

非公开增发适时完成，“大装饰”经营模式将继续领跑行业

金螳螂 (002081.SZ)
推荐 维持评级

事件：公司发布公告，非公开增发将在2011年11月24日完成。公司股本将新增3,684.38万股，总股本变更为5.18亿股。

投资要点：

- 此次非公开增发实现募资净额12.97亿元，股本小幅扩张不影响实际控制人地位。此次非公开增发共发行了3,684.38万股，发行价格为36.00元/股，扣除发行费用后的募集资金净额为12.97亿元。发行完成后公司总股本由发行前的4.81亿股小幅扩张为5.18亿股，公司实际控制人朱兴良先生通过控制第一大股东金螳螂集团和第二大股东金羽公司合计持有公司股份比例由非公开发行前的59.2%下降至55.0%，仍处于绝对控股地位。
- 募投项目主要用于提高装饰主材自给率，并进一步拓宽在幕墙、园林等横向领域的产品线。公司此次募投资资金将主要投入3方面：1)建筑装饰用木制品和石材的工厂化项目，项目完成后公司这两方面的主材自给率有望从目前的5%提升至15%左右；2)节能幕墙及门窗生产线建设项目，将新增90万平米的幕墙及门窗生产能力；3)对园林及住宅精装修公司进行增资以提高其经营能力。我们预计2年后这些项目的达产将使公司由现有的建筑装饰主业大步向景观园林绿化、幕墙和建筑部品的部件工厂化生产拓展，从而在行业内率先形成“大装饰”的完整产业链。
- 在下游房地产领域面临调整的背景下，公司资金、管理能力将进一步增强其行业竞争力。根据我们对装饰行业内非上市公司的草根调研情况看，这些企业日常账面资金一般只占到其收入规模的5%左右，极易受到下游房地产调控带来的经营环境变化影响。公司此次非公开发行完成后，预计到年底其账面资金将上升至20亿元以上，相当于今年收入规模的20%左右，从而为明年上半年在房地产调控大环境中的灵活应对赢得先机，有望在以民营企业为主体的装饰行业中进一步巩固竞争优势。
- 维持推荐的投资评级。公司在高端装饰市场品牌及管理优势显著，未来将持续保持行业领先地位。考虑此次增发摊薄，预计2011-2013年公司EPS分别为1.46、2.06和2.79元，按明年25X的PE估值水平，合理估值为51.5元，维持推荐评级。

| 主要财务指标(百万元) | 2010 | 2011E | 2012E | 2013E |
|-------------|-------|-------|-------|-------|
| 营业收入 | 6639 | 9819 | 13108 | 17337 |
| 收入同比 | 62% | 48% | 33% | 32% |
| 归属母公司净利润 | 389 | 758 | 1066 | 1444 |
| 净利润同比 | 94% | 95% | 41% | 36% |
| 毛利率 | 16.9% | 16.9% | 16.8% | 16.9% |
| ROE | 32.2% | 23.1% | 25.9% | 27.5% |
| 每股收益(元) | 0.75 | 1.46 | 2.06 | 2.79 |
| P/E | 49.5 | 25.4 | 18.1 | 13.3 |
| P/B | 16.0 | 5.9 | 4.7 | 3.7 |

资料来源：中国银河证券研究部

合理估值：51.5元

分析师

罗泽兵

电话：(8621) 2025 2670

邮箱：luozebing@chinastock.com.cn

执业证书编号：S0130511090003

| 市场数据日期 | 2011.11.22 |
|-----------|------------|
| 上证综合指数 | 2,413 |
| 公司收盘价 | 37.16 |
| 总股本(百万) | 481 |
| 流通股本(百万) | 439 |
| 流通市值(亿) | 163.2 |
| EPS (TTM) | 1.24 |
| 每股净资产(元) | 3.16 |
| 资产负债率 | 69% |

