



## 住宅精装修，引领中国未来房市之潮流

## 新消费主题研究报告

## ——建筑装饰业住宅精装修投资专题报告

| 重点公司 | 6m%   | YTD%  | 评级 |
|------|-------|-------|----|
| 金螳螂  | -0.4  | -0.4  | 增持 |
| 亚厦股份 | -10.6 | -30.3 | 增持 |
| 广田股份 | -23.4 | -42.4 | 增持 |
| 洪涛股份 | 14.4  | -15.7 | 中性 |

## 相关报告

## 分析师

刘金沪 执业证书编号 0350510120005

联系人: 吴琼

电话: 0755-83704943

邮件: wuq@ghzq.com.cn

## 分析师申明:

分析师在此申明,本报告所表述的所有观点准确反映了分析师对上述行业、公司或其证券的看法。此外,分析师薪酬的任何部分不曾与,不与,也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

- 国际经验显示住宅精装修产业具有广阔的发展空间。20 世纪 60 年代,发达国家相继推行住宅产业化后,其住宅数量不约而同地迎来了为期约 30 年的快速增长。
- 我国住宅精装修发展历史未及十年,全国平均精装修比例不足 10%,而发达国家的精装住宅占比均超过 80%。如此巨大的差距一方面印证了发达国家住宅产业化的优势,另一方面也意味着我国住宅精装修存在广阔的成长空间。
- 住宅精装修在节能环保等方面优势明显,因此获得了国家政策的大力扶持。建筑装饰业“十二五”规划预测,2015 年公共建筑装饰装修产值(包括住宅开发建设中的整体楼盘成品房装修)将达到 2.6 万亿元,年均增长 18.9%。由此可见,“十二五”时期将是公共建筑装饰和住宅精装修的快速发展时期。
- 我国住宅精装修市场容量巨大。房地产商新建商品房数量及其装修比例的增加,成为住宅精装修的最大需求;城镇化的稳步推进,新增城市及城镇人口为住宅精装修的发展提供长期增量需求;二、三线城市精装比例较低,未来成长空间巨大;人口结构从根本上决定了未来 20 年内住宅刚性需求仍将呈现上升趋势;消费升级条件下,居民对精装房的消费需求增加。
- 日本住宅精装修的发展经验给我们带来了很多启发:讲求诚信和品牌的行业巨头;低碳、节能与精装住宅的完美结合的装修设计理念;有效地空间利用和人性化的细节处理。我国的住宅精装修企业在这些方面做的还远远不够,未来的发展任重而道远。
- 在国家房产调控背景下,行业的整体增速将有一段放缓时期(约 1-2 年),但长期增长趋势不变。中小规模的住宅精装修企业抵御风险能力不高,可能会在这一轮寒冬中被淘汰出局。而业务较全面的行业龙头待寒冬过去则有望享有更大市场份额,巩固行业龙头地位。

## 引言

国内“住宅精装修”的三种不同行业角色定位 & 本篇报告研究定位

国内关于“住宅精装修”的定位较为模糊，目前主要有三种不同的行业角色定位：

第一，《中国建筑装饰行业年鉴》：将建筑装饰业划分为公装、家装、幕墙，住宅精装修包含在家装中；

第二，《建筑装饰业“十二五”规划》：将建筑装饰业划分为公共建筑装饰装修、住宅装饰装修（单个家庭独立装修工程）、幕墙，住宅精装修包含在公共建筑装饰装修中；

第三，建筑装饰业上市公司业务划分：公共建筑装饰、住宅精装修、幕墙。

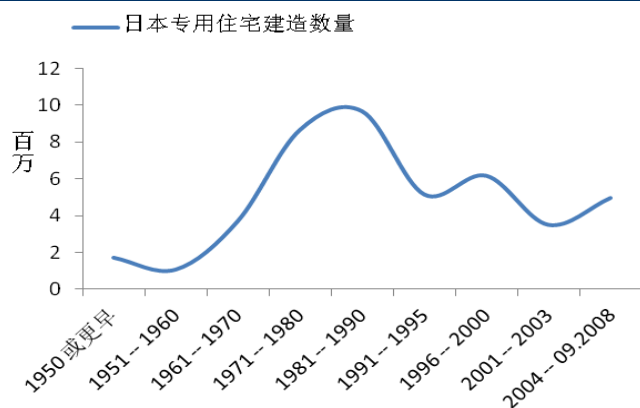
本篇报告的研究定位即为建筑装饰业上市公司业务划分中的住宅精装修，它是主要针对房地产开发商整体楼盘的装饰装修工程，而非单个家庭的独立装修工程。

## 中国住宅精装修发展现状分析

全球视角：发达国家扬帆于上世纪 60 年代，维持 30 年高速增长时期

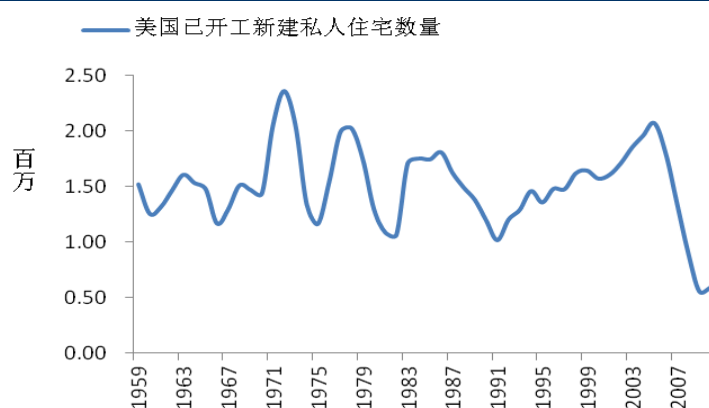
与中国情况不同，发达国家并没有“住宅精装修”这一特定词汇，大多是采用“住宅产业化”（Housing Industrialization）的概念。住宅产业化采用工业化方式生产的住宅，可大致等同国内“住宅精装修”的精装房，甚至其标准还要更加的严格、细致、高效。

图 1 日本新建住宅数量高速增长的 30 年（1960-1990）



资料来源：日本国家统计局、国海证券研究所

图 2 美国新建住宅数量高速增长的 30 年（1960-1990）



资料来源：Wind、国海证券研究所

发达国家的住宅产业化普遍开始于 20 世纪 60 年代。瑞典是世界上

最早推行住宅产业化的国家，日本是世界上最早在工厂里生产住宅的国家，美国也是住宅产业化十分发达的国家。

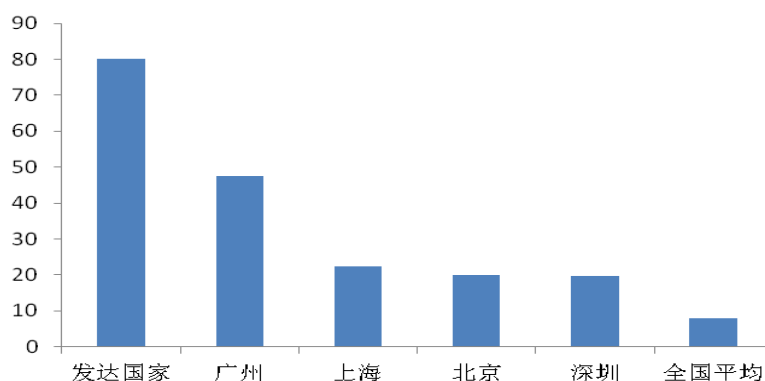
值得关注的是，这些发达国家的新建住宅数量在 20 世纪 60 年代住宅产业化推行之后均迎来了为期约 30 年的快速增长。

#### 国内现状：发展仅十载，精装住宅比例低，较发达国家水平差距大

我国住宅精装修发展历史不足十年，尚处于起步阶段。1999 年建设部发布《关于推进住宅产业现代化提高住宅质量的若干意见》，首次提出一次性装修概念。2003 年以后，部分住宅开始出现精装修，如北京现代城、广州星河湾等，拉开了我国住宅精装修的序幕。2010 年，我国开始全面进入精装修时代。

目前来看，精装修住宅在我国的住宅总量中占比较低，全国住宅平均精装修比例不足 10%。一线发达城市如北京、上海、深圳的精装住宅占比也只有 30% 左右，而发达国家诸如日本、瑞典、法国、美国、德国等的精装住宅占比均达到了 80% 以上。如此巨大的差距一方面印证了发达国家住宅产业化的优势，另一方面也意味着我国住宅精装修前景十分广阔，可以期待未来的快速成长阶段。

图 3 国内外精装住宅比例对比 2009Q3（目前重点城市比例略上升）



资料来源：广田股份招股说明书、国海证券研究所

#### 住宅精装修优势明显，国家政策大力支持

住宅精装修优势明显，除节能环保外，还存在“三赢”效应：

第一赢，房地产开发商利润增加：精装楼盘售价高，装修成本可通过批量材料采购降低；第二赢，装饰装修公司业务增加：与房地产开发商结成战略同盟，业务增加有保障；第三赢，购房者省时省力省成本：精装房方便快捷，低于个人装修成本，可按揭贷款。

我国政府一直鼓励和支持住宅精装修的发展，并出台了一系列相关鼓励政策。

表 1：鼓励住宅精装修的相应政策

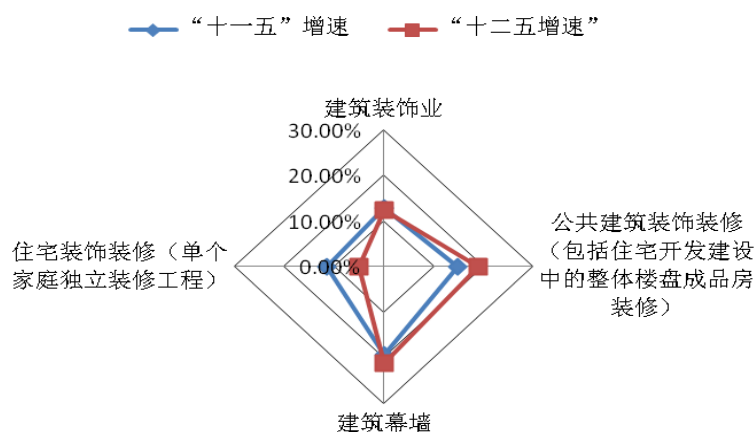
| 时间     | 政策                                                                                                        |
|--------|-----------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| 2002 年 | 建设部颁布了《商品住宅装修一次到位实施细则》(简称《细则》)，全国推广住宅商品房精装修                                                               |
| 2005 年 | 建设部住宅产业化促进中心正式颁发了《商品住宅装修一次到位实施细则》明确： <b>新建城镇商品住宅中的集合式住宅，在房屋交钥匙前，所有功能空间的固定面全部铺装或粉刷完成，厨房和卫生间的基本设备全部安装完成</b> |
| 2008 年 | 《关于进一步加强住宅装饰装修管理的通知》明确要求 <b>逐步取消毛坯房</b>                                                                   |
| 2011 年 | 《建筑业“十二五”规划》提出要鼓励和推动新建保障性住房和 <b>商品住宅菜单式全装修交房</b>                                                          |

