



装修装饰业

2011.07.28

## 装饰园林景气向好，业绩印证成长无忧

### ——装饰园林行业系列报告 28



韩其成



021-38676162



hanqicheng@gjjas.com

编号

S0880511010022

#### 本报告导读：

装饰园林行业目前延续景气向好趋势，各个公司中报业绩印证成长无忧。

#### 摘要：

我们在之前反弹中看中小盘建筑建材的报告中提出，装饰园林行业是小盘建筑的特色，具有 IPO 效应明显、抗周期性较强、正处于爆发期等特点。同时小盘建筑类企业反弹幅度远大于中小板和 A 股建筑股，目前小盘建筑动态市盈率 44 倍，是 10 年来低点水平，溢价率为 132%，恢复到去年 4、5 月水平。我们可预期行业基本面与公司层面向好背景下的股价表现。

装饰行业：酒店为代表的公装在建数量新高保障企业业务量，而地产调控阶段更促行业集中度提升。根据 LE 统计，截止 2011 年 1 季度末我国在建或拟建酒店项目数为 1260 个、房间数为 35.3 万间，同增 15.9% 与 13.8%，环比去年 4 季度增长 6.6% 与 9.3%，超越 08 年 2 季度时高峰 2% 与 9%，分别占全球酒店在建项目总数的 18% 和在建房间数的 29%。无论是从在建总规模还是同比增速上，中国市场都是全球最好的。住宅精装修短期受到地产调控带来企业回款风险意识的增强，上市优质企业充足在手合同可带来优势项目的甄别以防潜在风险。据相关预测，未来 10 年我国住宅将新建 204.7 亿平米，住宅精装修市场仍然存在巨大的装饰需求。随着广田股份股权激励预案公告，装饰上市企业全面进入股权激励时代：项目经理以及设计人才对于装饰企业十分关键，同时随着装饰上市公司的规模越做越大，留住相关核心技术以及管理人才对于公司进一步成长至关重要。

园林行业：上市公司 2011 年中报逐步进入报喜阶段，新签合同订单与业绩实现印证行业良好景气。东方园林 2011 年中期销售收入 11.9 亿，同增 117.7%，净利润 2 亿，同增 130%，实现 EPS 1.37 元。设计业务实现爆发增长，设计带动施工杠杆逻辑将在完美演绎，全国布局更完善，进军南方进程加快。棕榈园林 2011 年上半年业绩快报，上半年实现营业收入 9.12 亿元，同增 70%，净利润 1.15 亿元，同比增长 64%，实现 EPS 0.30 元。公司各区域市场拓展成效良好，工程业务、设计业务和苗木产销业务继续保持稳健增长态势。铁汉生态 2011 年中期净利润预增 86%，实现 EPS 0.84 元。公司参与了湖南衡阳市蒸水北堤风光带工程的公开招投标工作，工程总金额约为 3.6 亿元，占 10 年收入 86%，公司已列为中标候选人之一，目前处公示期。

装饰园林行业目前延续景气向好趋势，各个公司中报业绩印证成长无忧。金螳螂（定增促百亿龙头）、亚厦股份（收购蓝天布局铁公鸡）、广田（新签增速高）、洪涛股份（公装综合实力强）、东方园林（设计爆发与区域扩张）、棕榈园林（进军市政、把控上游）、铁汉生态（中标生态大合同）。

