

王小勇
0755-82960440
wxy@cmschina.com.cn

2010年3月12日

金螳螂(002081.SZ)/36.00元

三大内功促业绩大幅提升，高增长具备可持续性

工业·建筑工程

目标估值：48元

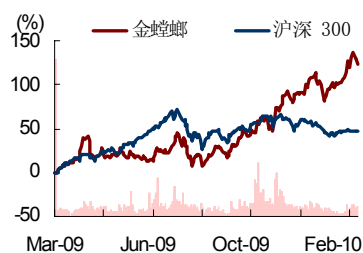
强烈推荐-A(维持)

基础数据

上证综指	3051
总股本(万股)	21280
已上市流通股(万股)	6188
总市值(亿元)	77
流通市值(亿元)	22
每股净资产(MRQ)	3.8
ROE(TTM)	21.2
资产负债率	64.9%
主要股东	苏州金螳螂企业
主要股东持股比例	40.8%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	12	85	117
相对表现	10	81	70



相关报告

- 1、《人才与管理瓶颈获突破，进入发展高速期》2010/03/04
- 2、《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。
- 3、《业绩增长可持续，幕墙业务值得期待》2009/08/21
- 4、《金螳螂(002081)——业绩增长的双轮驱动：内部挖潜，外部拓展》2009/04/22
- 5、《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
- 6、《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

3月12日，公司公布年报：09 年营业收入为 41.1 亿元，同比增长 23.0%；实现归属母公司净利润 2.01 亿元，同比增长 45.4%；全面摊薄每股收益 0.94 元，并公布 10 送 5 派 4 的分红预案。

- **三大内功促使业绩大幅提升。**主要包括：1) 内部股权激励机制的形成和完善；2) “捆绑经营”、“标杆管理”、“50/80”等管理模式的完善，并有效地应用于公司的 ERP 系统；3) 形成了由装修设计及施工、景观园林设计及施工、艺术品、家具、幕墙的设计及生产、建筑部品部件工厂化生产等组成的“大装饰”的经营模式。
- **毛利率、三项费用率双双有效提升。**公司在业务顺利开展的同时，在加强业务前期评审、保证业务质量的同时强化成本费用控制，使各类产品、各地区毛利率均得到了有效提高。09 年，公司综合毛利率为 16.85%，比 08 年提升了 1 个百分点；三项费用率为 5.74%，比 08 年下降了 0.52 个百分点。
- **受“4 万亿”投资和区域振兴规划的影响，行业迎来高速增长期。**自 10 年开始，“4 万亿”投资项目（包括新增的铁路客运市场（城铁、高铁、地铁））陆续将进入后期装修阶段；国家区域振兴规划出台带动民生性基础设施建设投入和城市化进程的加快将为建筑装饰行业提供新的增量，预计整个行业未来年增速将达到 20% 以上。2010 年的公司新签合同金额激增也反映了这个趋势。2010 年前两个月，公司新签合同金额预计达到 20 亿元左右，全年新签合同额将达到 70-80 亿元左右，比 09 年增长 1 倍左右。
- **大行业小龙头，高成长具备可持续性。**根据装饰协会的预测，2010 年整个行业产值将达到 2.1 万亿元，尽管公司连续 7 年成为建筑装饰行业的龙头，但以 10 年预测收入计算，仅占该行业千分之三左右。巨大的市场潜力、行业龙头的先发优势以及内功的不断完善使公司的高成长具备可持续性，
- **预估每股收益 10 年 1.60 元、11 年 2.38 元。**同比分别增长 70% 和 49%；
- **维持“强烈推荐”的投资评级、6 个月目标价 48 元不变。**对应 10 年 EPS、30 倍的 PE。
- **风险提示：1) 市场风险；2) 业绩低于盈利预测的风险。**

