

王小勇
0755-82960440
wxy@cmschina.com.cn

2010年3月4日

金螳螂(002081.SZ)/36.57 元

人才与管理瓶颈获突破，进入发展高速期

投资评级： 强烈推荐-A

评级调整： 维持

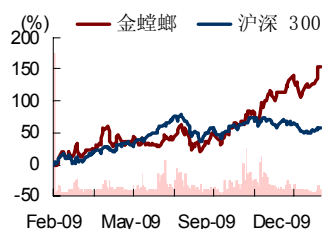
目标估值： 48 元

基础数据

总股本（万股）	21280
流通股本（万股）	6188
总市值（亿元）	78
流通市值（亿元）	23
52 周股价	16.8-37.0 元

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	19	66	161
相对表现	31	82	108



相关报告

1、《建筑工程行业 2010 年度投资策略—行业景气持续，关注内生增长》2009/12/06。我

2、《业绩增长可持续，幕墙业务值得期待》2009/08/21

3、《金螳螂（002081）—业绩增长的双轮驱动：内部挖潜，外部拓展》2009/04/22

4、《金螳螂（002081）08 年年报点评—稳健经营，持续打造建筑装饰行业旗舰品牌》2009/03/06

5、《建筑工程行业 2009 年投资策略多系列报告（之一）—己丑，土生金，利动土，宜建筑》2009/02/04

近日我们与公司领导就未来的发展战略进行了沟通。建筑装饰行业市场空间巨大，年均增长 20%，2010 年总产值将达 2.1 万亿，公司连续多年行业百强排名第一，市场份额不到 1%，发展空间巨大；其次，随着公司人及管理的短板问题获得很好的解决，从内部解决了高成长的障碍问题。从目前的发展来看，100 亿元的营收目标是提上议事日程的最佳时期。维持公司“强烈推荐”的投资评级，目标价 48 元。

□ 多种业态装修需求提升，未来行业发展空间较大。

➢ 公共建筑装修方面。多个方面的推动力共同作用，推升需求。地方政府，与过往热衷于建设大马路、大广场等形象工程不同的是，现在地方政府更侧重于基础设施建设，更侧重于民生性建筑的建设如大剧院、博物馆、科技馆、医院、学校、会展中心等，像这些场馆都对装修提供了大规模的需求。实际上，从规划的角度来看，100 万以上人口的城市对这些设施的需求仍然很大。截止 2008 年底，我国 100 万人口数量的城市达到 122 个。

➢ 酒店方面。三方面投资促使酒店业将蓬勃发展。从目前来看，酒店投资者主要有三个方面：一是国际酒店管理集团；世界各个区域的有名的酒店集团陆续进入中国，路线是一线城市向二线城市推进；二是大的企事业单位如央企、民企，如会所、度假中心等；三是地产商，现在地产行业更为注重综合开发模式，先做酒店、商业性街区聚集人气，在做住宅地产开发，提升片区品位。

➢ 值得重点一提的是各地国宾馆的重新装修需求。3 月 8 号公司被邀请参加国宾馆联席会议，了解到的信息是国宾馆进入了更新换代的时候。国宾馆与一般酒店的区别是安保体系，由地方财政支出，每个约 1 个亿左右。

□ 人才与管理瓶颈获得突破。

➢ 人才瓶颈。人才瓶颈主要是项目经理数量瓶颈。从公司项目经理成长方式来看，主要有两种：一是由传统项目经理培养；二是由设计师培养。两种模式的项目经理最大的区别就是第一种项目经理业务再提升后继乏力而第二种后续提升较快，因此，公司确定了未来将主要由第二种模式培养项目经理的战略。主要做法是与苏州大学成立了金螳螂城市学院。学院的学生由国家统招、课程由金螳螂设定、教师由公司提供；学生是五年制，第三年开始在公司进行实习，好学生由金螳螂负责吸收。目前已经过了 2 年招生。

➢ 管理瓶颈。公司近两年一直致力于管理体系重新构造完善，标志是 ERP 系统的上线，这是公司独自探索并对公司行之有效的模式；优点是覆盖了原来管理的盲点，纵横向管理打通。ERP 在 09 年底初步完成，预计 10 年中施工 ERP 完成，10 年底公司 ERP 系统最终完成。实际上，ERP 在 09 年实行就已经获得了良好的成效，09 年在公司人员没有大规模变动的情况下，实现了营业收入、净利润的大幅增长。

