

金螳螂 (002081.SZ) 装修装饰行业

评级：买入 维持评级

公司点评

唐笑

分析师 SAC 执业编号：S1130511030003
(8621)61038229
tangx@gjzq.com.cn

贺国文

分析师 SAC 执业编号：S1130511030012
(8621)61038234
hegw@gjzq.com.cn

金螳螂修订非公开发行股票预案点评

事件

金螳螂于 2011 年 6 月 17 日发布了非公开发行股票修订预案的公告，调整了最低发行价格与募集资金总额等：拟发行不超过 3,970 万股（原为不超过 4364 万股）；募集资金总额不超过 132,637.70 万元（原为不超过 179,974.00 万元）；发行价格不低于前 20 个交易日公司股票交易均价的 90%，即不低于 33.41 元/股（原为 41.24 元/股）。

评论

此次调整应作为利好来理解：1、根据我们 4、5、6 月份的调研情况，装饰企业普遍不缺订单，但是回款周期逐月慢下来，而金螳螂的货币资金相对有限；2、如果货币紧张的状态继续持续下去、甚至变得更为紧张，将很可能造成目前已签订单的施工、回款周期拉长，届时企业收入增速将会放慢，回款也会进一步放慢，这就是为什么装饰企业显现出“后周期”特点的原因；3、公司果断调整增发价格和其他，是对于宏观经济、行业前景、企业未来的正确判断之下做出的选择。

方案的调整细节可看出公司发展方向：1、如下图所示，此次募投项目的资金投入调整体现在最后三个，其中景观和住宅精装修是公司横向业务扩张的两个方向，是公装业务的有益补充；2、其余五个项目没有进行调整，代表了公司未来的工作重点：材料的工厂化、项目管理与控制，这正是装饰企业工作的两个关键之处。

图表1：募投项目调整情况

序号	项目名称	投资总额	
		调整前	调整后
1	节能幕墙及门窗生产线建设项目	38,940.10	38,940.10
2	建筑装饰用木制品工厂化生产项目	13,066.70	13,066.70
3	建筑装饰用石材工厂化生产项目	12,785.60	12,785.60
4	金螳螂工程施工管理运营中心建设项目	28,090.40	28,090.40
5	营销网络升级项目	15,338.00	15,338.00
6	收购美瑞德公司 40% 少数股权并增资项目	29,726.20	18,726.20
7	增资金螳螂景观公司项目	6,000.00	3,000.00
8	增资金螳螂住宅公司项目	30,000.00	7,000.00
合 计		173,947.00	136,947.00

来源：公司公告 国金证券研究所

注：收购美瑞德公司 40% 股权的价款为 11,726.20 万元；节能幕墙及门窗生产线建设项目拟由募集资金投入金额 30,940.10 万元，由自有资金投入金额投入金额 8000 万元。

目前时点下我们对于装饰板块的观点：1、当前时点下的装饰行业的关键业绩风险点，在于已签项目的施工、回款周期拉长，使得收入增速放缓；2、金螳螂在成功发行之后，资本市场四个龙头装饰公司现金都相对充裕，进入攻守兼备的有利局面；3、装饰板块的成长性与投资价值在 2010 年得到市场认可，估值也较之 09 年不可同日而语；4、即使考虑到已签订单施工、回款周期的拉长，目前几个装饰企业估值较之未来的成长已经不高，表现出了很好的长期投资价值。

投资建议

综上，我们认为整个装饰板块已经进入了长期投资区间，金螳螂作为当之无愧的龙头企业，有着很强的项目管理和风险控制能力。我们看好公司未来的长期发展，维持 2011-2013 年的 1.51、2.23、2.97 元的盈利预测，未来有着可观增长，维持“买入”评级。