请务必阅读正文之后的免责条款部分

评级：

增持

上次评级：

增持

细分行业评级

装修装饰业

#### 相关报告

装修装饰业：《酒店在建新高保业务，调控阶段更促集中度提升》

2011.07.05

装修装饰业：《公装高景气仍在，住宅精装近有保障、远有空间》

2011.05.09

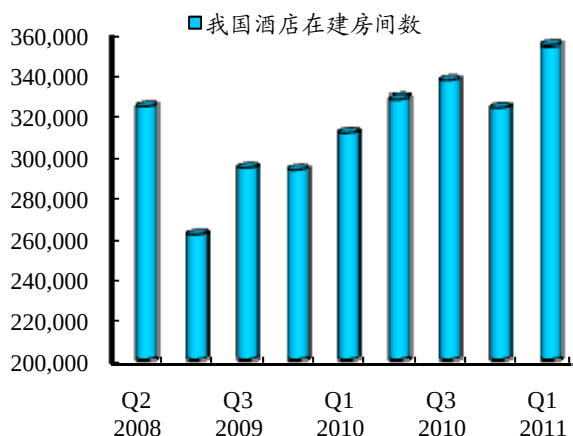
装修装饰业：《酒店在建延续新高，保障装饰高景气》

2011.01.05

装修装饰业：《装饰行业：酒店在建项目创历史新高》

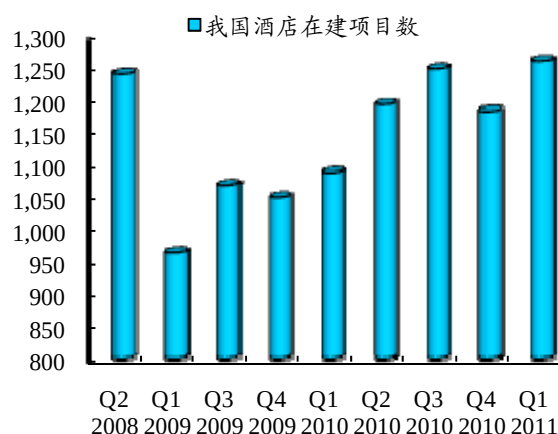
2010.10.10

图 1: 中国酒店在建房间数量继续创新高



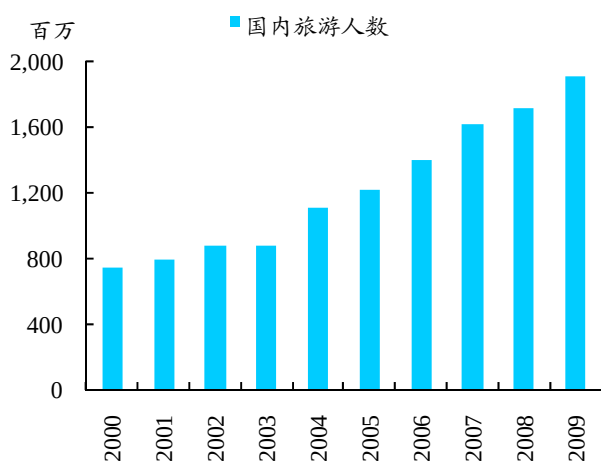
数据来源: LE, 国泰君安证券研究

图 2: 中国酒店在建项目数量创新高



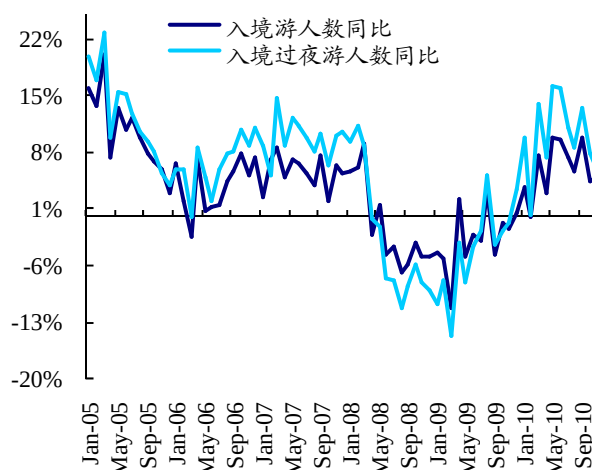
数据来源: LE, 国泰君安证券研究

图 3: 我国国内旅游人数保持高速增长



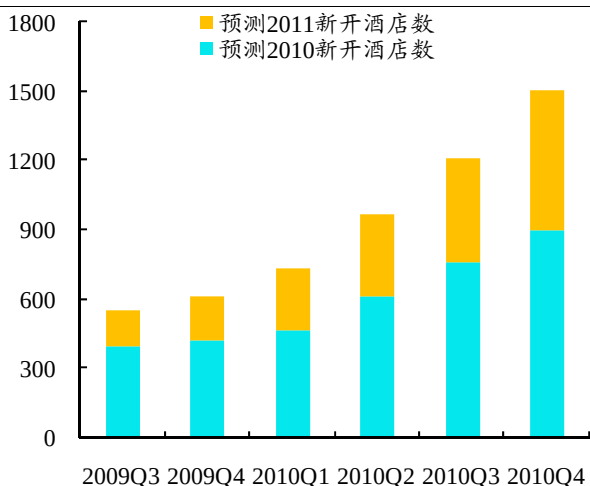
数据来源: WTTC, 国泰君安证券研究

图 4: 入境游及过夜人数同比恢复情况良好



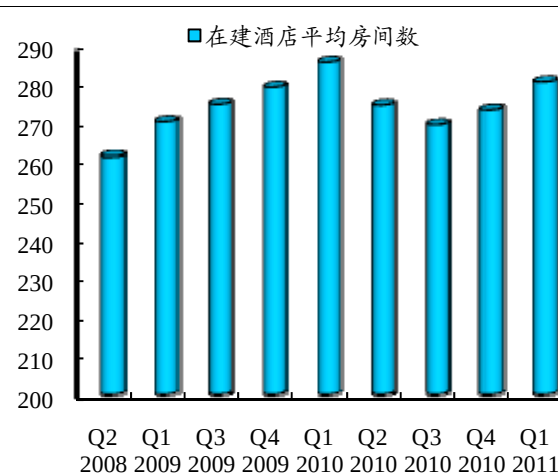
数据来源: CEIC, 国泰君安证券研究

图 5: LE 季度报告不断调高中国新开酒店预测数



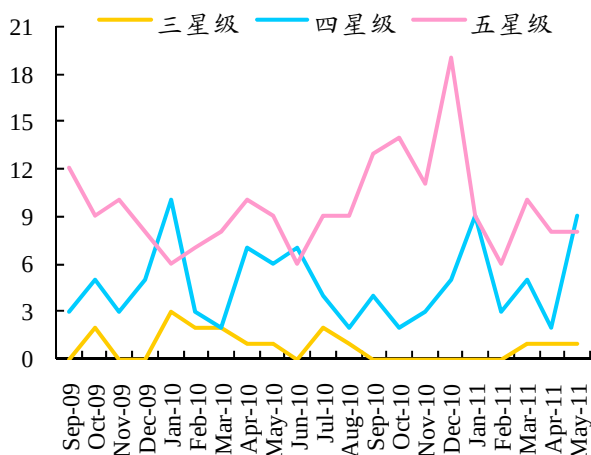
数据来源: LE, 国泰君安证券研究

图 6: 我国在建酒店平均每个项目房间数



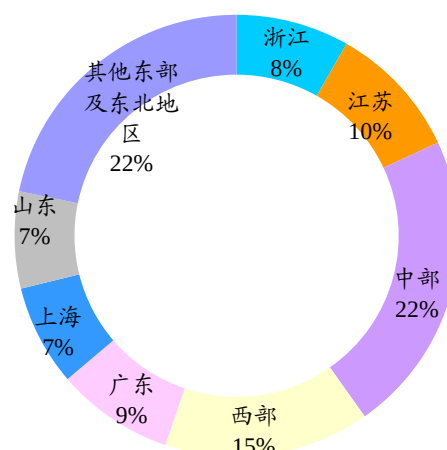
数据来源: LE, 国泰君安证券研究

