

装修装饰行业 2011年2季度日常报告

评级：增持 维持评级

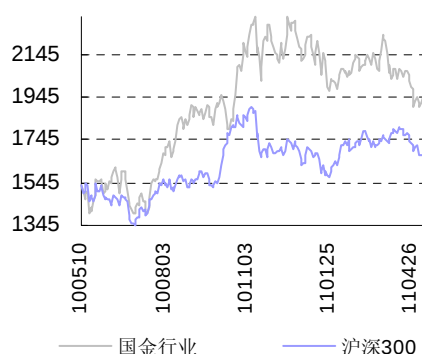
行业研究

长期竞争力评级：高于行业均值

装饰行业 2011年1季度报告汇总分析

市场数据(人民币)

行业优化平均市盈率	52.12
市场优化平均市盈率	25.17
国金装修装饰指数	1948.84
沪深300指数	3129.76
上证指数	2872.46
深证成指	12125.01
中小板指数	6799.23



相关报告

- 1.《发展道路三千,我只选一条走》, 2010.6.4

唐笑

分析师 SAC 执业编号: S1130511030003
(8621)61038229
tangx@gjzq.com.cn

贺国文

分析师 SAC 执业编号: S1130511030012
(8621)61038234
hegw@gjzq.com.cn

投资建议

- **行业策略：**装饰行业有两个很鲜明的特性：一个是在订单、收入、回款等方面都显现出了很强的后周期的特点；一个是消费升级基础上的“奢侈品”的特性。前一个特点使得市场担心经济紧缩对于装饰的影响并未完全体现出来，后一个特点使得我们有理由相信装饰行业的高度景气仍在维持。我们无法否认经济紧缩、尤其是地产调控对于装饰企业订单、收入、回款上的影响还未全部包含在目前的股价之中，但是通过如上分析，几个装饰企业 2011、2012 年仍能维持较快增长。
- **投资观点方面，**维持 2 季度策略中的观点：2011、2012 年维持较高速增长的确性很强，依靠企业可观的自然增速，2011 年装饰股有望获得绝对收益。维持对几个公司的“买入”评级。

行业观点

- **总体印象—收入、利润维持较高增速：**报告期内，几个公司均延续了较快增长的势头：收入增速分别达到了 50.24%、47.31%、50.46%、28.94%，利润增速分别达到了 97.41%、52.18%、73.54%、35.7%（顺序为金螳螂、亚厦股份、广田股份、洪涛股份，按收入规模排序）。金螳螂继续表现出很好的规模效应，以 50% 的收入增长实现了 97.41% 的利润增长。
- **1 季度经营性现金流确实恶化，但回款未构成实质压力：**

1 季度经营性现金流确有恶化：金螳螂、亚厦、广田 1 季度经营性现金流净额在环比、同比的概念上均出现较大幅度下降，只有洪涛股份的相关指标转好。

回款方面指标—收现比仍然

内容目录

总体印象—收入、利润维持较高增速	3
1 季度经营性现金流确实恶化，但回款未构成实质压力	4
1 季度经营性现金流确有恶化	4
回款方面指标--收现比仍然较高	5
经营性现金流细拆—业务拓展、提前备货和保证金是占款的主要原因	5
经营性现金流不必过于担心	6
投资建议	6

