

省外经营规模效应将稳步释放，公装领域 保持良好抗风险能力

投资要点

一、事件

公司发布公告，近日收到3项大额装修工程的《中标通知书》，合同总金额2.74亿元，相当于公司2010年营业总收入的4.13%。同时，公司公告全资子公司苏州金螳螂幕墙有限公司获得高新技术企业认证。

二、我们的分析与判断

- **公装领域优势企业的竞争优势仍处于持续扩大中。**从2011年的经营情况看，公装领域的上市企业均实现了良好的合同承接状况，金螳螂、洪涛股份新签合同额均较上年增长了1倍左右，预计金螳螂目前由以前年度结转至2012年的在手未完工合同在50亿元左右，是多年来最好的业务开局（2011年初为18亿元）。我们判断支撑公装领域上市企业快速发展的三个核心竞争要素（设计施工一体化业务能力、品牌美誉度、规模化成本节约效应）并未发生改变，未来3年公司在行业竞争中的相对优势将进一步扩大。
- **江苏省外多个运营中心的规模效应将在未来2年逐步体现，合同承接力和盈利能力有显著提升空间。**此次公司公告的3个大额装修合同分别位于河北、新疆和湖南，均是在公司本部所在的江苏省以外地区，公司省外运营的加速格局进一步明确。公司近两年加大了省外市场的投入力度，目前已形成了几个收入体量在5亿元以上的省级经营中心，这些运营中心后续的规模化效应将得到良好释放，预计今年起公司省外收入的占比将首次超过江苏省内，同时省外毛利率水平以往较省内低2个百分点的差距也将逐步收窄。
- **公司上半年新签订单规模、经营回款状况有望继续超市场预期。**我们延续在去年12月月报中的观点，认为市场对龙头企业订单前景过于悲观，而忽视了当前大量在建公建项目在未来2年内后续装修环节的刚性需求特征。同时，从微观竞争格局看，公装上市公司目前良好的资金能力、管理优势也有利于其在以民企为竞争主体的行业竞争格局中快速扩大竞争优势、提高市场份额。

三、投资建议

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，多个外省运营中心的规模效应将稳步释放，公司行业领先地位稳固。预计11-13年EPS分别为1.46、2.06和2.79元，维持推荐评级。

金螳螂（002081.SZ）
推荐 维持评级

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	2012.1.10
上证综合指数	2,286
公司收盘价	34.6
总股本(百万)	518
流通股本(百万)	439
流通市值(亿)	152.0
EPS (TTM)	1.15
每股净资产(元)	2.93
资产负债率	69%

相关研究

- 1、金螳螂（002081）-非公开增发适时完成，“大装饰”经营模式将继续领跑行业 20111122
- 2、建筑工程12月月报-中央水利专项资金增长显著；公装企业迎来反弹良机 20111229

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	46.1	23.7	16.8	12.4
					P/B	14.9	5.5	4.4	3.4
					EV/EBITDA	19	10	7	5

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。

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

北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座

上海浦东新区富城路 99 号震旦大厦 26 楼

深圳市福田区福华一路中心商务大厦 26 层

公司网址: www.chinastock.com.cn

机构请致电:

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

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

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