来，随着房地产市场的发展，土地价格不断上涨，房地产行业逐步向买方转移，购房者越来越看重房屋的质量和舒适度，因此，开发商的成本不断加大。要在竞争加剧的房地产市场上有更大的竞争优势，开发商们开始考虑从自身下功夫，和大型的品牌住宅装饰公司合作，强强联合，通过精装修房在产品上表现出来附加值的提升。

消费者为了省时省事青睐购买精装修房。从众多的调研情况来看，省时省事是消费者选择精装修房的最主要的理由。当代大城市的生活节奏特别快，工作压力比较大，购买房屋的年龄层如果平均在 27-30 岁之间，基本上没有精力自己装修房屋，会倾向于选择精装修。另一个原因是，精装修房屋计入房屋成本，精装修以及家具家电全配部分的费用可以一起按揭贷款，这有效的降低了购房者首次购房的支出成本，大大减轻了装修带来的资金压力。

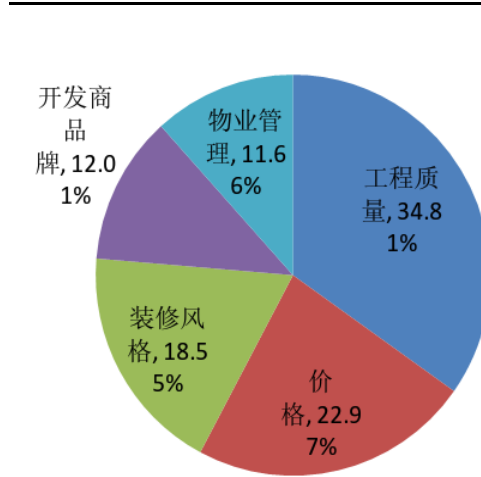
不过还是有许多消费者对精装修房存在疑虑，最主要的矛盾在于人们对工程施工质量的不放心和装修条款种材料及其标准的描述界限不清楚的担心。精装修房目前处在推广阶段，需要政策进一步的完善和开发商的全力配合，对一些问题有清楚的认知，克服市场上常见的一些纠纷，相信这样会对精装修的推广起到很大的促进作用。

图表 17: 北京市消费者购买精装修房的原因



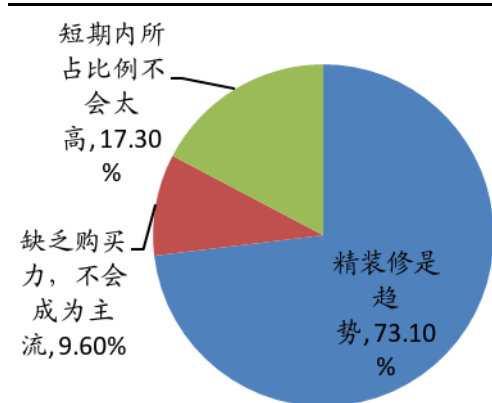
资料来源: 搜房网, 国都证券

图表 18: 消费者最注重精装修房的因素



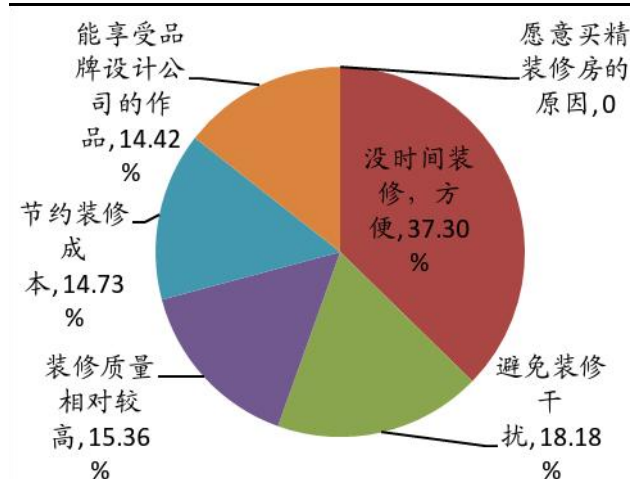
资料来源: 搜房网, 国都证券

图表 19: 人们对精装修趋势的判断



资料来源: 搜房网, 国都证券

图表 20: 精装修房存在的问题



资料来源: 搜房网, 国都证券

2.2.3、精装修的趋势有利于家装龙头企业

精装修业务具有整体复制或者说菜单复制的特点, 业务规模较大, 并且所面对的客户一般都是比较强势的企业客户和一些大型的房地产商, 他们对精装修公司的要求十分严格。因此, 精装修考验的是装修企业工厂化生产和整合材料供应企业的能力, 同时也考验企业人员队伍的建设, 只有具备了灵活的管理和成本控制能力才能够涉足精装修项目。精装修的盛行必然引发家装企业走上一条变革之路, 引导家装企业逐渐实行工厂化的运作, 最终走上产业化的道路。

