

证券研究报告—深度报告

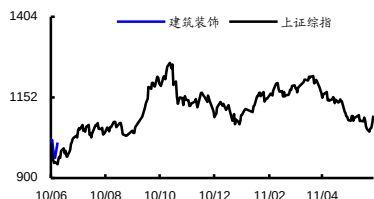
建筑装饰

洪涛、金螳螂比较研究

推荐

2011年7月20日

一年该行业与上证综指走势比较



资料来源：国信证券经济研究所整理

相关研究报告：

证券分析师：邱波

电话：0755-82133390

E-mail: qiubo@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编码：S0980510120021

联系人：刘萍

电话：0755-82130678

E-mail: liuping@guosen.com.cn

行业专题报告

洪涛 VS 金螳螂 从优秀到卓越

● 集权 VS 分权

金螳螂较早的采用了所有权与经营权分离的模式，打造了职业经理人团队对公司进行管理，而洪涛则是由实际控制人直接担任公司的一把手，两家公事的管理风格非常明显，金螳螂是分权制，而洪涛是集权制，我们认为从企业规模扩张和长期发展的角度，金螳螂的模式更有利于公司发展。

● 勇士 VS 精品

从企业文化来看，金螳螂追求“勇者的信念”，而洪涛股份则追求“只做精品”，金螳螂是扩张型的企业文化，公司表现出更激进的经营风格，更高的业绩波动，而洪涛是稳健型的企业文化，追求的是平稳增长和成本控制。

● 规模扩张 VS 专注高端

追求规模扩张的金螳螂业务范围基本覆盖了装饰行业的各个领域，而追求“精品”的洪涛则专注于少数几个高端市场。讲究“质”的洪涛在高端设计、高端品牌上具有明显的优势，而讲究“量”的金螳螂在施工管理上更胜一筹。在财务指标上，洪涛盈利能力更好，资产负债结构更稳健，成本控制更有力，而金螳螂经营效率更高，财务杠杆使用得更好，管理优势更为明显。

● 区域聚焦 VS 全国布局

在渠道建设上，目前洪涛 70% 的业务已来自省外，而金螳螂过半的业务仍集中在省内，洪涛的渠道建设更具爆发力。

● 重申洪涛、金螳螂 “推荐” 的投资评级。

我们认为金螳螂是一家经营卓越的公司，从长期来看，更有机会成长为装饰行业的万科。洪涛股份当前的优势在于较小的营收规模和市值给公司带来很大想像空间，公司在近两年有可能表现出超出市场预期的发展速度，我们认为两家公司都是优质的装饰企业，当前估值水平已有优势，均给予“推荐”的投资评级。

独立性声明：

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，其结论不受其它任何第三方的授意、影响，特此声明。

重点公司盈利预测及投资评级

代码	公司	总市值 (百万元)	昨收盘 (元) 2011-7-19	EPS		PE 2011E	投资评级
				2011E	2012E		
002325	洪涛股份	49928	22.19	0.72	1.12	31	推荐
002081	金螳螂	202671	42.10	1.48	2.22	28	推荐

资料来源：公司资料 and 国信证券预测

投资摘要

关键结论与投资建议

我们从公司治理、企业文化、市场定位、营销渠道、品牌实力、财务指标等方面对金螳螂和洪涛股份进行了全方位的比较,我们认为由于在企业文化及公司治理结构方面的不同,造成了两家公司完全不同的经营风格和经营效果,我们并不简单得出孰优孰劣的结论,我们认为两家公司都有自己的优势,即便是从投资的角度,我们也认为二者均有投资机会。

从公司治理方面看,金螳螂较早的采用了所有权与经营权分离的模式,打造了职业经理人团队对公司进行管理,而洪涛则是由实际控制人直接担任公司的一把手,两家公事的管理风格非常明显,金螳螂是分权制,而洪涛是集权制,我们认为从企业规模扩张和长期发展的角度,金螳螂的模式更利于公司发展。

从企业文化来看,金螳螂追求“勇者的信念”,而洪涛股份则追求“只做精品”,金螳螂是扩张型的企业文化,因此公司表现出更激进的经营风格,更高的业绩波动,而洪涛是稳健型的企业文化,公司追求的是平稳增长和成本控制。

不同的企业文化造成了两家企业不同的市场定位,追求规模扩张的金螳螂业务范围基本覆盖了装饰行业的各个领域,而追求“精品”的洪涛则专注于少数几个高端市场。讲究质的洪涛在高端设计、高端品牌上具有明显的优势,而讲究量的金螳螂在施工管理上更胜一筹。

在渠道建设上,目前洪涛 70%的业务已来自省外,而金螳螂过半的业务仍集中在省内,洪涛的渠道建设更具爆发力。

在财务指标上,洪涛盈利能力更好,资产负债结构更稳健,成本控制更有力,而金螳螂经营效率更高,财务杠杆使用得更好,管理优势更为明显。

我们认为金螳螂尽管已处于一次成长期的中后期,但通过再融资的顺利实施,公司仍具备很好的业绩爆发力,我们毫不怀疑公司有能力和能力展开二次成长,我们认为公司是几家装饰企业中管理水平最好、经营效率最高的公司,公司在管理上的领先优势最终能将装饰行业巨大的需求转化为公司的实际产值,我们一再强调装饰行业并不存在需求瓶颈,装饰企业的发展瓶颈在于资金、人才和管理等供给端,而对于上市公司来说,管理才是企业发展的终极瓶颈,公司在此方面已取得领先地位,我们认为其的规模扩张仍将持续,我们认为金螳螂经营是卓越的,从长期来看,更有机会成长为装饰行业的万科。

洪涛股份当前的优势在于较小的营收规模和市值为公司带来很大想像空间,而公司在渠道和品牌方面的优势也为公司的规模扩张奠定了坚实基础,在市场足够大的背景下,公司能否表现出更好的成长性取决于公司的主动选择,我们认为上市以后,在资本市场的推动下,在同行其它公司快速增长的压力下,公司必将适当突破过去对于稳健的追求,我们认为公司的规模扩张还处于起始阶段,扩大业务范围,介入住宅精装修、向中端市场迈步仅是时间问题,而目前公司较小的营收基数则为后续的高速成长埋下种子。