资料来源：住房城建部、筑能网、国海证券研究所

#### 建筑装饰业“十二五”规划同样看好住宅精装修发展

根据建筑装饰业“十二五”规划预测，建筑装饰行业 2015 年总产值将达到 3.8 万亿元，年平均增长率为 12.3%，其中公共建筑装饰装修产值(包括住宅开发建设中的整体楼盘成品房装修)将达到 2.6 万亿元，年平均增长率为 18.9%。由此可见，公共建筑装饰和住宅精装修将领跑“十二五”期间建筑装饰行业的发展。

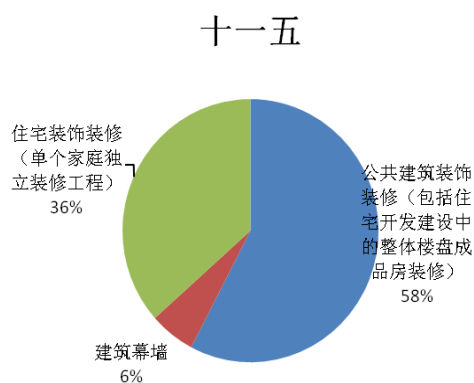
图 4 “十二五”期间建筑装饰子行业增速预测



资料来源：建筑装饰业“十二五”规划、国海证券研究所

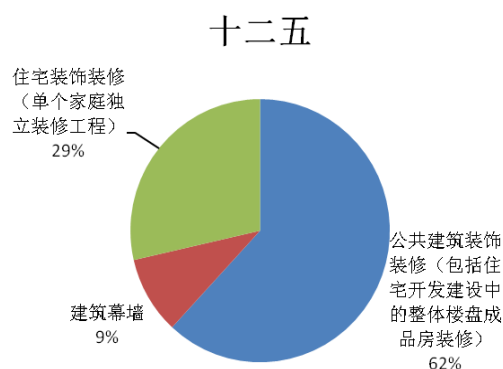
此外，“十二五”期间公共建筑装饰装修产值（包括住宅精装修产值）在建筑装饰行业总产值中的比重将由“十一五”期间的 58% 上升至 62%，占比进一步扩大。考虑到住宅是房地产开发的重头戏，且公共建筑装饰产值相对波动较小，我们可以充分期待住宅精装修这批黑马在“十二五”期间的靓丽表现。

图 5 “十一五”期间建筑装饰行业产值构成



资料来源：建筑装饰业“十二五”规划、国海证券研究所

图 6 “十二五”期间建筑装饰行业产值构成变化预测



资料来源：建筑装饰业“十二五”规划、国海证券研究所

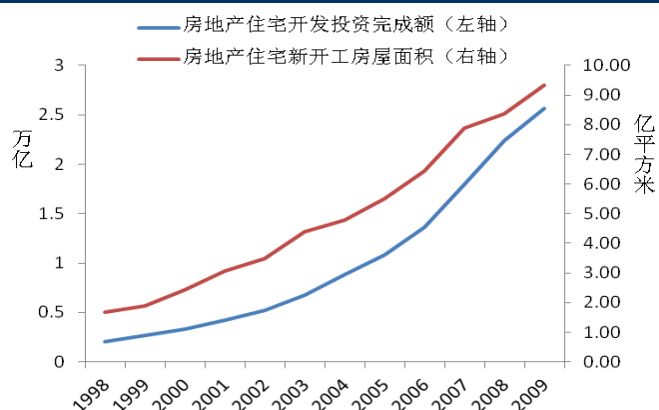
### 住宅精装修市场容量分析

新建商品房及其精装比例增加，成为住宅精装修最大需求

大型房地产商推行精装房的规模和力度日益加大，精装房比例明显增加，精装修房已经成为大型房地产商的主要产品。

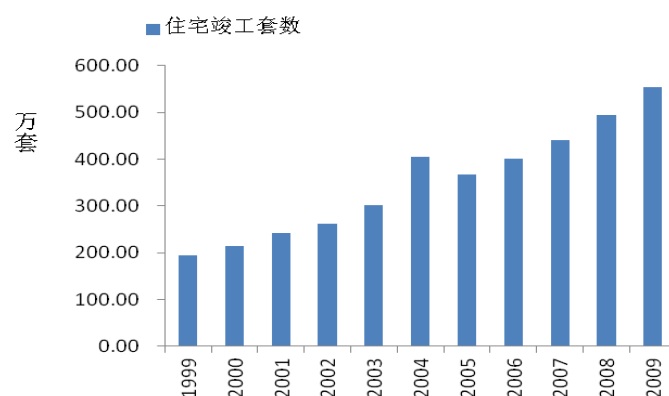
国内地产龙头万科已实现 100%精装修，并宣布退出毛坯房市场。2003 年，王石首次提出万科将做精装房，并从 2007 年就开始全面推行。2009 年末万科新开工工程中精装房的比例接近 80%，2010 年这个比例上升到 90%以上，新开工项目更是实现 100%精装修。2010 年末，恒大地产与装饰行业巨头金螳螂、亚厦股份和广田股份签约，总额度高达 100 亿元。

图 7 全国房地产住宅开发投资额及新开工面积快速增长



资料来源：国家统计局、国海证券研究所

图 8 全国房地产住宅竣工数量快速增长（1999-2009）



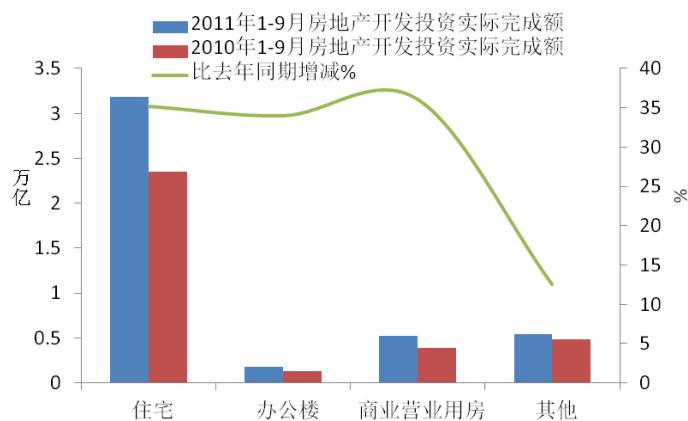
资料来源：国家统计局、国海证券研究所

与此同时，我国的房地产住宅开发投资以及新开工面积也一直保持快速增长。2001-2010 年，全国住宅施工面积平均每年增长 8.5%，住宅竣工面积平均每年增长 1.4%。2009 年全国房地产住宅竣工套数已逾 500

万套。2011 年房地产开发投资依旧保持高速增长，仅 1-9 月的房地产住宅开发投资就比去年同期增长了 35.2%，突破 3 万亿元大关，住宅施工面积也较去年增长近 28.1%。

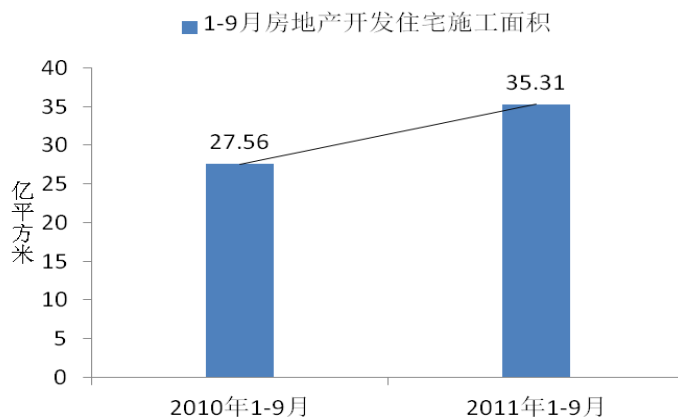
在房地产住宅规模迅速扩大的背景下，精装房比例的总体提升必将给位于下游的住宅精装修市场带来巨大成长空间。

图 9 2011 年 1-9 月房地产开发投资同比增长 35.2%



资料来源：SOSH00、国海证券研究所

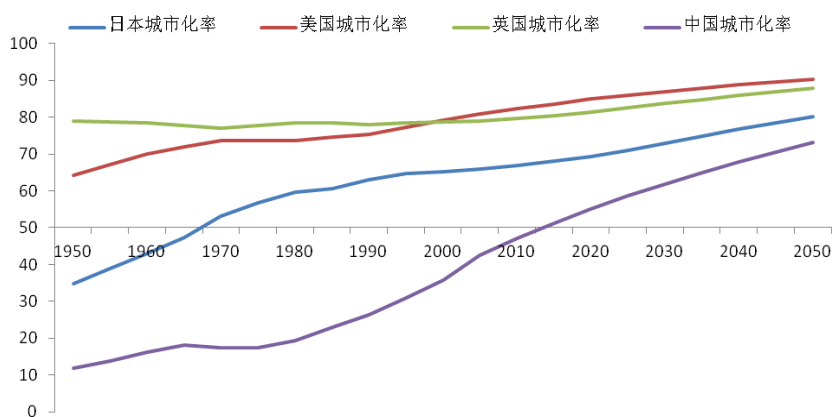
图 10 2011 年 1-9 月住宅施工面积同比增长 28.1%



资料来源：SOSH00、国海证券研究所

城市化稳步推进，新增城市及城镇人口将提供长期增量需求

图 11 中国、日本、美国、英国城市化率对比



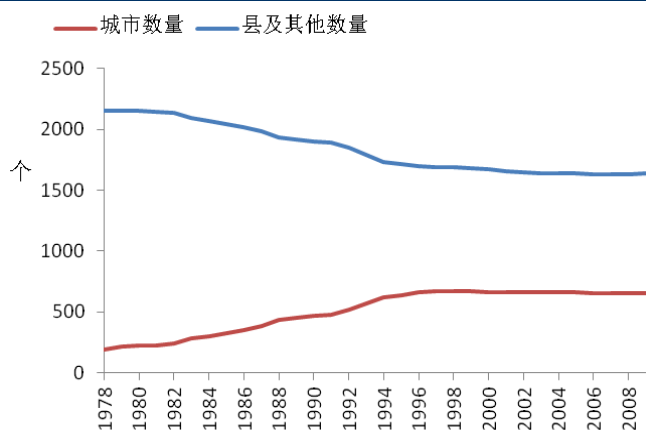
资料来源：WUP2009、国海证券研究所

我国还将持续受益近 40 年的城市化进程。根据国家统计局最新发布的第六次人口普查公告显示，我国的城镇人口比重已达 50%。目前，世界上发达国家的城市化水平都在 80% 左右，而一些老牌的发达国家，如英国，城市化水平达到 90% 左右。按照学术的观点，一个国家的城市化水平达到 70% 以上，城市化进程开始放缓。我国作为一个历史悠久的传统农业大国，达到 70% 左右的城市化水平则相当于赶上发达国家，据估计实现这个目标将会在 2050 年左右。据此推算，我国未来还有超过

