


华泰联合证券
HUATAI UNITED SECURITIES


华泰联合证券
HUATAI UNITED SECURITIES


华泰联合证券
HUATAI UNITED SECURITIES


华泰联合证券
HUATAI UNITED SECURITIES

华泰联合证券
2012-01-12


华泰联合证券
HUATAI UNITED SECURITIES


华泰联合证券
HUATAI UNITED SECURITIES


华泰联合证券
证券研究报告
公司研究/深度研究

金螳螂 (002081)

买入/首次评级

股价: RMB34.6

分析师

周煥

SAC 执业证书编号:S1000510120036

(0755)8249 2072

zhouchuan@mail.hthsc.com.cn

联系人

黄亦恺

(0755)8212 5179

huangyk@mail.hthsc.com.cn

仍将高增长的龙头

- 公共建筑精装修受地产调控影响小，未来增长的主要驱动因素来自于我国GDP的增长、城市化进程的持续以及我国目前由东部沿海地区向西部地区展开的产业转移。根据中国建筑装饰协会的预测，到2015年，我国公共建筑精装修（包括整体住宅精装修）的市场容量将达到2.6万亿元，“十二五”期间年均增长18.7%，比十一五期间年均增长高4个百分点。
- 公司现金流管理能力出色，目前管理现金流的手段主要包括三个方面，首先，从承接项目开始就严格审核，尽量避免与现金流可能出现问题或是口碑不好的业主合作；其次，公司可以通过占用材料供应商的货款来缓解现金流压力；第三，公司会按月催缴进度款，必要时候可能采取停工的手段。我们认为，公司现金流管理能力出色的原因一是目前行业需求旺盛，二是公司在行业内品牌、设计能力以及人才方面竞争优势明显，在产业链中占据了较为强势的位置。未来随着公司承接的大型项目的增加和业务量的增加，公司的竞争优势将得到强化。
- 公司已经走上了工厂化生产的道路，工厂化生产是公司未来发展的方向，这是因为工厂化生产具有节省成本、缩短工期、保证材料及时供应、环保、安全等优点，预计随着部品部件工厂化的进行，公司毛利率会继续上行。
- 我们认为，资金、人和管理模式不会成为公司未来3年高速成长的瓶颈。公司扩张所需的资金可以通过二级市场融资和银行贷款解决；管理和设计人员可以通过招募或是自己培养解决；总部控管配合ERP系统可以有效的提升公司的管理效率和控制项目成本和风险，为公司未来高成长提供支持。
- 2011-2013年归属上市公司净利润分别为7.37亿元，11.41亿元和16.00亿元，3年CAGR达到47%，EPS分别为1.44元，2.24元和3.13元，对应PE分别为22.8X，15.3X和11.0X，考虑到公司的龙头地位、良好的现金流管理能力、高成长性以及下游的公装细分市场受地产调控影响小，我们认为公司对应2012年合理PE应该在20X-23x，合理价值区间为46.4元-51.3元，首次覆盖给予买入的评级。
- 风险提示：固定资产投资增速放缓超预期，应收账款回款不力。

经营预测与估值	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入(百万元)	6639.4	10102.0	14676.0	19720.0
(+/-%)	61.7	52.2	45.3	34.4
归属母公司净利润(百万元)	388.6	754.0	1174.0	1637.0
(+/-%)	93.7	94.0	55.7	39.4
EPS(元)	0.75	1.45	2.26	3.16
P/E(倍)	42.8	23.8	15.3	11.0

资料来源: 公司数据, 华泰联合证券预测

目 录

市场关心的问题：需求下滑、现金流受影响和产能扩张.....	4
公装为主，稳健发展.....	4
后4万亿时代，公装市场仍将维持高景气.....	5
城市化进程持续快速发展带动公装需求快速增长.....	5
GDP增长和经济的发展带来量价齐升	6
产业转移为中西部带来新契机.....	7
地产调控利好商业地产	7
整体住宅精装修短期承压，但影响有限.....	8
竞争优势保证公司在产业链中的主动.....	8
持续排名第一，设计领先行业.....	8
良好的现金流管理能力保证公司的持续发展	9
成长空间仍然巨大.....	12
产业化道路是公司的发展方向.....	12
资金、人以及管理模式是产能扩张的关键因素	14
二级市场融资和银行借贷将为公司提供良好的资金支持	14
人员不会成为公司扩张的制约因素	14
信息化管理是公司规模扩张的基础	14
盈利预测及估值	15
核心假设	15
估值及投资建议	16
风险提示	16

图表目录

图 1:	M1.....	4
图 2:	M2.....	4
图 3:	公司 2011 年上半年营业收入分类.....	5
图 4:	公司 2011 年上半年毛利分类.....	5
图 5:	我国城市化率仍然处于快速发展阶段.....	6
图 6:	GDP 高速增长	6
图 7:	人均可支配收入快速增长	6
图 8:	城镇居民人均消费性支出不断增加	6
图 9:	城镇居民人均文化娱乐服务支出高速增长	6
图 10:	成交商业办公用地规划建筑面积	7
图 11:	成交公建市政用地规划建筑面积	7
图 12:	办公楼新开工和竣工面积增速维持高位	7
图 13:	商业营业用房新开工和竣工面积增速维持高位	7
图 14:	我国住宅新开工和竣工面积	8
图 15:	各上市公司设计收入占比	9
图 16:	装饰公司所处产业链	9
图 17:	应付账款周转率	10
图 18:	公司应收账款周转率控制较好	11
图 19:	今年 3 季报营收账款占营业收入比重最低	11
图 20:	各装饰上市公司经营性现金流	11
图 21:	木制品和石材制品占公司装饰成本比例逐年上升	12
图 22:	公司毛利率逐年上升	13
图 23:	我国建筑业工人平均工资逐年上升	13
图 24:	公司货币资金充裕	14
图 25:	公司管理费用率逐年下降	14
表格 1:	商业办公以及公装市政用地形成的公装市场需求预测	7
表格 2:	公司设计能力大幅领先全行业	8
表格 3:	公司 2010 年前五大客户	10
表格 4:	公司 2010 年前五大采购商	10
表格 5:	公司过去 5 年增长远超行业和装饰百强增速	12
表格 7:	核心假设	15
表格 8:	装饰行业上市公司估值	16