图表2：三张表摘要

损益表（人民币百万元）

	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
主营业务收入	3,338	4,107	6,639	10,333	14,460	19,241
增长率		23.0%	61.7%	55.6%	39.9%	33.1%
主营业务成本	-2,809	-3,415	-5,518	-8,584	-11,986	-15,966
% 销售收入	84.2%	83.2%	83.1%	83.1%	82.9%	83.0%
毛利	529	692	1,121	1,748	2,475	3,275
% 销售收入	15.8%	16.8%	16.9%	16.9%	17.1%	17.0%
营业税金及附加	-105	-129	-210	-325	-455	-606
% 销售收入	3.2%	3.1%	3.2%	3.2%	3.2%	3.2%
营业费用	-103	-116	-121	-186	-246	-308
% 销售收入	3.1%	2.8%	1.8%	1.8%	1.7%	1.6%
管理费用	-108	-123	-153	-207	-260	-308
% 销售收入	3.2%	3.0%	2.3%	2.0%	1.8%	1.6%
息税前利润（EBIT）	212	324	638	1,030	1,513	2,054
% 销售收入	6.4%	7.9%	9.6%	10.0%	10.5%	10.7%
财务费用	2	4	6	4	6	10
% 销售收入	-0.1%	-0.1%	-0.1%	0.0%	0.0%	-0.1%
资产减值损失	-29	-42	-98	-33	-13	-12
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	0	0	2	3	7	13
% 税前利润	0.2%	0.2%	0.4%	0.3%	0.4%	0.6%
营业利润	186	286	549	1,005	1,513	2,064
营业利润率	5.6%	7.0%	8.3%	9.7%	10.5%	10.7%
营业外收支	9	0	0	0	0	0
税前利润	195	286	549	1,005	1,513	2,064
利润率	5.8%	7.0%	8.3%	9.7%	10.5%	10.7%
所得税	-51	-74	-141	-251	-378	-516
所得税率	26.3%	26.1%	25.7%	25.0%	25.0%	25.0%
净利润	144	211	408	754	1,135	1,548
少数股东损益	6	11	19	30	67	124
归属于母公司的净利润	138	201	389	724	1,068	1,424
净利率	4.1%	4.9%	5.9%	7.0%	7.4%	7.4%

现金流量表（人民币百万元）

	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
净利润	144	211	408	754	1,135	1,548
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
非现金支出	41	61	127	79	76	89
非经营收益	-29	-15	-33	59	-7	-13
营运资金变动	-48	291	-163	-348	-115	126
经营活动现金净流	107	548	339	543	1,089	1,750
资本开支	-127	-96	-80	-263	-359	-160
投资	-10	-169	71	-1	0	0
其他	4	5	8	3	7	13
投资活动现金净流	-133	-260	-1	-261	-352	-147
股权募资	1	28	0	0	-101	0
债权募资	0	0	0	0	0	1
其他	-22	-29	-101	0	-62	-62
筹资活动现金净流	-21	-2	-101	0	-164	-61
现金净流量	-47	287	236	282	573	1,542

来源：国金证券研究所

资产负债表（人民币百万元）

	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
货币资金	331	617	853	1,136	1,709	3,251
应收款项	1,279	1,492	2,586	3,492	4,887	6,242
存货	24	30	35	71	131	219
其他流动资产	18	132	29	54	74	98
流动资产	1,652	2,272	3,503	4,752	6,801	9,809
% 总资产	83.6%	82.3%	86.3%	87.0%	87.1%	90.0%
长期投资	11	17	15	16	15	15
固定资产	224	363	396	614	914	1,000
% 总资产	11.4%	13.1%	9.7%	11.2%	11.7%	9.2%
无形资产	55	67	80	76	73	71
非流动资产	323	489	557	708	1,004	1,087
% 总资产	16.4%	17.7%	13.7%	13.0%	12.9%	10.0%
资产总计	1,975	2,761	4,061	5,460	7,805	10,896
短期借款	0	0	0	0	0	0
应付款项	1,075	1,596	2,480	2,904	4,056	5,401
其他流动负债	173	225	332	621	843	1,102
流动负债	1,247	1,821	2,812	3,525	4,899	6,503
长期贷款	0	0	0	0	0	1
其他长期负债	4	4	4	0	0	0
负债	1,252	1,825	2,817	3,525	4,899	6,504
普通股股东权益	699	902	1,207	1,868	2,773	4,135
少数股东权益	24	34	37	67	133	257
负债股东权益合计	1,975	2,761	4,061	5,460	7,805	10,896