30 年的城镇化进程。

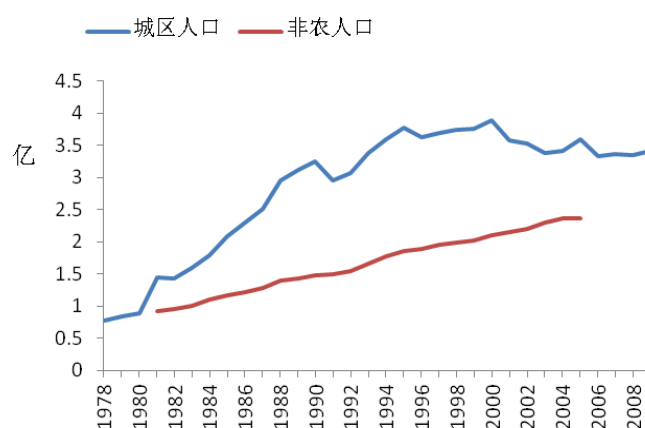
在城镇化进程中，新兴城市的不断涌现、城市规模的不断扩大以及城镇人口的迅速增加将提供持续性的、长期的住宅增量需求。按照国家的政策导向以及开放商不断提高精装房出售比例的现实情况分析，这些新增的住宅需求将在很大程度上为住宅精装修市场规模的进一步扩大添加砝码。

图 12 我国城市数量变化情况



资料来源：SOSH00、国海证券研究所

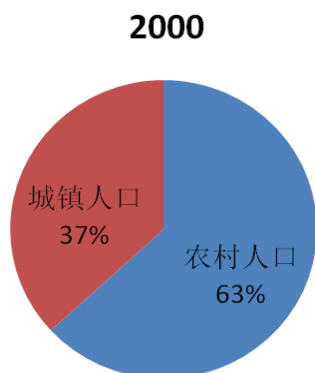
图 13 我国城区人口及非农人口变化情况



资料来源：SOSH00、国海证券研究所

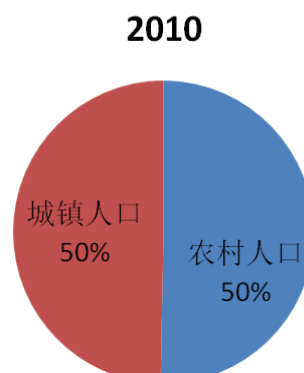
在城镇化进程中，新兴城市的不断涌现、城市规模的不断扩大以及城镇人口的迅速增加将提供持续性的、长期的住宅增量需求。按照国家的政策导向以及开放商不断提高精装房出售比例的现实情况分析，这些新增的住宅需求将在很大程度上为住宅精装修市场规模的进一步扩大添加砝码。

图 14 2010 年我国城镇人口比重为 37%



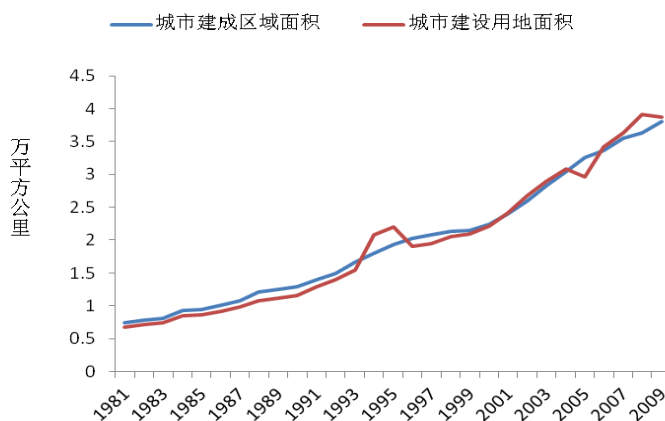
资料来源：全国第六次人口普查公报、国海证券研究所

图 15 2010 年我国城镇人口比重上升至 50%



资料来源：全国第六次人口普查公报、国海证券研究所

图 16 我国城市规模不断扩大，城建用地面积逐年增加



资料来源：SOSH00、国海证券研究所

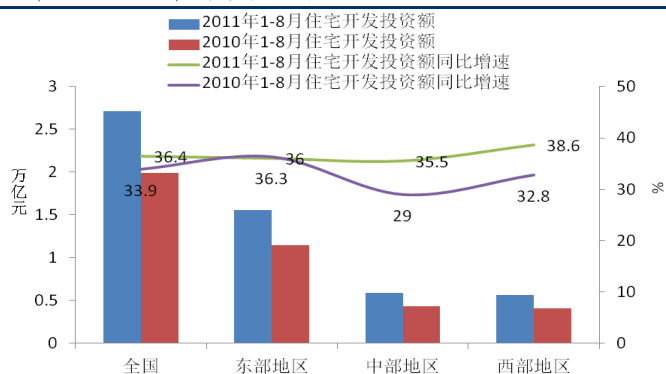
## 二、三线地区精装比例低，伴随商品住宅开发提速，未来成长空间巨大

我国精装住宅区域发展不平衡，东部地区一线城市及其城市中心区域精装住宅比例较高，中西部二、线省市的精装比例则较低。

北京 2009 年精装房比例已达 55%；上海 2010 年全装修住宅占新建商品房住宅比例在中心区达 60%-70%，其他地区达 30%-40%；广州 2008 年新盘中，精装房占 59.5%。中西部地区城市精装发展则明显落后，但后劲儿十足。例如，重庆 2011 年楼市的精装房占比仅有 10%，精装修房可谓是刚刚起步，重庆城乡建设部门已经把目标设定为 2012 年将精装比例提升至 30%，发展潜力值得期待。

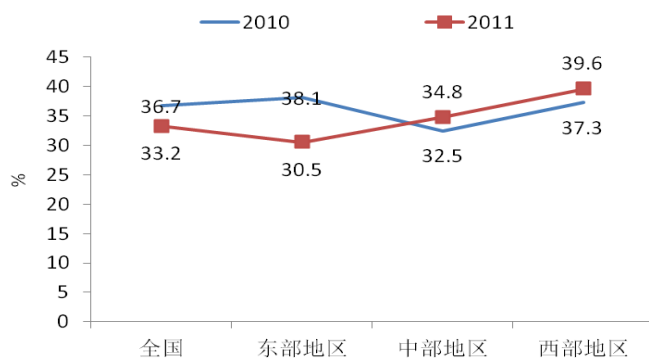
今年以来，中、西部地区房地产住宅开发投资额提速趋势明朗。2011 年 1-8 月我国分地区住宅开发投资额增速较 2010 年同期增速相比，全国提高 2.5%，其中东部较去年同期增速下降 0.3%，中部、西部地区较去年同期增速分别提高 6.5%、5.8%，中西部地区提速趋势明显。

图 17 1-8 月房地产住宅开发投资额分地区对比：中、西部地区较去年同期提速明显



资料来源：SOSH00、国海证券研究所

图 18 1-8 月房地产开发投资完成额增速情况分地区对比：中、西部地区高于全国及东部地区，且高于去年同期



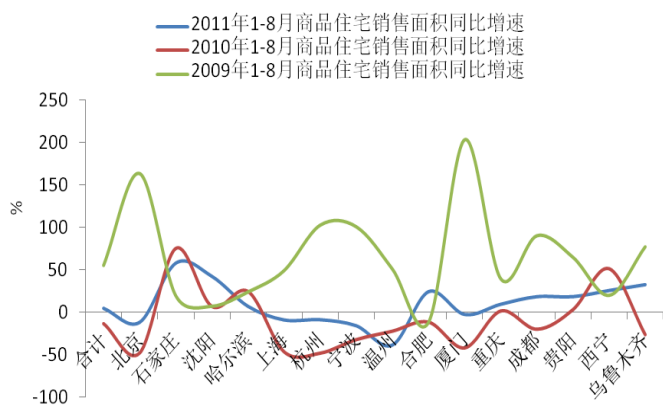
资料来源：SOSH00、国海证券研究所

此外，在房地产开发投资完成额整体减速背景下，中、西部地区亦呈现出强劲的逆势增长势头。2011 年 1-8 月，全国房地产开发投资完成额较去年同期增长 33.2%，东部、中部、西部地区增速分别为 30.5%、34.8%及 39.6%。其中，全国及东部地区增速均低于去年同期增速水平，反观中、西部地区，此二者则逆势增速强劲。此外，商品住宅开发投资东部地区较上年同期增长 35.9%，同样低于中部、西部地区的 36.2%、38.1%的增速。

在宏观经济环境及房产调控政策的影响下，二、三线城市的商品房市场呈现出相对旺盛的需求和加速成长的迹象，成为了楼市的强心剂。

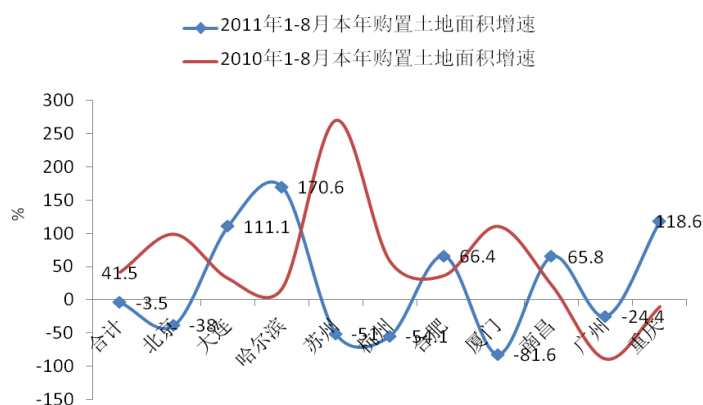
2011 年 1-8 月全国 40 个重点城市商品住宅销售面积情况整体表现依旧欠佳，合计同比增长率仅为 4.6%，其中北京、上海、宁波、温州等部分一线城市商品住宅销售面积出现负增长，而二、三线城市如石家庄、沈阳、成都、贵阳、西宁等则呈现出 18%-60%不等的高增长率。此外，二、三线城市如大连、哈尔滨、合肥、南昌、重庆均加大了土地储备力度，购置土地面积同比增长率均达到了 60%以上，哈尔滨、重庆表现最为抢眼，同比增长率达到了 170.6%、118.6%。