近一年相对上证综指表现

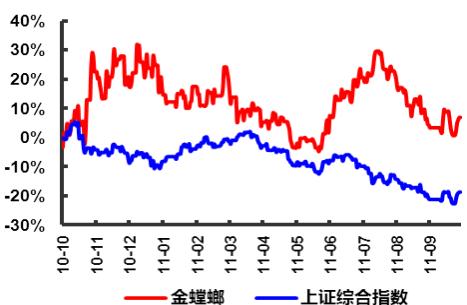


表1 公司财务报表预测(单位: 百万元)

| 资产负债表 | 2010 | 2011E | 2012E | 2013E | 利润表 | 2010 | 2011E | 2012E | 2013E |
|--------------|------|-------|-------|-------|---------------|--------|--------|--------|--------|
| 流动资产 | 3503 | 6642 | 8558 | 11130 | 营业收入 | 6639 | 9819 | 13108 | 17337 |
| 现金 | 853 | 2955 | 3672 | 4704 | 营业成本 | 5518 | 8164 | 10901 | 14403 |
| 应收账款 | 2359 | 3159 | 4217 | 5577 | 营业税金及附加 | 210 | 307 | 410 | 543 |
| 其它应收款 | 97 | 133 | 178 | 235 | 营业费用 | 121 | 142 | 177 | 217 |
| 预付账款 | 27 | 41 | 55 | 72 | 管理费用 | 153 | 173 | 198 | 234 |
| 存货 | 35 | 52 | 70 | 92 | 财务费用 | -6 | -19 | -35 | -43 |
| 其他 | 131 | 302 | 367 | 450 | 资产减值损失 | 98 | 60 | 70 | 81 |
| 非流动资产 | 557 | 689 | 809 | 933 | 公允价值变动收益 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 长期投资 | 10 | 10 | 12 | 15 | 投资净收益 | 2 | 0 | 0 | 0 |
| 固定资产 | 367 | 509 | 635 | 750 | 营业利润 | 549 | 990 | 1386 | 1902 |
| 无形资产 | 80 | 90 | 99 | 107 | 营业外收入 | 2 | 0 | 0 | 0 |
| 其他 | 100 | 80 | 64 | 62 | 营业外支出 | 2 | 0 | 0 | 0 |
| 资产总计 | 4061 | 7331 | 9367 | 12064 | 利润总额 | 549 | 990 | 1386 | 1902 |
| 流动负债 | 2812 | 3999 | 5181 | 6733 | 所得税 | 141 | 218 | 305 | 437 |
| 短期借款 | 0 | 0 | 0 | 0 | 净利润 | 408 | 773 | 1081 | 1464 |
| 应付账款 | 2026 | 2996 | 4001 | 5286 | 少数股东损益 | 19 | 15 | 16 | 20 |
| 其他 | 786 | 1003 | 1181 | 1447 | 归属母公司净利润 | 389 | 758 | 1066 | 1444 |
| 非流动负债 | 4 | 0 | 0 | 0 | EBITDA | 543 | 996 | 1385 | 1901 |
| 长期借款 | 0 | 0 | 0 | 0 | EPS (元) | 0.75 | 1.46 | 2.06 | 2.79 |
| 其他 | 4 | 0 | 0 | 0 | | | | | |
| 负债合计 | 2817 | 3999 | 5181 | 6733 | | | | | |
| 少数股东权益 | 37 | 52 | 67 | 88 | | | | | |
| 股本 | 319 | 518 | 518 | 518 | | | | | |
| 资本公积 | 181 | 1457 | 1457 | 1457 | | | | | |
| 留存收益 | 707 | 1305 | 2143 | 3268 | | | | | |
| 归属母公司股东权益 | 1207 | 3280 | 4119 | 5243 | | | | | |
| 负债和股东权益 | 4061 | 7331 | 9367 | 12064 | | | | | |
| 现金流量表 | | | | | | | | | |
| 会计年度 | 2010 | 2011E | 2012E | 2013E | 主要财务比率 | | | | |
| 经营活动现金流 | 339 | 931 | 1074 | 1474 | 会计年度 | 2010 | 2011E | 2012E | 2013E |
| 净利润 | 408 | 773 | 1081 | 1464 | 成长能力 | | | | |
| 折旧摊销 | 0 | 25 | 34 | 42 | 营业收入 | 61.7% | 47.9% | 33.5% | 32.3% |
| 财务费用 | -6 | -19 | -35 | -43 | 营业利润 | 92.3% | 80.4% | 40.0% | 37.2% |
| 投资损失 | -2 | 0 | 0 | 0 | 归属于母公司净利润 | 93.7% | 95.0% | 40.7% | 35.5% |
| 营运资金变动 | 0 | -242 | -147 | -157 | 获利能力 | | | | |
| 其它 | -61 | 394 | 141 | 167 | 毛利率 | 16.9% | 16.9% | 16.8% | 16.9% |
| 投资活动现金流 | -1 | -163 | -164 | -165 | 净利率 | 5.9% | 7.7% | 8.1% | 8.3% |
| 资本支出 | 80 | 150 | 150 | 150 | ROE | 32.2% | 23.1% | 25.9% | 27.5% |
| 长期投资 | 110 | 2 | 2 | 3 | ROIC | 129.7% | 253.3% | 237.8% | 259.8% |
| 其他 | 189 | -11 | -12 | -12 | 偿债能力 | | | | |
| 筹资活动现金流 | -101 | 1334 | -193 | -277 | 资产负债率 | 69.4% | 54.6% | 55.3% | 55.8% |
| 短期借款 | 0 | 0 | 0 | 0 | 净负债比率 | -68.6% | -88.7% | -87.7% | -88.2% |
| 长期借款 | 0 | 0 | 0 | 0 | 流动比率 | 1.25 | 1.66 | 1.65 | 1.65 |
| 普通股增加 | 106 | 199 | 0 | 0 | 速动比率 | 1.23 | 1.65 | 1.64 | 1.64 |
| 资本公积增加 | 2 | 1276 | 0 | 0 | 营运能力 | | | | |
| 其他 | -209 | -141 | -193 | -277 | 总资产周转率 | 1.95 | 1.72 | 1.57 | 1.62 |
| 现金净增加额 | 236 | 2102 | 717 | 1032 | 应收账款周转率 | 3 | 3 | 3 | 3 |
| | | | | | 应付账款周转率 | 3.36 | 3.25 | 3.12 | 3.10 |
| | | | | | 每股指标(元) | | | | |
| | | | | | 每股收益(最新摊薄) | 0.75 | 1.46 | 2.06 | 2.79 |
| | | | | | 每股经营现金流(最新摊薄) | 0.65 | 1.80 | 2.07 | 2.84 |
| | | | | | 每股净资产(最新摊薄) | 2.33 | 6.33 | 7.95 | 10.12 |
| | | | | | 估值比率 | | | | |
| | | | | | P/E | 49.5 | 25.4 | 18.1 | 13.3 |
| | | | | | P/B | 16.0 | 5.9 | 4.7 | 3.7 |
| | | | | | EV/EBITDA | 20 | 11 | 8 | 6 |

