

市场环境复苏 业务稳健成长

金螳螂 2009 年下半年投资策略

报告关键点：

- “钢结构”+“幕墙”完善了公司产业链
- 市场拓展有所突破 东北将成立分公司
- 房地产回暖带动公司酒店装饰装修业务

报告摘要：

- 上半年公司加快了在国内市场的布点，未来将计划在东北等地设立分公司。而根据公司的惯例，通常是在当地市场有了一定的需求之后，才会设立分公司，这说明公司在相关区域的业务订单也取得了突破。随着公司未来市场的拓展，我们有理由相信，以公司的高端市场定位以及业界的实力及声誉，公司省外业务的扩张将成为公司未来重要的增长动力。
- 作为公司重点业务的酒店装饰装修，08年因上游房地产资金普遍较为紧张，不少酒店项目出现了暂缓或者停工的现象，公司的相关业务开拓也相应出现一定的难度。近期随房地产市场的回暖，酒店装饰装修市场需求也出现了一定的回升，公司相关业务也呈明显起色。据了解，公司到5月份为止业务情况良好，以目前趋势估计，全年完成年度计划的可能性很高。
- 为了顺应目前建筑中常使用的“钢结构”+“玻璃幕墙”的建筑结构的建筑主体施工以及建筑装饰的业务需求，公司近期新申请并获得了“钢结构”的设计施工资质。未来，公司在此类业务上，就可以以总承包商的方式参与市场竞争，进一步提升了企业的产业链的完善。
- 关于江苏省出台“屋顶及外墙太阳能光伏应用”的鼓励及扶持政策，公司目前对此积极关注中。作为一家规模较大的区域性的玻璃幕墙建筑装饰企业，公司有能力从事此项业务且在区域内具备一定的竞争优势。江苏省的第一个太阳能光伏应用项目，目前也已由无锡尚德与江苏国信投资共同承接安装。未来此项业务还需要关注当地政府的相关扶持政策的出台。
- 根据公司目前的经营状况以及下半年对房地产市场的判断，我们认为，公司的未来将延续09年之前的业务收入增速。根据对公司的业务收入的测算，我们预计公司09年、10年每股收益为摊薄后0.90及1.12元。考虑公司未来的成长性，以及相对较高的安全边际，我们给予公司10年20倍的PE，6个月目标价24元，给予“买入-”的投资评级。

评级：
买入-B

上次评级： 增持-A

目标价格： **24.00 元**

期限： 6 个月 上次预测： 40.00 元

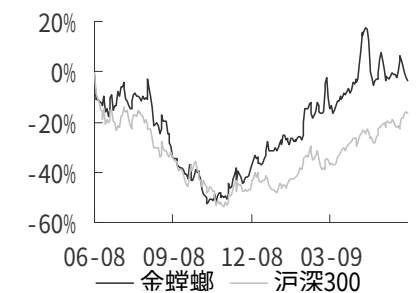
现价： 18.76 元

报告日期： **2009-06-05**

市场数据

总市值(百万元)	3,967.74
流通市值(百万元)	1,160.78
总股本(百万股)	211.50
流通股本(百万股)	61.88
12 个月最高/最低	13.51/35.96 元
十大流通股东(%)	34.31%
股东户数	5,874

12 个月股价表现



%	一个月	三个月	十二个月
相对收益	(15.84)	(28.90)	12.91
绝对收益	(8.06)	(1.38)	(3.40)

研究员

石磊

021-68765916

首席行业分析师

shilei@essence.com.cn

王天睿

021-68765363

行业分析师

wangtr@essence.com.cn

财务和估值数据摘要

(百万元)	2007	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入	3,463.3	3,337.7	4,267.4	5,346.6	6,504.4
Growth(%)	95.1%	-3.6%	27.9%	25.3%	21.7%
净利润	90.4	138.4	191.2	253.5	322.2
Growth(%)	35.0%	53.0%	38.2%	32.6%	27.1%
毛利率(%)	12.8%	15.8%	16.2%	16.3%	16.4%
净利润率(%)	2.6%	4.1%	4.5%	4.7%	5.0%
每股收益(元)	0.43	0.65	0.90	1.20	1.52
每股净资产(元)	2.83	3.42	4.55	5.63	6.99
市盈率	45.1	29.5	21.4	16.1	12.7
市净率	6.8	5.6	4.2	3.4	2.8
净资产收益率(%)	15.8%	19.9%	20.7%	22.4%	22.9%
ROIC(%)	74.7%	65.6%	51.5%	27.8%	29.6%
EV/EBITDA	10.1	12.4	14.3	10.7	8.6
股息收益率	0.5%	0.5%	0.5%	0.6%	0.8%