我们认为公司无疑是优秀的,但是从优秀到卓越,仍有一步之遥,公司在规模扩张后,能否突破管理瓶颈才是公司面临的最大挑战。

我们认为两家公司都是优质的装饰企业，当前估值水平已有优势，我们重申“推荐”的投资评级。

内容目录

集权 VS 分权	6
两权合一与两权分离	6
股权激励	7
企业文化:勇士 VS 精品	8
市场定位: 规模扩张 VS 专注高端	9
营销网络: 区域聚焦 VS 全国布局	10
品牌实力: 设计 VS 施工	11
财务比较	13
盈利能力	13
偿债能力	14
经营效率金螳螂更为突出	15
期间费用	16
主要结论与投资建议	16

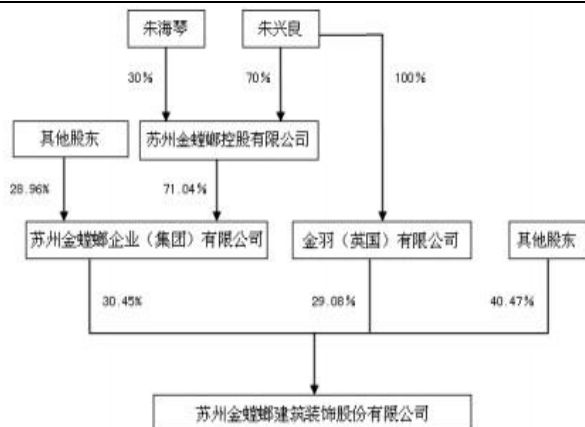
图表目录

图 1: 金螳螂股权结构.....	6
图 2: 洪涛股权结构	6
表 1: 洪涛股份和金螳螂高管层	6
表 2: 高管持股情况	7
图 3: 营业收入增长	8
图 4: 2010 年营业收入规模	8
图 5: 净利润增长	8
图 6: 净利润规模	8
表 3: 两家公司业务范围	9
图 7: 金螳螂业务构成.....	11
图 8: 洪涛业务构成	11
表 4: 企业项目获奖情况（截止 2010 年底）	12
表 5: 四大盛会中标情况.....	12
表 6: 设计师和项目经理对比	12
图 9: 单个设计师产出	13
图 10: 单个项目经理产出	13
表 7: 洪涛股份盈利能力同业对比.....	13
图 11: 毛利率	13
图 12: 净利率	13
图 13: ROE.....	14
图 14: ROIC.....	14
表 8: 资本结构&偿债能力同业对比	14
图 15: 流动比率	14
图 16: 速动比率	14
表 9: 应收账款账龄比例同业对比.....	15
表 10: 洪涛股份经营效率指标同业对比.....	15
图 17: 应收账款周转率.....	15
图 18: 总资产周转率	15
表 11: 洪涛股份经营效率指标同业对比	16

集权 VS 分权

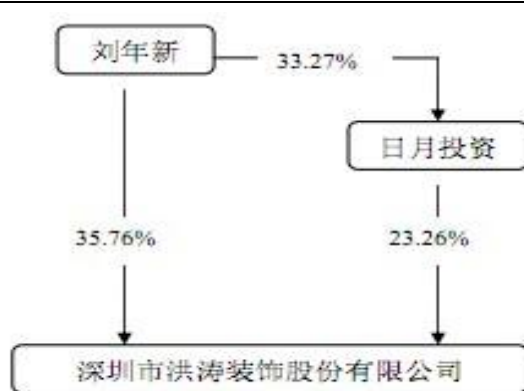
洪涛与金螳螂都是民营企业，但是两个公司股权架构完全不同，金螳螂明显较洪涛股份复杂，金螳螂的实际掌门人朱兴良并不直接持有上市公司股份，而是通过旗下的控股公司间接持有。而洪涛股份则是刘年新直接持有上市公司股份。

图 1：金螳螂股权结构



资料来源：公司年报，国信证券经济研究所整理

图 2：洪涛股权结构



资料来源：公司年报，国信证券经济研究所整理

两权合一与两权分离

从股权结构即可以反映出两个公司不同的经营风格，金螳螂是典型的分权式管理，而洪涛则是传统的集权式民营企业。金螳螂的实际控制人朱兴良并不是上市公司的一把手，也就是说上市公司完全由职业经理人掌管，是典型的所有权与经营权分离的做法，而洪涛则是两权合一的集权式管理。

表 1：洪涛股份和金螳螂高管层

	金螳螂	洪涛
董事长	倪林	刘年新
总经理	杨震	刘年新
副总经理	严多林	邓新泉
董事	朱兴泉	黄珊

资料来源：公司年报，国信证券经济研究所整理

所有权与经营权合一的优点主要体现为两点：第一，经营积极性高。因所有者亲自经营自己的产业，责权利天然统一，自身的利益和经营业绩密切相关，故有很高的经营积极性。如所有者本身经营能力高强，则必使企业充满活力，效益大增。第二，经营成本低。所有者亲自经营自己的产业，无需另外向经营者支付报酬，故经营成本低，效益好。但两权合一也有弊端，这就是所有者的经营能力是多是低，具有偶然性，并非任何所有者都具有高强的经营能力。如所有者经营能力低下，却亲自经营，必会使企业遭受重创，效益低下，远不如委托经营能力高强者经营效果好。

两权分离的优越性则是可以突破所有者自身能力的限制，委托经营能力高强者代己经营，从而获得比自己经营更高的经济效益。这在所有者缺乏经营能力时，成效尤显突出。

从国外的经验看，大部分企业都实行两权分离，委托经营能力高强者经营。但两权分离也有弊端，最突出的就是经营积极性下降。这个道理是人人明白的，同样一个人，肯定是为自己干时积极性高，而为他人干时积极性低。

两权合一和两权分离的模式并无所谓谁更好，关键是是否适合企业，洪涛和金螳螂当前的实际掌门人都是公司的创立者，其自身能力毋庸置疑。但无可否认的是，两权分离的模式较两权合一的模式更具有爆发力，在激励到位的情况下，更能促使企业有所突破，另外，从长期来看，创立者退休后，继承人是否有能力保持企业的发展也具有较大的偶然性。

股权激励

从两权分离的利弊可以看出，实行这种方式最重要的就是做好激励工作，金螳螂在上市之初公司高管层并不持有公司股票，2009年，公司推出了首批股权激励计划，2010年，朱兴良又将集团公司持有的上市公司股份以每股一元的票面价格转让给公司多位高管，目前公司已经有超过160人通过股权激励持有公司的股份。

洪涛股份虽由刘年新直接掌舵，但是在上市公司的核心人物就已经持有公司的股票，目前首期限限制性股票激励计划已经尘埃落定。此次计划激励对象高达61人，基本覆盖了公司中层以上的管理者。