图表 21：中国装饰业百强前六位住宅全装修实力比较

排名	公司名称	住宅全装修（工装）企业实力榜
1	苏州金螳螂建筑装饰股份有限公司	3
2	浙江亚厦装饰股份有限公司	4
3	深圳市深装总装饰工程工业有限公司	—
4	中国建筑装饰工程有限公司	—
5	深圳市洪涛装饰股份有限公司	—
6	深圳广田装饰集团股份有限公司	1

数据来源：招股说明书，国都证券

2.3、住房精装修的扩张利好于家居建材企业

随着房地产精装修的来临，家居企业的客户群也发生了重大变化，主要客户从终端消费者转变成为了房地产企业。这些企业的需求量巨大，通常一个项目就可以为家居企业带来巨大的销售额和利润。为了保障精装修房的品质，开发百强企业均选择与品牌的家居企业进行长期的战略合作。

据了解，2009 年圣象地板仅与万科一家开发百强企业的合作份额占其总体销售额的 10%。截止到 2010 年 10 月，我国商品房竣工面积达到 4.2 亿平方米，如果按新开发的精装修项目比例初步计算，由房地产百强企业开发的精装修项目竣工面积则达到 0.84 亿平方米，房屋套数 84 万套，则产生的家居部品需求中，卫浴设备 140 万套，橱柜 84 万套，门 336 万个，地板瓷砖 0.84 亿平方米，这对装饰装修公司还是家居材料生产企业都意味着巨大的市场。

图表 22：主要开发商家居合作伙伴

企业名称	主要项目精装修比例	主要家居产业合作伙伴	涉及家居产业领域
万科	09 年 80%，2010 年新开工 100%	日立电梯，西门子，阿克苏，通力电梯，科勒，西蒙电力，圣象地板，欧普照明，安信地板，东方雨虹，海尔全面家居，马可波罗陶瓷等	橱柜，卫浴，地板，涂料，电气照明，五金，电梯
保利	75%	日立电梯，华润涂料，欧派	橱柜，卫浴，涂料，电梯
绿城	80%	西子电梯，上海三菱，浙江天宇装饰，大金空调等	装饰，陶瓷，电梯，空调
恒大	60%	嘉宝莉，广田装饰，奥的斯电梯，科勒，金螳螂，亚厦装饰等	装饰，涂料，门业，橱柜，壁纸，电梯

数据来源：国都证券

3、公装市场稳步发展

建筑装饰行业按服务对象可分为八类：住宅类、旅馆类、交通类、金融类、文化类、体育教育类，国际性展会类，纪念类。其中住宅类目前是建筑装饰中最大的市场，一般把它归类在家庭装饰里。其他的七类都属于公共装饰装修，他们市场空间与我国固定资产投资额度和对基础设施建设的投入有着密切的关系。

