



上市公司年报点评

建筑—建筑装饰

增持 维持

金螳螂 (002081)

2008 年 3 月 18 日

利润保持高增长，受经济危机影响有限

建筑工程行业首席分析师：江孔亮

kljiang@htsec.com

021-23219422

建筑建材行业助理分析师：蒲世林

pusl@htsec.com

021-23219054

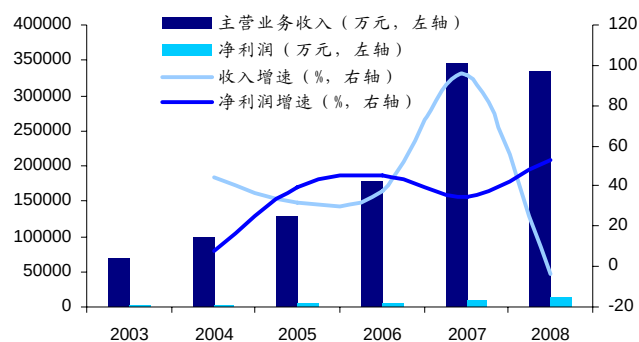
事件：公司 3 月 17 日公布 2008 年度报告，实现主营业务收入 33.38 亿元，同比增长-3.63%，实现归属于母公司股东的净利润 1.38 亿元，同比增长 53.02%。2008 年度利润分配预案为：以 2008 年 12 月 31 日公司总股本 14100 万股为基数，向全体股东按每 10 股分配现金红利 2.00 元（含税），以 2008 年 12 月 31 日公司总股本 14100 万股为基数，用资本公积金向全体股东按每 10 股转增 5 股的比例转增股本。

简评：净利润增速大幅快于主营业务收入增速的主要原因是公司在 2007 年执行新会计准则导致 2007 年收入和成本大幅增加、毛利率下滑，以及 2008 年所得税率下调为 25%。虽然公司主营业务受到了来自酒店和房地产行业低迷的不利影响，但国家 4 万亿投资带动的大型公共建筑建设给公司带来了新的机遇。鉴于公司在装饰行业的龙头地位，我们预计公司在 2009、2010 年收入和利润仍能保持较快的增长，预测 2009、2010 年每股收益（暂不考虑送转股的摊薄）为 1.22、1.44 元，维持“增持”评级。

营业收入和净利润增速不匹配主要源于会计制度的变更。公司 2008 年营业收入及营业成本同比有所下降，主要原因是公司在 2007 年根据新会计准则的要求采用完工百分比法确认劳务收入、结转成本，并对上述会计政策变更采用未来适用法，2007 年 1 月 1 日前未完工项目均在 2007 年度按照完工百分比法确认收入，结转成本，导致 2007 年度营业收入和营业成本大幅增加，毛利率下滑至 12.77%。我们估计排除会计制度变更的因素，2008 年收入增长率应该在 30% 左右。

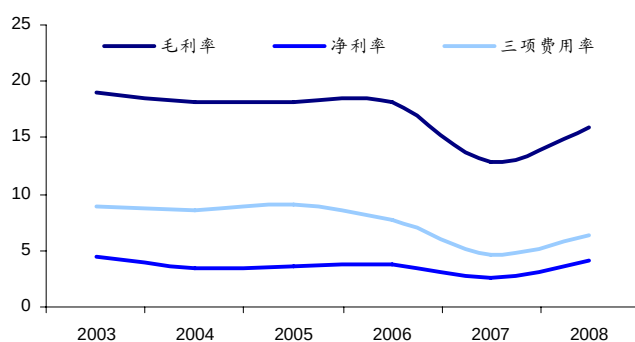
公司发展速度很快，2003 年至 2008 年收入和净利润的复合增长率分别为 37.4%、35.2%。公司毛利率和净利率一直以来比较稳定，但在 2007 年下滑幅度较大，主要是会计制度变更而非经营本身原因。由于公司签订的合同大多为开口合同，原材料价格波动对毛利率的影响不大，我们认为只要行业竞争环境不出现大的变化，公司的毛利率未来有望维持稳定。公司三项费用率总体上呈逐步下降的趋势，2007 年由于会计制度变更导致收入大幅增加而费用增幅相对较小使得三项费用率下降幅度较大。