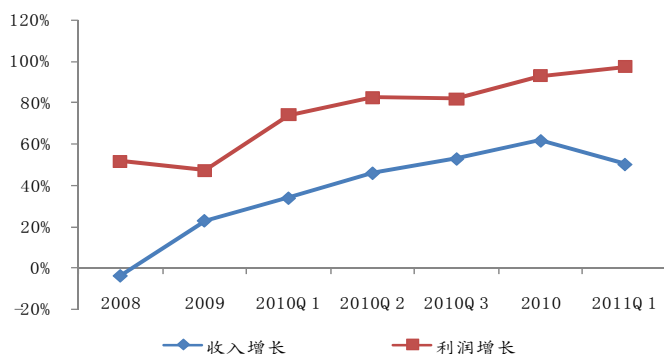
图表目录

图表 1: 金螳螂收入、利润增长情况	3
图表 2: 亚厦股份收入、利润增长情况	3
图表 3: 广田股份收入、利润增长情况	3
图表 4: 洪涛股份收入、利润增长情况	3
图表 5: 除洪涛外，几个公司毛利率均有不同程度提高	3
图表 6: 销售净利率维持高位	3
图表 7: 金螳螂 2011Q1 期间费用率同比仍下降	4
图表 8: 亚厦股份费用率下降主要来自于财务费用下降	4
图表 9: 广田股份费用率下降主要来自于财务费用下降	4
图表 10: 洪涛股份财务费用率、管理费用率均下降	4
图表 11: 金螳螂 1 季度经营性现金流净额（亿元）	4
图表 12: 亚厦股份 1 季度经营性现金流净额（亿元）	4
图表 13: 广田股份 1 季度经营性现金流净额（亿元）	5
图表 14: 洪涛股份 1 季度经营性现金流净额（亿元）	5
图表 15: 除广田外，收现比指标仍然很高	5
图表 16: 金螳螂经营性现金净流出（亿元）	6
图表 17: 亚厦股份经营性现金净流出（亿元）	6
图表 18: 广田股份经营性现金净流出（亿元）	6
图表 19: 洪涛股份经营性现金净流入（亿元）	6
图表 20: 几个装饰公司估值表	6

总体印象—收入、利润维持较高增速

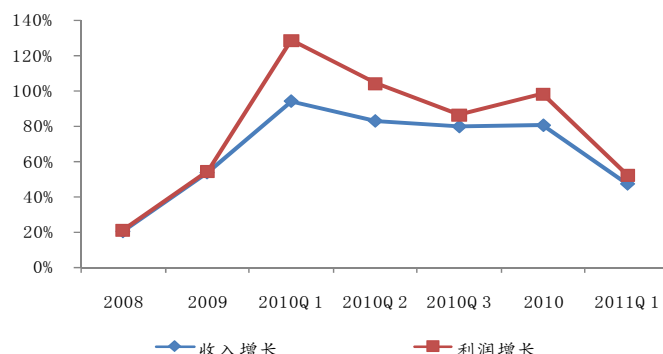
- 报告期内，几个公司均延续了较快增长的势头：收入增速分别达到了 50.24%、47.31%、50.46%、28.94%，利润增速分别达到了 97.41%、52.18%、73.54%、35.7%（顺序为金螳螂、亚厦股份、广田股份、洪涛股份，按收入规模排序）。金螳螂继续表现出很好的规模效应，以 50% 的收入增长实现了 97.41% 的利润增长。