3.1、酒店持续高景气

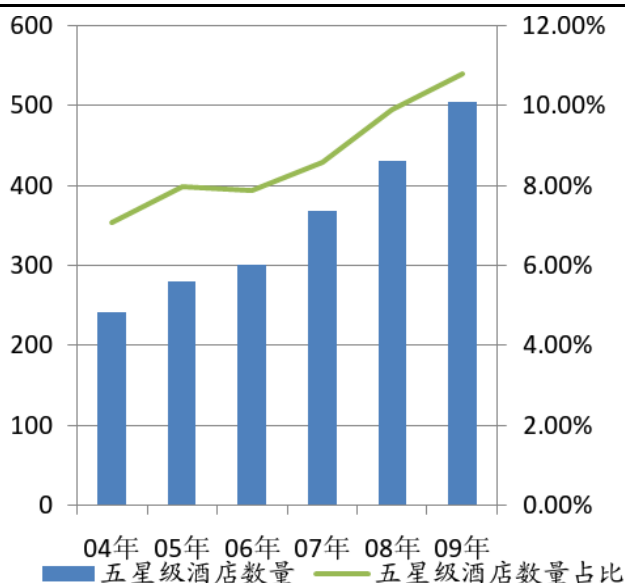
3.1.1、国际旅游业的发展和商务消费的持续升温提升高档酒店消费需求

从长期来看,我国酒店业的发展是和我国经济发展同步,中科院旅游研究中心表示:每 100 亿元 GDP 就可以存在一家五星级酒店。如果以此为标准,年 GDP3000 多亿元的东莞市能拥有 15 家五星级的酒店也就不足为奇了。除了宏观经济因素,作为接待异地游客为主要功能的高星级酒店,当地旅游行业的整体发展水平也与其有密切的关系。截止到 2010 年 10 月,今年我国入境过夜旅游人数已达到 4659.29 万人次,比去年同比增长了 10.4%,根据世界旅游组织的预测,到 2020 年中国将取代法国成为世界第一大旅游目的国,届时,年入境旅游人数将达到 1 亿人次。

随着我国对外开放的深入和与国际交流的增加,国际商务游客也是五星酒店的重要客源。08 和 09 年的经济危机导致国际商务客有缓慢减少的趋势,但随着经济的复苏,今年 1-9 月国际商务游客就达到 457.13 万人,就达到了去年总人数的 87.6%。

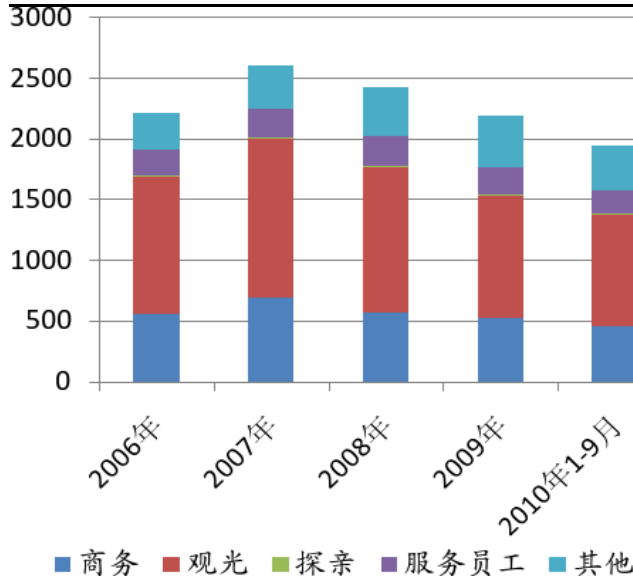
酒店存量的装修也有着可观的市场空间。一般而言,酒店装修的装修周期为 6 年到 8 年,如果以 30 年的经营期限计算,每家五星级酒店需要进行 4-6 次的装修。如果每平方米 4000 元,面积 6 万平方米估算,一般每次装饰造价不低于 2.4 亿元。

图表 23: 我国五星级酒店数量



资料来源: 中国旅游局, 国都证券

图表 24: 入境旅游人数按目的分类



资料来源: 中国旅游局, 国都证券

3.1.2、我国内地二、三线城市将是未来经济发展的主要动力源泉

08 年的北京奥运会, 10 年的上海世博会和广州亚运会让一线城市的酒店业务赚的盆满钵满, 国际大型酒店也开始在中国大举扩张。然而随着国际大会的结束, 我国一线城市的星级酒店日益饱和, 广州已经达到了 23 家五星级酒店, 北京已登记的四五星高达 150 家。将来几年, 许多国际酒店表示, 他们将会把眼光投向中国的二三线城市, 一是由于越来越多的公司在二三线城市建厂, 设立分公司, 商务人士在这些城市穿梭, 特别是外资企业的员工, 对酒店的需求会增长; 二是一些旅游城市, 特别是同时具有商务需求和休闲旅游需求的城市, 像成都, 大连, 杭州, 青岛等, 也将会是国际高端酒店的竞相进驻之地。

