

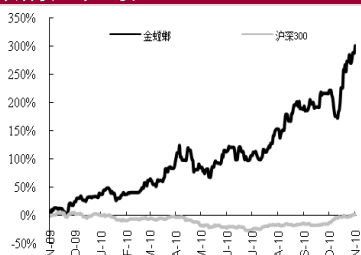


建筑
Construction

2010 年 11 月 10 日

市场数据	2010 年 11 月 9 日
当前价格(元)	61.10
52 周价格区间(元)	22.76-62.55
总市值(百万)	19503
流通市值(百万)	17397
总股本(万股)	31919
流通股(万股)	28474
日均成交额(百万)	92
近一月换手(%)	18.31
第一大股东	苏州金螳螂企业(集团)有限公司
公司网址	www.goldmantis.com

一年期收益率比较



表现	1m	3m	12m
精工钢构	24.6%	68.8%	300.8%
沪深 300	16.6%	25.3%	1.9%

相关报告

王昕

+86 755 21515547

Wangxin2@jyzq.cn

金螳螂(002081)调研简报

—探寻优秀装饰企业的成功基因

评级: 增持

会计年度	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入(百万元)	3463	3338	4107	6255	8743	11435
同比(%)	95%	-4%	23%	52%	40%	31%
归属于母公司的净利润(百万元)	90	138	201	384	553	744
同比(%)	35%	53%	45%	91%	44%	34%
毛利率(%)	12.77%	15.84%	16.84%	16.16%	16.15%	16.16%
每股收益(元)	0.96	0.98	0.94	1.20	1.73	2.33
PE	63.88	62.63	65.18	51.11	35.48	26.38

数据来源: 金元证券研究所

投资要点

- 建筑装饰业既具备与传统建筑业相似的“生产”特征,同时也具备一定的“消费品”特征,具备增量与存量市场双重推动的特点,有一定的市场需求可持续性。
- 根据建筑装饰行业“十二五”发展规划,“十二五”期间,行业总产值年均增长率为 12.3% 左右,行业集中度将逐步提高。在这一过程中,市场将会逐步向优势企业集中,行业龙头企业将会在这一过程中受益。
- 公司是国内建筑装饰行业的龙头企业,连续 8 年被评为中国建筑装饰百强企业第一名。公司具备优秀装饰企业的成功基因,在设计施工方面具备核心竞争优势,通过设计优先和施工优化,实现“艺”与“技”的完美结合。
- 2008 年底国家为拉动经济增长推出的“四万亿”投资计划中涉及的建设项目陆续在今明两年进入内装修阶段,相应带动建筑装饰业进入快速发展阶段。公司酒店装修业务将保持稳定增长,同时继续拓展住宅精装修以及幕墙业务,择机进入园林景观设计施工领域。新业务的拓展有望为公司带来新的业绩增长点。
- 预计公司 2010-2012 年的每股收益分别为 1.20 元、1.73 元、2.33 元。对应当前价格动态市盈率分别为 51 倍、35 倍和 26 倍。存在一定程度低估,给予“增持”评级。
- 风险提示: 宏观经济波动; 公司新增订单量低于预期; 新业务的拓展进度低于预期。

建筑装饰行业未来几年仍将处于稳定发展阶段

建筑装饰业是建筑行业的细分子行业，是指从事为建筑、构造物运用装饰材料对其内部和外部进行装饰装修，提高其使用功能和艺术价值的工程活动的行业。

根据中国建筑装饰协会统计，“十一五”期间，全行业年工程产值总量由 2005 年的 1.15 万亿元，提高到 2010 年的约 2.1 万亿元，总体增长 82.6%，年平均增长速度达到 13% 左右，高于同期全国经济增长水平近 3 个百分点。行业保持了快速发展的势头。

建筑装饰业作为建筑业的子行业，处于建筑业生产最终产品的环节，装饰业既具备与传统建筑业相似的“生产”特征，但同时也具备了某种“消费品”特征，装饰装修是在满足基本需求之后的“锦上添花”式的需求，一般来讲，建筑物在其完成直到整个使用寿命的周期中，都需要进行多次装饰装修。随着政府、企业、居民可支配收入的不断增长，对装饰的需求将会持续，具有需求推动的特征，有一定的市场需求可持续性。