图表1：金螳螂收入、利润增长情况

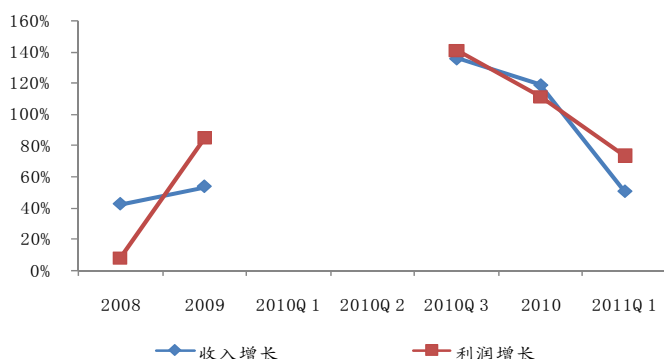


来源：公司财务报告 国金证券研究所

图表2：亚厦股份收入、利润增长情况



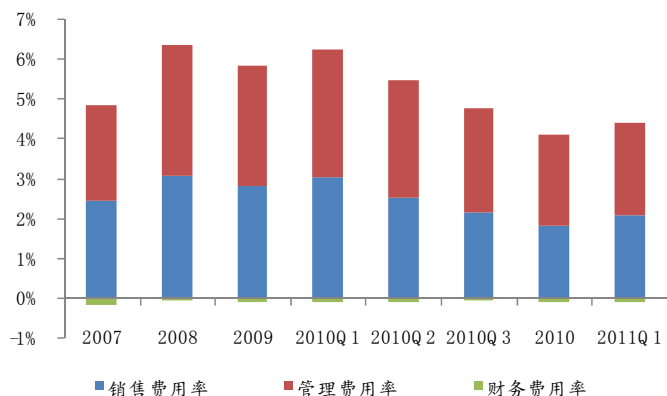
图表3：广田股份收入、利润增长情况



来源：公司财务报告 国金证券研究所

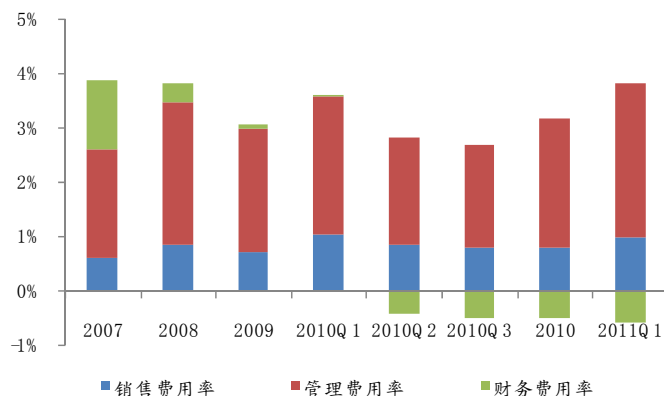
- 费用方面，随着收入继续大幅增长，费用率继续下降。其中，亚厦、广田、洪涛的财务费用率下降非常明显。