图表 25: 国外五星级酒店在我国未来几年开店计划

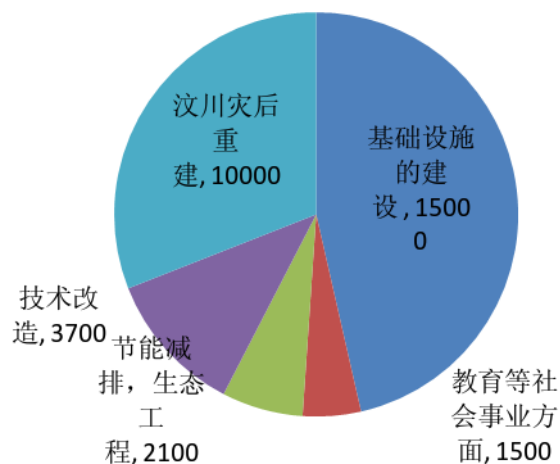
洲际	计划未来五年内旗下中国酒店翻一番，总数将超过 250 家。
喜达屋	目前有 62 家酒店，计划在未来三到四年，将酒店数量增加至 150 家。
新世界酒店	建设中有 4 家酒店，2011 年开始陆续开业。未来 5 年将计划拓展酒店至 40 家。
美国卡尔森	计划与阳光 100 合作未来 3-5 年在天津，重庆，沈阳，烟台等城市开发 10 间酒店。
凯悦	计划将旗下的中国市场酒店数量新增加一倍至 22 家，2011 年开始运营 4 家，2012 年开始运营 9 家。计划运营的新酒店位于成都，重庆，广州，杭州，南京，宁波，三亚，苏州，无锡和徐州
希尔顿	未来 5 年计划在中国新开业 100 家酒店
万豪	今年年底在中国运营 60 家酒店，横跨 6 个品牌，并且将在 5 年内把这数字翻番至 120 家。

数据来源：网络整理，国都证券

3.2、交通设施建设投资进入高潮

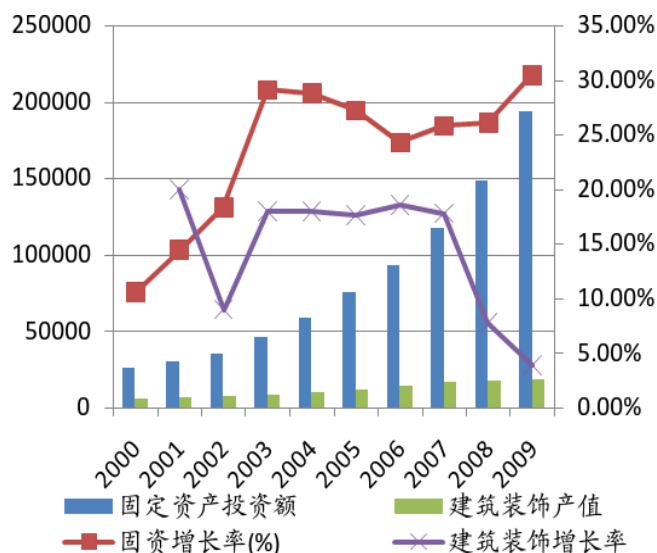
随着 08 年我国 4 万亿的投入，2010 年基础设施装修已进入高潮阶段。预计在十二五期间，基础设施的投资将会稳定增长，总投资额将在 7 万亿元左右，以解决城市中供水，燃气，热力管网等方面的问题，铁路建设将是大头，将超过 3 万亿，城市轨道交通预计投入 7000 亿，仅次于高速公路和铁路的投资。