图 19 1-8 月全国 40 个重点城市商品住宅销售面积增速变化情况（2009-2011）（城市摘选）



资料来源：SOSH00、国海证券研究所

图 20 1-8 月全国 40 个重点城市年度土地购置面积增速变化情况（2010-2011）（城市摘选）



资料来源：SOSH00、国海证券研究所

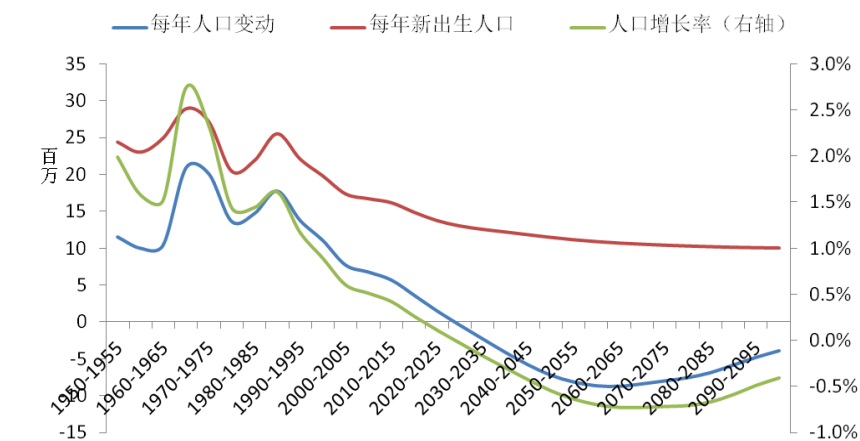
人口结构决定未来 20 年内住宅刚性需求仍将呈现上升趋势，十年内住宅精装修市场容量有望超万亿

参考日本经验，我国住宅发展在未来 20 年内仍将处于景气阶段。根据 2011 年 4 月 28 日国家统计局发布的第六次全国人口普查公告的相关数据测算，我国的抚养比现在约为 34%，已经过了刘易斯拐点，将逐步呈现上升趋势。比较中国和日本的城市化率和抚养比的情况，目前中国与日本 1970 年左右的水准相近。回顾日本新建住宅数量在 1960-1990

年期间的快速增长以及 1990 年以后锐减等情况，我国住宅增长极有可能在 2030 年（相当于日本 1990 年左右）进入衰退时期。即使按照悲观的估计，未来 20 年内，我国的住宅发展仍将处于繁荣时期。

从我国国内人口情况分析，未来 20 年内住宅刚性需求仍将存在。根据 World Population Prospects (the 2010 Revision) 推算，我国人口增长率以及每年人口数量变动均将于 2030 年前后相继跌入负值，每年新出生人口则进入相对平稳状态。与此同时，随着 80-90 年代出生的第二波婴儿潮先后进入婚育年龄，2010-2030 年期间住宅刚性需求将进一步释放。

图 21 我国人口将在 2025-2030 年迎来历史性转折点



资料来源：WPP2010、国海证券研究所

我国住宅精装修市场规模十年内有望超万亿。根据国家住宅产业化促进中心课题预测：2010-2020 年新增住宅需求将达到 1.24 亿套。我们粗略估计，每套住宅面积为 90 平方米，每平方米装修价格为 800-1500 元，那么我国住宅精装修的市场规模十年内将有望达到 9000-17000 亿。

目前，国内市场的装修价格大致如下：顶级豪装类——3000 元/平方米及以上，普通豪装类——1500 元/平方米-2500 元/平方米，实用家居类——800-1200 元/平方米。我们上面选用的是市场精装修价格的中低档 800-1500 元/平方米的保守区间作为预测值。搭配消费升级、装修档次的不断提升或促使上述预估的住宅精装修市场规模（9000-17000 亿）进一步提升，十年内最小市场规模的预估值亦将超万亿。

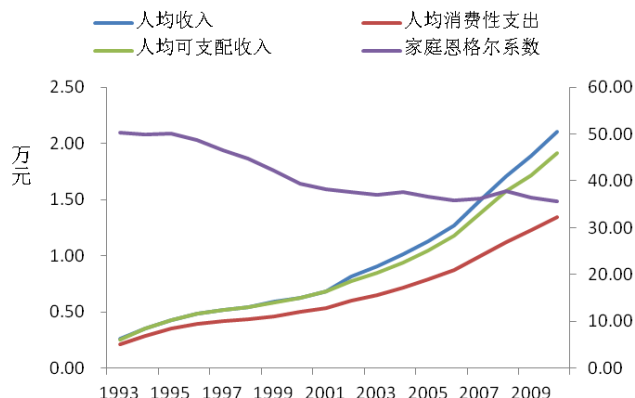
#### 消费升级背景下，居民对精装房的需求增加

消费升级背景下人们对于住房以及家庭装饰的消费倾向增加明显，对于高品质生活的向往也体现在他们对于“家”的要求上。“家”不再

只是仅供遮挡风雨的头上寸瓦，而是人们享受生命和生活的物质载体。

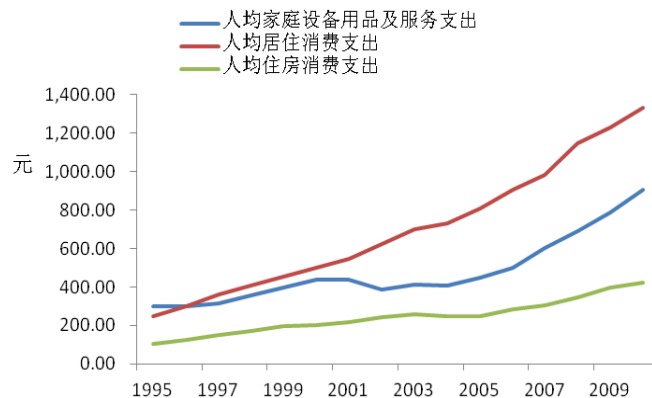
近年，居民购置精装房的意愿更加强烈。2011 年春交会调查数据显示，有 54.8% 的消费者支持对精装房持支持的态度。在愿意接受精装房的各个年龄段受访者中，作为未来消费主力的 20-30 岁这个年龄段的消费者对精装房接受度最高，达到 59.7%。

图 22 城镇居民家庭收入水平不断提高，消费支出不断增加，恩格尔系数（右轴）不断下降



资料来源：Wind、国海证券研究所

图 23 城镇居民在居住、住房、家庭用品及设备服务方面的消费增加



资料来源：Wind、国海证券研究所

### 小结 & 驱动力角度分析——住宅精装修市场容量巨大

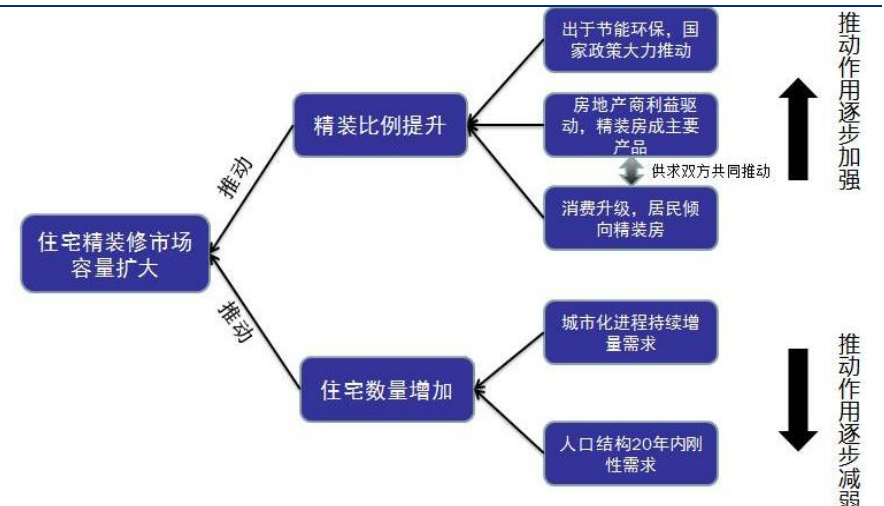
从驱动力角度分析，精装比例的提升和住宅数量的增加共同推动了我国住宅精装修市场容量的持续扩大。

精装比例提升的推动因素主要有：处于节能环保，国家政策的大力支持；房地产商利益驱动，精装房成为主打产品；消费升级背景下，居民日益倾向精装房。

住宅数量增加的推动因素主要有：受益于城市化进程的持续的住宅增量需求；人口结构决定的 20 年内的住宅刚性需求。

值得注意的是，“精装比例提升”及“住宅数量增加”这两个共同推动住宅精装修市场容量扩大的因素中，双方的推动作用并非始终相同，而是呈现出一方倒的发展趋势。随着城市化率水平越来越高（逼近于 2050 年相当于发达国家水平的 70% 城市化率），以及我国人口逼近历史性转折点（2025-2035，我国人口增长率及每年人口变动先后跌入负值），“住宅数量增加”这一推动因素的作用将逐步减弱，相反，持续受益于政策扶持、节能环保以及消费升级的“精装比例提升”这一因素对住宅精装修市场容量持续扩大的推动作用将逐步加强。

图 24 驱动力角度分析我国住宅精装修市场容量巨大



资料来源：国海证券研究所

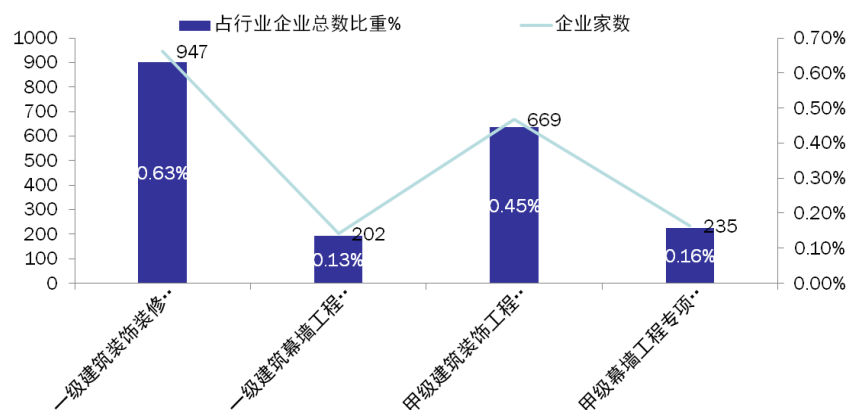
### 住宅精装修亟待打破的掣肘——借鉴日本经验

行业整合须提速：诚信先行，精装呼唤一流品牌——日本大和房建集团的启示

精装房纠纷多源于企业资质良莠不齐

目前，关于精装房的纠纷案件屡见不鲜，例如：实际房屋与样板房差异过大，装修价格与装修用材不符，装修工程存在较多质量瑕疵等问题都大大增加了消费者购买精装房的顾虑。但有碍于目前精装房交房标准缺失、精装房质量监管缺位、个别开发商的不诚信行为以及买卖合同中装修部分的约定不明确等，有关精装房纠纷调处的难度仍旧较大。

图 25 2009 年建筑装饰业资质情况



资料来源：《中国建筑装饰行业年鉴 2009》、国海证券研究所

上述纠纷及问题的出现很大程度上是由建筑装饰行业“大行业，小企业”、企业资质良莠不齐的特点所导致。根据中国建筑装饰协会的统计，截至 2009 年底，全国装饰装修企业约 15 万家，其中从事公共建筑装饰装修企业约为 4 万家，住宅装饰装修企业约 11 万家，而拥有一级建筑装饰装修工程专业承包企业却只有 947 家，占比仅为 0.63%，拥有甲级建筑装饰工程专项设计企业只有 669 家，占比 0.45%。小企业数量占据绝对比重，且缺乏合格资质的情况下必然会引发纠纷。