市场关心的问题：需求下滑、现金流受影响和产能扩张

关于金螳螂，目前市场关心的问题主要有三个：

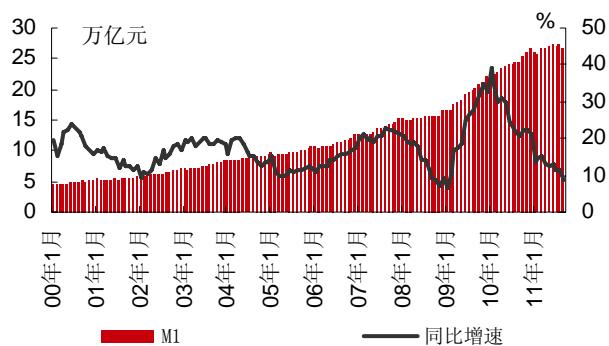
1. 公司是以公装为主，4万亿投资的影响过去之后，公装市场需求是否会下降，公司是否仍然能保持高速增长。我们认为，4万亿投资对公司需求的刺激不如原来想象的那么大，公司未来发展的刺激因素仍然来自于城镇化和我国GDP的增长，随着我国产业向中西部地区的转移和居民生活水平的提高，未来2-3年中西部地区订单量将大幅增加，弥补东部和沿海地区市场饱和引起的业务量增速放缓甚至下降的影响；另外地产调控导致使得一些资金向商业地产转移，对公司的下游需求也构成利好。
2. 市场资金面紧张，如果资金持续紧张，公司的现金流是否会出现问题？工程是否会因为进度款的原因停建或是缓建？通过与公司的交流，我们了解到，公司对现金流的管理主要有三种措施，第一，在选择项目时，对业主的资金、资信等都有严格的审核，主动放弃资金有可能出现问题的项目；第二，公司可以通过暂缓支付材料供应商货款的方式缓解现金流的压力；第三，在施工过程中，公司始终密切关注项目的施工进度、签证情况和进度款支付情况，一旦出现进度款支付出现放缓，公司会及时采取措施与业主沟通并有可能采取停缓建的措施。由于公司的项目主要是公装项目，公装项目例如机场、酒店、写字楼和办公楼等，必须经过精装修后才能达到投入使用，创造利润和现金流，一旦停工，业主将蒙受巨大的损失，因此，业主在资金面不存在问题的时候，不会刻意压装修上的进度款。我们认为，公司现金流管理方式能发挥作用的主要原因是目前装饰行业需求仍然旺盛，公司在品牌、设计能力和人才等方面竞争优势明显，在产业链中处于较为强势的地位。公司已经走在了行业的最前端，显著的竞争优势将保证公司订单量的不断增长，而不断增长的订单量也将继续增强公司的竞争优势，形成马太效应。
3. 公司自身的管理模式和资源能否满足公司业务快速增长？我们认为，公司产能扩张的关键因素在于资金、人员和公司自身的管理模式。首先，公司可以通过二级市场融资或者银行贷款解决扩张所需的资金；其次，虽然我国人口的出生率处于下降趋势，但城市化进程仍将持续，我国人口基数较大，加上精装修门槛较低，农村人口进城将为精装修提供充足的劳务；此外，公司可以通过外部招聘和内部培养等手段扩充自己的管理和设计人员；第三，公司目前较为集权的管理模式加上ERP系统的配合，可以为公司快速成长提供有效的支持，因此，公司的管理模式和资源扩充能力完全可以满足公司业务的快速扩张的需求。

公装为主，稳健发展

在当前银根紧缩和房地产调控的背景下，公司的发展战略还是：以公共建筑精装修施工为主，在选择项目时严格审核业主的资金状况，注重应收账款的回收，控制风险。

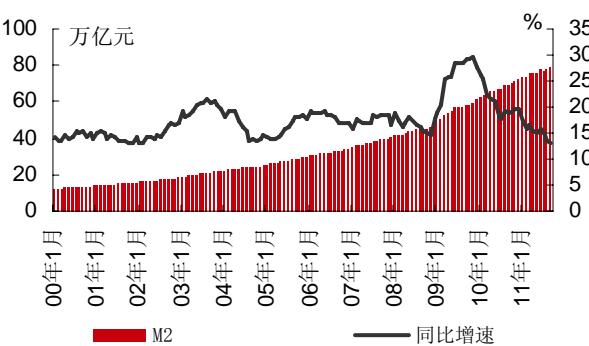
图 1： M1

图 2： M2



资料来源：中国人民银行，Wind，华泰联合证券研究所整理

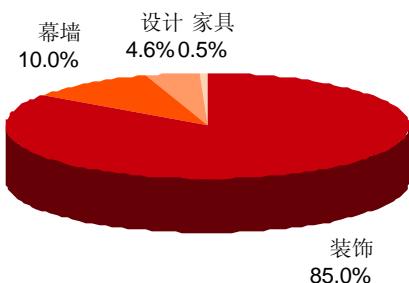
虽然去年公司与恒大集团签订了战略合作协议，约定恒大集团今年为公司提供30亿元的装修任务，但在充分考虑地产调控影响的情况下，今年上半年公司累计与恒大集团签订的合同额仅为6.25亿元。



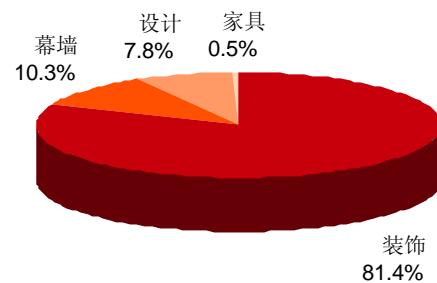
资料来源：中国人民银行，Wind，华泰联合证券研究所整理

图3: 公司2011年上半年营业收入分类

图4: 公司2011年上半年毛利分类



资料来源：公司2011中报，华泰联合证券研究所整理



资料来源：公司2011中报，华泰联合证券研究所整理

后4万亿时代，公装市场仍将维持高景气

市场目前担心的问题之一是，4万亿投资之后，公装市场的需求数量会出现萎缩，我们的观点是，受银根紧缩和固定资产投资的影响，我国基础设施建设带来的公装需求确实会出现下降，但这部分影响有限，主要原因是，根据发改委主任张平在去年3月6日在人民大会堂的讲话，重大基础设施建设的投资占4万亿投资的23%，即9200亿元，假设装修占据公装项目投资额的8%-10%，这部分投资最多给公装市场带来的需求仅为92亿-184亿元，仅占2010年公装市场需求的6.69%-8.36%。

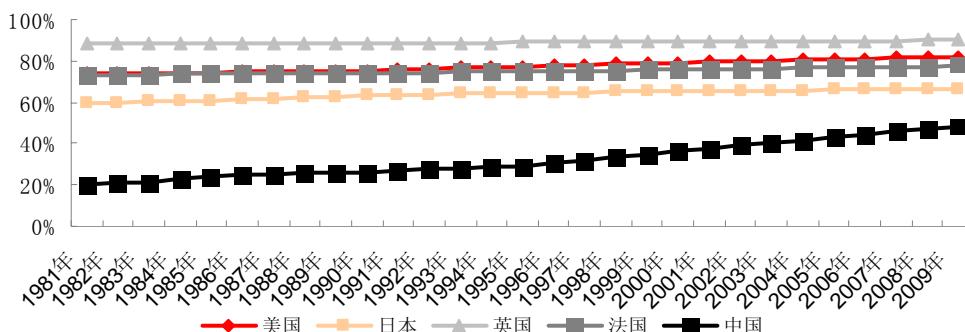
我国建筑装饰协会给出了“十二五”装饰行业的5年规划，预计公共建筑装修(包括整体住宅精装修)在2015年总产值将达到2.6万亿元，比2010年增长1.5万亿元，5年平均增速达到18.7%，比“十一五”高约4个百分点。

