

证券研究报告

建筑与工程

强烈推荐 (维持)

证券分析师

徐炜

建筑和建材行业研究员
投资咨询资格编号 S1060110030233
22627752
xuwei850@pingan.com.cn

相关研究报告

《金螳螂事项点评：实至名归，彰显扩张潜力》强烈推荐 2012.1.9

《金螳螂深度报告：订单增长勿虑，净利率提升有空间》强烈推荐 2011.12.28

《金螳螂事项点评：“百亿”巨擘横空出世》强烈推荐 2010.11.23

《金螳螂三季报点评》强烈推荐 2010.10.29

《金螳螂调研简报：管理独到，成长可期》推荐 2010.7.24

请通过合法途径获取本公司研究报告，如经由未经许可的渠道获得研究报告，请慎重使用并注意阅读研究报告尾页的声明内容。

金螳螂 (002081)

省外扩张给力，上调盈利预测

事项：

公司发布两项公告：

1. 公司收到河北瑞华房地产开发有限公司、霍尔果斯苏新置业有限公司和万达酒店建设有限公司传来的《中标通知书》，本次中标总金额占公司 2010 年度经审计营业总收入的 4.13%。

交易对方单位名称	项目名称	项目金额（万元）
河北瑞华房地产开发有限公司	河北开元环球中心精装修专业分包工程第一、五标段	9,500.00
霍尔果斯苏新置业有限公司	苏新中心 1#楼办公楼、2#楼商贸中心项目室内装饰装修工程	7,179.85
万达酒店建设有限公司	长沙万达酒店客房区精装修工程 II 标段、公共区精装修工程	10,726.48

2. 公司全资子公司苏州金螳螂幕墙有限公司（以下简称“金螳螂幕墙”）收到江苏省科学技术厅、江苏省财政厅、江苏省国家税务局、江苏省地方税局批准颁发的《高新技术企业证书》，有效期 3 年。根据《中华人民共和国企业所得税法》以及国家对高新技术企业的相关税收规定，金螳螂幕墙将从 2011 年 1 月 1 日到 2013 年 12 月 31 日连续三年按 15% 的优惠税率缴纳企业所得税并享受国家其他有关高新技术企业的优惠政策。金螳螂幕墙目前按照 25% 的所得税税率缴纳所得税。

平安观点：

■ 省外扩张给力

公司本次中标的三个合同分别位于河北石家庄、新疆伊犁、湖南长沙，均为中西部二三线城市，反映出公司省外扩张的力度在加大。

我们预计金螳螂将加快省外业务的扩张速度，2012 年省外收入占比达到 65%，较 2010 年的 48% 提高 17 个百分点。目前公司已经设立了包括各类分、子公司、办事处在内的 31 个驻外机构，基本上完成了对主要省市的覆盖，预计公司未来还将继续增加驻外机构数量，并将实现省外业务占比大幅上升。

■ 合同金额较大，有利于降低费用率

尽管中标总额占公司营收比例不大，但就单个项目而言，均属于装修工程中的“巨型合同”。本次中标合同金额分别为 9500 万、7180 万、1.07 亿元，而我们估算的金螳螂 2011 年平均单个合同金额约为 2300 万。

我们相信平均合同金额的增加是金螳螂费用率持续下降的重要原因。工程项目部中一般管理人员的配置相对固定，与工程规模或合同金额的相关度低，合同金额越大则管理费用率越低。

■ 二三线城市将成为公司订单新的增长极

本次中标合同全部为二三线城市的商业综合体和酒店项目，开元环球中心为石家庄的 CBD 核心建筑，苏新中心为霍尔果斯口岸特区第一座城市综合体，而长沙万达酒店为六星级豪华酒店。

这也印证了我们在 12 月 28 日《金螳螂深度报告：订单增速勿虑，利源铝业提升有空间》当中的逻辑，我们预计，在二三线城市商业地产进入高景气周期的带动下，与其相应的公建装修市场将进入快速发展期，与此相应，来自二三线城市商业地产和公建的装修装饰工程，将成为公司订单新的增长极。