图 1 2003-2008 年收入和净利润增长情况



资料来源：海通证券研究所

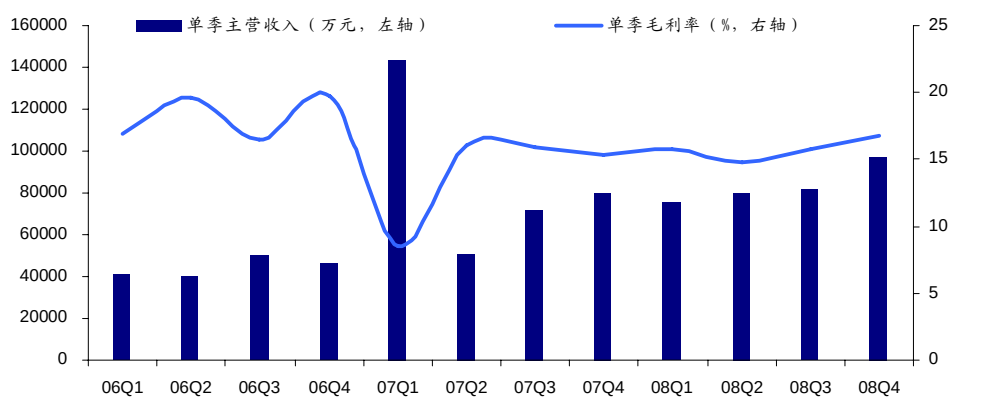
图 2 2003-08 年毛利率、净利率和三项费用率变化情况 (%)



资料来源：海通证券研究所

收入增速略有放缓,单季毛利率呈上升趋势。从公司单季度收入情况来看,排除 2007 年第一季度由于会计变更造成的收入异常,2007 年及 2008 年前 2 季度收入保持了较快的增长速度,2008 年三、四季度收入增速略有放缓。我们认为公司不可避免地受到了来自酒店业和房地产业低迷的影响,收入增速放缓,但公司积极开拓大型公共建筑等高端市场,使得毛利率反而有所上升,提升了 2008 年全年的盈利能力。

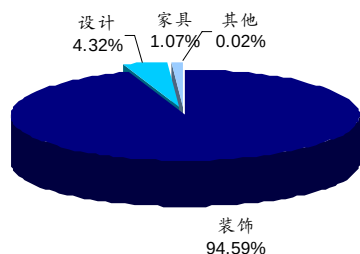
图 3 2006-2008 年主要分项业务单季收入和毛利率变化情况



资料来源:海通证券研究所

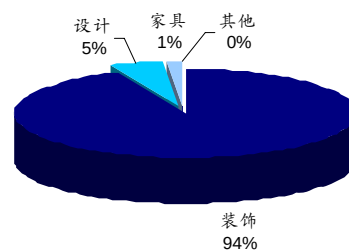
装饰工程仍然贡献绝大部分收入和利润。公司的建筑装饰业务是公司主要的收入和利润来源,占总收入和总利润的 90% 以上。设计和家具的毛利虽然较高,但由于收入比重低,难以对公司综合毛利产生大的影响。从公司收入区域情况来看,2008 年省外收入占总收入的比重为 47.2%,较 2007 年的 41.4%有所提高,这跟公司加大在省外市场的拓展有关。