我们认为，未来2-3年公装市场仍将维持较为快速的增长，主要需求来自于酒店、商场、办公楼以及博物馆、剧院和体育场等文化体育设施，主要原因首先是我国GDP增长和城市化进程仍将维持快速增长，其次是东部沿海地区向中西部地区的产业转移以及地产调控导致投资向商业地产转移。

城市化进程持续快速发展带动公装需求快速增长

首先，维持公装市场高景气的刺激因素来自于我国的城市化进程仍然处于快速增长的阶段，我国2010年的城市化率49.95%，离发达国家还有较大的差距。城市化进程的持续带来的是大量酒店、商场以及公共交通设施的需求，从而带动公装市场的快速增长。

图 5： 我国城市化率仍然处于快速发展阶段



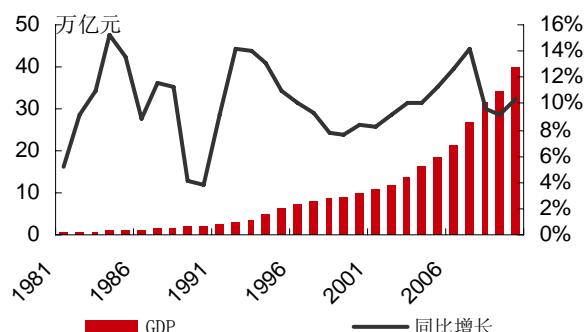
资料来源：世界银行，国家统计局，Wind，华泰联合证券研究所整理

GDP 增长和经济的发展带来量价齐升

从需求端来说，随着我国 GDP 的增长和经济的发展，我国居民生活水平得到了极大的提高，我国区域内和区域间以及国家之间的商务、旅游等活动愈加频繁，居民精神层次和健康方面的需求也不断增加。这不仅带来大量酒店、办公楼、剧院和博物馆等文化体育设施的需求，还使居民对装修标准的要求越来越高。

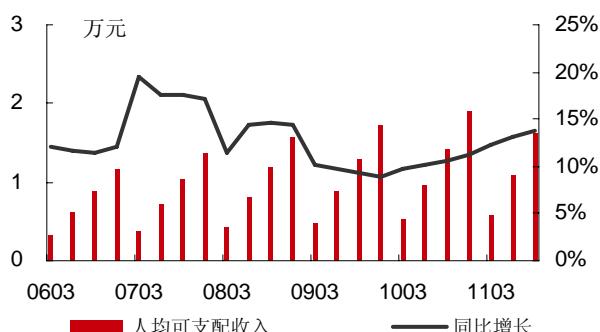
从供给端来说，我国 GDP 的高速增长和居民生活水平的提高不仅吸引了大量的国外投资，也使得政府、企业乃至富裕群体有了大量的资金投入到公共建筑的建设中去，以满足居民的需求，并获取利益。

图 6： GDP 高速增长



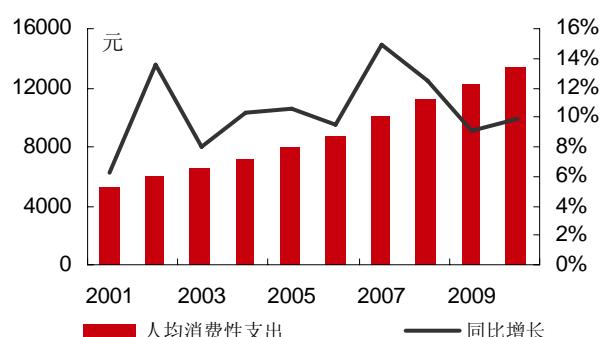
资料来源：国家统计局，Wind，华泰联合证券研究所整理

图 7： 人均可支配收入快速增长



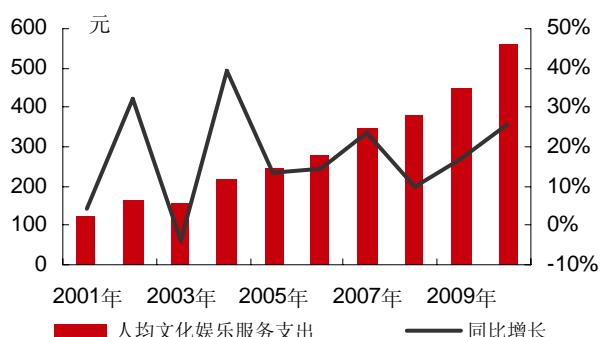
资料来源：国家统计局，Wind，华泰联合证券研究所整理

图 8： 城镇居民人均消费性支出不断增加



资料来源：国家统计局，Wind，华泰联合证券研究所整理

图 9： 城镇居民人均文化娱乐服务支出高速增长

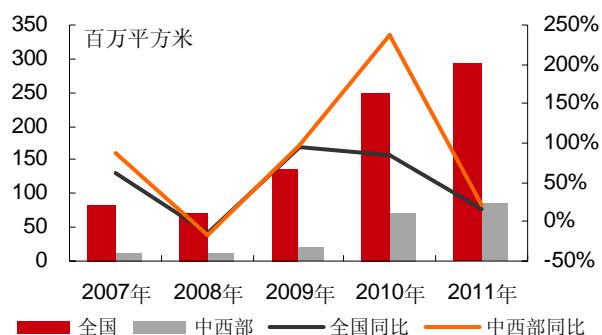


资料来源：国家统计局，Wind，华泰联合证券研究所整理

产业转移为中西部带来新契机

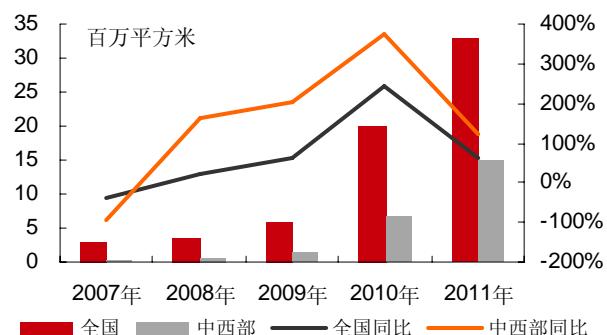
随着人工成本的上升，由东部沿海地区向中西部地区开始的产业转移，是中西部地区公装行业发展的新契机。在产业转移的过程中，大量的商务活动随之产生，当地经济得到了极大的发展，城市新的商业中心和行政中心应运而生，大大刺激了商场、酒店、企业总部、写字楼以及各种文体设施等公共建筑的需求。从数据来看，近两年来中西部地区成交的商业办公用地和公建市政用地的规划建筑面积增速是大幅超越全国增速的。