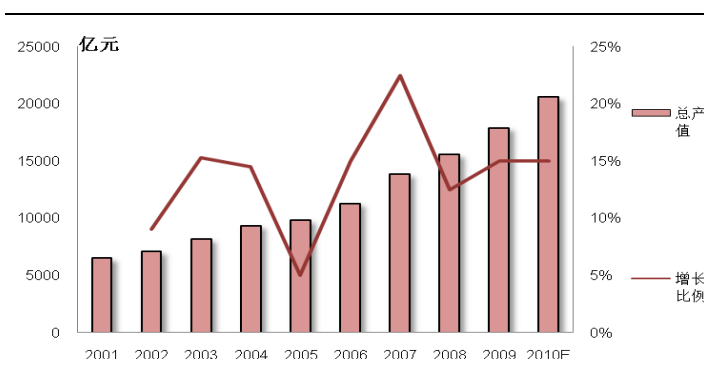
受益于国民经济增长、人民生活水平提高、城镇化进程加快等多种因素，建筑装饰行业未来几年仍将保持稳定发展。

首先，增量市场方面，预计“十二五”期间，我国城市化率仍将保持每年提升 1 个百分点左右，相应将有 1300 万左右的农业人口转化为城市人口，直接拉动建筑业需求 6 亿平方米以上，从而带动建筑装饰行业发展。在房地产住宅精装修市场，出于节能环保、住宅产业化等方面的要求，国家目前正在大力推广住宅精装修，逐步取消毛坯房，根据建设部住宅产业化促进中心《住宅产业现代化技术、经济政策研究》课题测算，2010 年-2020 年，10 年间仅新增住宅需求就达到 1.24 亿套，按 100 平方米每套计算，若仅以 10% 的住宅精装修方式出售，每平方米 600-1000 元的标准，则市场容量即达到 7440 亿元-12400 亿元。

其次在存量市场方面，根据行业协会统计，一般宾馆饭店、写字楼的装修周期是 6-8 年，而娱乐场所、商务用房的装修周期还会更短。保守按照 10 年的周期计算，1998-2007 年 10 年间的建筑装饰行业总收入接近 8 万亿元，因此目前的存量市场部分每年已经可以提供约 8,000 亿元的市场需求。而随着城市化水平提高及居民消费水平的提升，建筑装饰装修的存量市场将继续扩大。

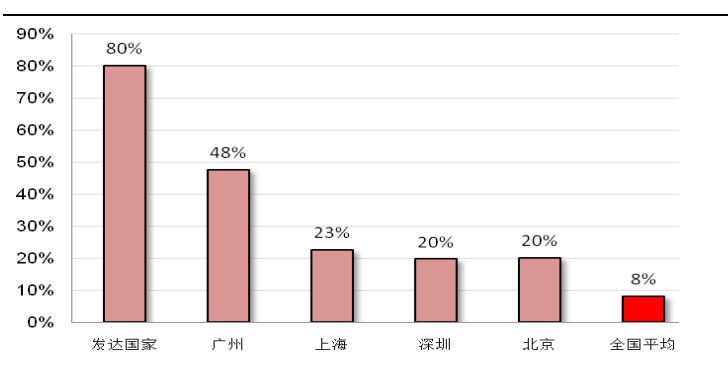
根据建筑装饰行业“十二五”发展规划，至 2015 年，全行业总产值将力争达到 3.8 万亿元，比 2010 年增长 1.7 万亿元，总增长率为 81%，年平均增长率为 12.3% 左右。其中，公共建筑装饰装修（含整体楼盘精装修）争取达到 2.6 万亿元，比 2010 年增长 1.5 万亿元，增长幅度在 136% 左右，年平均增长率为 18.9% 左右。