■ 受惠于税收优惠，小幅上调盈利预测

公司全资子公司金螳螂幕墙获得《高新技术企业证书》后，将从 2011 年 1 月 1 日到 2013 年 12 月 31 日连续三年按 15% 的优惠税率缴纳企业所得税并享受国家其他有关高新技术企业的优惠政策。金螳螂幕墙目前按照 25% 的所得税税率缴纳所得税。

根据公司 2011 年中报，金螳螂幕墙公司 1H2011 的净利润为 398 万元，约占当期上市公司净利润的 1%。需要说明的是，金螳螂的幕墙业务收入占营业收入的 10% 左右，但并非全部由金螳螂幕墙公司产生，因此我们仍按金螳螂幕墙公司 2011 年全年发生的净利润占公司净利润 1% 左右估算。

照此估算，金螳螂幕墙公司获得所得税优惠后，公司整体所得税率将下降约 0.1%，我们由此对财务模型进行了微调，将 2011 年~2013 年的盈利预测由 1.39 元、2.20 元、3.27 元上调为 1.39 元、2.21 元和 3.28 元。

■ 维持“强烈推荐”评级

我们维持对公司“强烈推荐”的投资评级。市场担心公司明年的订单和利润率无法支撑成长性，但我们认为，从公司 4Q2011 新签订单和设计订单来看，1H2012 的业绩增长确定性较高；下半年的增长要再观察 2Q2012 的订单情况，但从订单趋势看，区域性扩张将支持公司订单持续增长。

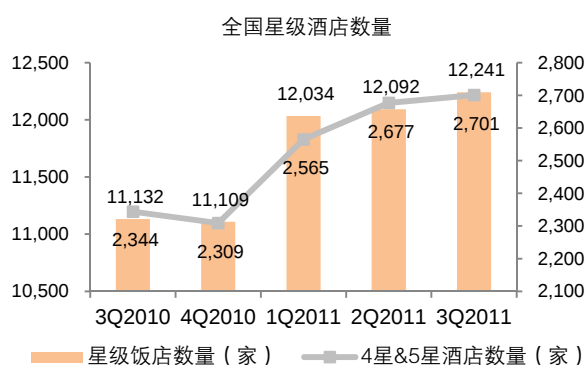
此外，金螳螂股份公司亦在申请“高新技术企业”，我们预计今年上半年获得税收优惠的可能性大，业绩仍有上调空间。

在未考虑股份公司税收优惠的假设下，预测公司 2011~2013 年三年的净利润 CAGR 达 63%，仍然处于高速成长期，给予公司 2012 年动态 PE 为 25 倍的估值，六个月目标价 55 元，较当前 34.60 元的股价有 60% 的上涨空间。

■ 风险提示

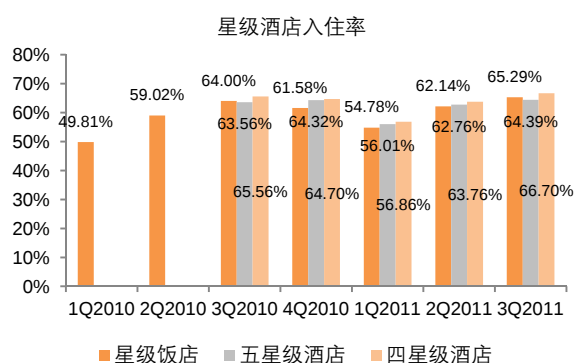
宏观经济特别是固定资产投资增速大幅低于预期；货币政策持续偏紧，开发商资金紧张导致施工进度放缓；公司出现重大工程事故，导致订单增速受到显著影响。

图表1 全国星级酒店数量持续增长



资料来源：国家旅游局，平安证券研究所

图表2 星级酒店入住率持续提高



资料来源：国家旅游局，平安证券研究所

图表3 目前金螳螂全国分、子公司分布

子公司	所在地	分公司	所在地
幕墙公司	江苏	南京分公司	江苏/华东
景观公司	江苏	合肥分公司	安徽/华东
家具公司	江苏	青岛分公司	山东/华东
住宅集成装饰公司	江苏	上海分公司	上海/华东
软装配饰中心	江苏	杭州分公司	浙江/华东
		北京分公司	北京/华北
		天津分公司	天津/华北
		山西分公司	山西/华北
		海南分公司	海南/华南
		成都分公司	四川/西南
		昆明分公司	云南/西南
		吉林分公司	吉林/东北
		西安分公司	陕西/西北