图 7: 中国每月新开业高星级酒店数量



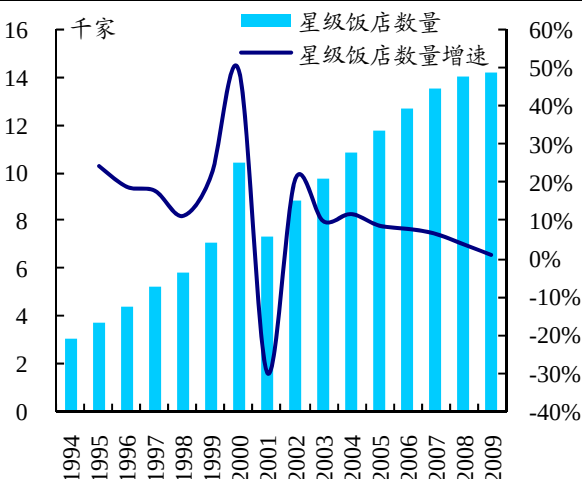
数据来源: MEADIN, 国泰君安证券研究

图 8: 09.9-11.05, 中西部星级酒店开业占比 37%



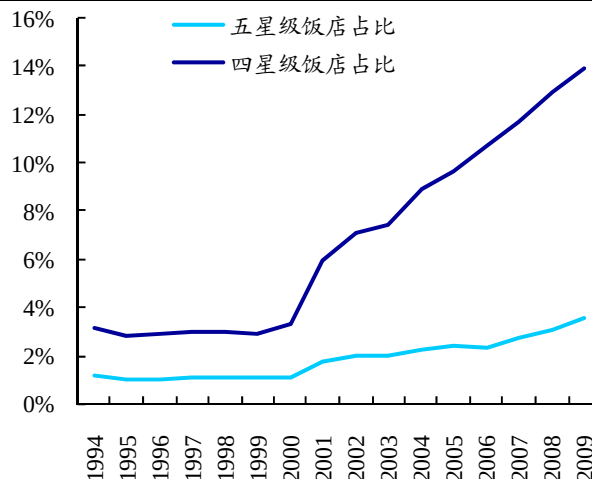
数据来源: MEADIN, 国泰君安证券研究

图 9: 中国星级饭店数量级增速



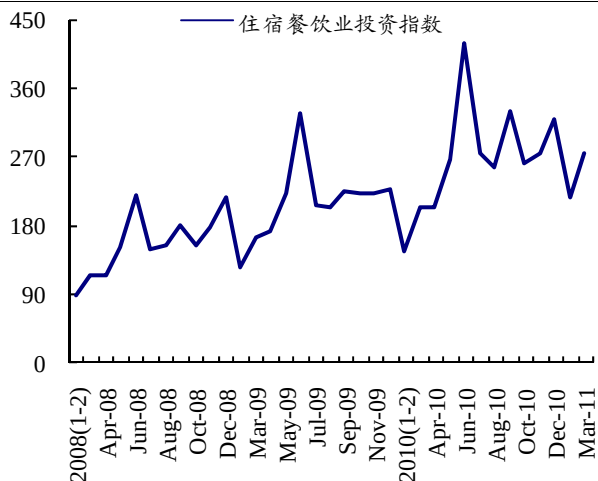
数据来源: MEADIN, 国泰君安证券研究

图 10: 中国五、四星级酒店占总比重提高迅速



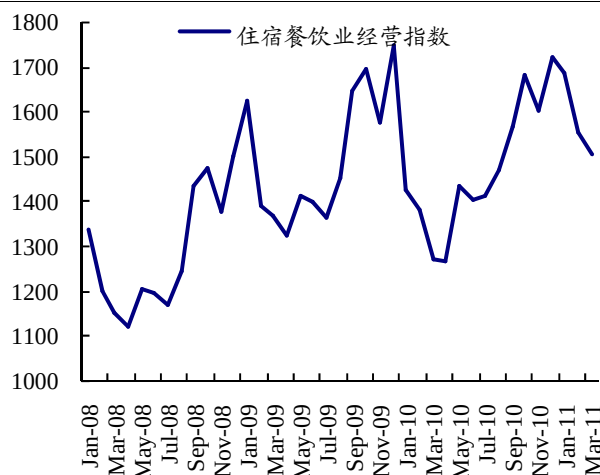
数据来源: MEADIN, 国泰君安证券研究

图 11: 我国住宿餐饮业投资指数



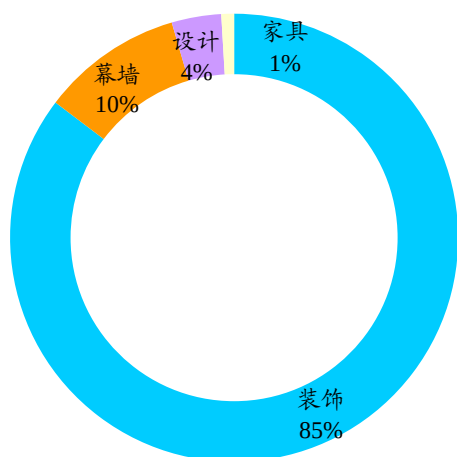
数据来源: MEADIN, 国泰君安证券研究

图 12: 我国住宿餐饮业经营指数



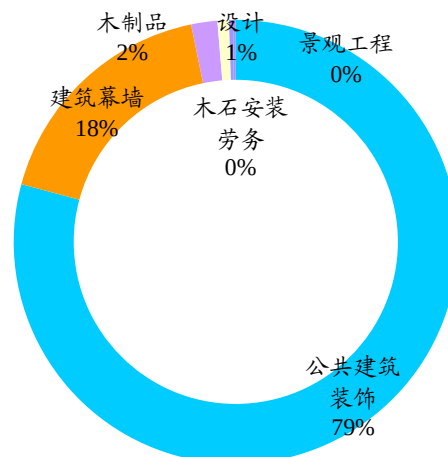
数据来源: MEADIN, 国泰君安证券研究

图 13: 金螳螂 2010 年各项收入占比



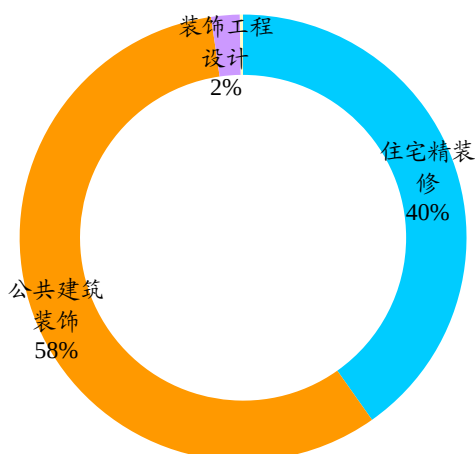
数据来源: 上市公司公开资料, 国泰君安证券研究

图 14: 2009 亚厦股份业务分类占比



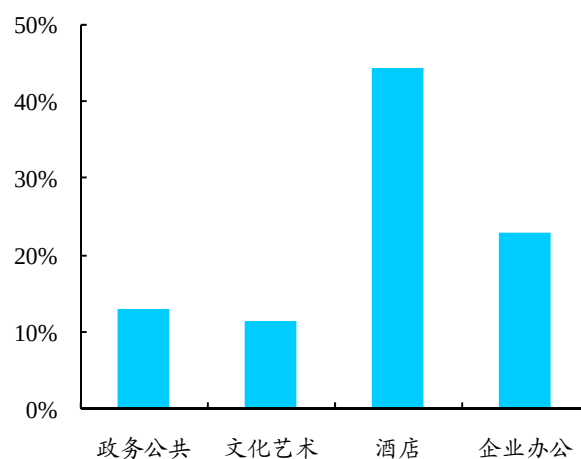
数据来源: 上市公司公开资料, 国泰君安证券研究

图 15: 广田收入业务结构



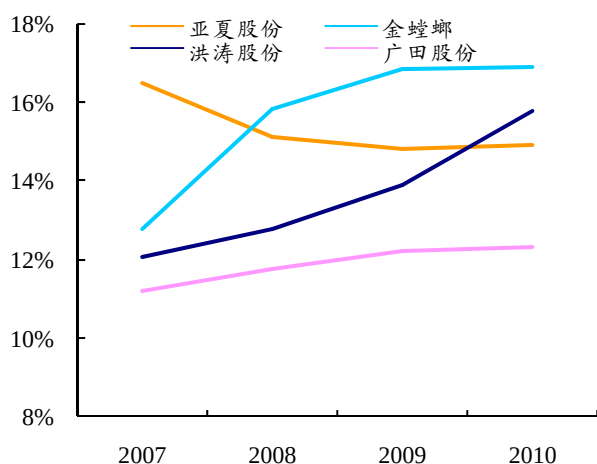
数据来源: 上市公司公开资料, 国泰君安证券研究