图表 26: 四万亿投资流向



资料来源：国都证券

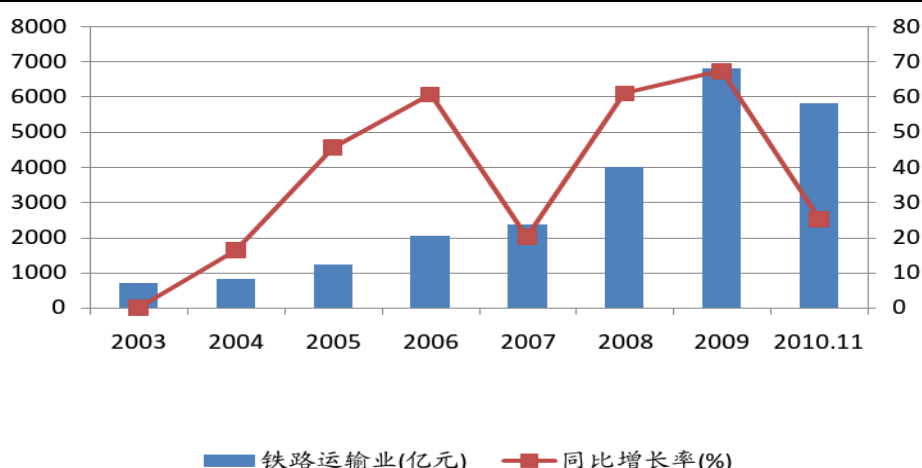
图表 27: 固定资产投资额和建筑装饰产值比较



资料来源：wind，国都证券

十二五计划指出，未来五年内，我国高铁建设都将维持大规模的投入，投资额保持在每年 7000 亿元左右，5 年总投入 3.5 万亿元左右，预计到 2012 年之前，我国的铁路里程将由现在的 9 万公里增加到 11 万公里以上，其中新建的高速铁路已经有 4000 多营业公里投入运营，正在建设中的高速铁路有 1 万多公里。与此相适应，截止到 2010 年 11 月底，我国已建成现代化铁路客站 231 座。正在建设的铁路客站 235 座，到 2012 年。我国将建成 804 座现代化的铁路站。这将会为公装企业带来巨大的机会。

图表 28: 我国铁路固定资产投资额



数据来源: wind, 国都证券

我国的地铁建设也开始进入高潮期, 2009 年底, 国务院批复了 22 座城市地铁的建设计划, 总投资将达到 8820 亿元。中国各城市轨道交通发展规划图显示, 到 2016 年, 我国将新建轨道交通线路 89 条, 总建设里程为 2500 公里。

图表 29: 地铁建设计划

上海	2012 年将新建 11 号线南段、北段, 12 号线, 13 号线, 总共 13 条线路
成都	到 2012 年, 将会有 8 条新的地铁线建成
广州	今年年底将有 6 条线开工, 未来 5 年将新建 10 条线路覆盖市内所有区域。
南京	未来 4-5 年, 南京地铁新建 5 条线。
长沙	2015 年, 1 号线投入运营
南昌	今年 8 月 9 日 1 号线开工。
郑州	4 号线在建
青岛	未来几年轨道交通线网规划线总长 519.4 公里, 中心城区网友 8 条线路构成。

数据来源: 国都证券

2009 年 6 月 2 日, 铁道部门做出了《关于公布首批铁路客站装修装饰, 幕墙工程施工企业名录的通知》, 按要求把铁路客站装饰装修工程施工名录按三类划分: 一类企业是具有承担所有铁路客站建设项目的装饰装修工程施工资格的企业, 共有 14 家; 二类是具有承担地市级及其以下的企业, 共有 30 家; 三类是具有承担高速铁路, 客运专线, 城际铁路以外的地市级以下的铁路客站建设项目的企业, 共有 16 家。幕墙部分类别, 有资格的有 36 家。这个规定无疑让更讲信用有实力的建筑装饰企业获得更多的市场机会, 规范了行业的信用秩序, 减少了恶性竞争, 起到模范带头的作用。

图表 30：有资质进行铁路客站装修装饰和幕墙企业名单（14 家）

1	苏州金螳螂建筑装饰股份有限公司
2	浙江亚厦装饰股份有限公司
3	深圳市深装总装饰工程工业有限公司
4	中国建筑装饰工程有限公司
5	深圳市洪涛装饰股份有限公司
6	中铁建工集团北京装饰工程有限公司
7	中铁建设集团公司
8	华鼎建筑装饰工程有限公司
9	深圳海外装饰工程有限公司
10	深圳市南利装饰工程有限公司
11	上海建工集团装饰工程有限公司
12	浙江省建工集团装饰工程有限公司
13	湖南建工集团装饰工程有限公司
14	浙江省一建建设集团有限公司

数据来源：中装协，国都证券

4、行业投资策略和重点公司

2010 年建筑装饰行业的整体走势表现跑赢大盘，截止到目前，装饰行业第一股金螳螂的涨幅已经达到了 253.43%，排在 A 股涨幅前 10 名。而 2010 年新上市的亚厦股份、广田股份涨幅也是远远领先于大盘和行业指数，这表明市场对建筑装饰板块的前景十分看好。在未来几年，“大行业，小公司”的行业特点，将步入行业结构调整期，龙头企业对行业的整合会让我们对这些优质公司的成长空间充满想象。

2011 年，我们对建筑装饰板块的几家龙头企业仍然看好他们营收和利润的增速，会远远高于行业，达到 50%以上。我们尤其看好金螳螂和亚厦的“大装饰企业”的发展模式，在保持主营业务高速增长的同时，扩展外装饰和园林行业的收入份额，形成装饰行业产业链一体化。