表 2：高管持股情况

姓名	职务	持股数量
金螳螂		
倪林	董事长	2,202,863
朱兴泉	副总经理	1,546,425
严多林	董事	1,160,190
王琼	副总经理	1,089,451
王洁	副总经理	1,051,481
浦建明	副总经理	782,393
严永法	副总经理	569,025
庄良宝	董事	491,738
白继忠	副总经理	442,878
张文英	监事	379,418
戴轶钧	董事会秘书	154,575
罗承云	财务总监	141,918
任建国	监事	103,950
姜樱	监事	103,950
王泓	副总经理	50,625
合计		10,270,880
占总股本比例		3.22%
洪涛股份		
邓新泉	董事	2,315,625
黄珊	副总经理	1,460,625
马先彬	董事	1,282,500
卢国林	董事	1,282,500
陈远浩	副总经理	1,104,375
王全国	董事	374,063
合计		7,819,688
占总股本比例		5.21%

资料来源：公司年报，国信证券经济研究所整理

集权与分权不仅仅体现在公司的股权结构和高管配置上，更多的其实还会对公司的日常经营产生影响，分权式的金螳螂讲究效率，而集权式的洪涛则注重成本，这也是金螳螂表现出更好的成长性，而洪涛更高净利润率的原因。

企业文化: 勇士 VS 精品

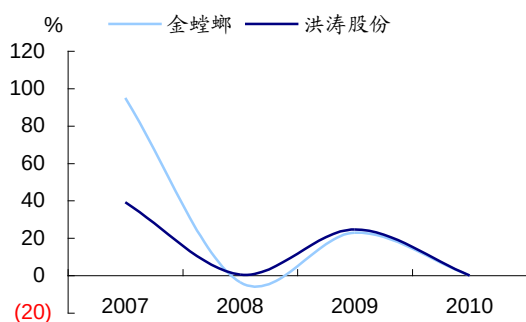
金螳螂中螳螂之意取自汉朝韩婴的《韩诗外传》中齐庄公出猎的故事，故事说“齐庄公出猎，有一虫举足将搏其轮。问其御曰：‘此何虫也？’对曰：‘此所谓螳螂者也。其为虫也，知进而不知却，不量力而轻就敌。’庄公曰：‘此为人，而必为天下勇士矣！’回车而避之，而勇士归之”。

金螳螂的企业文化是“勇士”文化，公司称为“勇者的信念”，是敢于用螳臂挡车的文化，企业文化是一个企业价值观的直接反映，金螳螂价值观非常明确，就是勇往直前，因此金螳螂整体的经营风格表现得较为激进，追求的是规模扩张。

相对而言，洪涛的企业文化柔和得多，洪涛的格言是：“一百个客户，变成了一百个朋友”，追求的是细水长流式的长期回报，推崇的是“装饰人生”，讲究的是出“精品”。

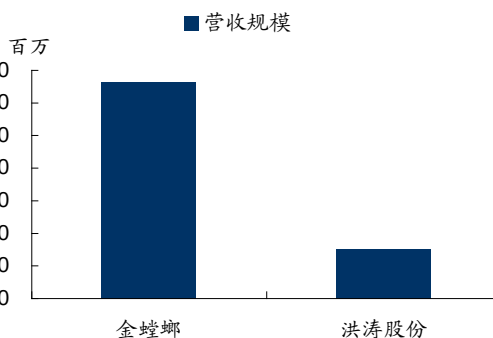
两个公司不同的企业文化决定了公司不同的成长速度，金螳螂在过去表现出了明显高于洪涛的成长性，当然，这也意味着更高的风险，我们看到 08 年金融危机之时，公司受到的影响也明显大于洪涛股份，表现出更高的波动。

图 3: 营业收入增长



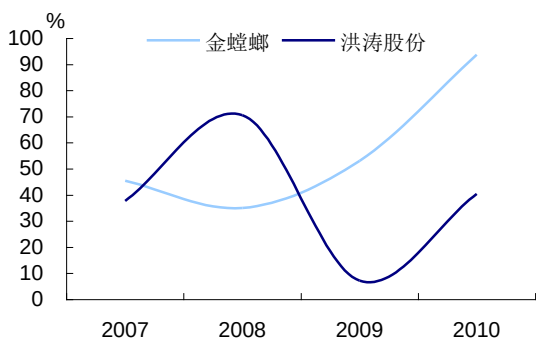
资料来源: 公司年报, 国信证券经济研究所整理

图 4: 2010 年营业收入规模



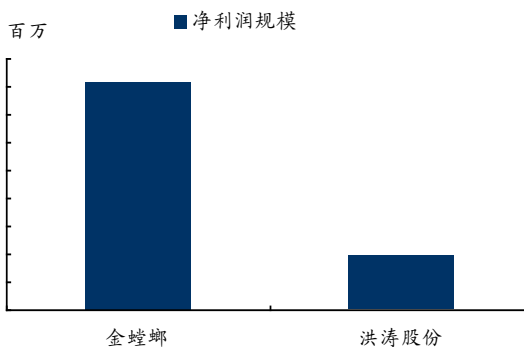
资料来源: 公司年报, 国信证券经济研究所整理

图 5: 净利润增长



资料来源: 公司年报, 国信证券经济研究所整理

图 6: 净利润规模



资料来源: 公司年报, 国信证券经济研究所整理

市场定位：规模扩张 VS 专注高端

正是由于不同的企业文化，使得两家公司采取了完全不同的市场定位，追求规模扩张的金螳螂定位于“中端+高端”市场，业务范围几乎覆盖了除家庭住宅精装修以外所有的室内装饰领域，同时，公司还承接幕墙、园林等室外装饰业务。

而洪涛则是专注于“高端”，目前业务仍然集中在国宾馆、五星酒店、剧院大堂、建筑大堂、高档写字楼这几个领域，而在国内几乎所有的标志性建筑中，几乎都能看到洪涛的身影，这就是洪涛“只做精品”的一个重要体现。从这个角度看两家公司，也许，百年以后金螳螂留给大家的是规模最大的装饰企业，而洪涛留给大家的是精美的装饰工程。

我们认为，从企业发展的角度，金螳螂的业务结构无疑更具优势，企业的成长空间更为广阔，洪涛股份目前营收规模尚小，但是我们认为，公司未来一定也必须通过业务结构的拓展为公司争取到更大的发展空间，这是公司上市以后，必须做出的主动选择。