图 16: 洪涛股份 06-08 千万级合同分类



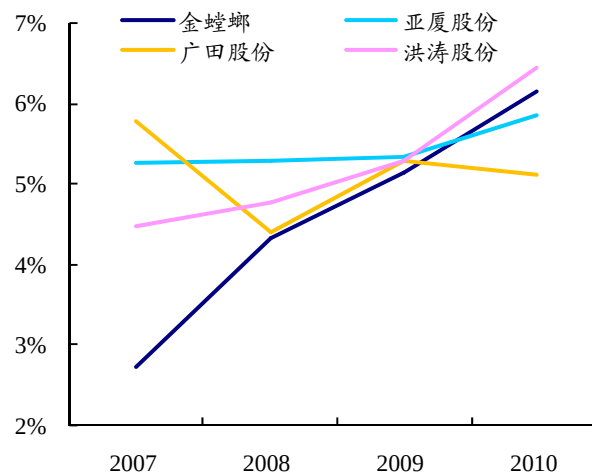
数据来源: 上市公司公开资料, 国泰君安证券研究

图 17: 装修四杰毛利率对比



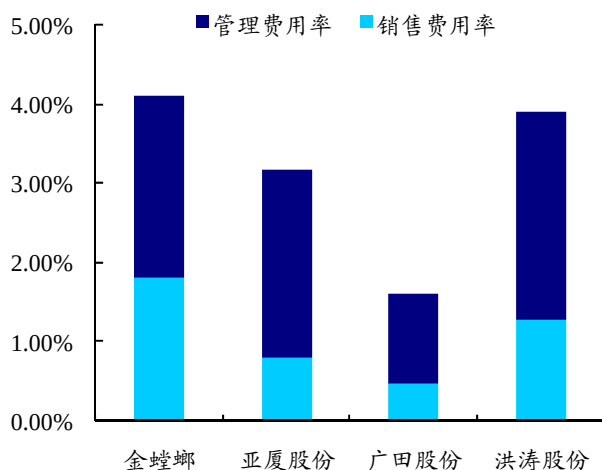
数据来源: Wind, 国泰君安证券研究

图 18: 装修四杰净利率对比



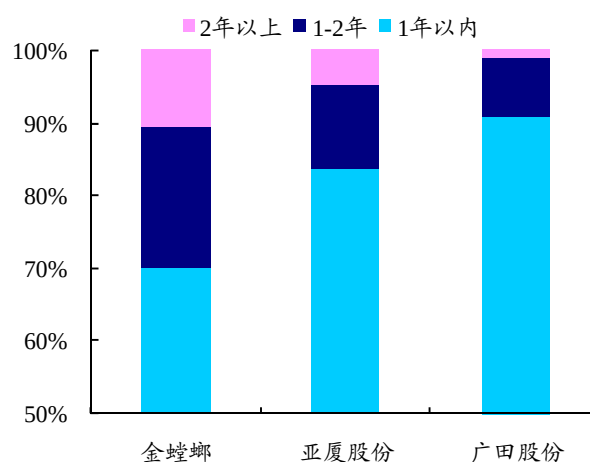
数据来源: Wind, 国泰君安证券研究

图 19: 2010 年销售、管理费用率比较



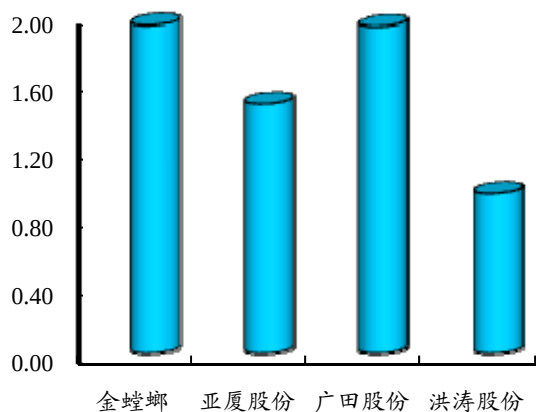
数据来源：上市公司公开资料，国泰君安证券研究

图 20: 2010 年应收账款账龄比较



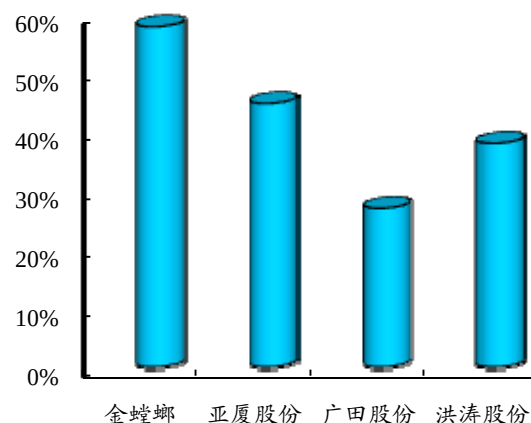
数据来源：上市公司公开资料，国泰君安证券研究

图 21: 2010 年总资产周转率比较



数据来源：上市公司公开资料，国泰君安证券研究

图 22: 2010 年应收账款/总资产



数据来源：上市公司公开资料，国泰君安证券研究

表 1: 部分省市对于高星级酒店的建设情况以及规划

| 地区 | 省市 | 高星级酒店建设情况及规划                                                                            |
|----|----|-----------------------------------------------------------------------------------------|
| 东部 | 山东 | 据山东省旅游局统计数据，截至 2009 年 3 月，山东五星级酒店达 20 家，在建和待建的四星级以上标准酒店约 50 家；青岛市 12 家酒店计划 2010 年下半年开工。 |