图表7：金螳螂2011Q1期间费用率同比仍下降

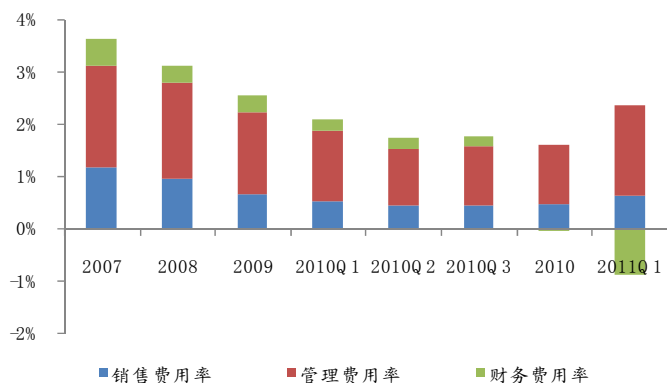


来源：公司财务报告 国金证券研究所

图表8：亚厦股份费用率下降主要来自于财务费用下降

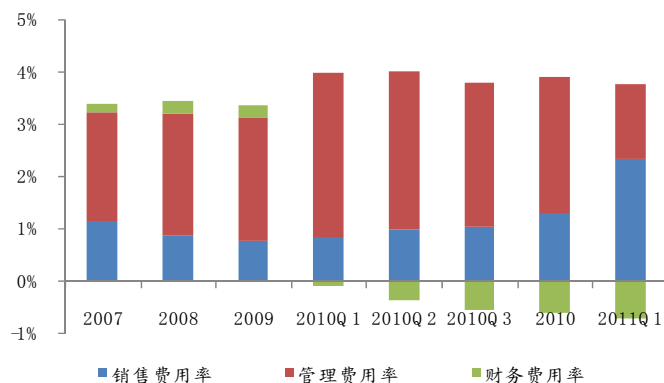


图表9：广田股份费用率下降主要来自于财务费用下降



来源：公司财务报告 国金证券研究所

图表10：洪涛股份财务费用率、管理费用率均下降

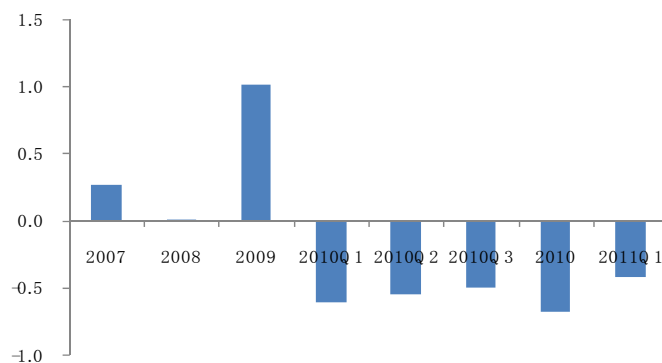


图表13：广田股份1季度经营性现金流净额（亿元）



来源：公司财务报告 国金证券研究所

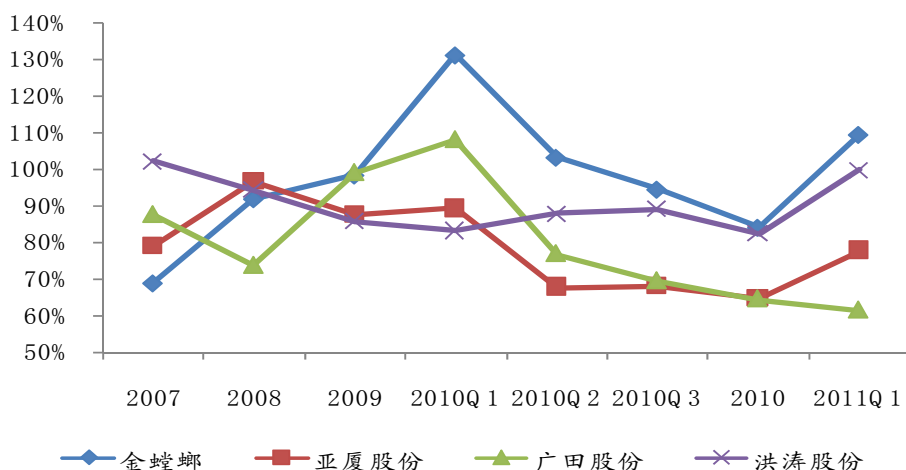
图表14：洪涛股份1季度经营性现金流净额（亿元）



回款方面指标--收现比仍然较高

- “收现比”指标可以说明回款速率，如下图，除了广田之外，其他几个公司的收现比仍然处于较高的位置。其中广田的收现比较低原因在于公司为将客户适当分散在回款上做了适当让步，是业务拓展的必然举措。

图表15：除广田外，收现比指标仍然很高



来源：公司财务报告 国金证券研究所

经营性现金流细拆—业务拓展、提前备货和保证金是占款的主要原因

- 我们将经营性现金流的同比增量进行了拆分分析，其中现金流入方面可以分为销售商品、提供劳务收到的现金（A）和收到其他与经营活动有关的现金（B）共计两项；现金流出方面可以分为购买商品、接受劳务支付的现金（C）、支付给职工以及为职工支付的现金（D）、支付的各项税费（E）、支付其他与经营活动有关的现金（F）共计四项（对以上六项分别记为A、B、C、D、E、F）。
- 如图所示，从同比变化量的角度，金螳螂经营性现金流净流出的主要原因

图表16：金螳螂经营性现金净流出（亿元）

经营性现金流入		经营性现金流出	
A	3.73	C	4.30
B	0.03	D	0.62
		E	0.28
		F	0.28
流入小计	3.76	流出小计	5.48