□ 公司进入快速成长期，100 亿营收目标提上议事日程。

- 公司快速成长的基础：管理标准、产品标准、人员培养，把建筑装饰流程程序化，管理化。新上的 ERP 系统为公司快速成长提供了坚实的保证，原来的“50-80”管理体系以及“捆绑式经营”都在该系统中获得很好的运行。预计公司 ERP 系统成功上线后，公司管理成本将大幅降低，使得在全国低成本大规模开展业务成为可能。预计 10 年公司在全国将达到 30 余家分支机构。通过这种大规模扩张以及有效地管理控制系统，100 亿元的收入目标预计 3~4 年可以实现，甚至可能提前。
- **股权激励有条不紊的进行，保证了管理层的稳定，确保公司做大做强。**09 年 12 月 2 号，公司发布公告称首期股权激励计划完成；10 年 2 月 4 日，公司再次发布公告称金螳螂集团本次协议转让所持金螳螂 10.34% 的股份转让给倪林等 43 人，主要目的是为了进一步完善上市公司法人治理结构，建立健全上市公司基于股权为基础的中长期激励约束机制，实现上市公司及全体股东价值最大化。我们认为，公司通过这两种方式，很好地解决了管理层和核心骨干持股的问题。充分调动金螳螂经营管理团队和核心骨干员工的积极性，激励其以更大的热情、持续的动力服务于上市公司，保证上市公司经营业绩的持续、稳定增长和长期健康发展。
- 由于公司 09 年年报日期将近，我们在本报告中对公司盈利预测不再进行赘述。预计 10 年 EPS 为 1.60 元、11 年为 2.32 元，同比增长 68%、45%。
- **维持“强烈推荐-A”评级，目标价 48 元，对应 10 年 EPS、30 倍 PE。**我们认为，建筑装饰行业市场空间巨大，年均增长 20%，2010 年总产值将达 2.1 万亿，公司连续多年行业百强排名第一，市场份额不到 1%，发展空间巨大；其次，随着公司人及管理的短板问题获得很好的解决，从内部解决了高成长的障碍问题。
- **风险因素：**1) 市场风险；2) 考虑到人员招募以及 ERP 系统的推行进度可能低于预期，导致盈利预测有低于预期的可能。不过我们认为不应过分看重其短期盈利，应该基于公司长期价值来投资。

参考报告：

- 1、《建筑工程行业 2010 年度投资策略—行业景气持续，关注内生增长》2009/12/06。
我们提出，公司内部形成了“50-80”以及“捆绑式”管理模式，提升管理效能，符合我们 2010 年内生性增长的条件，上调公司投资评级至“强烈推荐-A”。
- 2、《业绩增长可持续，幕墙业务值得期待》2009/08/21
我们提出，我国建筑装饰行业发展前景广阔，公司连续 6 年稳居行业第一，立足中高端市场大型项目，充分享受发展机遇。
- 3、《金螳螂（002081）—业绩增长的双轮驱动：内部挖潜，外部拓展》2009/04/22
- 4、《金螳螂（002081）08 年年报点评—稳健经营，持续打造建装行业旗舰品牌》2009/03/06
- 5、《建筑工程行业 2009 年投资策略系列报告（之一）—己丑，土生金，利动土，宜建筑》2009/02/04

我们提出，公司将在 09 年加大承接铁路枢纽车站装修市场拓展力度，从而保证其业绩增长的确定性。

分析师简介

王小勇，重庆建筑大学技术经济及管理硕士，水电建筑工程学士，4 年相关行业工作经验。2007 年 9 月加盟招商证券，主要研究建筑工程行业。

主要研究特点：行业经验丰富，对建筑工程行业研究深刻，善于从多方面多角度挖掘上市公司潜力，并成功推荐了宏润建设、中铁二局、中材国际等多只个股。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

投资评级定义

公司短期评级

以报告日起 6 个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数 20%以上

审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数 5-20%之间

中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于 $\pm 5\%$ 之间

回避：公司股价表现弱于基准指数 5%以上

公司长期评级

A：公司长期竞争力高于行业平均水平

B：公司长期竞争力与行业平均水平一致

C：公司长期竞争力低于行业平均水平

行业投资评级

以报告日起 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

免责声明

本报告中的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或征价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告仅向特定客户传送，版权归招商证券所有。未经我公司书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载。