|    | 广东 | 佛山市计划在 2020 年前规划建设五星级酒店 19 家，未来 5 年，增加至少 9 家。                                           |
|    | 海南 | 三亚在建五星级以上标准的度假酒店有 20 家。                                                                 |
|    | 辽宁 | 大连市目前挂牌、在评和接近五星级的酒店有 10 余家，未来几年则将增至 20 余家。                                              |
|    | 天津 | 2010 年天津夏季论文筹备协调委员会全体会议透露，为迎接夏季达沃斯，投资 9 亿开展 43 家星级酒店改造工程。                               |
| 中部 | 福建 | 2011 年前，厦门将增加 6 家高星级酒店，目前即将开业的 5 家，在建待建的 4 家。                                           |
|    | 河南 | 河南天明集团与锦江计划 10 年左右在河南建造 10 家五星级天明锦江酒店，10                                                |

|    |    |                                                                                                                     |
|----|----|---------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
|    |    | 家四星级天明锦江商悦酒店                                                                                                        |
| 西部 | 湖南 | 2010 年湖南将大力实施“352”旅游创建工程，实现 14 个市州都有五星级旅游饭店。                                                                        |
|    | 广西 | 广西目前正在按照五星级标准建设的酒店有 20 家，拟建的有 9 家，已挂牌的五星级酒店有 13 家。                                                                  |
|    | 重庆 | 重庆目前在建的五星级标准的饭店有 40 家，其中 2010 年能竣工的有 11 家，2011 年能竣工的有 16 家，2012 年能竣工的有 13 家。到 2012 年底，全市挂牌、建成和在建的五星级及其标准的饭店将达 57 家。 |
|    | 贵州 | 贵州拟建和在建 10 余家高星级酒店。                                                                                                 |
|    | 云南 | 到 2015 年，全省引进、新建和改造管理的国际知名品牌酒店不少于 60 家；其中腾冲目前五星级酒店 2 家，在建五星级酒店 6 个，未来两三年，达到 10 个。                                   |