解决这类问题的途径除了要依靠国家制定更为完善的精装修监管标准体系之外，更为重要的内在主导因素是要加快行业整合。淘汰掉规模小、资质差又缺乏诚信的企业，培育起一批能够赢得消费者信赖的、具有规模和卓越品牌的企业或企业集团。

#### 诚信与品牌的力量——日本大和房建集团的启示

日本住宅产业化发展很大程度上得益于“住宅产业集团”的发展。大和房建集团(DAIWA HOUSE GROUP)，它成立于 1955 年，是目前规模居日本第二位的住宅产业集团，也是 2011 年全球 500 强排名 495 位的企业集团，营业收入 197.33 亿美元。大和房建集团的企业 Logo 设计为“Endless Heart”，旨在表明企业一颗奉献社会的心、服务人民的心、诚信的心。大和房建集团几十年来一直都遵循三个职业道德信条就是一——尊重人权，遵守法律法规以及保护环境，并把“通过产品赢得顾客的信赖”作为首要目标。将顾客的信赖作为立身之本，视“诚信”为生命的大和房建也成就了今日的辉煌。

相较之下，中国很多装修装饰公司所缺乏的就是这本应最朴实的、最基本的“诚信”品质。

图 26 日本大和房建集团 Logo——Endless Heart



资料来源：日本 Daiwa House Group 官网、国海证券研究所

低碳、节能与精装住宅，我们能够走多远——日本 LCCM（生命周期低碳）型住宅的启示

“十二五”大力倡导建筑节能

建筑节能成为“十二五”节能减排规划的重点，住宅节能也将进一步深入开展，这在近来的一些政策导向中可见端倪。

表 2 国家建筑节能相关政策

| 政策                     | 内容                                                     |
|------------------------|--------------------------------------------------------|
| 建筑业“十二五”规划             | 发展绿色建筑，加强工程建设全过程的节能减排                                  |
| “十二五”节能减排综合性工作方案       | “十二五”期间夏热冬冷地区既有居住建筑节能改造 5000 万平方米                      |
| 地方政策                   |                                                        |
| 北京发布的《“十二五”时期民用建筑节能规划》 | 新建居住建筑全部按照规定的建筑节能设计标准建造，2012 年城镇新建居住建筑率先执行节能 75% 的设计标准 |

资料来源：住房和城乡建设部、公开资料、国海证券研究所

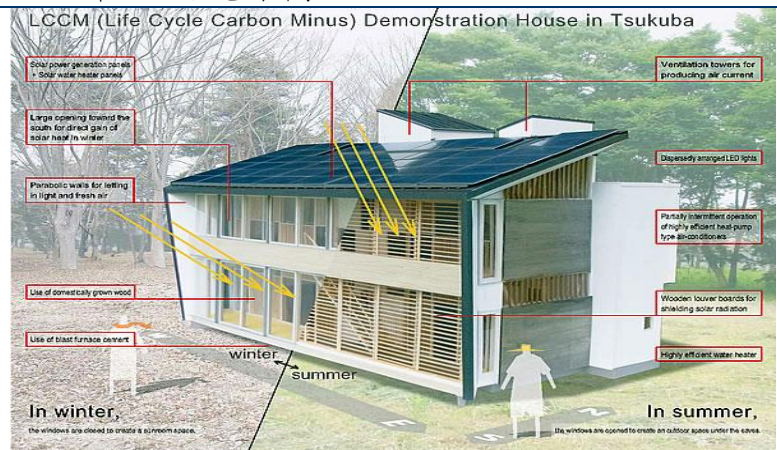
种种政策导向表明，在住宅精装修领域率先占领节能高地的企业亦将在未来的发展中赢得先机。

占据节能高地，赢得市场先机——日本 LCCM 型住宅的启示

住宅精装修究竟在节能方面可以走多远，达到何种水平，日本 BRI (Building Research Institute) 刚刚于 2011 年 2 月在筑波建成的高效节能的 LCCM (Life Cycle Carbon Minus) 示范住房屋或许可以给我们带来一些启示。

目前，LCCM 也是日本正在积极推广的新的房屋认证标准，它旨在评估建筑物的生命周期及监控建筑物生命周期内温室气体二氧化碳等的排放量。LCCM 住宅的领先之处在于其运用六个设计理念实现了“房屋随季节换装” (House of changing dress for the season)，通过导入太阳能发电和太阳热等可再生能源和节能技术，使住宅从建设、使用、拆除到废弃的生命周期 (Life Cycle) 期间排放的二氧化碳总量为负，这是一种十分理想的状态。反观我国的住宅节能发展现状，尚停留在提高太阳能热水器入户比例以及初步的住宅节能改造阶段，与日本差距甚大。

图 27 日本 LCCM 住宅图片展示



资料来源：BRI、国海证券研究所

LCCM 住宅共包含六个设计理念：

设计理念一：多层次结构。LCCM 主要有四个功能分层，分别用来作为实时控制、空气流通转换、太阳能控制、热度及密封性控制；

设计理念二：分条状配置。将不同的生活功能区间分成条块状，休息区、活动区以及缓冲区分离；

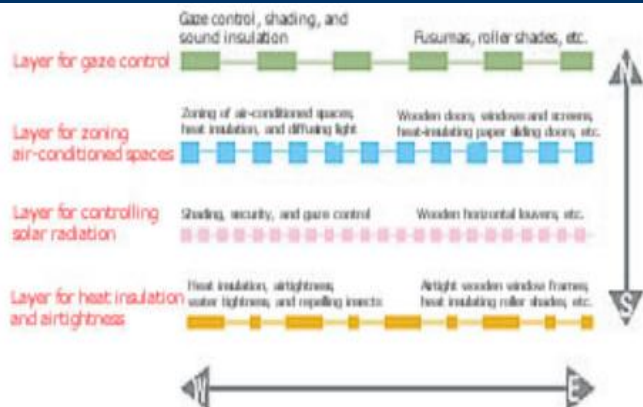
设计理念三：堆积起来的分段状配置。设置垂直的开放区域供自然光和空气气流纵向的进入房屋；

设计理念四：适应季节变换的不同模式。通过开放和关闭不同功能的层次，转换建筑模式，以适应季节和生命周期的变换；

设计理念五：利用自然能源。北面朝南的开放区域以及垂直的通风塔可以引入自然光 and 新鲜的空气；

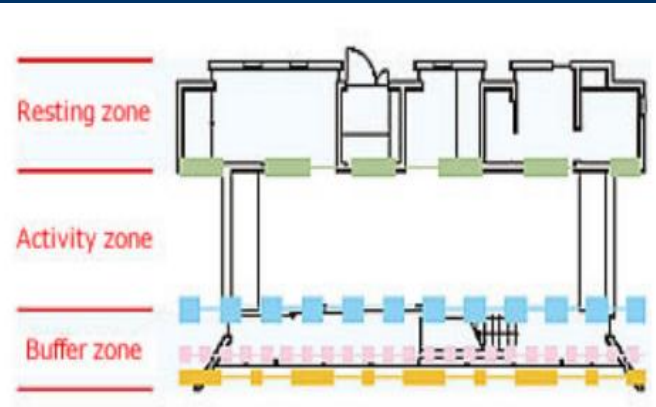
设计理念六：住宅内部的房间安排合理，以适应各种生活活动的温度环境和空间配置。

图 28 设计理念一



资料来源：BRI、国海证券研究所

图 29 设计理念二



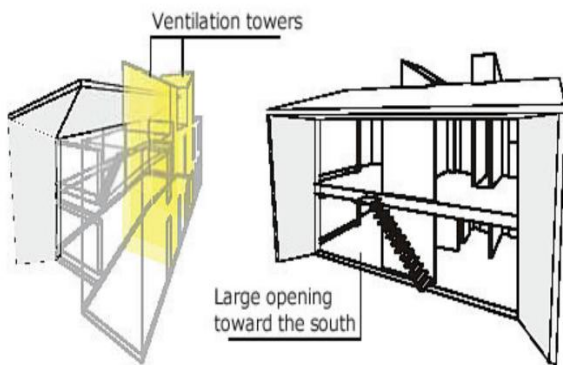
资料来源：BRI、国海证券研究所

图 30 设计理念三



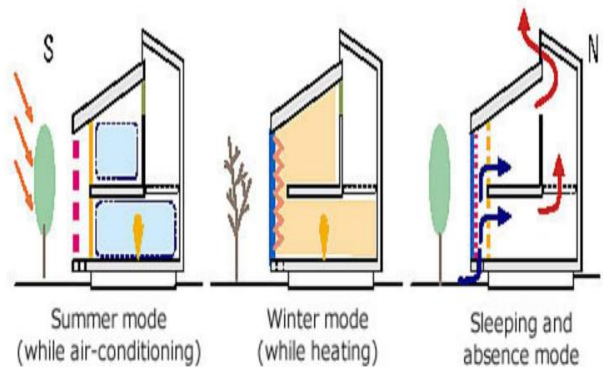
资料来源：BRI、国海证券研究所

图 32 设计理念五



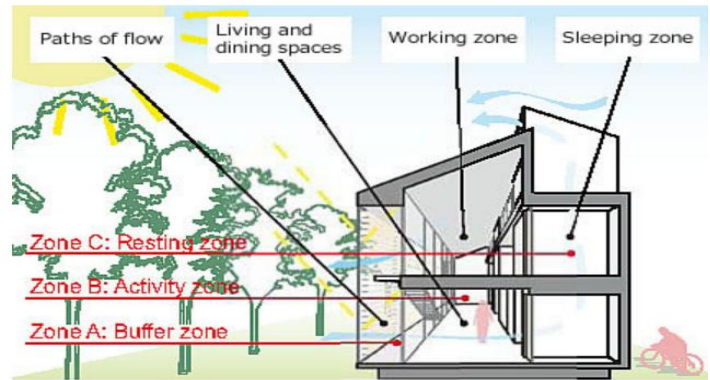
资料来源：BRI、国海证券研究所

图 31 设计理念四



资料来源：BRI、国海证券研究所

图 33 设计理念六



资料来源：BRI、国海证券研究所

人性化的细节处理，我们做的还很不够——日本中小户型装修设计方面的启示

日本住宅装修值得我国借鉴的又一优点是其空间的有效利用以及人性化的细节设计，主要体现在以下几个方面：

第一，空间布局的灵活性。日本的精装修方式具有很强的灵活性，其住宅内部多采用框架结构，用轻质的隔墙、推拉门、壁柜等代替承重墙，灵活充分利用空间，购房者可以自行设计或改动房间的间隔，户型之间的变动都较为灵活，可以充分满足不同家庭成长周期的居住需求。