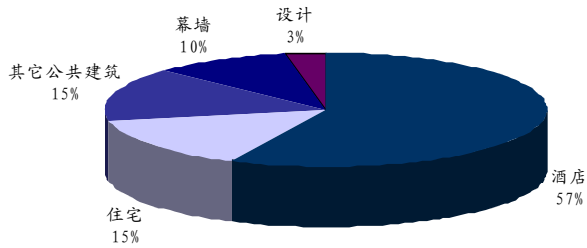
表 3：两家公司业务范围

类别	难易度	特征描述	洪涛与金螳螂是否进入
剧院会堂类	★★★★★	牵涉声学、光学、机械舞台、钢结构等多专业，新型材料多，造型复杂、工艺性强，施工难度高、地域性和文化性强、政治性强、影响力巨大，当地具有唯一性	二者均进入，洪涛优势
国家政务场所（含国宾馆）类	★★★★★	对功能、艺术、安全、质量、工期等的设计和施工要求极高，难度大，影响力大、政治性强，具有标志意义和唯一性	二者均进入，洪涛优势
建筑物大堂	★★★★☆	是一座建筑的灵魂，设计和施工难度高，材料复杂，艺术性要求高，文化内涵丰富，质量精细、使用寿命长	二者均进入，洪涛优势
五星级酒店	★★★★☆	设计和施工要求高，材料复杂，艺术性要求高，国际化程度高，当地具有标志意义	二者均进入，实力相当
四星级酒店	★★★★	设计和施工要求较高，材料较复杂，艺术性要求较高	金螳螂进入
商业地产之会所、宾馆等	★★★★	设计和施工要求较高，材料较复杂，艺术性要求较高，成本与档次的关联性复杂	二者均进入，金螳螂优
高档写字楼	★★★★	设计和施工要求较高，材料较复杂，艺术性要求较高，在当地有一定影响	二者均进入，金螳螂优
机场车站	★★★★	设计和施工要求较高，材料较复杂，对功能、安全性要求较高，具有标志意义和唯一性	金螳螂进入
医院文教设施	★★★★	设计和施工要求较高，材料较复杂，功能和专业性要求较高，具有标志意义	洪涛开始介入高端医院
精装修公寓	★★★	对舒适性要求较高，个性化要求高	金螳螂进入
SHOPPING MALL	★★★	设计和施工要求较高，材料较复杂，对功能、安全性要求较高	金螳螂进入
中档写字楼	★★★	对功能有一定要求	金螳螂进入
楼盘整体装修	★★★	强调功能和舒适性，个性化要求高	金螳螂进入
建筑幕墙	★★	大装饰范畴，要求较低	金螳螂进入
园林	★★	大装饰范畴，对设计有一定要求	金螳螂进入

资料来源：公司年报、招股书，国信证券经济研究所整理

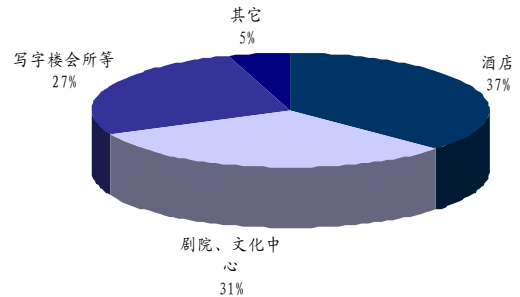
注：☆代表半星，项目星级越高代表项目难度越大，最高

图 7：金螳螂业务结构



资料来源：公司年报，国信证券经济研究所整理

图 8：洪涛业务结构



资料来源：公司年报，国信证券经济研究所整理

生命周期：成长伊始 VS 二次扩张

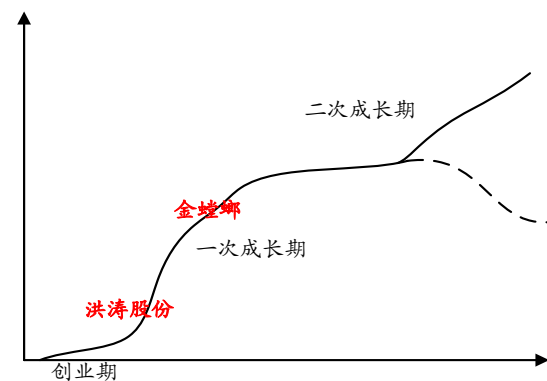
从生命周期的角度解读金螳螂与洪涛股份未来的成长性，我们回顾一下金螳螂上市后的表现，凭借 IPO 完成装饰部件工厂化生产后，金螳螂大力拓展住宅精装修业务，同时放大需求创造能力和需求消化能力，实现了经营规模的急剧膨胀。

我们认为金螳螂目前已处在一次成长期的中后期，公司在 2010 年底果断的推出了再融资计划，从公司最新发布的再融资预案看，募投项目主要还是用于公共装饰业务的发展，主要还是围绕工厂化项目，同时升级营销网络，我们一再强调此次增发是公司拉开二次扩张序幕的标志。

而洪涛股份目前仍处在一次成长期初期，洪涛，除了借力 IPO 扩大细分领域的市场份额，公司的规模扩张将凭借自身在渠道建设、品牌方面的优势，实现先横后纵两个维度的业务领域的拓展。

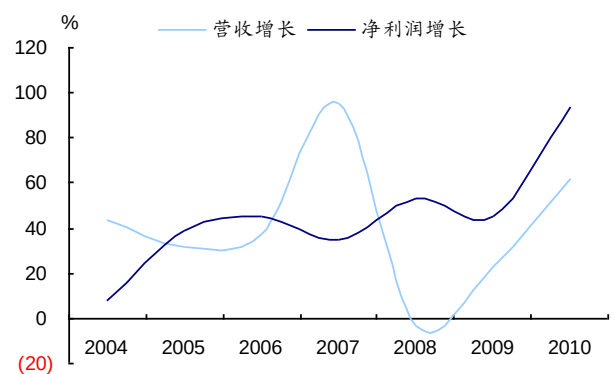
我们认为公司业务领域的拓展将经历三个阶段，第一阶段是公共建筑的高端外延市场的横向拓展，如高档医院、机场、火车站等，第二阶段是向住宅精装修市场的横向拓展，第三阶段是向中高档市场的纵向拓展。