图表 1 建筑装饰行业近年来保持较快发展



数据来源：中国建筑装饰业协会

图表 2 我国住宅精装修比例仍有很大提升空间



数据来源：金元证券研究所

建筑装饰行业未来将逐步整合，龙头企业优势进一步扩大

建筑装饰行业企业分布相对分散，据协会统计，2008 年建筑装饰行业企业总数为 15 万家，其中，从事公共建筑装饰行业的企业有 3.5 万家，占行业企业总数的 26.67%。从事住宅装饰装修行业的企业约有 11 万家，占行业企业总数的 73.33%。行业呈现“大市场，小企业”的特征，单一企业所占的市场份额较少。2009 年整个建筑装饰行业总产值接近 1.85 万亿元，可即使是行业龙头金螳螂，当年的营收仅为 41 亿元，

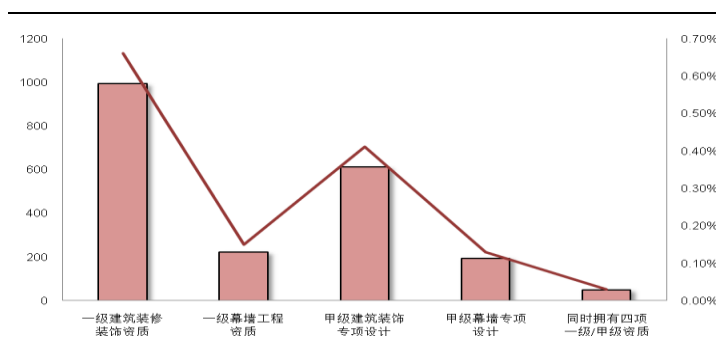
仅占比 0.22%。

相对分散的行业布局提供和孕育了行业整合的机会，从协会的统计数据我们不难看出这一变化：

- 企业总数量不断下降。“十一五”期间，建筑装饰行业的企业数量，由 2005 年的 19 万家，下降到 2010 年的 14.8 万家，下降幅度为 23 %。
- 拥有资质的企业数量不断增加。取得由建设行政主管部门核发工程资质的企业数量由 2005 年的 4.5 万家左右，增加到 5.8 万家左右，增加了 1.3 万家，增长幅度为 28.9 %。
- 行业前 100 强企业的总产值增长速度在不断提高，出现了一批年产值在 20 亿元以上的大型装饰企业。前 100 强总产值由 2005 年的 3.58 亿元，增长到 2010 年的 10.2 亿元，5 年增长了 280 %，平均年增幅达到了 26 %，高于行业平均水平 12 个百分点以上。

由此不难看出，当前装饰行业正处在由分散走向集中的过程中，行业集中度逐渐提高。根据建筑装饰行业“十二五”规划，到 2015 年，全行业的企业总数将控制在 12 万家左右，较目前减少约 3 万家，行业前 100 强企业的平均产值将达到 25 亿元，行业龙头企业工程产值力争达到 180 亿元。我们可以预计，在这一过程中，那些资质完整，实力突出的优势企业，未来有望成为行业整合过程中的主要力量，市场将会逐步向优势企业集中，行业龙头企业将会在这一过程中受益。

图表 3 拥有资质的企业相对占比较少



数据来源：金元证券研究所

公司是装饰行业的龙头企业

公司是国内建筑装饰行业的龙头企业，连续 8 年被评为中国建筑装饰百强企业第一名，在行业内首家取得“中国驰名商标”。截止到 2009

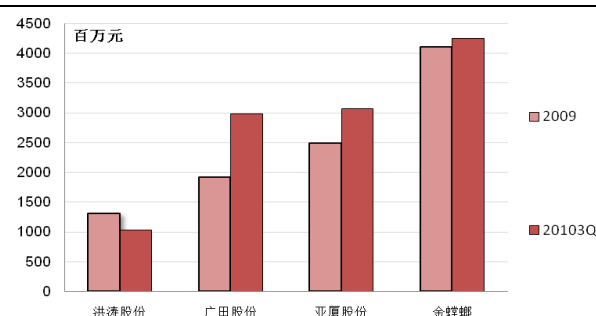
年公司已获得中国建筑工程鲁班奖 30 项、国家建筑工程装饰奖 62 项，成为行业获得“国优”最多的装饰企业。公司拥有建筑装修装饰工程专业承包一级、建筑幕墙工程专业承包一级、建筑装饰专项工程设计甲级、建筑幕墙专项工程设计甲级等资质，是业内拥有资质数量最多、等级最高的企业。