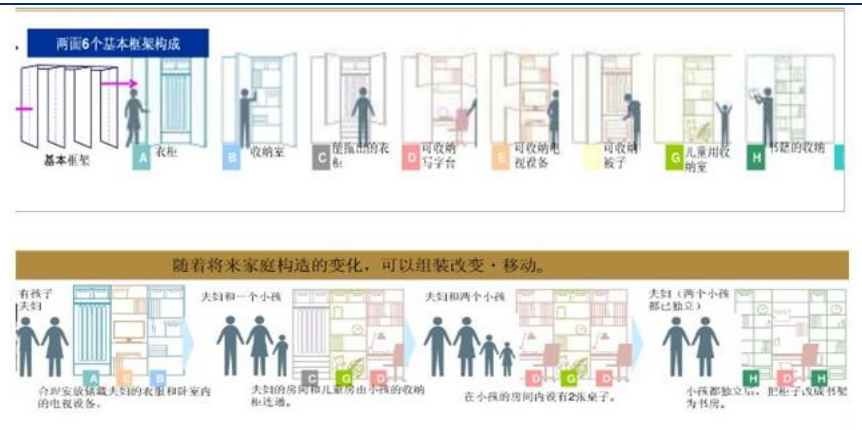
图 34 日本住宅室内空间布局可随家庭周期变动



资料来源：景瑞地产、国海证券研究所

第二，空间利用的有效性。受住宅面积的限制，为了有效地利用空间，日本住宅装修的过程中十分重视“收纳”与“储藏”空间的设计和利用。

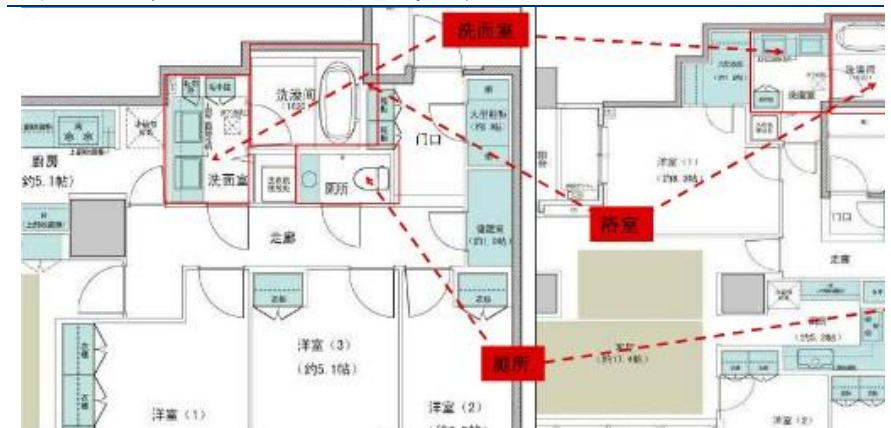
图 35 日本住宅的收纳设计与空间利用



资料来源：景瑞地产、国海证券研究所

第三，细节设置的人性化。日本把卫生间分成洗浴、洗面、厕所三个独立的空间。这样，家里 3 个人可以同时使用卫生间而不相互干扰。

图 36 日本住宅卫生间三分离式设计



资料来源：景瑞地产、国海证券研究所

## 从房产调控看住宅精装修的发展

### 短期内将影响住宅精装修行业的整体增速

行业的整体增速将有一段放缓时期（约 1-2 年），但仍旧维持向上的增长趋势不变。

当前的一系列房产调控措施对住宅精装修市场规模增速的阻滞作用是存在的。住宅精装修与房地产形势的关联性强，住宅精装修业务的客户为房地产企业，国家加大对房地产市场的宏观调控力度，下游的住宅精装修企业无疑会受到冲击，尤其是这些精装修企业多分布在国家调控力度较强的发达城市和地区，且业务分布的区域集中度都很高。

### 长期有利于行业整合，做大一批住宅精装修龙头企业

中小规模的住宅精装修企业抵御风险能力不高，可能在这一轮的寒冬中淘汰出局。相应的，业务较全面的行业龙头，例如金螳螂、亚厦股份等则可以通过调整短期内的业务结构，例如提升公装业务、幕墙业务比例，积极参与国家保障房精装修项目建设，积极参与铁路及城市轨道交通建设等方式分散风险，待寒冬过去则会享受更大市场份额，巩固行业龙头地位。

### 市场容量巨大，静待未来 20 年成长潜能释放

如同本篇报告第二部分所分析：即便是在国家房产调控的寒冬时节，房地产特别是商品住宅仍呈现强劲增速，短期的销售业绩下滑并没有阻挡房地产商开疆拓土的决心。此外，我国的人口结构决定刚性住宅需求的增长仍将长期存在；城镇化水平提高及新增城市人口将提供长期增量需求；中西部二、三线省市需求短期崛起；消费升级以及国家鼓励住宅精装修的政策会加速引导精装修住宅的普及。

综上，借鉴国际经验和我国国情，未来 20 年内住宅精装修都将处于高速增长的景气期，可静待其成长。

## 相关上市公司比较分析

目前，我国主营住宅精装修的上市公司有四家：金螳螂（002081）、亚厦股份（002375）、洪涛股份（002325）、广田股份（002482）。四家

上市公司历年在全国建筑装饰企业百强排名情况如下：

表 3 全国建筑装饰企业百强排行榜

| 公司名称            | 2010 | 2009 | 2008 | 2007 | 2006 |
|-----------------|------|------|------|------|------|
| 苏州金螳螂建筑装饰股份有限公司 | 1    | 1    | 1    | 1    | 1    |
| 浙江亚厦装饰股份有限公司    | 2    | 2    | 2    | 2    | 2    |
| 深圳广田装饰集团股份有限公司  | 3    | 4    | 6    | 6    | 8    |
| 深圳市洪涛装饰股份有限公司   | 5    | 3    | 5    | 5    | 5    |

资料来源：中国建筑装饰行业协会、国海证券研究所

2010 年末，四家上市公司中的三家——金螳螂、亚厦股份以及广田股份，分别与恒大地产签署了 30 亿、30 亿以及 35 亿的住宅精装修框架协议。

#### 金螳螂

公司是我国建筑装饰行业的龙头企业，连续九年被评为全国建筑装饰行业百强企业第一名。

近年来，公司狠抓成本费用控制，收效明显，盈利能力大大增强。三项费用率逐年降低，主营业务毛利率稳步提升、净利率逐年提高。2011 年前三季度毛利率为 16.90%，同比增加 0.85%，为历年最高，三季度单季度毛利率更是高达 17.07%。销售费用率为 1.53%，同比下降 0.63%，管理费用率为 1.95%，同比下降 0.64%，两者均为历年最低。净利率由去年同期的 5.60% 增加至 6.90%，盈利能力大大增强。

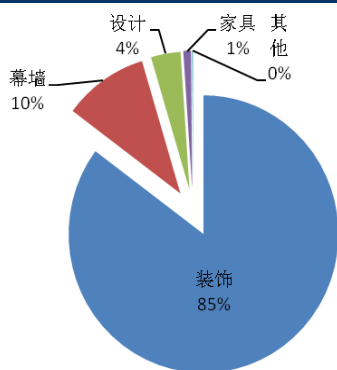
2011 年前三季度，公司业务开拓顺利，订单增长较快，实现营业收入 64.32 亿元，比上年同期增长 51.28%；实现净利润 4.44 亿元，比上年同期增长 91.64%。此外，公司预告 2011 年度归属于上市公司股东的净利润比上年同期增长幅度为：80.00% ~ 100.00%。2011 年前三季度，公司及下属子公司与恒大地产累计已签订的合同金额为 8.01 亿元，相比上半年签署的 6.25 亿合同增加了 1.76 亿，合约整体进度不甚理想。

公司高度重视回款及现金流情况，今年前三季度表现优于同行。公司 2011 年前三季度应收账款为 31.89 亿，较上年期末增长 35.16%；经营性现金流为 1.33 亿，同比下降 6.98%，其中三季度单季度为 1.78 亿，同比增加 53.39%。

公司幕墙业务起步较晚，在公司营业收入中占比 10%，比重不大，目前公司正积极开拓幕墙业务，2009 年公司对其全资子公司以现金方式增资 5000 万元，将幕墙业务发展作为重点发展领域。

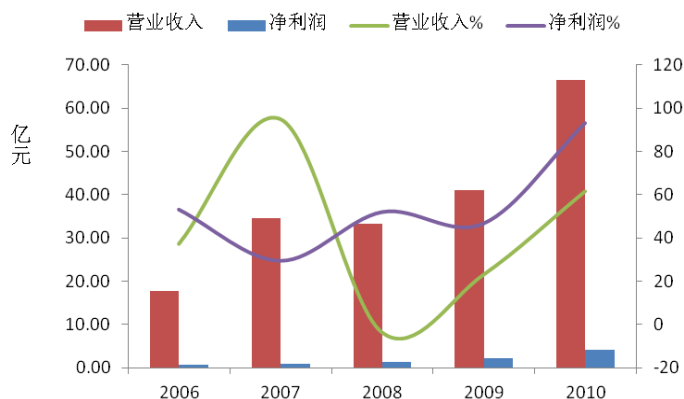
公司正积极拓展住宅精装修、景观园林绿化等领域的业务规模，培育新的增长点，继续巩固公司在公共装饰领域的领先竞争优势。

图 37 金螳螂收入构成（2010）



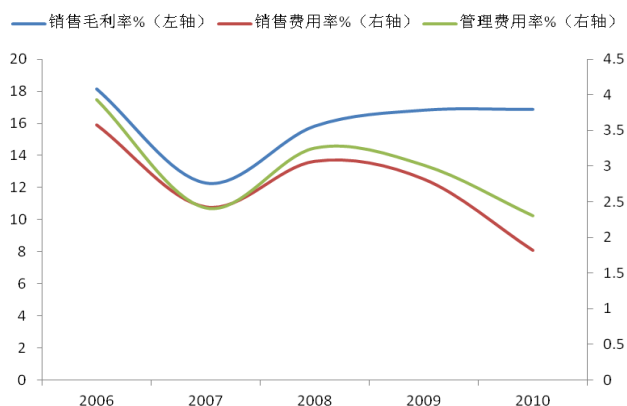
资料来源：Wind、国海证券研究所

图 38 金螳螂营业收入、净利润及其增长率



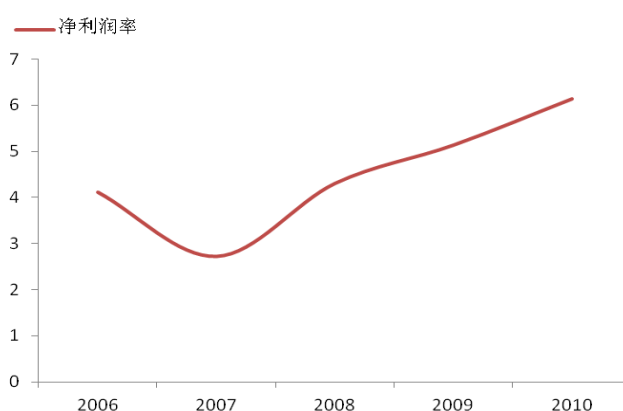
资料来源：Wind、国海证券研究所

图 39 金螳螂毛利率及费用率



资料来源：Wind、国海证券研究所

图 40 金螳螂净利润率



资料来源：Wind、国海证券研究所

### 亚厦股份

公司在全国建筑装饰行业企业百强中连续多年排名第二。公司承建了一大批高档住宅精装修项目，品牌知名度和回头客率持续提升。

公司业务覆盖建筑装饰行业各细分领域，业务结构较优，住宅精装修和幕墙业务都具备很强的竞争力。亚厦也是国内住宅幕墙行业的先行者，在住宅幕墙推广后，公司幕墙业绩必将大幅度提升。