图 4 2008 年公司分项收入构成



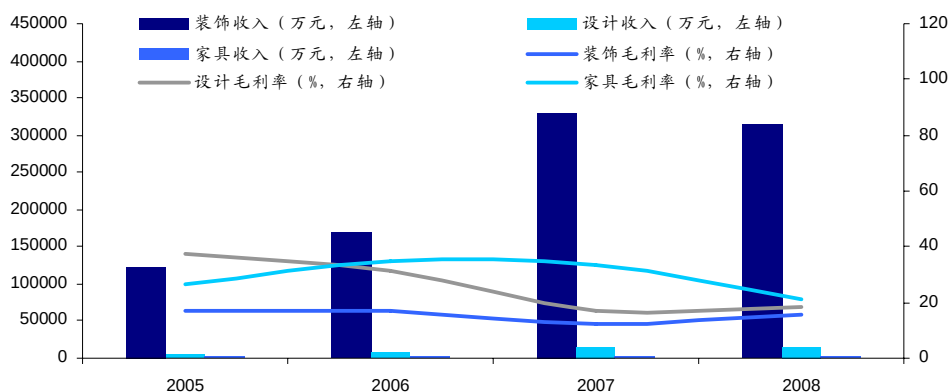
资料来源:海通证券研究所

图 5 2008 年公司分项毛利构成



资料来源:海通证券研究所

图 6 2005-2008 年主要分项业务收入和毛利率变化情况



资料来源：海通证券研究所

装饰行业发展前景良好。在“十五”期间，建筑装饰保持了快速的增长，复合增长率达到 19.60%。根据中国建筑装饰行业协会预测，“十一五”期间将保持平均每年 15% 的增速，到“十一五”期末产值将突破 2 万亿元，其中公共建筑装饰市场容量将达到 8500 亿元。

本次金融、经济危机对我国的建筑装饰行业造成了一定影响，但中国建筑装饰行业市场容量巨大，且随着国家经济刺激计划在建设方面的投入、上海世博会的临近和天津滨海新区的开发建设以及西部大开发的推进，公共建筑、单体建筑规模不断扩大，装饰装修在建设投资中的比重将会越来越重，建筑装饰行业的机遇会越来越多。公司作为行业龙头，拥有较强的技术和品牌优势，在公共建筑装饰领域将会获得更多机会。

珠江三角洲和长江三角洲的年装饰工程产值均在 2000 亿元以上，江苏、上海、北京、天津、浙江等地的建筑装饰业总产值占到全国总产值的一半以上，该地区装饰企业保持着市场领先优势，具有较强的竞争力。公司作为业内领先者，有望维持领先优势。

公司现金流状况较好。由于建筑装饰工程行业工程款是按照工程进度在不同时间节点付进度款，同时由于占工程合同款 5% 左右的保修金的存在使得公司的应收帐款余额较大。截止 2008 年 12 月 31 日，公司应收账款余额为 11.99 亿元，比去年同期增加 21%。公司在 2008 年加强了应收账款的回收力度，通过加强与业主方沟通，及时回收资金，避免应收账款风险，提高公司现金流质量。公司 2008 年经营性现金流量净额为 1.1 亿元，同比增长 91%。

股权激励方案有利于公司高管层的稳定和公司的长远发展。2007 年 12 月 25 日公司制订了拟授予激励对象 200 万份股票期权，每份股票期权拥有在激励计划有效期内的可行权日以行权价格和行权条件购买一股金螳螂股票的权利。2008 年 7 月 10 日，公司对原股权激励计划进行了修改，修改的内容包括：将首期股权激励计划拟授予的期权数量由原来的 200 万份调整为 300 万份，行权价格由原来的 49.00 元调整为 32.53 元；公司监事不纳入参加首期股权激励计划；首期股票期权的分配情况等条款。修改后的条款如下表所示：

表 1 公司股权激励方案的主要行权条款

行权期	行权时间	行权数量	行权满足条件
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%	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	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%	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	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%	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、海通证券研究所

激励计划的股票来源为公司向激励对象定向发行股票。（1）拟授予的股票期权所涉及的标的股票总数为 200 万股，占总股本的 2.13%。（2）授予的 300 万份股票期权的行权价格为 32.53 元。（3）行权安排：该期股票期权激励计划有效期为自股票期权授权日起五年。（4）行权条件：本计划在 2008-2010 年的 3 个会计年度中，分年度进行绩效考核并行权，每个会计年度考核一次，以达到绩效考核目标作为激励对象的行权条件。

2008 年 9 月 17 日，由于对本次股权激励计划激励对象修改的原因，公司将拟授予的期权数量由 300 万份调整为 292.5 万份，其他条款不变。

以 2008 年 8 月 28 日为股票期权的授予日，根据测算公司相关年度的行权费用如下表所示。平均每年的行权费用在 100 万元左右，对公司的费用影响不大。

表 2 2008-2012 年行权费用测算（万元）

2008 年	2009 年	2010 年	2011 年	2012 年	合计
80.75	213.17	154.99	94.35	54.82	598.08

资料来源：海通证券研究所

盈利预测和投资评级。我们认为公司虽然不可避免受到房地产和酒店行业不景气的影响，但国家 4 万亿投资带来的大量的公共建筑投资将给公司带来新的机遇，鉴于公司在建筑装饰领域的龙头地位，我们预计公司的收入增长仍能够维持较快的增长，但增速可能有所放缓，利润水平仍然能够维持 2008 年的水平。我们预测公司 2009、2010 年的每股收益为 1.22、1.44 元（不考虑送转股），按照 3 月 17 日收盘价，2009、2010 年动态市盈率分别为 21.2 倍、17.9 倍，维持“增持”评级。