图 9：两家公司生命周期比较



资料来源：公司年报，国信证券经济研究所整理

图 10：金螳螂上市前后净利润增速对比



资料来源：公司年报，国信证券经济研究所整理

营销网络：区域聚焦 VS 全国布局

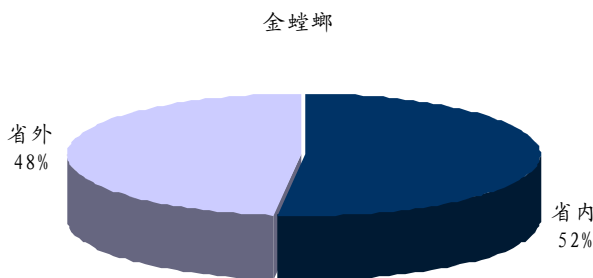
建筑装饰行业整体呈现较强的区域性特征,一般来说各省内大部分工程都由当地企业完成,而当地的企业也主要在省内开展业务。

金螳螂也是如此，即便是现在，公司过半的业务仍集中在省内，公司采取的是区域聚焦的战略，省外业务主要集中在长三角和环渤海，公司目前已在北京、上海、天津、海南、青岛、成都、昆明等 23 城市建立营销网点，公司在完成增发后计划利用 1.53 亿资金对已建的营销网络进行升级。

洪涛是最早进行全国销售网络布局的装饰企业，目前省外业务已占到公司 70%左右。IPO 以前，公司在全国范围内已有 12 个营销网点，覆盖了京沪穗等东部城市、重庆、贵阳等西部城市，IPO 以后，公司又利用超募资金升级了原有 12 个营销网点，同时，新建了 19 个新的营销网点，目前，公司的营销网络已基本覆盖了全国主要地区。

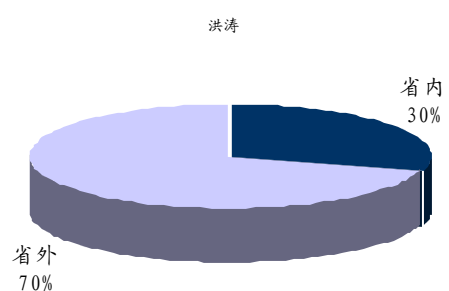
洪涛股份领先的区域覆盖为渠道扩张蓄积了极强的爆发力。由于装饰行业产品具备较强的广告效应，装饰企业通过完成某地的高端标志性工程，即可迅速在当地建立品牌和市场影响力，这种影响力可助公司实现两个维度的扩张，一是向周边区域辐射，二是业务领域的横向扩张，若完成大剧院等不可复制（一般一个城市仅一到两座）且更新周期长（一般十五年以上）的大型标志性工程，其品牌地位将更为稳固。

图 11: 金螳螂业务构成



资料来源：公司年报，国信证券经济研究所整理

图 12: 洪涛业务构成



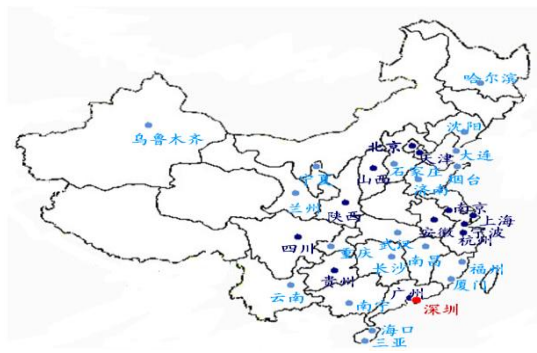
资料来源：公司年报，国信证券经济研究所整理

图 13: 金螳螂营销网络分布



资料来源：公司年报，国信证券经济研究所整理

图 14: 洪涛营销网络分布



资料来源：公司年报，国信证券经济研究所整理

品牌实力：设计 VS 施工

在高端装饰领域，尤其是顶级建筑装饰领域，洪涛较金螳螂无疑更具品牌优势，以北京十里长安古街为例，整街 160 多项标志性工程中，洪涛股份完成了 28 项，长安街精品工程数量国内第一。从装饰行业细分领域设计施工难易程度来看，洪涛股份目前在剧院会堂类、大堂类、国家政务类等最高难度级别公装细分市场中独占鳌头。洪涛股份完成了以人民大会堂国宴厅为代表的高档国家政务场所类工程 12 项，完成同类工程数量业内第一。

与国内同行相比，洪涛股份是最早与国际接轨的设计公司，在国际设计合作中涵盖了世界最多著名设计大师及设计机构（50 多名国际设计大师和 30 多家国际机构合作），代表了设计领域的最高水平。公司目前还有两名德国籍的设计博士后担任设计总监。

表 4：企业项目获奖情况（截止 2010 年底）

排名	公司名称	鲁班奖	全国建筑工程装饰奖
1	金螳螂	34	85
3	洪涛	18	46

资料来源：各公司网站，国信证券经济研究所整理

表 5：四大盛会中标情况

编号	公司名称	奥运会	亚运会	世博会	大运会
1	金螳螂	✓		✓	
2	洪涛	✓	✓	✓	✓

资料来源：各公司网站，国信证券经济研究所整理

注：标注“✓”代表中标

而在施工管理上，金螳螂较洪涛更有优势，金螳螂董事长倪林曾形象地把金螳螂的管理体系称之为织渔网的过程，“我们不断把网织得细密，但是这个网不可能是不透气的，我们只能说让它漏得小一点，一开始可能一条大鱼就溜走了，现在可能是小虾米才会溜走的，我们做 ERP 系统就是希望小虾米都可以留住，最后出去一些细菌就可以了。”这样做的目的是企业在做大的同时能够有效控制风险，发生预警能够及时引起关注，提高管理效率。

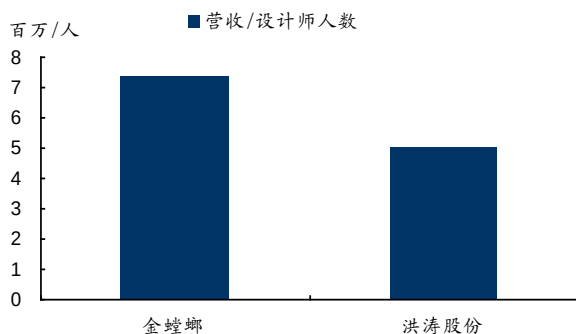
公司首创并成功运用“捆绑经营”、“标杆管理”、“50/80”管理体系，2011 年，公司推出并实施“五力五意识”思想指导体系和“产品化装饰”现场质量管控体系，将企业文化、管理思想融入日常管理，从根本上促进了管理质量提高，如今公司自主研发的 ERP 系统已经上线，这对于目前仍处于规模扩张期，同时施工项目多达上千个的金螳螂来说，无疑是如虎添翼，公司在信息化建设方面再一次与同行拉开了差距。