图 10：成交商业办公用地规划建筑面积



资料来源：CREIS，华泰联合证券研究所整理

图 11：成交公建市政用地规划建筑面积

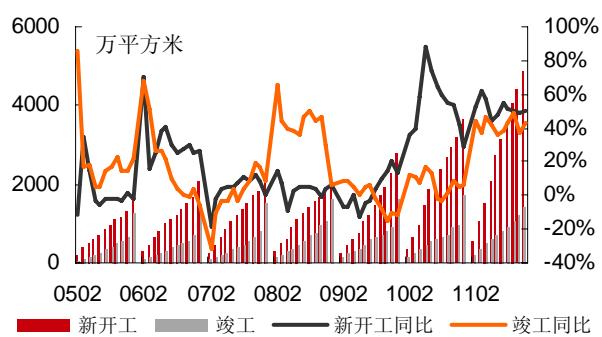


资料来源：CREIS，华泰联合证券研究所整理

地产调控利好商业地产

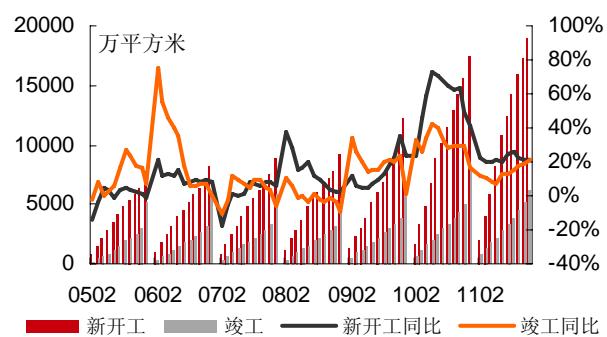
在住宅遭遇严重调控的情况下，众多房企和私人投资者将资金都转向了商业地产。从土地成交的数据来看，截止到 2011 年 11 月份，我国成交的商业办公用地和公建市政用地的规划建筑面积分别是 2.93 亿平方米和 3282.6 万平方米，分别同比增长 16.97% 和 64.41%，仍然维持较高的增速。如果以 1-3 年的主体结构建设周期计算，预计这些土地形成的公装市场需求将在 2013 年开始释放，以 1000 元/平方米造价计算，总市场容量约在 3260 亿元。我们认为，在银根紧缩和固定资产投资增速降低的情况下，相对于车站、机场等基础设施建设，我们更加看好商业地产给公装市场带来的需求。

图 12：办公楼新开工和竣工面积增速维持高位



资料来源：国家统计局，Wind，华泰联合证券研究所整理

图 13：商业营业用房新开工和竣工面积增速维持高位



资料来源：国家统计局，Wind，华泰联合证券研究所整理

表格 1：商业办公以及公装市政用地形成的公装市场需求预测

成交公建市政 用地规划建筑 面积(平方米)	成交商业办公 用地规划建筑 面积(平方米)	合计 (平方米)	合计形成市场容量 (亿元)	预计开始 形成对公 装市场需 求时间

2009	5,779,552.08	136,497,091.45	142,276,643.53	1422.8	2012
2010	19,966,282.01	250,630,825.91	270,597,107.92	2707.0	2013
2011	32,825,678.46	293,160,845.18	325,986,523.64	3259.9	2014

资料来源：CREIS，华泰联合证券研究所整理

整体住宅精装修短期承压，但影响有限

站在目前这个时点，受房地产调控的影响，整体住宅精装修确实受到了影响，一些地产商受价限价影响或考虑房屋总价过高影响销售都取消了精装修的计划，而住宅新开工增速下降也对未来整体住宅精装修的增量产生影响。

图 14：我国住宅新开工和竣工面积



资料来源：国家统计局，Wind，华泰联合证券研究所整理

需要指出的是，整体住宅精装修相对于公共建筑精装修来说，量比较小，我们用2009年和2010年住宅竣工面积的平均数6.04亿平方米作为2010年住宅精装修需求计算的基数，乐观假设我国整体住宅精装修比例为20%，平均装修标准1000-1500元/平方米，2010年整体住宅精装修的市场容量为1087.6亿元，仅占2010年整个公装（包括整体住宅精装修）市场容量的16.48%，因此，整体住宅精装修需求的波动对整个公装（包括整体住宅精装修）的影响有限。

竞争优势保证公司在产业链中的主动

持续排名第一，设计领先行业

我们认为，相对于装饰百强中排名前十的企业来说，公司竞争优势首先在于其品牌优势，公司在建筑装饰行业中的竞争优势公司已经连续9年排名中国建筑装饰协会评出的装饰百强中名列第一。

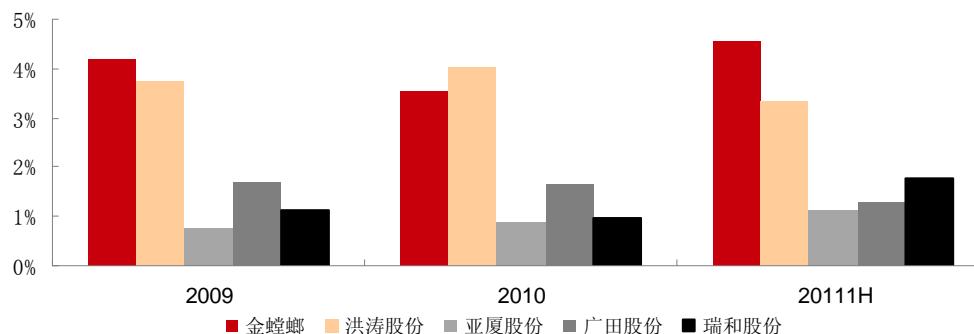
其次，公司相对于装饰百强的前十位的竞争对手有设计上的优势，公司在设计人数以及设计收入上均大幅领先于全行业，2011年上半年设计收入在整个营业收入中的比例达到了4.57%，是上市公司中最高的。

表格 2：公司设计能力大幅领先全行业

公司	设计人员人数（截止到2010年底）	设计收入（万元）	设计人员人均产出（万元）
金螳螂	900	23688.4	26.3
洪涛股份	230	6104.6	26.5
亚厦股份	450	3897.2	8.7
广田股份	239	7004.4	29.3
瑞和股份	45	962.2	21.4

资料来源：各上市公司 2010 年年报，华泰联合证券研究所整理

图 15：各上市公司设计收入占比



资料来源：上市公司定期报告，华泰联合证券研究所整理

第三，公司在公装细分市场的优势是人材优势，截止到 2010 年底，公司共有超过 340 名注册建造师和项目经理，这批项目经理和建造师在长期的工程中积累了丰富的施工管理经验，是公司业绩稳定增长基石。

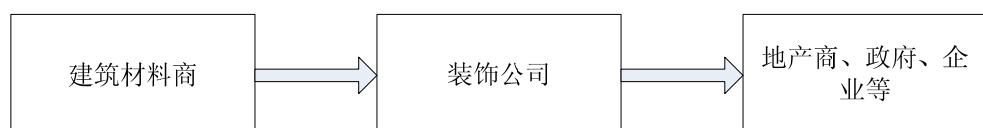
我们认为，公司品牌和业绩的优势将会为公司带来越来越多的大型和优质项目，而这些大型项目的施工又能持续增强公司的业绩和品牌优势，形成良性循环。