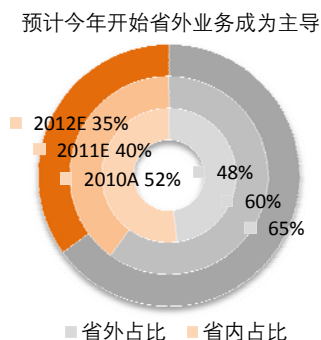
资料来源：公司资料（截至2011年11月），平安证券研究所

图表4 金螳螂驻外机构全国布局



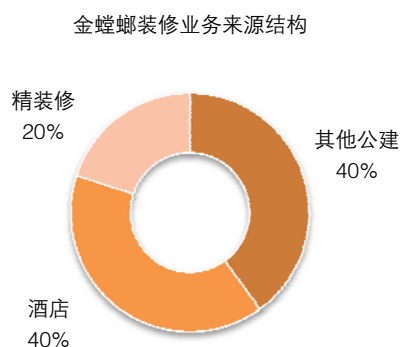
资料来源：公司资料（截至2011年11月），平安证券研究所

图表5 省外业务将成为订单主要来源



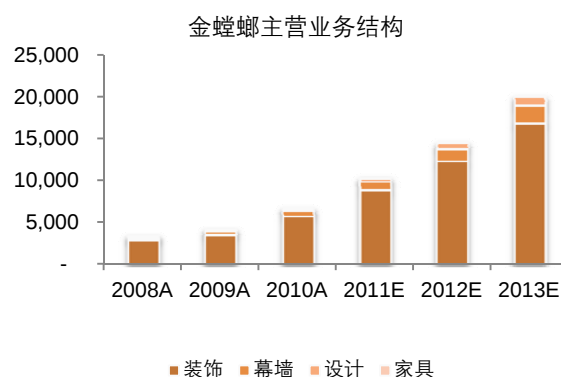
资料来源：公司资料，平安证券研究所

图表6 金螳螂酒店业务占比40%



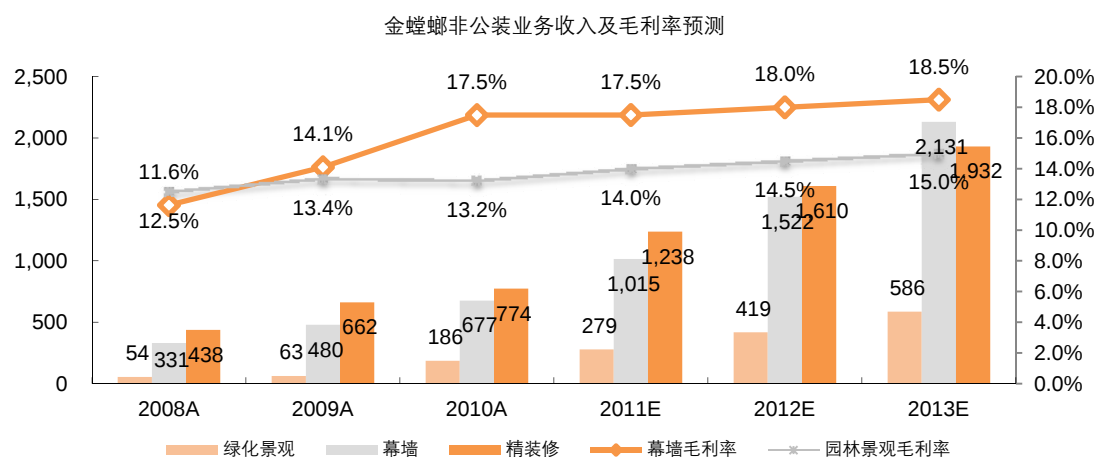
资料来源：公司资料（截至2011年11月），平安证券研究所

图表7 金螳螂幕墙业务收入占比10%



资料来源：公司资料，平安证券研究所

图表8 金螳螂幕墙业务毛利率有提升空间



资料来源：公司资料，平安证券研究所

附件：中标项目简介

■ 河北开元环球中心

开元环球中心位于河北省会石家庄市城市核心位置，是一栋国际五星级酒店和高端商务办公的钢结构综合体，建筑的总高度约 245 米，建成后将作为省内最高的超高层建筑。开元环球中心总建筑面积约 17.8 万平方米，地上 53 层，其中酒店部分占 28 层，写字楼部分占 22 层，另还有 3 个设备/避难层。地下 4 层为停车场，有 500 余个停车位。为石家庄市政府规划中央商务区（CBD）核心、文化交流中心、涉外酒店服务中心、中央政务中心

