



建筑建材行业

报告原因： 公司年报披露

金螳螂（002081）：稳定灵活的经营团队 美好的行业发展前景

评级：增持

2009年3月6日

执笔人：

赵红

zhaohong@sxzq.com

010-82190392

联系人

焦春成

0351-8686990

sxzqyjfzb@i618.com.cn

地址：太原市府西街69号国贸中心A座28层

电话：0351-8686990

山西证券股份有限公司

http://www.i618.com.cn

- **面对金融危机公司及时调整策略 实现净利润增速超过50%**。2008年，公司实现营业收入33.37亿元，同比下降3.63%，整体由于公司所签订的工程合同均为开口合同，08年实现毛利率为15.84%，比07年提高了3个百分点，实现营业利润1.86亿元，同比增长33.08%，比上年增速提高2个百分点，实现归属于母公司所有者净利润1.38亿元，同比增长53%，08年公司每股收益为0.98元，比上年增厚0.34元。
- **建筑装饰业务调整目标市场 支撑盈利空间**。受到金融危机和经济衰退影响，房地产开发、酒店等新建设规模大幅缩减，公司的业务需求不可避免受到影响。但是，公司及时调整目标市场，从传统的房屋住宅装修、酒店装修向国家投建的基础设施和更高端市场建设转移，如上海世博会及国家级重点工程等，保证了公司建筑装饰业务的盈利空间。
- **应收账款占比高因行业特点 每股现金流仍很充沛**。2008年末，公司应收账款净值为11.98亿元，占到全部流动资产的72.56%，占比较高，主要因为建筑装饰业务的工程结算特点和工程确认收入的方法改变造成的，但是，公司的每股净现金流仍比较充沛，2008年底，公司经营活动现金净流量为1.1亿元，同比增多90%，每股现金流为0.78元，比上年增加0.37元。
- **稳定的利润分配**。公司上市以来保持了稳定的利润分配，08年公告的利润分配方案为10股送2元（转赠5股）。
- **居行业百强之首 发展前景非常广阔**。公司是建筑装饰行业的龙头，连续六年获得中国建筑装饰行业百强企业第一名，随着募集资金投资项目幕墙加工中心的竣工投产，公司木制品、幕墙产能扩大，公司的生产效率将会进一步提高。凭借装饰行业巨大的发展空间和公司强大的品牌优势和质量保障，公司的盈利规模和市场空间将被打开，发展前景值得期待。
- **实施股权激励更有利于公司长远发展**。2008年公司开始实施经修改后的股权激励计划，授予激励对象300万份股票期权，对应标的股票300万股，占目前本公司总股本14,100万股的2.13%；股票期权激励计划有效期为自股票期权授权日起5年。股权激励实施后，更有利于公司经营团队的稳定、经营业绩的增长和更长远发展。
- **盈利预测和投资建议**。我们预计09年和10年可实现净利润1.76亿元和2.17亿元，按照目前股本计算，每股收益为1.25元和1.54元，给与25-30倍PE，未来12个月内，公司合理价位31.25-37.5元，给予“增持”评级。



面对金融危机公司及时调整策略 实现净利润增速超过 50%

2008 年，公司所处的建筑装饰行业因世界金融危机爆发，受到一定程度的影响。面对经济环境的变化，公司及时调整目标市场，保证了全年的经营业绩实现稳定增长。

✧ 2008 年，公司实现营业收入 33.37 亿元，同比下降 3.63%（主要因为按照新会计准则要求工程确认收入需采用完工百分比法导致 2007 年营业收入大幅增加，因此 08 年收入增幅下降）；

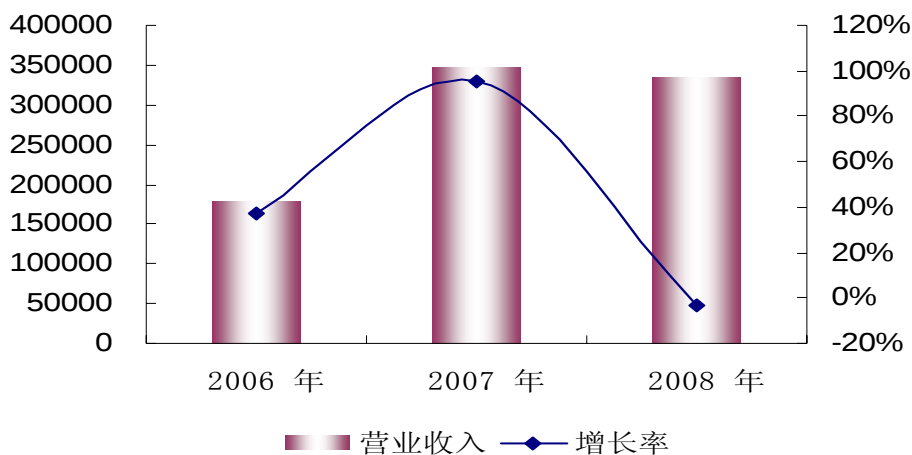
✧ 公司整体毛利率为 15.84%，比 07 年提高了 3 个百分点，主要原因在于公司所签订的合同均为开口合同（即原材料价格变动超过一定范围以外的部分，均由客户方承担），去年原材料大幅上涨对公司盈利空间影响很小；