表 6：设计师和项目经理对比

	设计师人数	一级建造师
	人	人
金螳螂	900	160
洪涛股份	300	98

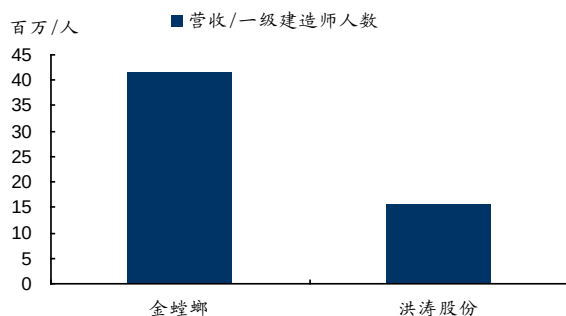
资料来源：公司年报，国信证券经济研究所整理

图 15: 单个设计师产出



资料来源: 公司年报, 国信证券经济研究所整理

图 16: 单个项目经理产出



资料来源: 公司年报, 国信证券经济研究所整理

财务比较

盈利能力

统一口径下, 近两年洪涛股份净利率优于金螳螂, 显示其高端市场定位下获取超额利润的能力, 但是公司 ROE 从 09 年起 (受其 2010 年 IPO 影响), 低于金螳螂。

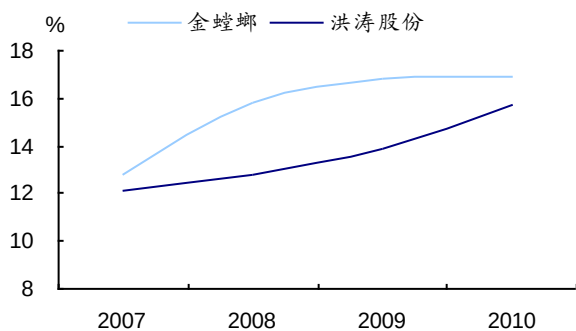
表 7: 洪涛股份盈利能力同业对比

	2008	2009	2010
综合毛利率			
金螳螂	15.84	16.84	16.89
洪涛股份	12.79	13.91	15.76
销售净利率			
金螳螂	4.31	5.14	6.14
洪涛股份	4.31	5.14	6.43
ROE			
金螳螂	21.65	25.06	37.36
洪涛股份	31.76	11.40	9.07

数据来源: WIND, 公司招股书, 国信证券经济研究所整理

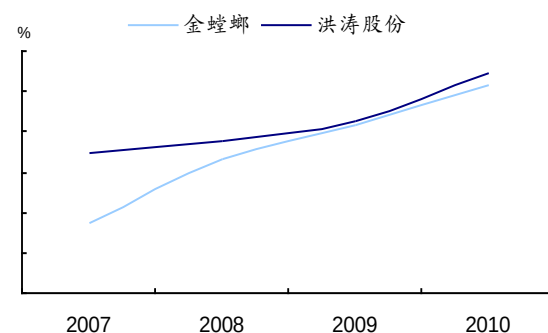
注: 因会计处理方式不同 (洪涛的项目现场管理费用进入营业成本), 综合毛利率可比性不强

图 17: 毛利率



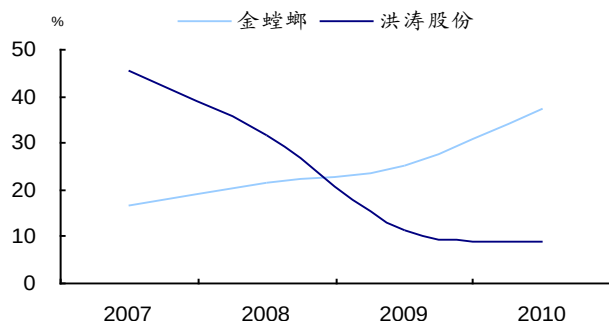
资料来源: 公司年报, 国信证券经济研究所整理

图 18: 净利率



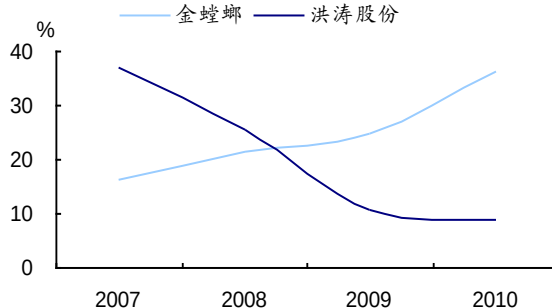
资料来源: 公司年报, 国信证券经济研究所整理

图 19: ROE



资料来源: 公司年报, 国信证券经济研究所整理

图 20: ROIC



资料来源: 公司年报, 国信证券经济研究所整理

偿债能力

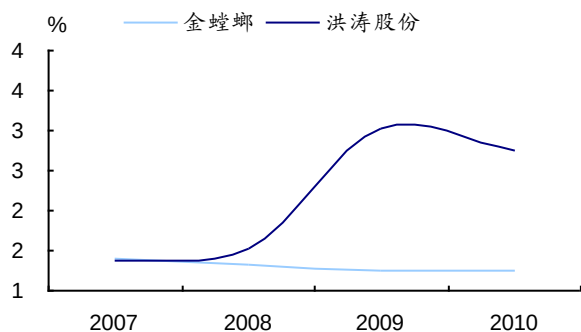
从账面数值看洪涛股份偿债能力整体好于金螳螂, 不过由于装饰行业几乎没有有息负债, 其债务主要来应付账款, 在市场好的时候金螳螂的债务结构更利于公司的发展, 市场不好的时候洪涛股份的债务结构更安全, 当然洪涛过低的负债率主要还是由于 10 年上市后部分超募资金尚未使用。

表 8: 资本结构&偿债能力同业对比

	2008	2009	2010
资产负债率			
金螳螂	63.37	66.12	69.37
洪涛股份	57.13	31.25	33.72
流动比率			
金螳螂	1.32	1.25	1.25
洪涛股份	1.51	3.02	2.76
速动比率			
金螳螂	1.39	1.30	1.23
洪涛股份	1.30	1.45	2.98