该项目由河北开元集团开发建设。开元投资集团是集房地产开发、汽车销售服务、门窗制造、商业物业投资管理为一体的综合性企业。河北开元房地产开发股份有限公司是经省政府批准设立的规范的股份制公司，房地产开发二级资质，2006 年石家庄市房地产开发诚信企业，在河北省会石家庄市先后开发建设了卓有影响的开元公寓住宅和写字楼项目、34 万 m² 的全钢结构先天下项目及超大型主题花园式一站式购物中心（shopping mall）——先天下购物广场，还将继续开发建设市中心近 50 万 m² 的水景住宅项目——剑桥春雨。

■ 霍尔果斯苏新置业有限公司和苏新中心

霍尔果斯是位于中国新疆伊犁哈萨克自治州霍城县一个陆路口岸，与哈萨克斯坦隔霍尔果斯河相望。精伊霍铁路、连霍高速公路、312 国道和中国-中亚天然气管道在这里结束。

霍尔果斯苏新置业有限公司是苏州工业园区在新疆最西部的霍尔果斯注册资本 3 亿元人民币成立的一级国资公司，主要从事苏新中心、东部产业转移园及集宿区等三个总建筑面积约 40 万平方米，总投资约 15 亿元人民币项目的开发建设和经营管理。上述项目建成后将进一步增强霍尔果斯口岸在发展商贸物流、制造业集聚发展等方面的综合配套服务能力，有利于吸引更多投资企业来口岸投资创业，加快商气、人气集聚和地区繁荣。

苏新中心总投资 12 亿元，总建筑面积 214350 m²，为集贸易、办公、酒店、公寓于一体的大型综合体。

■ 长沙万达酒店

长沙万达广场项目位于长沙市开福区，总建筑面积 104 万平方米，包括商业和五星级酒店面积 26 万平方米。其中六星级长沙万达威斯汀大酒店总建筑面积 4.9 万平方米，拥有客房 320 套。