4.1、金螳螂：逐步走向“大装饰”之路

装饰行业“第一股”金螳螂 2010 年前三季度已实现收入 42.52 亿，同比增长了 53%，净利润增长了 2.3 亿，同比增长了 78%，不仅维持了高增长的态势，并且净利润的增速明显快于收入的增速。

以室内装修为主要业务的金螳螂，从去年第四季度开始用自有资金对全资子公司苏州金螳螂幕墙有限公司增资 5000 万元，开始涉足外装饰幕墙业务，并在去年底已实现幕墙收入 4.8 个亿，并且连续三年入选中国建筑幕墙行业 50 强企业。目前金螳螂已在苏州高新技术区设立了 120 亩的幕墙生产加工基地，预计总产能可支持 15-20 亿的业务规模，预计 10 年能实现产能释放 40%左右。

金螳螂与恒大地产签订的 30 亿元的住房精装修项目合同，并逐年增加 10 亿左右的施工任务。这标志着金螳螂开始迈入房地产精装修市场，形成了公装，幕墙，房地产精装修的“大装饰”企业，利用行业龙头的地位，开发和拥有了装饰行业完整的产业链，带来了装饰行业新的盈利模式。

金螳螂十分重视管理系统的开发，他们已经在管理模式的更新上走在了前端，他们首创了“捆绑经营”的模式，在项目的前期就让设计，施工，投标等部门参与进来，既为客户提供好的服务，又能全面做好策划，提高中标率。他们同时建立了 50/80 的管理模式和 ERP 系统的摸索使用，解决管理成本的提高和工作效率降低的问题，还预计投资 3000 万元完善系统和平台，逐步实现远程工程控制，渐渐形成企业的核心竞争力。

我们预测金螳螂 2010、2011、2012 年的 EPS 分别为 1.14、1.82、2.80 元，对应的动态 PE 为 61、38、25 倍，给予“推荐-A”的评级。

4.2、亚厦股份：保持精装修龙头，扩张公装业务

未来三年，亚厦股份会继续延续公装、家装、幕墙“四三三”的均衡业务格局，保持家装的龙头地位，大力扩展扩公装业务，力争公司总营收、归属母公司股东净利润复合增速均超过 55%。

亚厦股份和金螳螂一样，也在走“大装饰”的路线，不过和金螳螂的侧重点和优势有所不同。亚厦股份住房精装修业务去年已经占公司营收 27%的规模，并且这一比重在逐年增加，预计今年住房精装修收益占公司营收达到 35%以上，5 年内，将会达到 50%以上，这也是公司近年来增长速度快于金螳螂和洪涛的原因。

亚厦股份在公装业务的细分市场上和竞争企业相比也有着绝对的领先优势，参与设计，施工的国际顶级酒店及五星级酒店达 73 家，其中五星级酒店数量占 2008 年底全国五星级酒店的 12.96%。

公司在国际机场装修和铁路客站装饰工程上也具有压倒性的优势，代表作有北京首都国际机场国家元首专机楼，上海浦东国际机场及萧山国际机场等。明年的高铁地铁建设会持续升温，这预示着高铁客站和地铁站这一细分市场份额会增大，公司凭借着良好的口碑和高客户回头率，会在这一市场上有着较大的利润增长。

我们预测亚厦股份 2010、2011、2012 年的 EPS 分别为 1.28、2.20、3.36 元，对应的动态 PE 为 68、40、26 倍，给予“推荐-A”的评级。

4.3、东方雨虹：建筑防水的龙头企业

建筑防水材料主要应用在房屋建筑的屋面，地下，外墙和室内；城市道路桥梁和地下空间等市政工程；高速公路和高速铁路的桥梁、隧道，地下铁道等交通工程等等。公司是行业规模最大的龙头企业，但整个行业集中度低，公司仅仅只有 3%的市场占有率。

随着房地产的调控和精装修房的蔓延，越来越多的开发商注重房屋的品质，房屋防水是每个开发商必须做的功课，东方雨虹作为防水行业的龙头企业已于多家地产开发商签订了供货合同，万科 10 年全年预计向公司采购产品约 1 个亿。同时，公司也与远洋地产，华润置地，金地，北京天鸿集团，鹏润房地产开发有限公司，亿城集团，上海大华等全国性的房地产开发企业签订了战略合作协议和长期供货协议。我们预计，公司已经形成了强大的品牌优势，“雨虹”品牌已经成为中国建筑防水材料行业公认的第一品牌。