✧ 实现营业利润 1.86 亿元，同比增长 33.08%，比上年增速提高 2 个百分点

✧ 因执行新的所得税率 25%，公司净利润大幅度 52.02%：实现归属于母公司所有者净利润 1.38 亿元，同比增长 53%。

✧ 按照 07 年转股后的新股本计算，08 年公司每股收益为 0.98 元，比上年增厚 0.34 元。

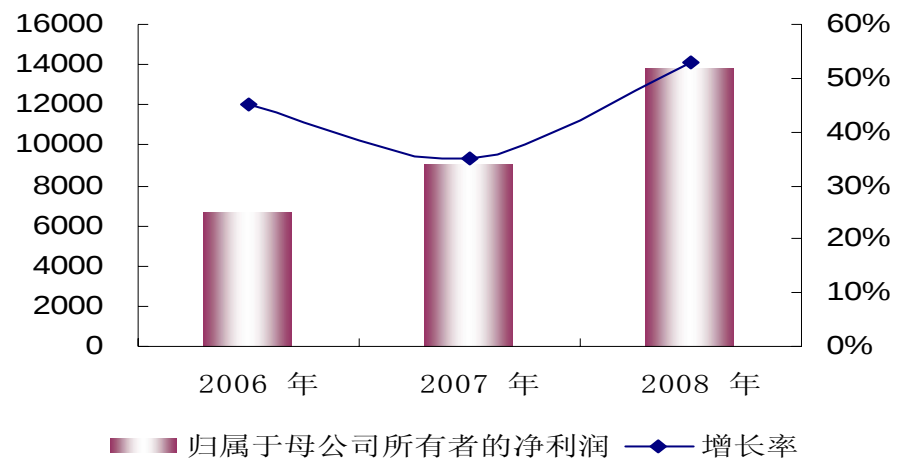
08 营业收入下降 3.63% 系 07 年改变收入确认方法导致



资料来源：公司公告，山西证券研究所

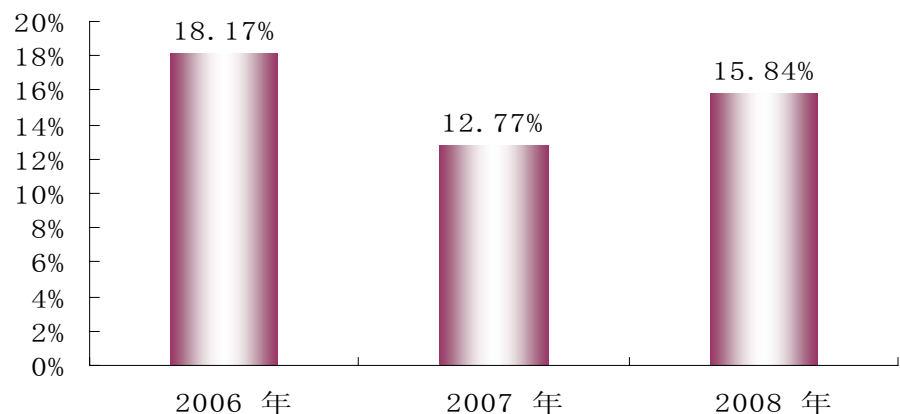


盈利能力提高和所得税率降低净利润增幅超过 50%



资料来源：公司公告，山西证券研究所

08 年原材料成本上升由客户承担 毛利率上升 3 个百分点



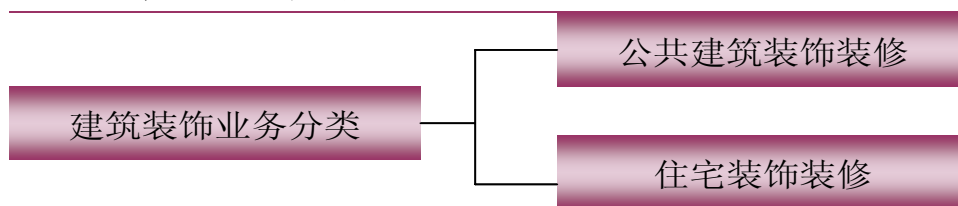
资料来源：公司公告，山西证券研究所

建筑装饰业务调整目标市场 支撑盈利空间

公司的主要业务包括装饰、幕墙、景观、艺术品等设计、家具制作等，建筑装饰目前是公司的绝对收入来源，占到收入比重达到95%。

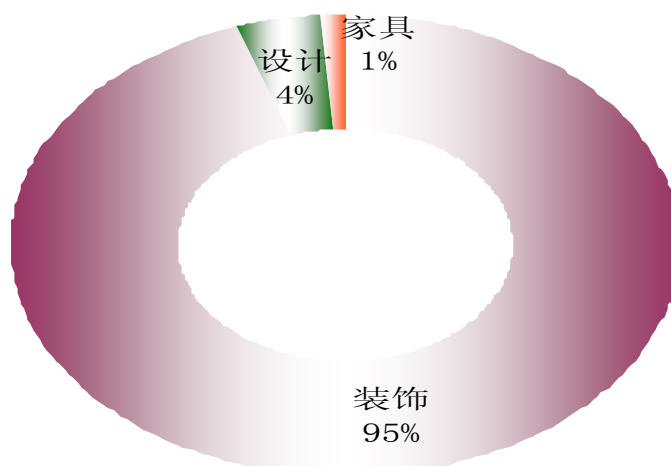
公司所从事的建筑装饰业务涉及公共建筑装饰装修和住宅装饰装修，受到金融危机和经济衰退影响，房地产开发、酒店等新建设规模大幅缩减，公司的业务需求不可避免受到影响。但是，公司及时调整目标市场，从传统的房屋住宅装修、酒店装修向国家投建的基础设施和更高端市场建设转移，如上海世博会及国家级重点工程等，开拓了更广阔的空间，提高了公司知名度。

公司所从事的建筑装饰业务分类



资料来源：山西证券研究所

建筑装饰收入占比超过95%



资料来源：公司公告，山西证券研究所

2008年，公司建筑装饰业务实现营业收入3.33亿元，毛利率达到15.67%，比07年提高了3.2个百分点，实现毛利4.95亿元，占到总共毛利的93.56%。