前期研究成果

金螳螂：稳健性增长可期

2009-04-22

金螳螂：直挂云帆济沧海

2009-04-07

金螳螂：意当存深远 打造精品公司

2009-03-06

财务报表预测和估值数据汇总
单位 **百万元** **模型更新时间** **2009-6-3**

利润表	2007	2008	2009E	2010E	2011E	财务指标	2007	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入	3,463.3	3,337.7	4,267.4	5,346.6	6,504.4	成长性					
减: 营业成本	3,021.2	2,808.9	3,576.9	4,475.7	5,438.8	营业收入增长率	95.1%	-3.6%	27.9%	25.3%	21.7%
营业税费	110.2	105.3	136.6	168.4	204.9	营业利润增长率	31.2%	33.1%	43.7%	32.8%	27.0%
销售费用	84.3	102.5	140.8	171.1	204.9	净利润增长率	35.0%	53.0%	38.2%	32.6%	27.1%
管理费用	83.5	108.5	145.1	176.4	208.1	EBITDA 增长率	22.4%	35.2%	48.2%	32.1%	26.3%
财务费用	-4.9	-2.1	-0.1	-0.5	-1.1	EBIT 增长率	23.5%	36.3%	45.3%	32.7%	26.8%
资产减值损失	29.2	28.8	0.7	0.4	-2.3	NOPLAT 增长率	18.5%	57.9%	40.3%	33.9%	26.9%
加: 公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	79.7%	78.7%	148.5%	18.9%	27.3%
投资和汇兑收益	0.0	0.4	0.2	0.2	0.2	净资产增长率	14.2%	21.0%	33.1%	23.5%	24.2%
营业利润	139.9	186.2	267.6	355.3	451.2	利润率					
加: 营业外净收支	8.3	9.0	-1.0	1.0	1.0	毛利率	12.8%	15.8%	16.2%	16.3%	16.4%
利润总额	148.2	195.2	266.6	356.3	452.2	营业利润率	4.0%	5.6%	6.3%	6.6%	6.9%
减: 所得税	53.5	51.2	67.5	89.4	113.0	净利润率	2.6%	4.1%	4.5%	4.7%	5.0%
净利润	90.4	138.4	191.2	253.5	322.2	EBITDA/营业收入	4.1%	5.8%	6.7%	7.1%	7.4%
资产负债表	2007	2008	2009E	2010E	2011E	EBIT/营业收入	3.9%	5.5%	6.3%	6.6%	6.9%
货币资金	374.8	330.7	310.9	410.2	444.4	运营效率					
交易性金融资产	-	-	-	-	-	固定资产周转天数	8	11	11	11	11
应收帐款	1,020.5	1,236.1	1,461.4	1,992.2	2,423.5	流动营业资本周转天数	3	7	29	46	51
应收票据	22.5	43.0	58.5	73.2	89.1	流动资产周转天数	175	168	152	154	162
预付帐款	21.0	17.9	14.3	9.8	4.4	应收帐款周转天数	87	118	110	111	117
存货	17.9	24.5	49.0	61.3	74.5	存货周转天数	44	2	3	4	4
其他流动资产	-0.0	-0.0	46.5	100.4	158.3	总资产周转天数	190	195	180	179	183
可供出售金融资产	-	-	-	-	-	投资资本周转天数	17	32	57	71	72
持有至到期投资	-	-	-	-	-	投资回报率					
长期股权投资	4.8	4.8	5.0	5.0	5.0	ROE	15.8%	19.9%	20.7%	22.4%	22.9%
投资性房地产	6.9	6.6	6.0	6.0	6.0	ROA	5.8%	7.3%	8.7%	8.8%	9.4%
固定资产	82.3	115.4	149.1	181.8	211.1	ROIC	74.7%	65.6%	51.5%	27.8%	29.6%
在建工程	9.6	109.1	103.2	98.6	94.9	费用率					
无形资产	56.5	55.0	56.0	52.3	48.8	销售费用率	2.4%	3.1%	3.3%	3.2%	3.2%
其他非流动资产	17.9	32.4	37.0	37.0	37.0	管理费用率	2.4%	3.2%	3.4%	3.3%	3.2%
资产总额	1,634.7	1,975.4	2,296.8	3,027.8	3,597.0	财务费用率	-0.1%	-0.1%	0.0%	0.0%	0.0%
短期债务	-	-	100.0	100.0	100.0	三费/营业收入	4.7%	6.3%	6.7%	6.5%	6.3%
应付帐款	676.3	886.5	803.6	1,005.5	923.9	偿债能力					
应付票据	-	11.0	9.8	12.3	14.9	资产负债率	63.4%	63.4%	58.1%	60.7%	58.9%
其他流动负债	358.7	349.9	570.7	868.0	1,223.2	负债权益比	173.4%	173.0%	138.4%	154.4%	143.3%
长期借款	-	-	-	-	-	流动比率	1.41	1.32	1.46	1.44	1.51
其他非流动负债	1.7	4.5	1.6	1.6	1.6	速动比率	1.39	1.30	1.42	1.41	1.47
负债总额	1,036.9	1,251.9	1,333.6	1,837.6	2,118.6	利息保障倍数	-27.81	-87.76	-1,951.73	-717.12	-410.78
少数股东权益	19.1	24.4	31.2	42.6	57.0	分红指标					
股本	94.0	141.0	211.5	211.5	211.5	DPS(元)	0.09	0.09	0.09	0.12	0.15
留存收益	484.7	558.1	720.6	936.1	1,209.9	分红比率	20.8%	13.6%	10.0%	10.0%	10.0%
股东权益	597.8	723.5	963.3	1,190.1	1,478.4	股息收益率	0.5%	0.5%	0.5%	0.6%	0.8%
现金流量表	2007	2008	2009E	2010E	2011E	业绩和估值指标	2007	2008	2009E	2010E	2011E
净利润	94.7	144.0	191.2	253.5	322.2	EPS(元)	0.43	0.65	0.90	1.20	1.52
加: 折旧和摊销	9.1	11.8	20.4	25.3	30.1	BVPS(元)	2.83	3.42	4.55	5.63	6.99
资产减值准备	29.2	28.8	0.7	0.4	-2.3	PE(X)	45.1	29.5	21.4	16.1	12.7
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	PB(X)	6.8	5.6	4.2	3.4	2.8
财务费用	2.5	-5.1	-2.4	-0.1	-0.5	P/FCF	-143.6	-128.8	-14.5	56.7	398.5
投资收益	-0.0	-0.4	-0.2	-0.2	-0.2	P/S	1.2	1.2	1.0	0.8	0.6
少数股东损益	4.3	5.6	8.0	13.3	17.0	EV/EBITDA	10.1	12.4	14.3	10.7	8.6
营运资金的变动	-63.1	-61.3	-146.1	-73.2	-201.9	CAGR(%)	41.3%	33.1%	26.9%	-100.0%	-100.0%
经营活动产生现金流量	57.7	110.2	73.8	218.6	163.8	PEG	1.1	0.9	0.8	-0.2	-0.1
投资活动产生现金流量	-58.3	-133.3	-55.0	-49.8	-49.8	ROIC/WACC	7.6	6.7	5.2	2.8	3.0
融资活动产生现金流量	-43.8	-21.0	151.5	-24.9	-31.1	REP	0.9	0.9	0.8	1.3	0.9