资料来源：中国银河证券研究部

评级标准

银河证券行业评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来6-12个月，行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报20%及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报。该评级由分析师给出。

中性：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）与交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）低于交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报10%及以上。该评级由分析师给出。

银河证券公司评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来6-12个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报20%及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：是指未来6-12个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报10%-20%。该评级由分析师给出。

中性：是指未来6-12个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：是指未来6-12个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报10%及以上。该评级由分析师给出。

罗泽兵，建筑行业证券分析师。工学学士，管理学硕士，4年证券从业经历，3年企业工作经验。2007年进入中投证券从事建材及建筑行业研究，2011年8月加入银河证券。

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位和执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券，银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。银河证券认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。客户不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

银河证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。银河证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部份，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户提供。本报告是发送给银河证券客户的，属于机密材料，只有银河证券客户才能参考或使用，如接收人并非银河证券客户，请及时退回并删除。

银河证券有权在发送本报告前使用本报告所涉及的研究或分析内容。

所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为银河证券的商标、服务标识及标记。

银河证券版权所有并保留一切权利。

联系

中国银河证券股份有限公司 研究部

机构请致电：

北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座

北京地区：傅楚雄 010-83574171 fuchuxiong@chinastock.com.cn

上海浦东新区富城路 99 号震旦大厦 26 楼

上海地区：于淼 021-20257811 yumiao_jg@chinastock.com.cn

深圳市福田区福华一路中心商务大厦 26 层

深广地区：詹璐 0755-83453719 zhanlu@chinastock.com.cn

公司网址：www.chinastock.com.cn