建筑装饰毛利率提高3.2个百分点





资料来源：公司公告，山西证券研究所

应收账款占比高因行业特点 每股现金流仍很充沛

2008年末，公司应收账款净值为11.98亿元，占到全部流动资产的72.56%，占比较高，主要因为建筑装饰业务的工程结算特点和工程确认收入的方法改变造成的：

(1) 通常情况下，建筑装饰工程业务与委托方签订合同同时对工程结算款约定为：工程未完工时，建设单位按照完工工程额的60%-70%支付工程进度款，工程竣工时，支付至工程预计总造价的60%-70%，工程决算审计后，支付至决算总造价的95%，余款5%作为保修金在保修期（通常为1-3年）满后10个工作日内支付。这种按照时间节点约定付款的结算方式导致公司应收账款余额较大。

(2) 公司目前采用完工百分比法确认收入，在工程尚未完成时，按照合同额乘以完工进度扣除以前会计期间累计已确认收入后的金额，确认当期劳务收入，同时，将确认的收入与实际收款之间的差额作为应收账款，由于收入确认方法的特点，公司对委托方按合同约定尚未到期的工程款只能作为应收账款来反映，导致账面应收账款余额较大。

流动资产中应收账款占比



资料来源：公司公告，山西证券研究所

但是，公司的每股净现金流仍比较充沛，2008年底，公司经营活动现金净流量为1.1亿元，同比增多90%，每股现金流为0.78元，比上年增加0.37元，公司的经营活动表现出很强的现金回收能力。



每股经营净现金流



资料来源：公司公告，山西证券研究所

行业内百强之首 发展前景非常广阔

我国建筑装饰行业以每年15%以上速度发展，年均行业产值约占当年GDP 的6%以上。根据中国建筑装饰行业预测，“十一五”期间，建筑装饰行业市场总规模将达到54,000 亿元左右，年均装饰产值10,800 亿元，年均增长速度22.7%，巨大的发展潜力和良好的成长空间将给建筑装饰行业带来巨大的发展机遇。