产能方面，随着明年公司在锦州和惠州的生产线建成，预计公司的产能会再增长 1.5 倍以上，营销范围逐步扩张到全国。未来几年会继续保持高增长。

我们预测东方雨虹 2010、2011、2012 年的 EPS 分别为 0.66、0.98、1.45 元，对应的动态 PE 为 58、39、26 倍，给予“推荐-A”的评级。

国都证券投资评级

国都证券行业投资评级的类别、级别定义

类别	级别	定义
短期评级	推荐	行业基本面向好, 未来 6 个月内, 行业指数跑赢综合指数
	中性	行业基本面稳定, 未来 6 个月内, 行业指数跟随综合指数
	回避	行业基本面向淡, 未来 6 个月内, 行业指数跑输综合指数
长期评级	A	预计未来三年内, 该行业竞争力高于所有行业平均水平
	B	预计未来三年内, 该行业竞争力等于所有行业平均水平
	C	预计未来三年内, 该行业竞争力低于所有行业平均水平

国都证券公司投资评级的类别、级别定义

类别	级别	定义
短期评级	强烈推荐	预计未来 6 个月内, 股价涨幅在 15%以上
	推荐	预计未来 6 个月内, 股价涨幅在 5-15%之间
	中性	预计未来 6 个月内, 股价变动幅度介于 $\pm 5\%$ 之间
	回避	预计未来 6 个月内, 股价跌幅在 5%以上
长期评级	A	预计未来三年内, 公司竞争力高于行业平均水平
	B	预计未来三年内, 公司竞争力与行业平均水平一致
	C	预计未来三年内, 公司竞争力低于行业平均水平

免责声明

国都证券研究所及研究员在预测证券品种的走势或对投资证券的可行性提出建议时, 在研究所和研究员知情的范围内本公司、本人以及财产上的利害关系人与所评价或推荐的证券不存在利害关系。

本报告中的信息均来源于公开资料或国都证券研究所研究员实地调研所取得的信息, 国都证券研究所及其研究员不对这些信息的准确性与完整性做出任何保证。国都证券及其关联机构可能持有报告所涉及的证券品种并进行交易, 也有可能为这些公司提供相关服务。本报告中所有观点与建议仅供参考, 根据本报告作出投资所导致的任何后果与公司及研究员无关, 投资者据此操作, 风险自负。

本报告版权归国都证券所有, 未经书面授权许可, 任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发送、发布、复制。

国都证券研究员及其研究行业一览表

研究员	研究领域	E-mail	研究员	研究领域	E-mail
许维鸿	研究管理、宏观领域	xuweihong@guodu.com	王明德	研究管理、农业、食品饮料	wangmingde@guodu.com
李元	机械、电力设备	liyuan@guodu.com	巩俊杰	交通运输	gongjunjie@guodu.com
张翔	首席策略分析师	zhangxiang@guodu.com	吴煊	策略研究	wuxuan@guodu.com
邓婷	金融	dengting@guodu.com	邹文军	房地产	zouwenjun@guodu.com
徐昊	农业、食品饮料	xuhao@guodu.com	潘蕾	医药	panlei@guodu.com
曹源	策略研究、固定收益	caoyuan@guodu.com	刘芬	汽车及零部件	liufen@guodu.com
王京乐	家电、旅游	wangjingle@guodu.com	鲁儒敏	公用事业	lurumin@guodu.com
肖世俊	有色金属、新能源	xiaoshijun@guodu.com	魏静	机械	weijing@guodu.com
赵宪栋	商业贸易	zhaoxiandong@guodu.com	胡博新	医药行业	huboxin@guodu.com
姜瑛	IT	jiangying@guodu.com	刘斐	煤炭、基础化工	liufei@guodu.com
张婧	建筑建材	zhangjingy@guodu.com	王双	石化	wangshuang@guodu.com
汪立	造纸、交通运输	wangli@guodu.com	李韵	纺织服装	liyun@guodu.com
吕爱兵		lvaiying@guodu.com	苏昌景	数量研究	suchangjing@guodu.com
吴昊	宏观经济、固定收益	wuhao@guodu.com	李春艳	基金联络	lichunyan@guodu.com