图表 4 全国建筑装饰前 10 名企业名单

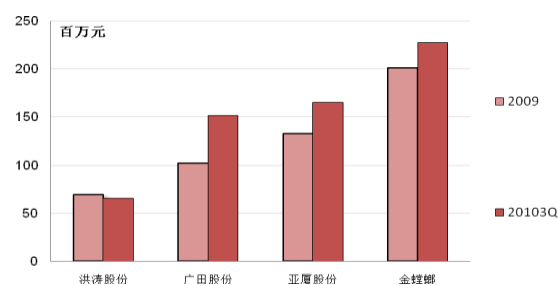
公司名称	2008 年度	2007 年度
苏州金螳螂建筑装饰股份有限公司	1	1
浙江亚厦装饰股份有限公司	2	2
深圳市深装总装饰工程工业有限公司	3	3
中国建筑装饰工程有限公司	4	4
深圳市洪涛装饰股份有限公司	5	5
深圳广田装饰集团股份有限公司	6	6
深圳市科源建设集团有限公司	7	7
北京港源建筑装饰工程有限公司	8	9
深圳市建筑装饰（集团）有限公司	9	17
深圳长城家俱装饰工程有限公司	10	8

数据来源：中国建筑装饰业协会

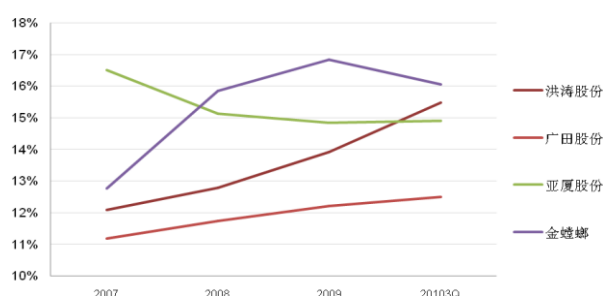
图表 5 公司收入规模位居第一



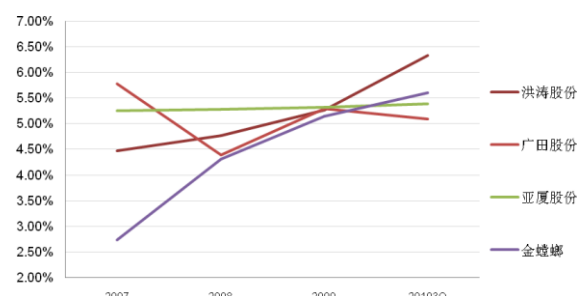
图表 6 公司净利润规模位居第一



图表 7 公司毛利率水平处于前列



图表 8 公司净利率水平不断提高



数据来源：公司公告

探寻优秀装饰企业的成功基因：设计领先+施工优化

装饰企业业务的核心可概括为设计和施工两大部分，对于企业而言，这两大部分既可以独立运作也可以相互衔接，即单独对外承揽设

计或施工业务，或者是“设计+施工”的综合承包业务。但无论对于哪一种模式，设计对于企业的影响都是很重要的一个方面。

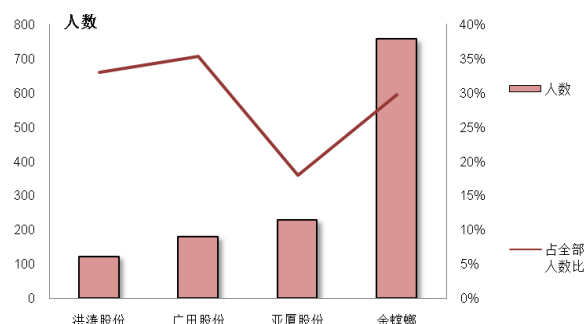
建筑装饰业与建筑业的一个重要区别之处在于：前者是对后者使用功能和艺术价值的创造和体现，是在后者基础之上的再创作。一个好的装饰项目，必须创造及保持项目的独特性、个性、趣味及原创性，这些因素是项目得以成功的关键。而实现这些目标的主要手段就是一个好的创意和设计。

公司目前拥有 900 多名设计师，其中有 20 名全国最具影响力资深设计师和 60 名全国杰出中青年设计师，无论是从设计人员数量还是从设计人员素质来看，公司在国内建筑装饰行业都是首屈一指的。2009 年，公司荣获“1989-2009 中国室内设计二十年中国十大优秀室内设计机构”和“中国工程设计企业 60 强”等多项荣誉。