公司的项目管理人员与公司之间是一种相互促进和相互依赖的关系。一方面，项目管理人员是施工项目精细化管理的基础，另一方面，公司可以凭借良好的品牌效应和业绩获取项目，为项目管理人员提供良好的发展平台。

良好的现金流管理能力保证公司的持续发展

建筑装饰企业处于产业链的中游，其上游是木材、石材等建筑材料供应商，下游是地产商、政府和企业等。

图 16：装饰公司所处产业链



资料来源：华泰联合证券研究所

在当前银根紧缩的背景下，公司采取的应对策略主要是：

- 第一， 从审核项目开始，就对业主的资金实力进行严格的审核，尽量寻找资金实力较强和现金流较好的业主。
- 第二， 按进度催讨进度款，与业主保持密切的沟通，一旦发现进度款回收出现付款出现较为严重的问题，公司可以立即停工，以将公司潜在损失降到最低。
- 第三， 公司在项目进行中不可避免的会出现垫资现象，公司可以通过占用上游材料供应商的手段缓解自身的现金流压力。

从承接项目开始严格把关

公司从项目的投标阶段就开始从多方面对业主的资金情况、过往付款情况以及在业内的口碑等进行了解，尽量减少与资金情况可能出现问题或是口碑不好的业主合

作，公司目前较为喜欢的合作对象包括大型央企、财政较为充裕的地方政府以及大型的商业地产开发商等，对于住宅开发商，公司现在持较为谨慎的态度。

我们认为，由于目前公司的下游需求仍然处于高景气且客户较为分散，其竞争优势使得公司在选择项目上有较大的主动性，这种主动性与公司在行业内的地位和竞争优势具有很强的正相关性。例如，政府部门或者央企在选择装饰企业的时候，往往更加看重企业的规模、品牌和施工的安全性等。

表格 3：公司 2010 年前五大客户

前五名客户	销售金额（万元）	占年度销售金额比例
苏州香山国际大酒店有限公司	11552.62	1.74%
江阴桃源山庄休闲度假有限公司	9426.67	1.42%
上海金桥出口加工区房地产发展有限公司	7178.66	1.08%
合肥祺嘉置业有限公司	6540.98	0.98%
北京财富花园房地产开发有限公司	5894.64	0.89%
合计	40593.57	6.11%

资料来源：公司 2010 年报，华泰联合证券研究所整理

占用上游资金

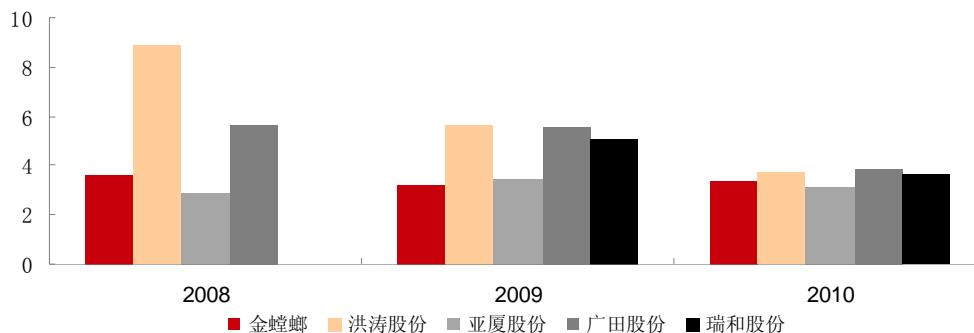
在施工过程中，公司还可以通过占用上游材料供应商或是专业分包商的方式来缓解自身的现金流压力。公司与材料供应商之间存在着博弈的关系，一般来说材料供应商或是专业分包商都愿意给公司一部分垫资，我们认为主要原因是，第一，公司是装饰行业内规模最大的公司，业务量较大，材料供应商或是专业分包商与公司保持长期合作关系能获得较长期稳定的收益；第二，公司是上市公司，在业内具有较高知名度，虽然可能出现迟付款，一般不会出现欠款不还的现象；第三，建筑装饰上游的原材料市场和专业分包商的集中度较低，竞争较为激烈，供应商或是专业分包商为了抢占市场一般都会垫资。需要指出的是，公司对材料供应商也不是出于完全的主动地位，例如如果公司某个项目对材料需求较急或是需要某些特殊材料，材料供应商会要求预付款或是按时付款。

表格 4：公司 2010 年前五大采购商

前五名供应商	采购金额（万元）	占年度采购金额比例
苏州奇胜石材装饰有限公司	5537.99	1.16%
射阳县阜余镇三美石材经营部	4351.90	0.91%
上海磊奥石材有限公司	3278.87	0.69%
南京点控智能科技有限公司	2856.13	0.60%
江阴裕华铝业有限公司	2811.50	0.59%
合计	18836.38	3.95%

资料来源：公司 2010 年报，华泰联合证券研究所整理

图 17：应付账款周转率



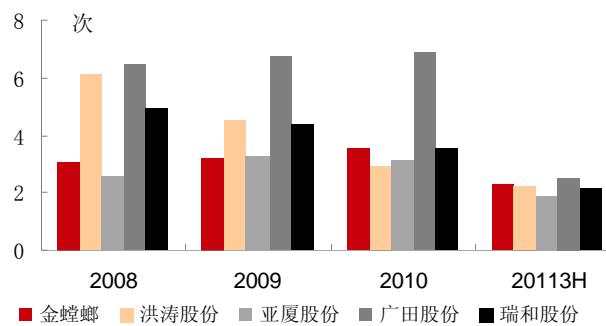
资料来源：各上市公司定期报告，华泰联合证券研究所整理

按月催缴进度款

公司在催缴进度款的过程中，在经过多次催收无效后，公司可以采取停工的方式。由于建筑装饰在施工过程中不会使用到大型机械等设备，在停工撤出时损失不大，但一旦停工，建筑的使用期将会延后，一般这是甲方最不能接受的。

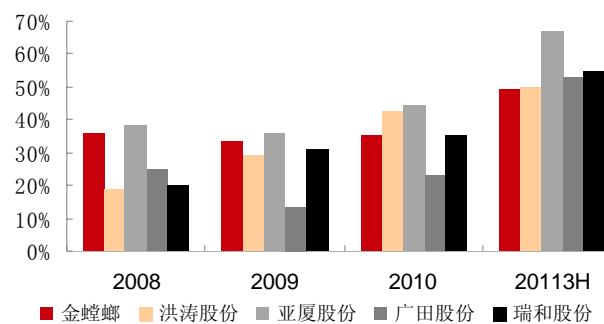
今年在银根不断紧缩的情况下，装饰行业上市公司的应收账款周转率都快速下降，但公司的指标仍然维持在较稳定的水平，正是公司应收账款管理较好的体现。我们认为，未来公司的营收账款周转率依然会保持在同行业中较高的水平。