比率分析

	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
每股指标						
每股收益	0.981	0.943	1.218	1.512	2.231	2.974
每股净资产	4.958	4.238	3.781	3.902	5.791	8.636
每股经营现金净流	0.762	2.577	1.061	1.135	2.274	3.656
每股股利	0.200	0.200	0.400	0.130	0.130	0.130
回报率						
净资产收益率	19.79%	22.24%	32.20%	38.74%	38.52%	34.44%
总资产收益率	7.00%	7.27%	9.57%	13.26%	13.68%	13.07%
投入资本收益率	21.52%	25.47%	37.98%	39.92%	39.04%	35.06%
增长率						
主营业务收入增长率	-3.63%	23.04%	61.67%	55.63%	39.95%	33.06%
EBIT增长率	29.38%	52.37%	97.21%	61.35%	46.86%	35.73%
净利润增长率	53.02%	45.00%	93.73%	86.23%	47.56%	33.35%
总资产增长率	20.84%	39.77%	47.07%	34.46%	42.95%	39.61%
资产管理能力						
应收账款周转天数	119.7	114.7	102.9	115.0	115.0	110.0
存货周转天数	2.8	2.9	2.2	3.0	4.0	5.0
应付账款周转天数	100.1	114.4	108.7	100.0	100.0	100.0
固定资产周转天数	12.6	31.6	20.2	18.9	19.8	15.6
偿债能力						
净负债/股东权益	-45.71%	-65.98%	-68.60%	-58.68%	-58.80%	-73.99%
EBIT利息保障倍数	-101.3	-88.0	-99.5	-250.2	-256.9	-200.7
资产负债率	63.37%	66.12%	69.37%	64.55%	62.77%	59.69%

历史推荐和目标定价(人民币)

	日期	评级	市价	目标价
1	2010-07-30	买入	23.34	N/A
2	2010-08-20	买入	27.39	N/A
3	2010-10-29	买入	38.04	N/A
4	2010-11-23	买入	46.42	N/A
5	2010-12-24	买入	44.13	N/A
6	2011-03-01	买入	42.90	N/A
7	2011-04-15	买入	41.00	N/A
8	2011-04-29	买入	39.39	N/A

来源：国金证券研究所


投资评级的说明:

强买：预期未来 6-12 个月内上涨幅度在 20%以上；

买入：预期未来 6-12 个月内上涨幅度在 10%-20%；

持有：预期未来 6-12 个月内变动幅度在 -10%-10%；

减持：预期未来 6-12 个月内下跌幅度在 10%-20%；

卖出：预期未来 6-12 个月内下跌幅度在 20%以上。

特别声明:

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。本报告亦非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向任何人作出邀请。国金证券未有采取行动以确保于此报告中所指的证券适合个别的投资者。国金证券建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。国金证券及其关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息、所载资料或意见。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载的观点并不代表国金证券的立场，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

上海

电话: (8621)-61356534

传真: (8621)-61038200

邮箱: researchsh@gjzq.com.cn

邮编: 201204

地址: 上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹
国际大厦 7 楼**北京**

电话: (8610)-66215599-8792

传真: (8610)-61038200

邮箱: researchbj@gjzq.com.cn

邮编: 100032

地址: 中国北京西城区金融街 27 号
投资广场 B 座 4 层**深圳**

电话: (86755)-33089915

传真: (86755)-61038200

邮箱: researchsz@gjzq.com.cn

邮编: 518000

地址: 中国深圳福田区金田路 3037 号
金中环商务大厦 921 室