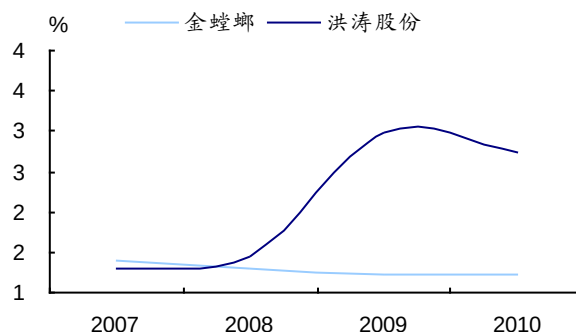
数据来源: WIND, 公司招股书, 国信证券经济研究所整理

图 21: 流动比率



资料来源: 公司年报, 国信证券经济研究所整理

图 22: 速动比率



资料来源: 公司年报, 国信证券经济研究所整理

从应收账款账龄对比可明显看出洪涛股份经营策略更为稳健。相比而言, 金螳螂 3

年以上高龄应收账款占比明显高于洪涛。

表 9：应收账款账龄比例同业对比

	2007	2008	2009	2010
1 年以内应收账款比例				
金螳螂	71.86%	66.04%	65.19%	68.32%
洪涛股份	67.36%	66.60%	20.54%	-
1~2 年应收账款比例				
金螳螂	20.03%	26.11%	23.97%	20.54%
洪涛股份	31.59%	25.27%	7.64%	-
2~3 年应收账款比例				
金螳螂	5.21%	4.25%	6.54%	7.64%
洪涛股份	1.05%	7.89%	3.50%	-
3 年以上应收账款比例				
金螳螂	2.90%	3.60%	4.31%	3.50%
洪涛股份	0	0.24%	0.54%	-

数据来源：各公司财报，国信证券经济研究所整理

经营效率金螳螂更为突出

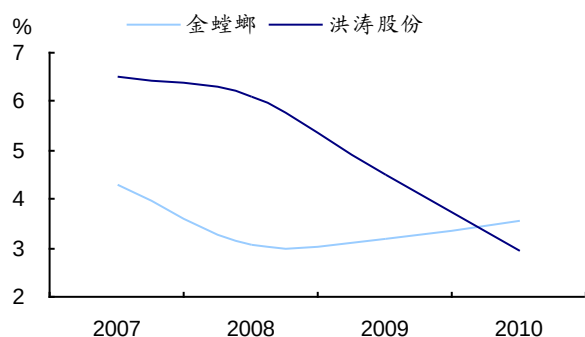
近三年金螳螂经营效率持续优于洪涛股份，公司追求效率的经营风格再次得到体现。

表 10：洪涛股份经营效率指标同业对比

	2008	2009	2010
应收账款周转率（次）			
金螳螂	3.05	3.18	3.55
洪涛股份	6.11	4.49	2.93
存货周转率（次）			
金螳螂	132.49	124.42	167.90
洪涛股份	56.14	67.98	91.60
总资产周转率（次）			
金螳螂	1.85	1.73	1.95
洪涛股份	2.68	1.36	0.95

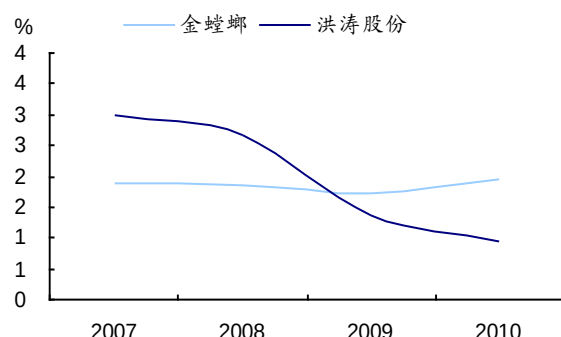
数据来源：WIND，公司年报，国信证券经济研究所整理

图 23：应收账款周转率



资料来源：公司年报，国信证券经济研究所整理

图 24：总资产周转率



资料来源：公司年报，国信证券经济研究所整理

期间费用

洪涛股份销售费率明显低于金螳螂，显示成本控制能力具备优势；而从上市前提供的数据看，统一口径下而金螳螂管理费用率更低，主要由于金螳螂住宅装修、家具等业务规模较大，摊低了固定费用，同时中端项目管理费用相对较低，这也是金螳螂经营效率较高的一个体现。

表 11：洪涛股份经营效率指标同业对比

	2008	2009	2010
销售费率			
金螳螂	3.07	2.82	1.82
洪涛股份	0.89	0.77	1.30
管理费用率			
金螳螂	3.25	3.00	2.30
洪涛股份	2.30	2.36	2.61
财务费率			
金螳螂	-0.14	-0.06	-0.09
洪涛股份	0.17	0.26	0.24
期间费用率			
金螳螂	6.26	5.74	4.02
洪涛股份	3.45	3.37	3.32

数据来源：WIND，公司招股书，国信证券经济研究所整理

注：两家公司对管理费用的会计处理有差异，洪涛部分项目管理发生的费用计入营业成本，故此项可比性不是很强

主要结论与投资建议

我们认为金螳螂尽管已处于一次成长期的中后，但通过再融资的顺利实施，公司仍具备很好的业绩爆发力，我们毫不怀疑公司有能力和能力展开二次成长，我们认为公司是几家装饰企业中管理水平最好、经营效率最高的公司，公司在管理上的领先优势最终能将装饰行业巨大的需求转化为公司的实际产值，我们一再强调装饰行业并不存在需求瓶颈，装饰企业的发展瓶颈在于资金、人才和管理等供给端，而对于上市公司来说，管理才是企业发展的终极瓶颈，公司在此方面已取得领先地位，我们认为它的规模扩张仍将持续进行，我们认为金螳螂经营是卓越的，从长期来看，更有机会成长为装饰行业的万科。

洪涛股份当前的优势在于较小的营收规模 and 市值为公司带来很大想象空间，而公司在渠道和品牌方面的优势也为公司的规模扩张奠定了主观基础，在市场足够大的背景下，公司能否表现出更好的成长性取决于公司的主动选择，我们认为上市以后，在资本市场的推动下，在同行其它公司快速增长的压力下，公司必将适当突破过去对于稳健的追求，我们认为公司的规模扩张还处于起始阶段，扩大业务范围，介入住宅精装修、向中端市场迈进一步仅是时间问题，而目前公司较小的营收基数则为后续的高速成长埋下种子。

我们认为公司无疑是优秀的，但是从优秀到卓越，仍有一步之遥，公司在规模扩张后，能否突破管理瓶颈才是公司面临的最大挑战。

我们认为两家公司都是优质的装饰企业，当前估值水平已有优势，我们均给予“推荐”的投资评级。

附表 1: 重点公司盈利预测及估值

公司	公司	收盘价	EPS				P/E			P/B		评级
名称	代码	2011-7-19	2010	2011E	2012E	2010	2011E	2010	2011E	2012E		
洪涛股份	002325	22.19	0.43	0.72	1.12	52	31	4.48	2.71	2.36	推荐	
金螳螂	002081	42.10	0.81	1.48	2.22	52	28	16.79	12.30	8.75	推荐	