图 18：公司应收账款周转率控制较好



资料来源：各上市公司公告，华泰联合证券研究所整理

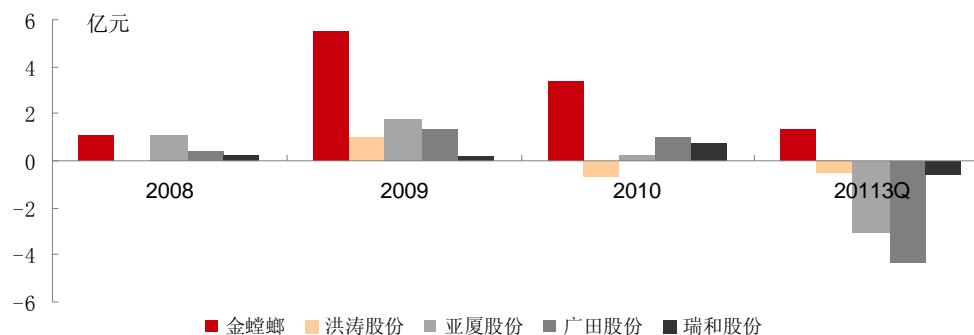
图 19：今年 3 季报营收账款占营业收入比重最低



资料来源：各上市公司公告，华泰联合证券研究所整理

从装饰行业上市公司 2011 年 3 季报的现金流数据来看，只有公司的经营性现金流净额为正，显示了公司良好的现金流管理能力。我们认为，公司良好的现金流管理能力是公司可持续发展的动力。目前装饰行业需求依然维持在高景气，高景气的需求和公司在行业内的竞争优势保证了公司在产业链中能够维持较为强势的地位，上述现金流的管理方式也将因此而发挥出效果。

图 20：各装饰上市公司经营性现金流



资料来源：各上市公司定期公告，华泰联合证券研究所整理

正如我们在前文中提到的，公司的竞争优势和订单可以形成较好的良性循环，公司已经走在了装饰行业的最前端，如果装饰行业的需求不出现大幅下滑，公司的竞争优势将得以持续提升。

成长空间仍然巨大

公司 2010 年营业收入约 66.39 亿元，仅占整个公装市场容量的 0.60%，公司未来成长空间仍然巨大，我们认为，未来公司将凭借竞争优势，获得超越行业增速的增长。

表格 5：公司过去 5 年增长远超行业和装饰百强增速

项目	2005 产值(亿元)	2010 产值(亿元)	2010 比 2005 增长
装饰行业	11500	21000	82.61%
装饰百强	328	1020	184.92%
公装（包括整体住宅精装修）	5500	11000	100%
金螳螂	12.93	66.39	413.46%

资料来源：装饰行业十二五规划，公司公告，华泰联合证券研究所整理

产业化道路是公司的发展方向

公司 2011 年 11 月 24 日完成了定向增发，发行股份 36843800 股，发行价格 36 元/股，募集资金总额约 13.26 亿元，其中用于产业化的项目包括门窗及幕墙生产线建设、木制品和石材工厂化建设项目。

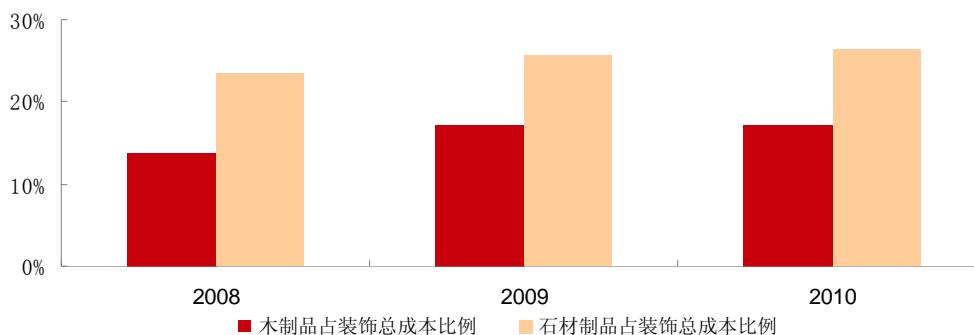
表格 6：公司定增项目中原材料工厂化项目

项目	项目建设期(年)	年产能
节能门窗及幕墙生产线建设项目	2	单元式幕墙 70 万平方米，构件式光电幕墙 10 万平方米，铝合金隔热门窗 20 万平方米
建筑装饰用木制品工厂化生产项目	1.5	门及门套 3 万套，饰面板 50 万平方米，柜 2 万平方米
建筑装饰用石材工厂化生产项目	2	大理石规格大板 25 万平方米，花岗岩规格大板 10 万平方米，复合板 5 万平方米

资料来源：公司非公开增发预案（修订），华泰联合证券研究所整理

幕墙门窗、木制品和石材制品是建筑装饰必不可少的原材料，2010 年木制品和石材制品分别占公司装饰施工业务总成本的 17.18% 和 26.36%，且成本占比呈逐年上升的趋势。2010 年公司木制品的自给率仅为 14.59%，而石材制品基本靠外购。我们认为，木制品等原材料的工厂化生产是装饰公司未来的发展方向，主要原因是：

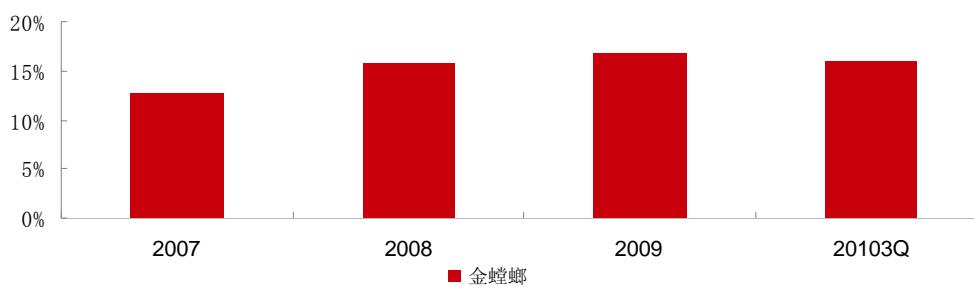
图 21：木制品和石材制品占公司装饰成本比例逐年上升



资料来源：公司定向增发预案修订稿，华泰联合证券研究所整理

首先，工厂化生产能够做到批量生产和标准化生产，有效的控制废品率和提高原材料的利用率，从而有效的控制和降低原材料的生产成本。

图 22：公司毛利率逐年上升



资料来源：国家统计局，Wind，华泰联合证券研究所整理

我们认为，未来随着人工成本的不断上涨，工厂化生产所能体现出来的成本优势将愈发明显。根据我们草根调研的结果，装饰工人的工资往往是按天计算，随时可能上涨，这部分成本的上升是装饰公司无法转嫁的。