资料来源: 安信证券研究中心 Wind.NET 资讯

作者简介

石磊，同济大学无机非金属材料学士，复旦大学财务金融系硕士。2004 年 7 月至 2007 年 6 月就职于中信建投证券研究所，从事建筑工程与建筑材料行业研究，2007 年 7 月加盟安信证券研究所。2006 年、2007 年连续两年入围“新财富建筑材料行业最佳分析师”。

王天睿，复旦大学工商管理硕士。2008 年 6 月加盟安信证券研究所，从事建筑工程与建筑材料行业研究。

免责声明

本研究报告由安信证券股份有限公司研究中心撰写，研究报告中所提供的信息仅供参考。报告根据国际和行业通行的准则，以合法渠道获得这些信息，尽可能保证可靠、准确和完整，但并不保证报告所述信息的准确性和完整性。本报告不能作为投资研究决策的依据，不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证，无论是否已经明示或者暗示。安信证券股份有限公司研究中心将随时补充、更正和修订有关信息，但不保证及时发布。对于本报告所提供信息所导致的任何直接的或者间接的投资盈亏后果不承担任何责任。本公司及其关联机构可能会持有报告中涉及公司发行的证券并进行交易，并提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告版权仅为安信证券股份有限公司研究中心所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用发布，需注明出处为安信证券研究中心，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司研究中心对于本免责声明条款具有修改权和最终解释权。

公司评级体系

收益评级：

- 买入 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；
- 增持 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；
- 中性 — 未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；
- 卖出 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

- A — 正常风险，未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；
- B — 较高风险，未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

销售联系人

朱贤	上海联系人	凌洁	上海联系人
021-67865293	zhuxian@essence.com.cn	021-68765237	lingjie@essence.com.cn
梁涛	上海联系人	李国瑞	上海联系人
021-68766067	liangtao@essences.com.cn	021-68763872	ligr@essence.com.cn
张勤	上海联系人	南方	上海联系人
021-68763879	zhangqin@essence.com.cn	021-68765206	nanfang@essence.com.cn
周蓉	北京联系人	马正南	北京联系人
010-66581676	zhourong@essence.com.cn	010-66581668	mazn@essence.com.cn
李昕	北京联系人	潘琳	深圳联系人
010-66581689	lixin@essence.com.cn	0755-82558268	panlin@essence.com.cn
张茜萍	深圳联系人	王昊文	深圳联系人
0755-82558089	zhangqp@essence.com.cn	0755-82558069	wanghw@essence.com.cn
王远洋	深圳联系人		
0755-82558087	wangyy3@essence.com.cn		

安信证券研究中心

深圳

深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层
 邮编: 518026

上海

上海市浦东新区世纪大道 1589 号长泰国际金融大厦 16 层
 邮编: 200122