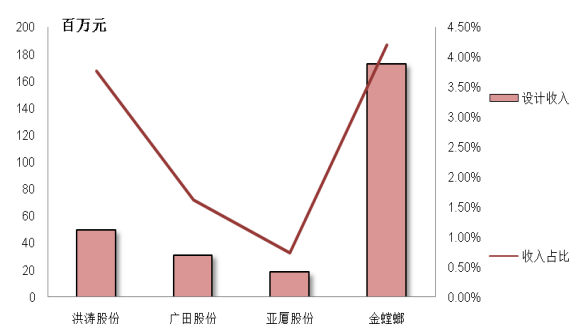
公司的设计领先理念主要体现在设计优先、设计专业化、设计人才的培养以及人才的激励等方面。

- **设计优先：**针对每一个工程项目，公司会成立由资深高级设计师领衔的项目专案小组。依托深厚的职业素养和长期的实战经验，从专业的角度出发，对项目进行深入研究与考察，在专业设计、市场状况和客户需求中找到项目个性化的解决方案。从而给客户更为精致的专业化服务。
- **设计专业化：**公司先后组建了酒店、办公空间、医疗卫生、体育场馆、灯光照明等专业事务所。形成“术业有专攻”的设计师团队，为客户“量身定做”最佳方案，实现客户价值的完美体现。
- **设计人才的培养：**公司在国内最早进行产、学、研一体化探索和实践，2007 年公司与苏州大学共建“金螳螂建筑与城市环境学院”，专门为公司培养各类后续人才，目前已取得一定成效。同时公司也采取与境内外高校、设计机构交流、合作、考察学习等方式不断开拓和提高在职设计人员的专业水平，促进了公司设计水平与国际接轨。
- **设计人才的激励：**针对设计师这一较为个性化的人群，除了常规的激励手段之外，公司采取了更为弹性和灵活的激励措施，针对处于不同需求阶段的人员采取不同的激励策略，如成立以个人命名的设计工作室、给予更具挑战性的工作、安排更多的学习与提高机会等，从而达到切实有效的激励效果。公司的设计人员数量近年来保持稳定，人员流动率很低，证明了公司激励手段的有效性。

图表 9 公司设计人员数量居首



图表 10 公司设计收入高于可比公司



数据来源：公司公告、Wind 资讯（2009 年年报）

建筑装饰之所以与普通建筑施工不同，在于建筑装饰是“艺”（Art）与“技”（Technique）的结合，其中“艺”就是设计，而“技”则是施工。有了好的创意，如果缺乏相应的施工技术，不能将设计师的想法完美呈现，那么最终产品的效果就会大打折扣。所以说，“艺”是项目成功的前提和条件，而“技”则是项目成功的最终保证。

公司经过长期的市场考验，自然非常明白其中的道理。目前公司拥有 300 多名注册一、二级建造师队伍和经过公司严格培训、通过长期磨合、统一管理标准的施工队伍，公司长期坚持不转包、不挂靠原则，为项目的品质控制、过程管理奠定了坚实的基础。