图 23：我国建筑业工人平均工资逐年上升



资料来源：国家统计局，Wind，华泰联合证券研究所整理

其次，工厂化生产能有效的缩短工期，降低现场工人的施工难度，从而达到控制成本和提高人员利用效率的目的。

第三，工厂化生产能在一定程度上保证项目原材料的及时供应，有效的降低工期延误的风险。

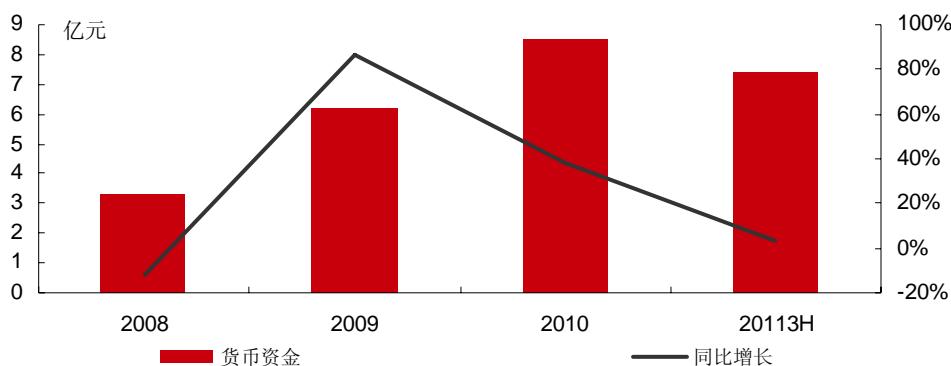
第四，部品部件的工厂化生产可以有效的降低施工现场的环境污染和噪音，降低安全事故发生的概率，这是甲方特别是大型央企和政府部门极为重视的一点。

资金、人以及管理模式是产能扩张的关键因素

二级市场融资和银行借贷将为公司提供良好的资金支持

虽然公司拥有出色的现金流管理能力，经营性现金流从 2008 年至今一直为正，但公司在扩张的过程中还是需要大量的资金作为基础，例如前文所提到的工厂化生产基地的建设、区域分公司的建设以及在工程施工过程中所需要的保证金和一部分垫付资金等。我们认为，一方面，公司现金流管理能力出色，正的经营性现金流将为公司的发展提供良好的支撑，另外一方面，公司可以通过在二级市场融资或向银行借贷（向银行借贷的方式目前公司用的较少），解决扩张过程中需要的资金问题。

图 24：公司货币资金充裕



资料来源：公司定期报告，Wind，华泰联合证券研究所整理

人员不会成为公司扩张的制约因素

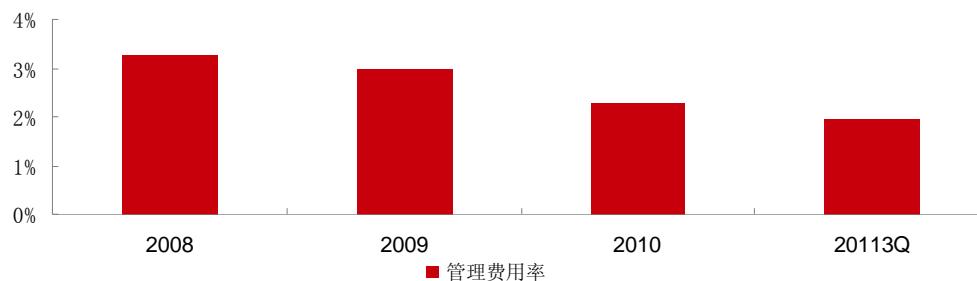
首先，在劳务方面虽然我国出生率一直处于下降趋势，但城市化进程仍将持续，且我国人口基数较大，精装修工人的技术门槛较低，因此目前来看，劳务在未来 3 年不会成为公司扩张的制约因素，而公司部品部件工厂化项目的进行也将降低公司劳务需求的增长速度。其次，在管理和设计人员方面，公司一般会通过外部招聘和内部培养这两种方式进行扩充，公司强大的品牌效应和良好的平台是吸引人才的关键，而苏州大学金螳螂建筑与城市环境学院的第一批学生也将于今年毕业，这将为公司未来的扩张提供良好的人员基础，因此，管理和设计人员也不会成为公司未来扩张的制约因素。

信息化管理是公司规模扩张的基础

公司的管理模式是坚持不转包和不挂靠的原则，总部需要对公司所有项目进行管控，公司只派驻管理人员进驻工地，主要负责施工进度、协调、成本控制、现场质量安全以及与甲方进行沟通，其余的工作都交由专业分包商施工，管理人员只需要控制住各专业分包商的成本、质量和进度即可；主要的原材料木材和石材均由公司总部统一采购调配，部分需要的砂浆、水泥等原材料可酌情由专业分包商自行采购。

公司业务遍布全国，我们认为，ERP 系统的上线，可以帮助公司总部掌握公司各项目的现金流、财务等情况，以合理有效的调配资源，控制项目的风险和审批等，从而提升管理的效率，降低公司的综合管理费用。随着公司业务规模的不断扩大，ERP 系统上线带来的规模效应将进一步体现，公司管理费用率仍然有进一步下行的空间。

图 25：公司管理费用率逐年下降



资料来源：公司定期报告，华泰联合证券研究所整理

我们认为，公司目前这种管理模式的优点在于公司不仅可以有效的控制项目成本和减轻公司的人员负担，还可以有效的防止项目跟随人员流失的现象，这种管理模式加上ERP系统的配合，可以满足公司的快速成长的需求。

盈利预测及估值

核心假设

我们将公司业务拆分成装饰、设计、家具和幕墙，其中，随着公司木制品和石材制品工厂化生产比例的提高，公司装饰业务毛利率逐年上升，其他业务毛利率假设维持稳定。

鉴于公司巨大的成长空间和在行业内的竞争优势，我们假设公司的各项营业收入在未来均保持快速增长。

表格 7：核心假设

	2010	2011E	2012E	2013E
装饰				
营业收入 (元)	5,656,569,003.21	8,202,025,054.65	11,482,835,076.52	15,501,827,353.30
营收增速		45%	40%	35%
毛利率	16.49%	17.00%	17.40%	17.70%
设计				
营业收入 (千元)	676,589,669.01	1,217,861,404.22	2,009,471,316.96	3,014,206,975.44
营收增速		80%	65%	50%
毛利率	17.49%	20.00%	20.00%	20.00%
家具				
营业收入 (千元)	236,884,072.99	473,768,145.98	900,159,477.36	1,620,287,059.25
营业收入增速		100%	90%	80%
毛利率	23.70%	23.00%	23.00%	23.00%
幕墙				
营业收入 (千元)	61,700,078.79	83,295,106.37	108,283,638.28	140,768,729.76
营业收入增速		35%	30%	30%
毛利率	20.00%	20.00%	20.00%	20.00%
合计				
营业收入 (千元)	6,631,742,824.00	9,976,949,711.22	14,500,749,509.11	20,277,090,117.75