数据来源：《中国酒店行业要闻汇编 2010.07》，国泰君安证券研究

表 2：装饰园林行业上市公司盈利预测

| 代码        | 上市公司 | 股价        |      | EPS  |      |    | PE |    | 市值<br>亿元 | 评级   |
|-----------|------|-----------|------|------|------|----|----|----|----------|------|
|           |      | 2011-7-27 | 11   | 12   | 13   | 11 | 12 | 13 |          |      |
| 002081.SZ | 金螳螂  | 45.5      | 1.41 | 2.2  | 3.1  | 32 | 21 | 15 | 219.04   | 谨慎增持 |
| 002375.SZ | 亚厦股份 | 35.39     | 1.23 | 1.94 | 2.81 | 29 | 18 | 13 | 149.35   | 谨慎增持 |
| 002482.SZ | 广田股份 | 34.99     | 1.17 | 1.72 | 2.4  | 30 | 20 | 15 | 111.97   | 谨慎增持 |
| 002325.SZ | 洪涛股份 | 23.55     | 0.62 | 0.83 | 1.04 | 38 | 28 | 23 | 54.22    | 谨慎增持 |
| 002310.SZ | 东方园林 | 109.09    | 3.5  | 5.78 | 8.01 | 31 | 19 | 14 | 163.9    | 谨慎增持 |
| 002431.SZ | 棕榈园林 | 36.2      | 0.78 | 1.11 | 1.57 | 46 | 33 | 23 | 139.01   | 谨慎增持 |

数据来源：国泰君安证券研究

表 3：装饰园林行业执行股权激励的上市公司情况

|             | 金螳螂                    | 亚厦股份                                                        | 洪涛股份             | 广田股份            | 东方园林            |
|-------------|------------------------|-------------------------------------------------------------|------------------|-----------------|-----------------|
| 股权激励方式      | 股票期权                   | 股票期权                                                        | 限制性股票            | 股票期权            | 股票期权            |
| 草案公告日       | 2007 年 7 月 11 日        | 2010 年 9 月 3 日                                              | 2010 年 11 月 10 日 | 2011 年 7 月 26 日 | 2010 年 4 月 9 日  |
| 股东大会通过      | 2008 年 8 月 27 日        | 2011 年 5 月 6 日                                              | 2011 年 5 月 27 日  |                 | 2011 年 1 月 26 日 |
| 股票期权激励计划授权日 | 2008 年 8 月 28 日        | 2011 年 5 月 6 日                                              | 2011 年 5 月 30 日  |                 | 2011 年 1 月 27 日 |
| 股数占比        | 2.13%                  | 1.94%                                                       | 2.46%            | 3.75%           | 2.52%           |
| 行权价格        | 32.53 元(调整为 14.10 元/股) | 行权价格为 32.38 授予价格为 11.56 元<br>行权价格为 32.78 元<br>行权价格为 64.89 元 |                  |                 |                 |

数据来源：上市公司公开资料、国泰君安证券研究

表 4：装饰园林行业执行股权激励的上市公司对于业绩考核的条件

| 金螳螂           | 绩效考核目标                                                |        |        |        |
|---------------|-------------------------------------------------------|--------|--------|--------|
| 第一个行权期        | 加权平均净资产收益率不低于 12%，以 2006 年净利润为基数，2008 年净利润增长率不低于 70%  |        |        |        |
| 第二个行权期        | 加权平均净资产收益率不低于 12%，以 2006 年净利润为基数，2009 年净利润增长率不低于 90%  |        |        |        |
| 第三个行权期        | 加权平均净资产收益率不低于 12%，以 2006 年净利润为基数，2010 年净利润增长率不低于 110% |        |        |        |
| 亚厦股份          | 2011 年                                                | 2012 年 | 2013 年 | 2014 年 |
| 相对于 2010 年净利润 | 30%                                                   | 70%    | 120%   | 170%   |