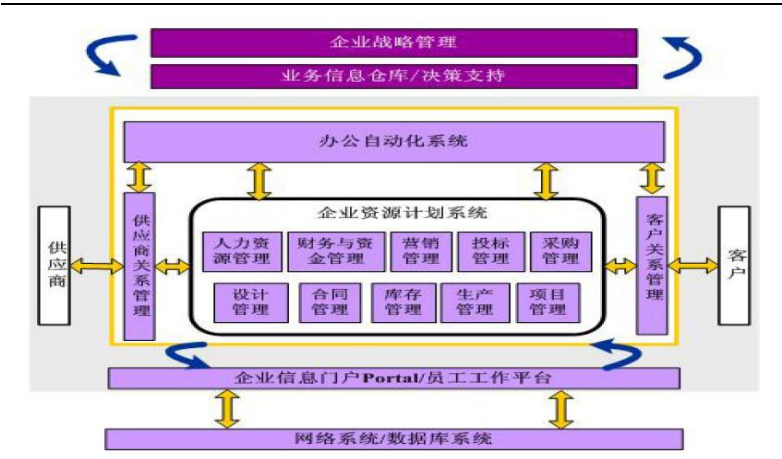
公司在优化施工管理方面采取的主要措施：

- 利用 ERP 系统实现项目及人员的动态管理，有效提高工作效率。公司募集资金建设的 ERP 系统已投入运营。该系统是国内建筑装饰行业内首款、独创、专业的信息化管理系统，系统全面覆盖了公司生产经营的全过程，涵盖了从项目信息、进度计划、成本预算、成本管理、材料管理、内部结算、资金计划、工程审计、工程收款等方面，实现了工程项目的全过程、标准化、动态化管理。通过该平台可以实现人员的科学合理调度以及对施工部门进行日常管理培训，有效地解决了公司驻外机构多、项目施工地点分散带来的管理困难，节省差旅费用，提高工作效率。
- 公司首创并成功运用了“捆绑经营”、“50/80”管理体系，在原有施工管理团队和业务团队较有优势的基础上，引入新的团队管理观念和标准化过程控制模式，形成团队凝聚力更强、过程控制更完善、风险控制力更强的管理体系。

■ 大力推进装饰部品部件工厂化生产。部品部件生产工厂化、施工现场装配化，是建筑装饰业的发展方向。实行部品部件生产工厂化生产可以改变传统的施工方式，提高专业性，达到技术规范化、质量标准、生产批量化的要求。公司募集资金建设的部品部件工厂化生产基地已于 2009 年投入使用。与传统的现场加工装配方式相比，工厂化的生产方式可以在提高部品部件质量及可靠性的同时有效地降低综合成本，缩短项目施工周期，降低项目现场管理的难度，整体工程质量及效果也更有保证。

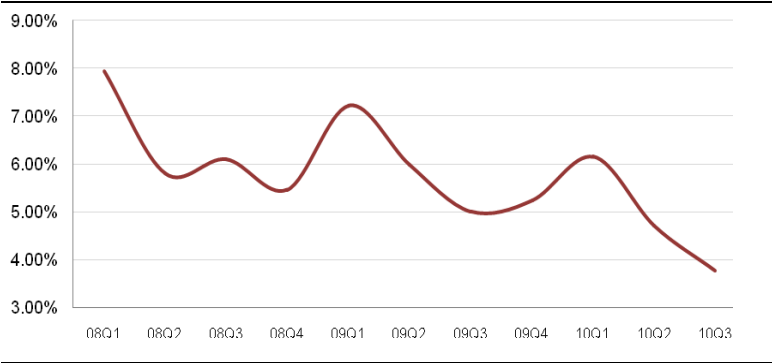
正是由于公司在设计和施工两方面着力打造的竞争力，使得公司实现了“艺”与“技”的完美结合，成就了公司超越同行业其他公司的核心竞争力。