数据来源: WIND, 国信证券经济研究所

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	推荐	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	谨慎推荐	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	回避	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	推荐	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	谨慎推荐	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 5%-10% 之间
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 5\%$ 之间
	回避	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 5%以上

风险提示

本报告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。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归国信证券所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。

证券投资咨询业务的说明

证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所团队成员

宏观		固定收益		策略	
周炳林	0755-82130638	李怀定	021-60933152	黄学军	021-60933142
林松立	010-66026312	侯慧娣	021-60875161	林丽梅	021-60933157
崔 嵘	021-60933159	张 旭	010-66026340		
				技术分析	
				闫 莉	010-88005316
交通运输		银行		房地产	
郑 武	0755- 82130422	邱志承	021- 60875167	方 焱	0755-82130648
陈建生	0755- 82133766	黄 飙	0755-82133476	区瑞明	0755-82130678
岳 鑫	0755- 82130432	谈 煊	010- 66025229	黄道立	0755- 82133397
周 俊	0755-82130833-6215				
糜怀清					
商业贸易		汽车及零配件		钢铁及新材料	
孙菲菲	0755-82130722	左 涛	021-60933164	郑 东	010- 66025270
祝 彬	021-60933156			秦 波	010-66026317
常 伟				郭 莹	010-88005303
机械		基础化工		医药	
郑 武	0755- 82130422	刘旭明	010-66025272	贺平鸽	0755-82133396
陈 玲	0755-82130646	张栋梁	0755-82130532	丁 丹	0755- 82139908
杨 森	0755-82133343	罗 洋	0755-82150633	杜佐远	0755-82130473
后立尧	010-88005327	吴琳琳	0755-82130833-1867	谭权胜	0755-82136019
		梁 丹	0755- 82134323	胡博新	0755-82133263
				刘 勃	0755-82130833-1845
电力设备与新能源		传媒		有色金属	
杨敬梅	021-60933160	陈财茂	010-88005322	彭 波	0755-82133909
张 弢	010-88005311	刘 明	010-88005319	谢鸿鹤	0755-82130646
				龙 飞	
电力与公用事业		非银行金融		通信	
徐颖真	021-60875162	邵子钦	0755- 82130468	严 平	021-60875165
谢达成	021-60933161	田 良	0755-82130513	唐俊杰	021-60875160
		童成敦	0755-82130513		
造纸		家电		计算机	
李世新	0755-82130565	王念春	0755-82130407	段迎晟	0755- 82130761
邵 达	0755-82130706	黄海培	021-60933150	欧阳仕华	0755-82151833
电子元器件		纺织服装		农业	
段迎晟	0755- 82130761	方军平	021-60933158	张 如	021-60933151
高耀华	0755-82130771				
熊 丹					
建材		旅游		食品饮料	
郑 东	010- 66025270	曾 光	0755-82150809	黄 茂	0755-82138922
马 彦	010-88005304				
建筑		新兴产业		研究支持	
邱 波	0755-82133390	陈 健	010-66022025	沈 瑞	0755-82132998
刘 萍	0755-82130678	李筱筠	010-66026326	雷 达	0755-82132098
		孙 伟	010- 66026320	余 辉	0755-82130741
				王越明	0755-82130478
量化投资产品		基金评价与研究		量化投资策略	
焦 健	0755-82133928	杨 涛	0755-82133339	葛新元	0755-82133332
阳 瑾	0755-82133538	康 亢	010-66026337	董艺婷	021-60933155
周 琦	0755-82133568	刘舒宇	0755-82133568	程景佳	010-88005326
邓 岳	0755- 82150533	李 腾	0755-82130833-6223	郑 云	021-60875163
		刘 洋	0755-82150566	毛 甜	021-60933154
		潘小果	0755-82130843	李荣兴	021-60933165
		蔡乐祥	0755-82130833-1368	郑亚斌	
		钱 晶	0755-82130833-1367		
量化交易策略与技术		数据与系统支持			

戴 军	0755-82133129	赵斯尘	021-60875174
黄志文	0755-82133928	徐左乾	0755-82133090
彭甘霖	0755-82133259	李扬之	0755-82136165
秦国文	0755-82133528	陈爱华	0755-82133397
韦 敏		袁 剑	0755-82139918
张璐楠	0755-82130833- 1379		

国信证券机构销售团队

华北区（机构销售一部）		华东区（机构销售二部）		华南区（机构销售三部）	
王立法	010-66026352 13910524551 wanglf@guosen.com.cn	盛建平	021-60875169 15821778133 shengjp@guosen.com.cn	魏 宁	0755-82133492 13823515980 weining@guosen.com.cn
王晓建	010-66026342 13701099132 wangxj@guosen.com.cn	马小丹	021-60875172 13801832154 maxd@guosen.com.cn	邵燕芳	0755-82133148 13480668226 shaoyf@guosen.com.cn
焦 骞	010-66026343 13601094018 jiaojian@guosen.com.cn	郑 毅	021-60875171 13795229060 zhengyi@guosen.com.cn	林 莉	0755-82133197 13824397011 linli2@guosen.com.cn
李文英	010-88005334 13910793700 liwying@guosen.com.cn	黄胜蓝	021-60875166 13761873797 huangsl@guosen.com.cn	王昊文	0755-82130818 18925287888 wanghaow@guosen.com.cn
赵海英	010-66025249 13810917275 zhaohy@guosen.com.cn	刘 塑	021-60875177 13817906789 liusu@guosen.com.cn	甘 墨	0755-82133456 15013851021 ganmo@guosen.com.cn
原 祎	010-88005332 15910551936 yuanyi@guosen.com.cn	叶琳菲	021-60875178 13817758288 yelf@guosen.com.cn	段莉娟	0755-82130509 18675575010 duanlj@guosen.com.cn
		孔华强	021-60875170 13681669123 konghq@guosen.com.cn	徐 冉	0755-82130655 13632580795 xuran1@guosen.com.cn
				颜小燕	0755-82133147 13590436977 yanxy@guosen.com.cn
				赵晓曦	0755-82134356 15999667170 zhaoxxi@guosen.com.cn
				郑 灿	0755-82133043 13421837630 zhengcan@guosen.com.cn