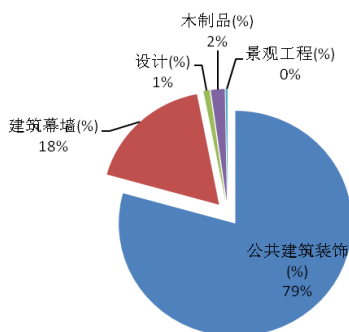
公司正加快推进营销网络建设，市场范围已基本覆盖全国。2010 年公司两次外延收购了上海蓝天房屋装饰工程有限公司以及成都恒基

装饰工程有限公司。新设立了两家全资子公司——辽宁亚厦股份有限公司和大连亚厦装饰工程有限公司，业务范围新辐射到西南、华中和东北地区。

2011 年前三季度，公司实现营业收入 50.34 亿元，较上年同期增长 63.86%；实现净利润 2.94 亿元，较上年同期增长 77.34%。公司预告 2011 年年度归属于上市公司股东的净利润比上年同期增长幅度为：50.00% ~ 90.00%。

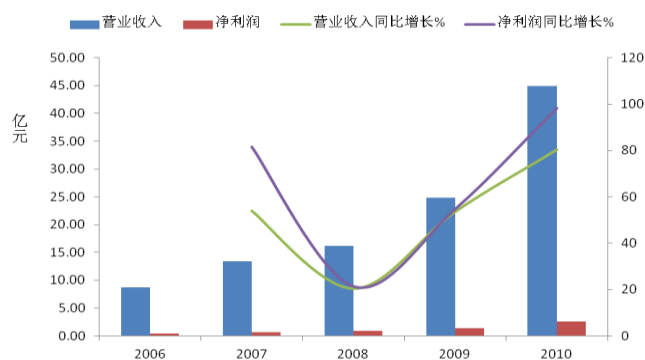
考虑到地产调控的影响，公司目前加大了对公共建筑装饰领域的开拓力度，并瞄准了“十二五”期间铁路和城市轨道交通建设，积极开拓上述公共建筑装修细分市场领域。

图 41 亚厦股份收入构成（2010）



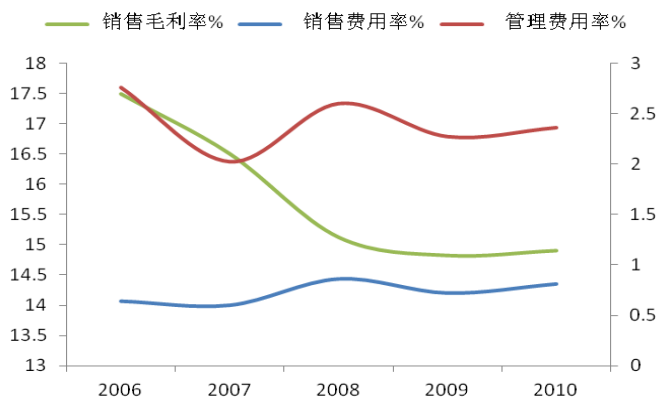
资料来源：Wind、国海证券研究所

图 42 亚厦股份营业收入、净利润及其增长率



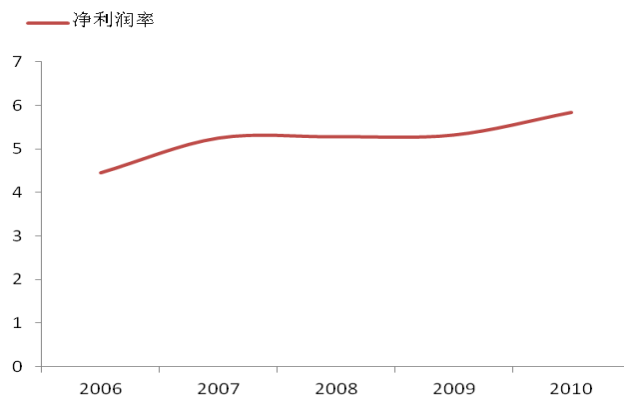
资料来源：Wind、国海证券研究所

图 43 亚厦股份毛利率及费用率



资料来源：Wind、国海证券研究所

图 44 亚厦股份净利润率



资料来源：Wind、国海证券研究所

### 广田股份

公司近年排名上升较快，在建筑装饰行业百强企业 2010 年度评比中超过洪涛股份，上升至第三位。

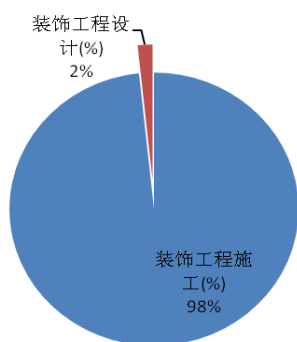
公司在住宅精装修、商业综合体、高端星级酒店、政府类行政机构、金融机构装饰细分市场优势突出。公司一直致力于住宅精装修市场的开

发，战略合作伙伴辐射全国各地，主要包括恒大地产、万科、百仕达、中海地产、太古地产、龙湖地产、雅乐居地产等境内外上市公司。

公司近年营业收入及净利润均保持快速增长。2010 年，公司营业收入 41.98 亿元，同比增长 118.86%，净利润 2.14 亿元，同比增长 111.29%。对比同行业其他公司，如金螳螂、亚厦股份、洪涛股份，公司显示出了更为强劲的成长势头。

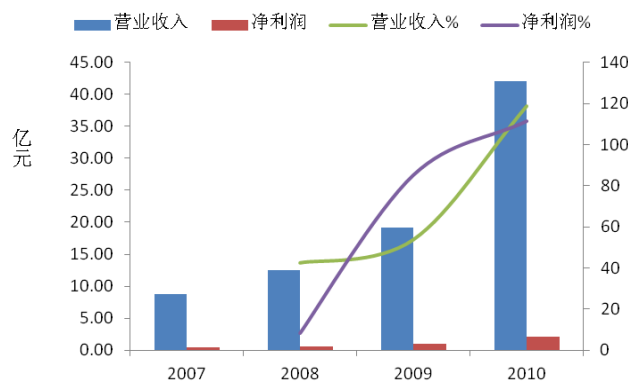
2011 年，公司营业收入及净利润增速均有所放缓，主要原因有三：第一，受当前宏观经济形势以及房产调控政策的影响，整个建筑装饰行业都受到一定的冲击；第二，公司为规避市场风险，主动放缓了业务增速，以谋求长期的健康发展；第三，公司主营业务收入中住宅精装修占比近半，比例大大高于金螳螂、亚厦股份的 20%-30%左右的水平，对房地产市场表现较为敏感。即便在该种形势下，公司依旧维持增长趋势不变，2011 年前三季度营业收入合计为 37.22 亿元，净利润合计为 1.96 亿元，分别较去年同期增长 24.82%、29.13%。

图 45 广田股份收入构成（2010）



资料来源：Wind、国海证券研究所

图 46 广田股份营业收入、净利润及其增长率



资料来源：Wind、国海证券研究所

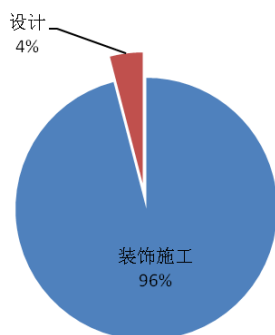
### 洪涛股份

公司 2009 年在全国建筑装饰业百强企业中排名第三位，2010 年下降至第五位。

公司主营建筑装饰施工及设计，其中建筑装饰施工占营业收入比重的 96%。相较于金螳螂和亚厦股份，公司的主营业务结构较为单一，抗风险能力较弱。

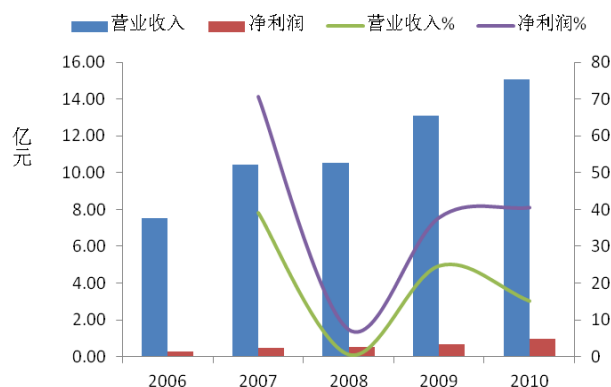
2011 年前三季度，公司实现营业收入 15.77 亿元，较上年同期增长 52.71%，净利润 1.05 亿元，较上年同期增长 60.14%。公司预告 2011 年年度归属于上市公司股东的净利润比上年同期增长幅度为：30.00% ~ 60.00%。

图 47 洪涛股份收入构成（2010）



资料来源：Wind、国海证券研究所

图 48 洪涛股份营业收入、净利润及其增长率



资料来源：Wind、国海证券研究所

#### 四上市公司比较分析

成立、上市时间，注册地点、资本对比：

金螳螂与亚厦股份起步于江浙。金螳螂成立时间最早，注册资本规模最大，上市时间最早；亚厦股份注册资本规模与金螳螂相当，成立时间稍晚，上市时间稍晚。

洪涛股份与广田股份起步于深圳。广田股份注册资本规模仅次于金螳螂与亚厦股份，高于洪涛股份，成立及上市时间稍晚于洪涛股份。

表 4 四上市公司基本信息对比

| 公司名称 | 成立时间       | 注册资本   | 注册地点 | 上市时间       |
|------|------------|--------|------|------------|
| 金螳螂  | 2004.04.30 | 4.81亿元 | 苏州   | 2006.11.20 |
| 亚厦股份 | 2007.07.25 | 4.22亿元 | 杭州   | 2010.03.23 |
| 广田股份 | 2008.08.26 | 3.20亿元 | 深圳   | 2010.09.29 |
| 洪涛股份 | 2007.08.31 | 2.30亿元 | 深圳   | 2009.12.22 |