营业收入增速	50.44%	45.34%	39.83%
毛利率	17.68%	18.13%	18.48%

资料来源：公司 2010 年报，华泰联合证券研究所整理预测

估值及投资建议

根据我们的预测，公司 2011-2013 年营业收入分别为 101.02 亿元，146.76 亿元和 197.20 亿元，归属上市公司净利润分别为 7.54 亿元，11.74 亿元和 16.37 亿元，3 年 CAGR 达到 47%，2011-2013 年 EPS 分别为 1.44 元，2.24 元和 3.13 元，对应 PE 分别为 22.8X, 15.3X 和 11.0X，考虑到公司的龙头地位、良好的现金流管理能力、高成长性以及下游的公装细分市场受地产调控影响小，我们认为公司对应 2012 年合理 PE 应该在 20X-23x，合理价值区间为 46.4 元-51.3 元，首次覆盖给予买入的评级。

表格 8：装饰行业上市公司估值

公司	2011 PE (E)	2012 PE (E)	2013 PE (E)
洪涛股份	24.36	16.29	16.29
亚厦股份	20.63	13.61	13.61
广田股份	22.50	15.62	15.62
瑞和股份	20.14	13.81	13.81

资料来源：Wind，华泰联合证券研究所整理

风险提示

固定资产投资增速放缓超预期，应收账款回款不力。

盈利预测

资产负债表				利润表					
会计年度	2010	2011E	2012E	2013E	会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
流动资产	3503	6762	9043	12105	营业收入	6639	10102	14676	19720
现金	853	2632	3056	4093	营业成本	5518	8317	12028	16106
应收账款	2359	3641	5290	7108	营业税金及附加	210	319	463	623
其他应收款	97	152	217	294	营业费用	121	152	220	296
预付账款	27	48	65	91	管理费用	153	187	272	365
存货	35	53	77	103	财务费用	-6	-39	-64	-80
其他流动资产	131	236	338	416	资产减值损失	98	98	98	98
非流动资产	557	528	957	1178	公允价值变动收	0	0	0	0
长期投资	10	10	10	10	投资净收益	2	0	0	0
固定资产	367	353	549	742	营业利润	549	1069	1659	2313
无形资产	80	88	97	107	营业外收入	2	0	0	0
其他非流动资	100	78	301	320	营业外支出	2	0	0	0
资产总计	4061	7291	9999	13283	利润总额	549	1069	1659	2313
流动负债	2812	4050	5726	7626	所得税	141	275	427	596
短期借款	0	0	0	0	净利润	408	794	1232	1718
应付账款	2026	3054	4417	5914	少数股东损益	19	40	58	81
其他流动负债	786	996	1309	1711	归属母公司净利	389	754	1174	1637
非流动负债	4	4	4	4	EBITDA	572	1060	1634	2291
长期借款	0	0	0	0	EPS (元)	1.22	1.45	2.26	3.16
其他非流动负	4	4	4	4					
负债合计	2817	4054	5730	7630					
少数股东权益	37	77	135	216					
股本	319	518	518	518					
资本公积	181	1404	1404	1404					
留存收益	707	1237	2211	3514					
归属母公司股	1207	3160	4134	5437					
负债和股东权	4061	7291	9999	13283					
现金流量表				单位:百万元	主要财务比率				
会计年度	2010	2011E	2012E	2013E	会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
经营活动现金	339	562	1022	1567					
净利润	408	794	1232	1718					
折旧摊销	30	30	40	58					
财务费用	-6	-39	-64	-80					
投资损失	-2	0	0	0					
营运资金变动	-165	-389	-369	-333					
其他经营现金	74	166	183	204					
投资活动现金	-1	-21	-463	-277					
资本支出	80	0	453	267					
长期投资	110	11	-1	-1					
其他投资现金	189	-10	-11	-11					
筹资活动现金	-101	1238	-135	-253					
短期借款	0	0	0	0					
长期借款	0	0	0	0					
普通股增加	106	199	0	0					
资本公积增加	2	1223	0	0					
其他筹资现金	-209	-184	-135	-253					
现金净增加额	236	1779	424	1037	P/E	46.16	23.80	15.29	10.96
					P/B	14.86	5.68	4.34	3.30
					EV/EBITDA	30	16	10	7

数据来源：华泰联合证券研究所

**华泰联合证券评级标准：**

时间段 报告发布之日起 6 个月内

基准市场指数 沪深 300 (以下简称基准)

股票评级

买入 股价超越基准 20%以上

增持 股价超越基准 10%-20%

中性 股价相对基准波动在±10% 之间

减持 股价弱于基准 10%-20%

卖出 股价弱于基准 20%以上

行业评级

增持 行业股票指数超越基准

中性 行业股票指数基本与基准持平

减持 行业股票指数明显弱于基准

深圳

深圳市福田区深南大道 4011 号香港中旅大厦 25 层

邮政编码：518048

电 话：86 755 8249 3932

传 真：86 755 8249 2062

电子邮件：lzrd@mail.hthsc.com.cn

上海

上海浦东银城中路 68 号时代金融中心 45 层

邮政编码：200120

电 话：86 21 5010 6028

传 真：86 21 6849 8501

电子邮件：lzrd@mail.hthsc.com.cn

免责申明

本报告仅供华泰联合证券有限责任公司（以下简称“华泰联合”）签约客户使用。华泰联合不因接收到本报告而视其为华泰联合的客户。客户应当认识到有关本报告的短信、邮件提示及电话推荐仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于华泰联合认为可靠的、已公开的信息编制，但华泰联合不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的以往表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使华泰联合发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此华泰联合可不发出特别通知。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给华泰联合客户作参考之用，在任何情况下并不构成私人咨询建议，也没有考虑到个别客户的投资目标或财务状况；同时并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的广告、要约或向人作出的要约邀请。

市场有风险，投资需谨慎。本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，华泰联合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。

华泰联合是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资咨询、投资管理等多项业务的全国性综合类证券公司。在法律许可的情况下，华泰联合投资业务部门可能会持有报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务，可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。华泰联合的投资顾问、销售人员、交易人员以及其他类别专业人士可能会依据不同的信息来源、不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。华泰联合没有将此意见及建议向本报告所有接收者进行更新的义务。华泰联合利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门、集团或关联机构间的信息流动。撰写本报告的证券分析师的薪酬由研究部门管理层和公司高级管理层全权决定，分析师的薪酬不是基于华泰联合投资银行收入而定，但是分析师的薪酬可能与投行整体收入有关，其中包括投行、销售与交易业务。

华泰联合的研究报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发。华泰联合向所有客户同时分发电子版研究报告。华泰联合对本报告具有完全知识产权，未经华泰联合事先书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。若华泰联合以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，华泰联合对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成华泰联合向发送本报告的机构之客户提供投资建议。