公司是建筑装饰行业的龙头，连续六年获得中国建筑装饰行业百强企业第一名，荣获鲁班奖五项、全国建筑工程装饰奖十二项，为荣获“国优”奖项最多的建筑装饰企业，行业领先地位优势明显。

公司已经建立了包括室内装饰、幕墙、景观、艺术品等设计、施工和服务一体化的“大装饰”格局，随着募集资金投资项目幕墙加工中心的竣工投产，公司木制品、幕墙产能大幅提高，公司的生产效率将会进一步提高。凭借装饰行业巨大的发展空间和公司强大的品牌优势和质量保障，公司的盈利规模和市场空间将被打开，发展前景值得期待。

实施股权激励更有利于公司长远发展

2008年公司开始实施经修改后的股权激励计划，授予激励对象300万份股票期权，对应标的股票300万股，占目前本公司总股本14,100万股的2.13%；激励对象为公司董事（不包括独立董事）、高级管理人员和核心技术（业务）人员；行权价格为32.53元（目前股价为26.3元），股票期权激励计划有效期为自股票期权授

权日起5年。股权激励实施后，有利于公司经营团队的稳定、经营业绩的增长和更长远发展。

股权激励行权期行权安排

行权期	行权时间	可行权数量 占获授期权数量比例
第一个行权期	自本激励计划授权日起 12 个月后的首个交易日起至授权日起 30 个月内的最后一个交易日当日止	30%
第二个行权期	自本激励计划授权日起 30 个月后的首个交易日起至授权日起 48 个月内的最后一个交易日当日止	30%
第三个行权期	自本激励计划授权日起 48 个月后的首个交易日起至授权日起 60 个月内的最后一个交易日当日止	40%

资料来源：公司公告，山西证券研究所

股权激励行权条件

行权期	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%

资料来源：公司公告，山西证券研究所

盈利预测和投资建议

我们预计09年和10年可实现净利润1.76亿元和2.17亿元，按照目前股本计算，每股收益为1.25元和1.54元，给与25-30倍PE，未来12个月内，公司合理价位31.25-37.5元，给予“增持”评级。

	2007	2008	2009E	2010E
一、营业总收入	346,226.02	333,701.15	401,009.26	486,119.96
二、营业总成本	332,346.62	315,195.56	376,511.25	455,985.52
营业成本	302,122.87	280,889.73	336,227.76	407,682.82
营业税金及附加	11,017.74	10,534.11	12,671.89	15,361.39
销售费用	8,426.65	10,251.63	12,319.40	14,934.09
管理费用	8,345.04	10,847.27	13,032.80	15,798.90



财务费用	-485.59	-209.74	-240.61	-291.67
资产减值损失	2,919.91	2,882.56	2,500.00	2,500.00
三、其他经营收益				
投资净收益	1.50	42.49	0.00	0.00
四、营业利润	13,989.21	18,617.12	24,498.00	30,134.44
加：营业外收入	848.47	1,167.19	0.00	0.00
减：营业外支出	19.11	264.69	0.00	0.00
五、利润总额（	14,818.57	19,519.62	24,498.00	30,134.44
减：所得税	5,348.94	5,124.09	6,124.50	7,533.61
六、净利润	9,469.63	14,395.53	18,373.50	22,600.83
减：少数股东损益	427.88	560.21	734.94	904.03
归属于母公司所有者的净利润	9,041.75	13,835.31	17,638.56	21,696.80
每股收益	0.64	0.98	1.25	1.54

资料来源：山西证券研究所

投资评级的说明：

——报告发布后的 6 个月内上市公司股票涨跌幅相对同期上证指数/深证成指的涨跌幅为基准

——股票投资评级标准：

买入： 相对强于市场表现 20%以上
 增持： 相对强于市场表现 5~20%
 中性： 相对市场表现在-5%~+5%之间波动
 减持： 相对弱于市场表现 5%以下

——行业投资评级标准：

看好： 行业超越市场整体表现
 中性： 行业与整体市场表现基本持平
 看淡： 行业弱于整体市场表现



免责声明:

本报告中的信息均来源于已公开的资料，我们对这些信息的准确性及完整性不作保证，不保证该信息未经任何更改。在任何情况下，报告中的信息或的意见并不构成所述证券买卖的出价或询价。任何情况下，不对本报告中的任何内容对任何投资作出任何形式的担保。我公司及其关联机会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。我公司的关联机构或个人可能在公开前已经使用或了解其中的信息。本报告归山西证券股份有限公司所有，未经同意不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。