资料来源：Wind、国海证券研究所

业务结构对比：

金螳螂、亚厦股份业务多元，亚厦股份装饰产业链更为完整；洪涛股份、广田股份业务单一，专注于装饰工程施工。

图 49 金螳螂收入构成（2010）

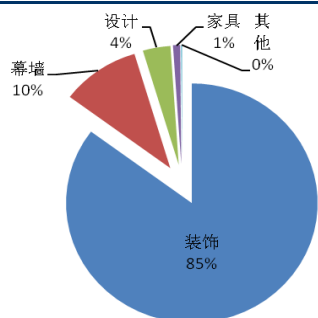
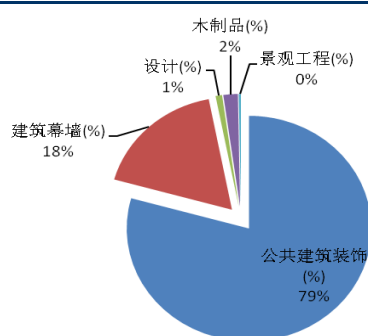
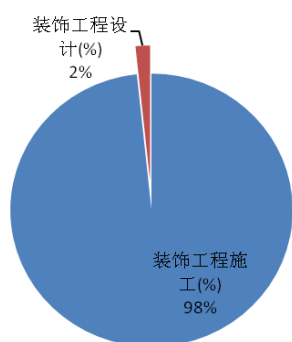


图 50 亚厦股份收入构成（2010）



资料来源: Wind、国海证券研究所

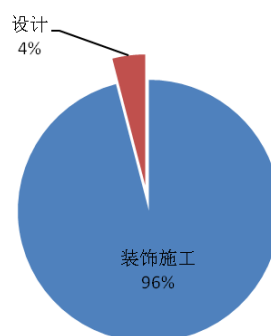
图 51 广田股份收入构成 (2010)



资料来源: Wind、国海证券研究所

资料来源: Wind、国海证券研究所

图 52 洪涛股份收入构成 (2010)



资料来源: Wind、国海证券研究所

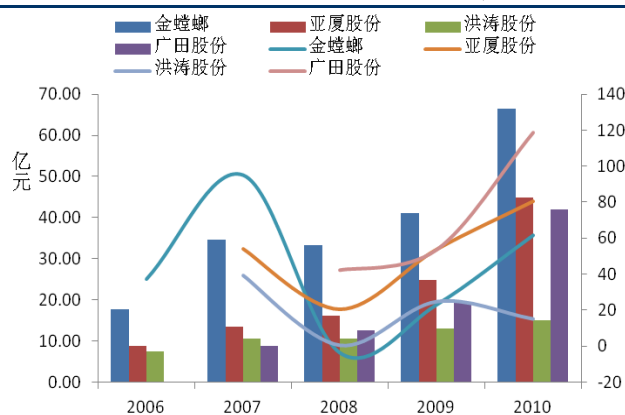
## 盈利能力对比:

营业收入金螳螂最高、洪涛股份最低, 广田股份起点低但增长迅速, 已与亚厦股份相当; 营业收入增速广田股份、亚厦股份分居前两位, 洪涛股份低位徘徊, 有下降趋势。

净利润金螳螂一马当先、稳定增长; 洪涛股份垫底、未见起色; 广田股份后起之秀、高速增长; 亚厦股份净利润增速高于金螳螂。

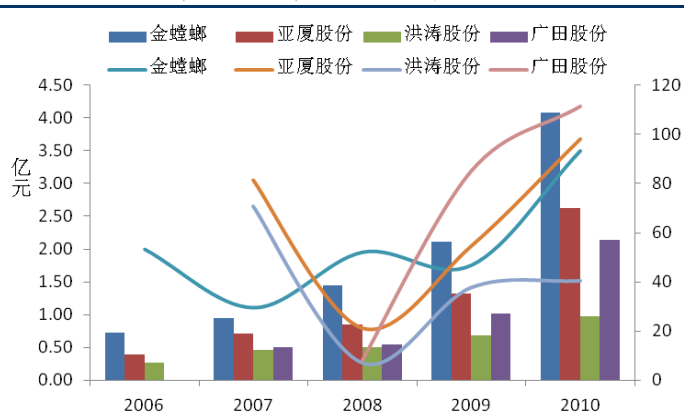
毛利率金螳螂最高、广田股份最低, 洪涛股份高于亚厦股份; 净利润率洪涛股份最高、广田股份最低, 金螳螂上升趋势明显, 亚厦股份稳定增长。

图 53 四公司营业收入及营业收入增长率 (右轴) 对比



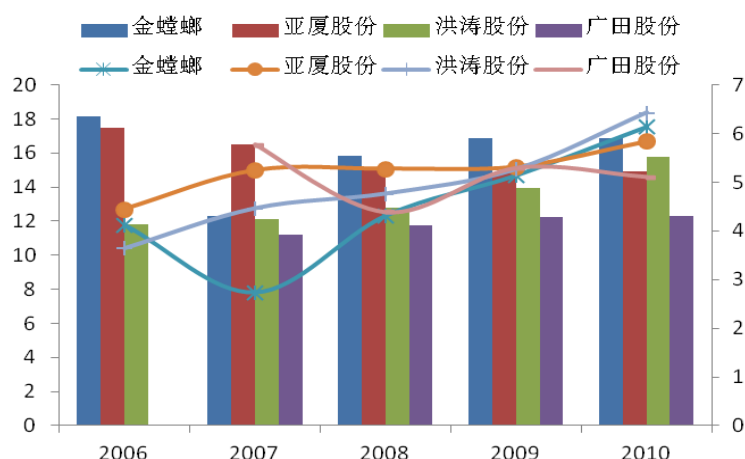
资料来源: Wind、国海证券研究所

图 54 四公司净利润及净利润增长率 (右轴) 对比



资料来源: Wind、国海证券研究所

图 55 四公司毛利率（左轴柱状）及净利润率（右轴折线）对比



资料来源：Wind、国海证券研究所

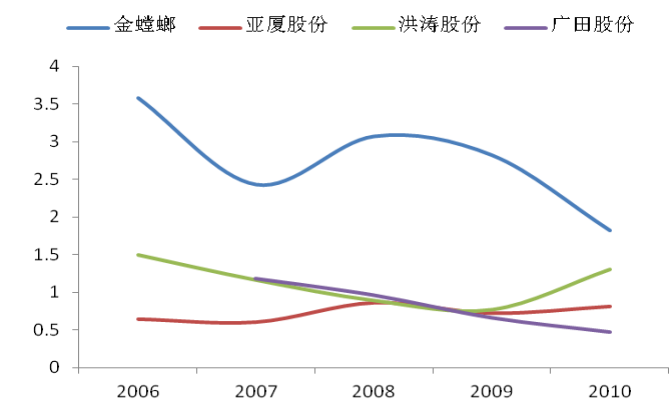
## 费用率对比：

销售费用率金螳螂最高，但近两年下降明显；广田股份持续下降；亚厦股份较平稳；洪涛股份近两年上涨较明显。

管理费用率金螳螂由最高位下降到第二位，洪涛股份上升至第一位；广田股份持续下降；亚厦股份波动不大。

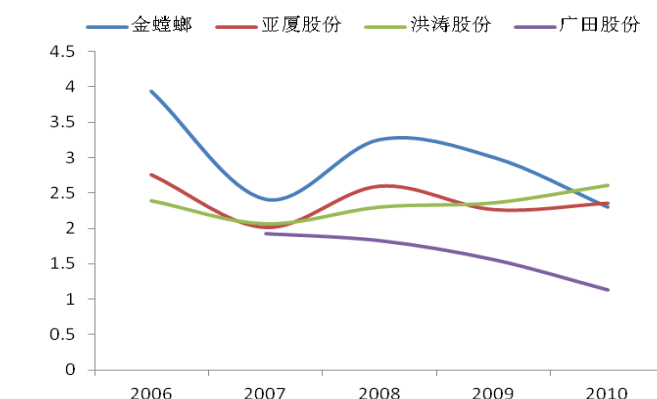
财务费用率亚厦股份降幅最大，金螳螂较平稳；广田股份、洪涛股份近两年下降明显，洪涛股份降速较快。

图 56 四公司销售费用率对比



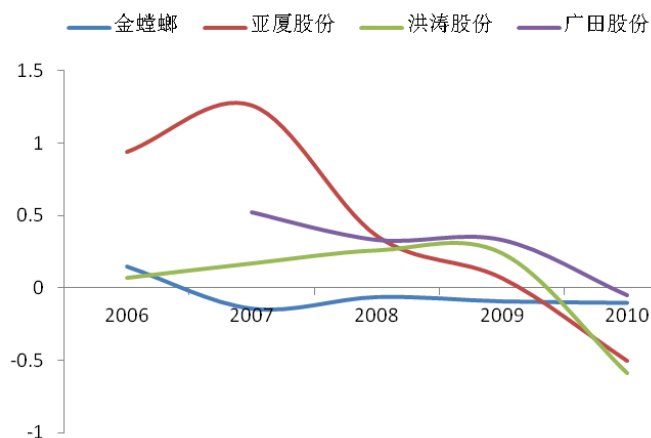
资料来源：Wind、国海证券研究所

图 57 四公司管理费用率对比



资料来源：Wind、国海证券研究所

图 58 四公司财务费用率对比



资料来源: Wind、国海证券研究所

## 盈利预测:

表 5 四上市公司盈利预测

| 股票代码 | 股票名称      | 股票价格<br>2011/11/<br>16 | EPS   |       |       | PE    |       |       | 评级 |
|------|-----------|------------------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|----|
|      |           |                        | 2011E | 2012E | 2013E | 2011E | 2012E | 2013E |    |
| 金螳螂  | 002081.SZ | 39.35                  | 1.50  | 2.30  | 3.20  | 26.23 | 17.11 | 12.30 | 增持 |
| 亚厦股份 | 002375.SZ | 30.38                  | 1.10  | 1.80  | 2.55  | 27.62 | 16.88 | 11.91 | 增持 |
| 广田股份 | 002482.SZ | 25.54                  | 1.05  | 1.56  | 2.05  | 24.32 | 16.37 | 12.46 | 增持 |
| 洪涛股份 | 002325.SZ | 24.35                  | 0.69  | 1.02  | 1.39  | 35.29 | 23.87 | 17.52 | 中性 |

资料来源: Wind 分析师一致预测、国海证券研究所

## 行业风险

宏观政策变化风险: 房地产调控力度远超预期

应收账款回收风险

竞争风险

## 国海证券投资评级标准

### 行业投资评级

强于大市：相对沪深 300 指数涨幅 10%以上；

中性：相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间；

弱于大市：相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

### 股票投资评级

买入：相对沪深 300 指数涨幅 20%以上；

增持：相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间；

中性：相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间；

卖出：相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

## 【免责声明】

本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于公开资料，本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和征价。本公司及本公司员工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。本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、财务顾问或者金融产品等服务。

## 【风险提示】

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做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，投资者务必向本公司或其他专业人士咨询并谨慎决策。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。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。

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。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。

## 【郑重声明】

本报告版权归国海证券所有。未经本公司的明确书面特别授权或协议约定，除法律规定的情况外，任何人不得对本报告的任何内容进行发布、复制、编辑、改编、转载、播放、展示或以其他方式非法使用本报告的部分或者全部内容，否则均构成对本公司版权的侵害，本公司有权依法追究其法律责任。