资产负债表						利润表					
单位:百万元						单位:百万元					
会计年度	2009	2010	2011E	2012E	2013E	会计年度	2009	2010	2011E	2012E	2013E
流动资产	2,272	3,503	6,767	8,967	12,172	营业收入	4,107	6,639	10,259	14,468	19,990
现金	617	853	2,679	3,779	5,006	营业成本	3,415	5,518	8,474	11,895	16,384
应收账款	1,383	2,359	3,641	4,557	6,297	营业税金及附加	129	210	349	495	685
其他应收款	64	97	149	210	290	营业费用	116	121	175	220	258
预付账款	22	27	42	59	82	管理费用	123	153	197	233	266
存货	30	35	54	76	105	财务费用	-4	-6	-23	-42	-58
其他流动资产	156	131	202	285	393	资产减值损失	42	98	80	73	84
非流动资产	489	557	685	1,139	1,557	公允价值变动收益	0	0	0	0	0
长期投资	10	10	10	10	10	投资净收益	0	2	2	2	2
固定资产	355	367	473	887	1,280	营业利润	286	549	1,009	1,595	2,373
无形资产	67	80	90	101	111	营业外收入	1	2	1	2	2
其他非流动资产	57	100	111	142	157	营业外支出	1	2	1	1	1
资产总计	2,761	4,061	7,452	10,106	13,730	利润总额	286	549	1,009	1,596	2,374
流动负债	1,821	2,812	4,189	5,789	7,859	所得税	74	141	251	398	591
短期借款	0	0	0	0	0	净利润	211	408	757	1,199	1,783
应付账款	1,261	2,026	3,112	4,368	6,017	少数股东损益	11	19	35	56	83
其他流动负债	560	786	1,077	1,421	1,842	归属母公司净利润	201	389	722	1,143	1,699
非流动负债	4	4	4	4	4	EBITDA	300	572	1,020	1,611	2,409
长期借款	0	0	0	0	0	EPS (元)	0.94	1.22	1.39	2.21	3.28
其他非流动负债	4	4	4	4	4						
负债合计	1,825	2,817	4,194	5,793	7,863	主要财务比率					
少数股东权益	34	37	72	128	211	会计年度	2009	2010	2011E	2012E	2013E
股本	213	319	518	518	518	成长能力					
资本公积	180	181	1,462	1,462	1,462	营业收入	23.0%	61.7%	54.5%	41.0%	38.2%
留存收益	509	707	1,205	2,204	3,675	营业利润	53.7%	92.3%	83.7%	58.2%	48.7%
归属母公司股东权益	902	1,207	3,186	4,185	5,655	归属于母公司净利润	45.4%	93.7%	85.8%	58.3%	48.7%
负债和股东权益	2,761	4,061	7,452	10,106	13,730	获利能力					
						毛利率(%)	16.8%	16.9%	17.4%	17.8%	18.0%
现金流量表						净利率(%)	4.9%	5.9%	7.0%	7.9%	8.5%
单位:百万元						ROE(%)	22.2%	32.2%	22.7%	27.3%	30.1%
会计年度	2009	2010	2011E	2012E	2013E	ROIC(%)	79.4%	129.7%	148.1%	257.1%	222.8%
经营活动现金流	548	339	706	1,713	1,909	偿债能力					
净利润	211	408	757	1,199	1,783	资产负债率(%)	66.1%	69.4%	56.3%	57.3%	57.3%
折旧摊销	18	30	35	58	94	净负债比率(%)	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
财务费用	-4	-6	-23	-42	-58	流动比率	1.25	1.25	1.62	1.55	1.55
投资损失	0	-2	-2	-2	-2	速动比率	1.23	1.23	1.60	1.54	1.54
营运资金变动	289	-165	-213	392	-111	营运能力					
其他经营现金流	34	74	152	109	202	总资产周转率	1.73	1.95	1.78	1.65	1.68
投资活动现金流	-260	-1	-160	-510	-510	应收账款周转率	2.9	3.2	3.1	3.2	3.3
资本支出	96	80	150	500	500	应付账款周转率	3.19	3.36	3.30	3.18	3.16
长期投资	-115	110	0	0	0	每股指标 (元)					
其他投资现金流	-279	189	-10	-10	-10	每股收益(最新摊薄)	0.39	0.75	1.39	2.21	3.28
筹资活动现金流	-2	-101	1,280	-102	-171	每股经营现金流(最新摊薄)	1.06	0.65	1.36	3.31	3.68
短期借款	0	0	0	0	0	每股净资产(最新摊薄)	1.74	2.33	6.15	8.07	10.91
长期借款	0	0	0	0	0	估值比率					
普通股增加	72	106	199	0	0	P/E	89.4	46.1	24.8	15.7	10.6
资本公积增加	-41	2	1,281	0	0	P/B	19.9	14.9	5.6	4.3	3.2
其他筹资现金流	-33	-209	-200	-102	-171	EV/EBITDA	57	30	17	11	7
现金净增加额	287	236	1,826	1,100	1,227						

平安证券综合研究所投资评级：

股票投资评级：

强烈推荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 20%以上）
推 荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 10%至 20%之间）
中 性（预计 6 个月内，股价表现相对沪深 300 指数在 $\pm 10\%$ 之间）
回 避（预计 6 个月内，股价表现弱于沪深 300 指数 10%以上）

行业投资评级：

强烈推荐（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 10%以上）
推 荐（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 5%至 10%之间）
中 性（预计 6 个月内，行业指数表现相对沪深 300 指数在 $\pm 5\%$ 之间）
回 避（预计 6 个月内，行业指数表现弱于沪深 300 指数 5%以上）

公司声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师（一人或多人）就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。

本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的，本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。

市场有风险，投资需谨慎。

免责条款：

此报告旨在发给平安证券有限责任公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其它人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能尽依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券有限责任公司的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券有限责任公司 2012 版权所有。保留一切权利。

中国平安 PINGAN

平安证券综合研究所

地址：深圳市福田区金田路大中华国际交易广场 8 层

邮编：518048

电话：4008866338

传真：(0755) 8244 9257