财务数据与估值

会计年度	2008	2009	2010E	2011E	2012E
主营收入(百万元)	3338	4107	6025	8219	10486
同比增长	-4%	23%	47%	36%	28%
营业利润(百万元)	186	286	482	718	944
同比增长	33%	53%	69%	49%	32%
净利润(百万元)	138	201	341	507	668
同比增长	53%	45%	70%	49%	32%
每股收益(元)	0.98	0.94	1.60	2.38	3.14
PE	36.7	38.2	22.5	15.1	11.5
PB	7.3	8.5	6.6	5.0	3.8

资料来源：招商证券

表 1: 09 年业绩回顾

(百万元)	07H1	07H2	08H1	08H2	09H1	09H2	同比	环比
营业收入	1945	1519	1551	1786	1677	2430	36%	45%
营业毛利	205	237	237	291	263	429	47%	63%
营业费用	38	46	51	52	54	62	20%	15%
管理费用	43	40	56	53	58	65	24%	12%
财务费用	-0.3	-4.5	-0.3	-1.8	-1.4	-2.3	28%	71%
投资收益	0.0	0.0	0.0	0.4	0.0	0.4	4%	996%
营业利润	48	92	76	110	93	193	76%	108%
所得税	14	39	20	32	25	50	58%	103%
归属母公司净利润	32	58	55	84	67	134	60%	101%
EPS (元)	0.23	0.41	0.26	0.39	0.31	0.63		

资料来源: 公司报表, 招商证券整理

表 2: 09 年各季度业绩回顾

(百万元)	08Q1	08Q2	08Q3	08Q4	09Q1	09Q2	09Q3	09Q4	YOY	QOQ
营业收入	755	796	815	972	837	840	1104	1326	37%	20%
营业毛利	119	118	128	163	133	131	182	246	51%	35%
营业费用	30	21	25	27	31	23	26	36	33%	41%
管理费用	30	26	25	28	30	28	30	35	25%	15%
财务费用	-0.2	-0.1	0.2	-2.0	-0.4	-0.9	-0.7	-1.6	-18%	122%
投资收益	0	0	0	0	0	0	0.4	0.1	-69%	-85%
营业利润	37	39	46	63	47	46	85	108	70%	26%
归属母公司净利润	28	27	41	42	34	33	61	73	72%	20%
EPS (元)	0.13	0.13	0.19	0.20	0.16	0.15	0.29	0.34	72%	20%
主要比率										
毛利率	15.8%	14.8%	15.8%	16.8%	15.8%	15.5%	16.5%	18.6%	11%	12%
营业费用率	4.0%	2.6%	3.0%	2.8%	3.7%	2.8%	2.3%	2.7%	-2%	18%
管理费用率	4.0%	3.2%	3.1%	2.9%	3.6%	3.3%	2.8%	2.6%	-8%	-5%
财务费用率	5.0%	4.9%	5.7%	6.5%	5.6%	5.5%	7.7%	8.1%	24%	5%
三项费用率	1.3%	1.2%	1.8%	1.8%	1.5%	1.5%	2.0%	2.1%	18%	3%
营业利润率	3.7%	3.5%	5.3%	4.7%	4.1%	4.0%	5.7%	6.0%	28%	6%
有效税率										
净利率	-47%	56%	14%	21%	11%	5%	35%	37%		
YoY	68%	72%	53%	36%	23%	21%	48%	72%		
收入	755	796	815	972	837	840	1104	1326	37%	20%
归属母公司净利润	119	118	128	163	133	131	182	246	51%	35%