来源：公司财务报告 国金证券研究所

图表18：广田股份经营性现金净流出（亿元）

经营性现金流入		经营性现金流出	
A	-1.10	C	-0.22
B	-0.23	D	0.08
		E	0.17
		F	0.05
流入小计	-1.33	流出小计	0.08

来源：公司财务报告 国金证券研究所

图表17：亚厦股份经营性现金净流出（亿元）

经营性现金流入		经营性现金流出	
A	1.98	C	2.59
B	0.23	D	0.11
		E	-0.06
		F	1.79
流入小计	2.21	流出小计	4.44

图表19：洪涛股份经营性现金净流入（亿元）

经营性现金流入		经营性现金流出	
A	1.45	C	1.34
B	0.36	D	0.04
		E	0.07
		F	0.17
流入小计	1.81	流出小计	1.62

经营性现金流不必过于担心

- 几个公司的合同履行周期普遍分布在 6-12 个月。2011 年的收入与回款可以在已签合同的关于回款的条款中得到保障，2011 年收入、利润继续快速增长已成定局。
- 至于 2012 年，目前几个公司现金相当充裕（金螳螂现金暂时略微紧张，但是公司增发事宜进展顺利；同时公司尚有充足的授信额度；预计现金方面问题不大），明年收入、利润增长较有保障。

投资建议

- 装饰行业有两个很鲜明的特性：一个是在订单、收入、回款等方面都显现出了很强的后周期的特点；一个是消费升级基础上的“奢侈品”的特性。前一个特点使得市场担心经济紧缩对于装饰的影响并未完全体现出来，后一个特点使得我们有理由相信装饰行业的高度景气仍在维持。我们无法否认经济紧缩、尤其是地产调控对于装饰企业订单、收入、回款上的影响还未全部包含在目前的股价之中，但是通过如上分析，几个装饰企业 2011、2012 年仍能维持较快增长。
- 投资观点方面，维持 2 季度策略中的观点：2011、2012 年维持较高速度增长的确性很强，依靠企业可观的自然增速，2011 年装饰股有望获得绝对收益。维持对几个公司的“买入”评级。

图表20：几个装饰公司估值表

公司	5月 9日 股价	EPS			PE		
		2011E	2012E	2013E	2011E		

长期竞争力评级的说明:

长期竞争力评级着重于企业基本面，评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

公司投资评级的说明:

强买：预期未来 6 - 12 个月内上涨幅度在 20% 以上；

买入：预期未来 6 - 12 个月内上涨幅度在 10% - 20%；

持有：预期未来 6 - 12 个月内变动幅度在 -10% - 10%；

减持：预期未来 6 - 12 个月内下跌幅度在 10% - 20%；

卖出：预期未来 6 - 12 个月内下跌幅度在 20% 以上。

行业投资评级的说明:

增持：预期未来 3 - 6 个月内该行业上涨幅度超过大盘在 5% 以上；

持有：预期未来 3 - 6 个月内该行业变动幅度相对大盘在 -5% - 5%；

减持：预期未来 3 - 6 个月内该行业下跌幅度超过大盘在 5% 以上。

特别声明:

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。本报告亦非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向任何人作出邀请。国金证券未有采取行动以确保于此报告中所指的证券适合个别的投资者。国金证券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。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。国金证券及其关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息、所载资料或意见。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载的观点并不代表国金证券的立场，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

上海

电话: (8621)-61356534

传真: (8621)-61038200

邮箱: researchsh@gjzq.com.cn

邮编: 201204

地址: 上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹
国际大厦 7 楼**北京**

电话: (8610)-66215599-8792

传真: (8610)-61038200

邮箱: researchbj@gjzq.com.cn

邮编: 100032

地址: 中国北京西城区金融街 27 号
投资广场 B 座 4 层**深圳**

电话: (86755)-33089915

传真: (86755)-61038200

邮箱: researchsz@gjzq.com.cn

邮编: 518000

地址: 中国深圳福田区金田路 3037 号
金中环商务大厦 921 室