图表 11 公司信息化功能结构图



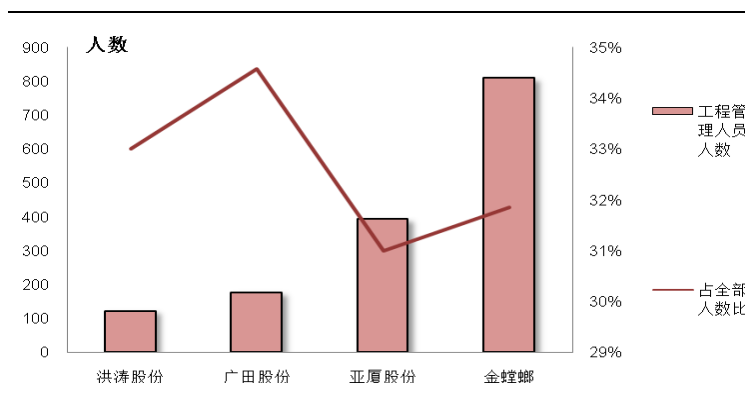
数据来源：公司招股说明书

图表 12 公司期间费用率呈下降趋势



数据来源：Wind 资讯

图表 13 公司工程管理人员人数及占比



数据来源：公司公告

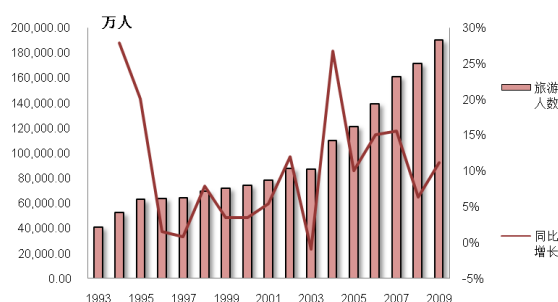
公司进入良性滚动发展期

建筑装饰行业在产业链上相对处于建筑业下游，更加靠近最终使用端，因此建筑装饰业的订单及收入增长相对建筑业有一定的滞后期。2008 年底国家为拉动经济增长推出的“四万亿”投资计划中涉及的项目陆续在今明两年进入内装修阶段，相应带动建筑装饰业进入快速发展阶段。公司作为行业中的龙头企业，拥有设计及施工方面的明显优势，具备成功企业的基因，已进入自我良性滚动发展阶段，未来的发展空间十分巨大。

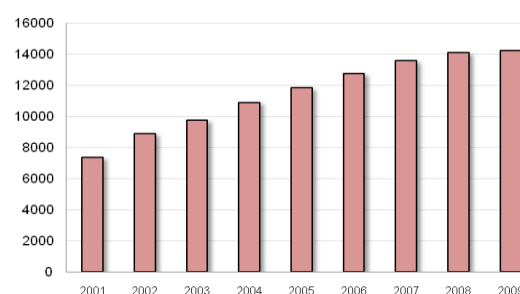
■ 酒店装修业务稳定增长

随着国内居民收入的增加、生活理念的改变以及交通设施的不断完善，居民出行旅游逐渐增加，因此带动旅游业、餐饮业、酒店业等行业快速发展，相关基础设施建设进入快速发展阶段。公司在酒店装修领域拥有丰富经验，具有突出的竞争优势。公司与洲际、万豪、希尔顿、凯悦、香格里拉、凯宾斯基等国际知名酒店均有良好的合作，其中与香格里拉的合作最为密切。目前酒店装饰收入占到公司全部收入的近 50%，由于酒店装修往往需要考虑同一品牌下的风格一致，因此具备一定的选择粘性，公司受益于以往的长期合作关系以及过往项目受到的良好评价，未来订单增长有望保持稳定。

图表 14 国内旅游人数逐年增长



图表 15 国内星级酒店数量不断增长



数据来源：国家旅游局

■ 住房精装修业务未来逐步增长

精装修住房与毛坯房和简装房相比，具有装修整体成本低、环境污染小、节能环保、装修质量有保障等多重优势。我国目前的住宅精装修比例与发达国家相比明显偏低，住宅精装修未来将是国家大力推广的发展方向。

公司目前已组建了针对住宅精装修市场的项目团队，未来将会逐步拓展这一块市场。由于住宅精装修的模式与公共装饰装修存在差异，公司将会采取稳健的方式推进该业务，在项目的选择上会偏向于中高端，以便充分发挥公司的设计及施工优势，盈利能力也较普通的低端装修更有保证。

图表 16 我国各地出台的关于住宅精装修的规定

地区	主要内容
深圳	力争2010年底前，销售住宅基本实现100%一次性装修。同时进行多项配套的改革，包括在土地出让合同中明确规定新建住宅必须进行“全装修”，政府投资兴建政策性住房必须实行“全装修”
上海	到2010年，全装修住宅占新建商品住宅的比例在中心城区达到60%-70%，其他地区力争达到30%-40%
杭州	2008年起，新建商品住宅中，全装修房的比例要占50%以上
北京	《北京市廉租房、经济适用房及两限房技术导则》，要求政策性住房全部带装修

数据来源：金元证券研究所

■ 幕墙及园林景观业务有望成为新的收入增长点

2009年，公司以现金方式对全资子公司苏州金螳螂幕墙有限公司增资5000万元；增资后，苏州金螳螂幕墙注册资本增加到1亿元。此举可视为公司大力发展幕墙业务的一个信号。建筑幕墙行业的发展与大力推广发展节能省地型住宅与公共建筑的方针相符，我国已成为世