资料来源: 公司报表, 招商证券整理

表 3: 分项业务预测

收入 (百万元)	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
装饰	3288	3157	3421	5029	6789	8486
设计	158	144	172	233	291	349
家具	17	36	32	42	56	82
幕墙	0	1	480	719	1079	1564
合计	3462	3338	4105	6023	8215	10481
收入 (YOY)						
装饰	96.1%	-4.0%	8.4%	47.0%	35.0%	25.0%
设计	99.2%	-8.9%	19.7%	35.0%	25.0%	20.0%
家具	-10.6%	114.9%	-10.2%	30.0%	35.0%	45.0%
幕墙				50.0%	50.0%	45.0%
合计	-3.6%	23.0%	46.7%	36.4%	27.6%	10.0%
毛利 (百万元)	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
装饰	410	495	579	872	1188	1502
设计	26	27	36	54	76	105
家具	6	8	9	14	19	29
幕墙	0	0	68	119	183	274
合计	442	529	692	1058	1466	1909
毛利 (YOY)						
装饰	41.0%	20.8%	17.0%	50.7%	36.2%	26.4%
设计	5.4%	1.2%	33.0%	50.4%	41.3%	38.5%
家具	-14.7%	36.6%	24.4%	46.8%	39.1%	49.3%
幕墙				75.6%	54.5%	49.3%
合计	37.1%	19.7%	30.8%	53.0%	38.5%	30.2%
毛利率	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
装饰	12.5%	15.7%	16.9%	17.4%	17.5%	17.7%
设计	16.7%	18.6%	20.6%	23.0%	26.0%	30.0%
家具	33.2%	21.1%	29.2%	33.0%	34.0%	35.0%
幕墙	0.0%	-39.1%	14.1%	16.5%	17.0%	17.5%
合计	12.8%	15.8%	16.8%	17.6%	17.8%	18.2%

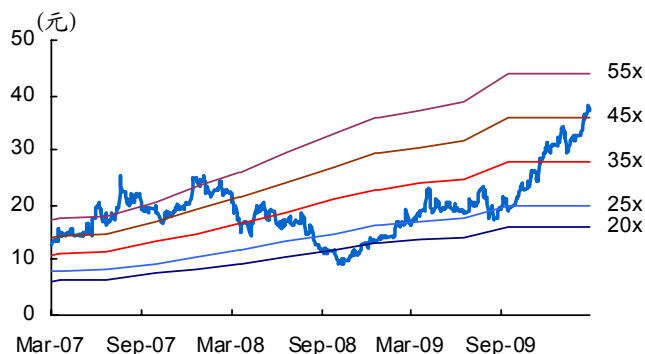
资料来源: 公司公告, 招商证券

表 4: 公司盈利预测简表

单位: 百万元	2007	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入	3338	4107	6025	8219	10486
营业成本	2809	3415	5010	6774	8614
营业税金及附加	105	129	187	255	325
营业费用	103	116	169	230	294
管理费用	108	123	181	247	315
财务费用	(2)	(4)	(3)	(5)	(6)
资产减值损失	29	42	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	0	0
营业利润	186	286	482	718	944
营业外收入	12	1	5	8	11
营业外支出	3	1	0	2	2
利润总额	195	286	487	724	953
所得税	51	74	128	190	251
净利润	144	211	359	533	703
少数股东损益	6	11	18	27	35
归属于母公司净利润	138	201	341	507	668
EPS (元)	0.98	0.94	1.60	2.38	3.14

资料来源: 公司公告, 招商证券

图 1: 金螳螂历史 PE Band



资料来源：招商证券研发中心

图 2: 金螳螂历史 PB Band



资料来源：招商证券研发中心

参考报告:

1、《人才与管理瓶颈获突破，进入发展高速期》2010/03/04

我们提出，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。

2、《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”。

3、《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。

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

5、《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

6、《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。

附：财务预测表
资产负债表

单位：百万元	2008	2009	2010E	2011E	2012E
流动资产	1652	2272	3290	4481	5839
现金	331	617	1073	1458	1983
交易性投资	0	0	0	0	0
应收票据	43	46	78	107	136
应收款项	1199	1383	1815	2476	3159
其它应收款	37	64	90	123	157
存货	24	30	45	61	78
其他	18	132	188	256	326
非流动资产	323	489	565	639	712
长期股权投资	5	10	10	10	10
固定资产	115	355	443	518	591
无形资产	55	67	61	55	49
其他	148	57	52	57	62
资产总计	1975	2761	3855	5121	6551
流动负债	1247	1821	2641	3500	4395
短期借款	0	0	0	0	0
应付账款	881	1261	1854	2506	3187
预收账款	177	330	501	677	861
其他	189	230	286	316	346
长期负债	4	4	5	5	5
长期借款	0	0	0	0	0
其他	4	4	5	5	5
负债合计	1252	1825	2646	3505	4400
股本	141	213	213	213	213
资本公积金	221	180	180	180	180
留存收益	337	509	765	1145	1646
少数股东权益	24	34	52	78	113
母公司所有者权益	699	902	1158	1537	2038
负债及权益合计	1975	2761	3855	5121	6551

现金流量表

单位：百万元	2008	2009	2010E	2011E	2012E
经营活动现金流	110	548	633	602	781
净利润			341	507	668
折旧摊销			23	25	28
财务费用			(3)	(5)	(6)
投资收益			0	0	0
营运资金变动			207	(25)	(20)
其它			66	100	111
投资活动现金流	(133)	(260)	(95)	(95)	(95)
资本支出			(95)	(95)	(95)
其他投资			0	0	0
筹资活动现金流	(21)	(2)	(82)	(122)	(161)
借款变动			0	0	0
普通股增加			0	0	0
资本公积增加			0	0	0
股利分配			(85)	(127)	(167)
其他			3	5	6
现金净增加额	(44)	286	456	385	525

资料来源：公司报表、招商证券

利润表

单位：百万元	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	3338	4107	6025	8219	10486
营业成本	2809	3415	5010	6774	8614
营业税金及附加	105	129	187	255	325
营业费用	103	116	169	230	294
管理费用	108	123	181	247	315
财务费用	(2)	(4)	(3)	(5)	(6)
资产减值损失	29	42	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	0	0
营业利润	186	286	482	718	944
营业外收入	12	1	5	8	11
营业外支出	3	1	0	2	2
利润总额	195	286	487	724	953
所得税	51	74	128	190	251
净利润	144	211	359	533	703
少数股东损益	6	11	18	27	35
母公司所有者净利润	138	201	341	507	668
EPS (元)	0.98	0.94	1.60	2.38	3.14

主要财务比率

	2008	2009	2010E	2011E	2012E
年成长率					
营业收入	-4%	23%	47%	36%	28%
营业利润	33%	53%	69%	49%	32%
净利润	53%	45%	70%	49%	32%
获利能力					
毛利率	15.8%	16.8%	16.8%	17.6%	17.8%
净利率	4.1%	4.9%	5.7%	6.2%	6.4%
ROE	19.8%	22.2%	29.5%	32.9%	32.8%
ROIC	18.8%	22.3%	29.2%	32.5%	32.1%
偿债能力					
资产负债率	63.4%	66.1%	68.6%	68.4%	67.2%
净负债比率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
流动比率	1.3	1.2	1.2	1.3	1.3
速动比率	1.3	1.2	1.2	1.3	1.3
营运能力					
资产周转率	1.7	1.5	1.6	1.6	1.6
存货周转率	132.5	124.4	132.7	127.7	124.4
应收帐款周转率	3.0	3.2	3.8	3.8	3.7
应付帐款周转率	3.6	3.2	3.2	3.1	3.0
每股资料(元)					
每股收益	0.98	0.94	1.60	2.38	3.14
每股经营现金	0.78	2.58	2.97	2.83	3.67
每股净资产	4.96	4.24	5.44	7.23	9.58
每股股利	0.20	0.40	0.40	0.60	0.78
估值比率					
PE	36.7	38.2	22.5	15.1	11.5
PB	7.3	8.5	6.6	5.0	3.8
EV/EBITDA	52.5	34.9	20.3	13.8	10.6

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。重点推荐组合“精华出金葛”。

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。

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

免责条款

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。