| 增长率    |                                                                         |        |     |     |
|--------|-------------------------------------------------------------------------|--------|-----|-----|
| 净资产收益率 | 12%                                                                     | 13%    | 14% | 15% |
| 洪涛股份   |                                                                         | 绩效考核目标 |     |     |
| 第一个解锁期 | 2011 年净利润相比 2010 年度增长不低于 30%，2011 年加权平均净资产收益率不低于 10%；                   |        |     |     |
| 第二个解锁期 | 2012 年净利润相比 2010 年度增长不低于 60%，2012 年加权平均净资产收益率不低于 11%；                   |        |     |     |
| 第三个解锁期 | 2013 年净利润相比 2010 年度增长不低于 90%，2013 年加权平均净资产收益率不低于 12%；                   |        |     |     |
| 东方园林   |                                                                         | 绩效考核目标 |     |     |
| 第一个行权期 | 以本公司 2010 年度净利润为基数，公司 2011 年度净利润增长率达到 30%，扣除非经常性损益后的加权平均净资产收益率不低于 12%。  |        |     |     |
| 第二个行权期 | 以本公司 2010 年度净利润为基数，公司 2012 年度净利润增长率达到 80%，扣除非经常性损益后的加权平均净资产收益率不低于 13%。  |        |     |     |
| 第三个行权期 | 以本公司 2010 年度净利润为基数，公司 2013 年度净利润增长率达到 140%，扣除非经常性损益后的加权平均净资产收益率不低于 14%。 |        |     |     |
| 第四个行权期 | 以本公司 2010 年度净利润为基数，公司 2014 年度净利润增长率达到 230%，扣除非经常性损益后的加权平均净资产收益率不低于 15%。 |        |     |     |
| 广田股份   |                                                                         | 绩效考核目标 |     |     |
| 第一个行权期 | 相比于 2010 年，2011 年净利润增长不低于 30%，2011 年加权平均净资产收益率不低于 10%。                  |        |     |     |
| 第二个行权期 | 相比于 2010 年，2012 年净利润增长不低于 70%，2011 年加权平均净资产收益率不低于 11%。                  |        |     |     |
| 第三个行权期 | 相比于 2010 年，2013 年净利润增长不低于 110%，2011 年加权平均净资产收益率不低于 12%。                 |        |     |     |

数据来源：上市公司公开资料、国泰君安证券研究

**作者简介:****韩其成:**

执业资格证书编号: S0880511010022

电话: 021-38676162

邮箱: hanqicheng@gtjas.com

建材、建筑行业研究员。上海财经大学投资经济学硕士, 山科大采矿工程学学士。2005 年进入国泰君安证券研究所。

2010、2009、2008 年新财富最佳分析师非金属建材第一名、第三名、第三名, 2010、2009 年新财富最佳分析师建筑与工程行业第二名。2010、2009、2008 年水晶球奖最佳分析师非金属建材第二名、第三名、第三名。2010 年水晶球奖最佳分析师建筑与工程行业第二名。

**张琨 (贡献作者):**

执业资格证书编号: S0880110090085

电话: 021-38674754

邮箱: zhangkun008742@gtjas.com

建材、建筑行业助理研究员, 上海财经大学数量经济专业硕士, 2010 年加入国泰君安证券。

**王丽妍 (贡献作者):**

执业资格证书编号: S0880110024672

电话: 021-38674623

邮箱: wangliyan008084@gtjas.com

建材、建筑行业助理研究员, 清华大学金融硕士, 2009 年加入国泰君安证券。

**熊昕 (贡献作者):**

执业资格证书编号: S0880111030019

电话: 021-38676715

邮箱: xiongxin009291@gtjas.com

建材、建筑行业助理研究员, 丹麦罗斯基勒大学生物信息学硕士, 2010 年加入国泰君安证券。



## 本公司具有中国证监会核准的的证券投资咨询业务资格

### 分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

### 免责声明

本报告仅供国泰君安证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“国泰君安证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息或进而交易本报告中提及的证券。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

### 评级说明

#### 1. 投资建议的比较标准

投资评级分为股票评级和行业评级。以报告发布后的 12 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。

#### 2. 投资建议的评级标准

报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅。

|        | 评级   | 说明                       |
|--------|------|--------------------------|
| 股票投资评级 | 增持   | 相对沪深 300 指数涨幅 15%以上      |
|        | 谨慎增持 | 相对沪深 300 指数涨幅介于 5%~15%之间 |
|        | 中性   | 相对沪深 300 指数涨幅介于-5%~5%    |
|        | 减持   | 相对沪深 300 指数下跌 5%以上       |
| 行业投资评级 | 增持   | 明显强于沪深 300 指数            |
|        | 中性   | 基本与沪深 300 指数持平           |
|        | 减持   | 明显弱于沪深 300 指数            |

## 国泰君安证券研究

|         | 上海                           | 深圳                           | 北京                            |
|---------|------------------------------|------------------------------|-------------------------------|
| 地址      | 上海市浦东新区银城中路 168 号上海银行大厦 29 层 | 深圳市福田区益田路 6009 号新世界商务中心 34 层 | 北京市西城区金融大街 28 号盈泰中心 2 号楼 10 层 |
| 邮编      | 200120                       | 518026                       | 100140                        |
| 电话      | (021) 38676666               | (0755) 23976888              | (010) 59312799                |
| E-mail: | gtjaresearch@gtjas.com       |                              |                               |