界第一大建筑幕墙生产大国与使用大国，玻璃幕墙使用面积已占世界玻璃幕墙使用总面积的 1/2，幕墙行业年产值已超过 400 亿元。

与其他建筑装饰行业相比，玻璃幕墙多为高空室外施工，同时高层建筑对幕墙的抗风、抗震性能要求相当高，准入门槛较高。公司具备建筑目前工程专业承包一级和建筑幕墙专项工程设计甲级资质。均为行业最高资质。2009 年公司幕墙业务收入达 4.8 亿元，并连续三年入选中国建筑幕墙行业 50 强企业。

公司在苏州高新技术区建立了占地 120 亩的幕墙生产加工基地，随着产能的释放，公司幕墙业务的收入将逐步提升，预计今年公司幕墙业务收入将增长 30%以上，未来仍将保持快速增长。

2009 年 8 月，公司成立了全资子公司“苏州金螳螂园林绿化景观有限公司”，主要业务为城市园林绿化工程的施工与设计、园林古建筑工程的施工与设计。目前公司具备城市园林绿化企业一级资质、园林古建筑专业承包一级资质以及风景园林专项工程设计乙级资质，已经具备进入园林绿化市场的条件，凭借公司在设计以及施工方面的深厚实力，公司将有望进入这个新的市场。园林设计及施工业务的毛利率高于装饰装修，该业务规模的扩大将有助于提升公司的盈利能力，但目前该业务的占比仍较小，尚未对公司盈利形成明显贡献，对该业务的进展我们将保持关注。

盈利预测及估值

结合公司的订单量以及今后的增长情况，我们预计公司 2010-2012 年的每股收益分别为 1.20 元、1.73 元、2.33 元，对应 11 月 9 日的收盘价市盈率分别为 51 倍、35 倍、26 倍。低于可比公司均值以及行业板块均值。我们认为公司所处行业发展空间巨大，公司在设计及施工方面具备突出优势，具备建筑装饰类企业的必须成功基因，已经进入自我良性滚动发展阶段，未来增量业务将为公司带来新的收入增长点。目前估值存在一定程度的低估，给予公司“增持”评级。

图表 17 公司与可比公司估值对比

证券代码	证券简称	收盘价	EPS		PE	
		20101108	2010	2011	2010	2011
002375.SZ	亚厦股份	84.33	1.27	2.04	66.39	41.31
002325.SZ	洪涛股份	41.14	0.76	1.10	54.37	37.38
002482.SZ	广田股份	90.31	1.37	2.23	65.92	40.50
平均值					62.23	39.73
SW装修装饰					64.95	42.31
002081.SZ	金螳螂	61.45	1.20	1.73	51.21	35.52

数据来源：金元证券研究所

风险提示

宏观经济波动；公司新增订单量低于预期；新业务的拓展进度低于预期。

金元证券股票投资评级标准:

买入: 股票价格在未来 6 个月内超越大盘 15%以上;

增持: 股票价格在未来 6 个月内相对大盘变动幅度为 5%~15%;

中性: 股票价格在未来 6 个月内相对大盘变动幅度为-5%~+5%;

减持: 股票价格在未来 6 个月内相对大盘变动幅度为-5%~-15%;

本报告是金元证券研究所的分析师通过深入研究,对公司的投资价值做出的评判,谨代表金元证券研究所的观点,投资者需根据情况自行判断,我们对投资者的投资行为不负任何责任。金元证券研究所无报告更新的义务,如果报告中的具体情况发生了变化,我们将不会另行通知。本报告版权属金元证券股份有限公司及其研究所所有。未经许可,严禁以任何方式将本报告全部或部分翻印和传播。

This report is issued by GSCO Comprehensive Research Institute and based on information obtained from sources believed to be reliable but is not guaranteed as being accurate, nor is it a complete statement or summary of the securities, markets or developments referred to in the report. The report should not be regarded by recipients as a substitute for the exercise of their own judgments. Any opinions expressed in this report are subject to change without notice and GSCO is not under any obligation to upgrade or keep current the information contained herein. 2010. All rights reserved. No part of this report may be reproduced or distributed in any manner without the written permission of GSCO.