表 3 金螳螂单季度财务数据

项目(万元)	2007Q1	2007Q2	2007Q3	2007Q4	2008Q1	2008Q2	2008Q3	2008Q4
营业收入	143,425.10	51,052.95	71,412.73	80,443.55	75,529.80	79,615.04	81,472.19	97,153.15
yoy(%)	254.01	27.13	41.76	73.06	-47.34	55.95	14.09	20.77
营业成本	131,116.39	42,840.72	60,101.46	68,064.31	63,586.85	67,818.02	68,632.81	80,852.04
毛利率(%)	8.58	16.09	15.84	15.39	15.81	14.82	15.76	16.78
销售费用	2,322.21	1,489.38	1,835.01	2,780.04	3,014.59	2,058.27	2,458.15	2,720.63
销售费用率(%)	1.62	2.92	2.57	3.46	3.99	2.59	3.02	2.80
管理费用	2,350.91	1,957.26	2,360.78	1,676.08	2,996.41	2,573.59	2,495.34	2,781.93
管理费用率(%)	1.64	3.83	3.31	2.08	3.97	3.23	3.06	2.86
财务费用	-25.45	-7.52	-14.71	-437.91	-20.04	-8.34	14.76	-196.13
财务费用率(%)	-0.02	-0.01	-0.02	-0.54	-0.03	-0.01	0.02	-0.20
三项费用率(%)	3.24	6.74	5.85	5.00	7.93	5.81	6.10	5.46
利润总额	2,316.75	2,446.24	4,135.80	5,919.79	3,768.28	3,758.77	5,730.51	6,262.05
所得税	638.36	783.51	1,360.40	2,566.67	979.77	992.87	1,444.04	1,707.42
所得税率(%)	27.55	32.03	32.89	43.36	26.00	26.41	25.20	27.27
净利润	1,678.38	1,662.73	2,775.40	3,353.11	2,788.51	2,765.91	4,286.47	4,554.63
少数股东损益	33.33	87.26	73.43	233.85	27.05	58.57	157.32	317.27
归属母公司股东利润	1,645.05	1,575.46	2,701.98	3,119.26	2,761.46	2,707.34	4,129.15	4,237.37
yoy(%)	7.68	12.81	63.85	46.92	67.86	71.84	52.82	35.85
每股收益	0.12	0.11	0.19	0.22	0.20	0.19	0.29	0.30

资料来源：海通证券研究所

信息披露

分析师负责的股票研究范围

江孔亮：建筑工程行业首席分析师

蒲世林：建筑建材行业助理分析师

重点研究上市公司：中材国际、中色股份、龙元建设、上海建工、海油工程、冀东水泥、中海油服、隧道股份、中国中铁、中国铁建、冀东水泥。

公司评级、行业评级及相关定义

我们的评级制度要求分析师将其研究范围中的公司或行业进行评级,这些评级代表分析师根据历史基本面及估值对研究对象的投资前景的看法。每一种评级的含义分别为:

公司评级

买入: 我们预计未来6个月内,个股相对大盘涨幅在15%以上;

增持: 我们预计未来6个月内,个股相对大盘涨幅介于5%与15%之间;

中性: 我们预计未来6个月内,个股相对大盘涨幅介于-5%与5%之间;

减持: 我们预计未来6个月内,个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间;

卖出: 我们预计未来6个月内,个股相对大盘涨幅低于-15%。

行业评级

增持: 我们预计未来6个月内,行业整体回报高于市场整体水平5%以上;

中性: 我们预计未来6个月内,行业整体回报介于市场整体水平-5%与5%之间;

减持: 我们预计未来6个月内,行业整体回报低于市场整体水平5%以下。

免责声明

本报告中的信息均来源于公开可获得资料,海通证券研究所力求准确可靠,但对这些信息的准确性及完整性不做任何保证,据此投资,责任自负。本报告不构成个人投资建议,也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。海通证券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并进行交易,还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。本报告仅向特定客户传送,未经海通证券研究所授权许可,任何引用、转载以及向第三方传播的行为均可能承担法律责任。