

金螳螂 (002081.SZ) 装修装饰行业

评级：买入 维持评级

公司点评

孙鹏
联系人
(8621)60753921
sunp@gjzq.com.cn

贺国文
分析师 SAC 执业编号: S1130512040001
(8621)61038234
hegw@gjzq.com.cn

金螳螂新签永康世界贸易中心项目点评

事件

- 金螳螂与 5 月 11 日发布公告称：公司与永康世界贸易中心有限公司签订的《建设工程施工合同》，合同总金额为 5.14 亿元，占公司 2011 年度经审计营业总收入的 5.07%。

评论

对于行业龙头，订单增长没有问题：1、此次合同签订再一次论证了我们在《重视比较优势：增长的确定性和持续性——装饰园林行业研究》的观点，订单在目前时点并不构成制约公司发展的瓶颈，人、财、物等优势资源依然在向行业优秀公司靠拢；2、此次项目地处永康，县级市级别，印证了随着城市化发展，发达地区的二三线城市以及中西部、东北等地区依然构筑了广阔的市场，提供行业龙头快速未来发展所需的订单量。

大公司也有大弹性：1、金螳螂在业内以管理出众闻名，在设计、施工和信息化方面，公司都走在行业前列，并不断创新和完善，以适应公司体量快速增长；2、在人员方面，公司设计、施工人员快速增长，提前进行储备，在消化快速增长的订单同时，保障公司未来的增长。

重申目前我们对于装饰行业观点：

1、“大行业，小公司” 投资逻辑依然强劲：优秀装饰公司订单在经济比较弱的时期依旧能维持较快发展，已经从反面验证了大行业对于优质“小”公司的驱动作用；未来随着中西部城镇化进程逐步推进，东部消费升级，更新替代的渐渐铺开，行业容量将有望进一步提升，继续拉动优秀装饰公司快速发展。从目前调研情况来看，金螳螂、洪涛股份等行业内公司订单依旧保持着较快增速，印证着我们的观点。

2、“管理提升、内部挖潜时间窗口逐渐打开”：紧缩的经济环境加之逐渐增大的公司体量，使得装饰公司更加意识到管理提升、内部挖潜将带来更大的业绩弹性，是公司保持较快发展的重要手段。目前，装饰公司已经在组织架构、施工规范、信息化等方面强化管理，开启了内生增长加外部订单驱动的新模式。

投资建议

预计公司 2012-2014 年 EPS 分别为 2.24、3.24、4.24 元，对应 20、14、11 倍估值水平，维持“买入”评级，目标价位 56 元。

图表1: 2012 年公告订单量

时间	项目	金额 (万元)	占2011营业收入比重
2012/5/11	永康世贸中心城市综合体装修工程	51,400.00	5.07%
2012/4/21	淮安市规划展示馆、图书馆、美术馆、文化馆内装及布展工程	10,016.00	0.99%
2012/4/21	辽宁碧湖温泉度假村楼体内部装修项目第三标段、第四标段	6,309.00	0.62%
2012/4/21	1号生产研发楼等八项室内精装修	6,600.00	0.65%
2012/4/21	七彩俊园	8,971.00	0.88%
2012/4/21	白马寺山接待中心 (晋邦大酒店)	9,800.00	0.97%
2012/3/29	永康世贸中心幕墙工程	11,467.44	1.13%
2012/3/29	淮安绿地广场幕墙工程	8,000.00	0.79%
2012/3/29	新建南京紫东创意园A4-A7栋外立面幕墙项目	5,902.16	0.58%
2012/3/29	黄石中茵国际大酒店幕墙工程	5,000.00	0.49%
2012/3/29	江阴广播电视中心扩建 (改造) 幕墙工程	4,462.59	0.44%
2012/2/21	老挝万象亚欧峰会官邸别墅项目A户型25栋室内装修工程	6,825.00	0.67%
2012/2/21	苏州东方之门塔楼幕墙工程	15,053.74	1.48%
2012/2/2	乌镇大剧院内装饰工程	8,000.00	0.79%
2012/2/2	乌镇老运河精品酒店及十二情侣房装饰工程	5,000.00	0.49%
2012/2/2	东吴证券大厦室内装饰工程	6,104.00	0.60%
2012/2/2	徐圩新区国际物流服务中心项目一期工程4-9层内装饰施工	5,085.17	0.50%
2012/2/2	狮山广场幕墙工程一标段 (2号楼)	4,948.01	0.49%
2012/1/12	吉林万锦大酒店装饰	15,000	1.48%
2012/1/12	盘锦瑞诗酒店装修工程施工	11,200	1.10%
2012/1/12	苏州尼盛广场项目幕墙指定分包工程	6,760	0.67%
2012/1/11	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	0.94%
2012/1/11	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	0.71%
2012/1/11	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	1.06%
合 计		239,310.44	23.59%

来源: 公司公告 国金证券研究所

图表2：三张报表
损益表（人民币百万元）

	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
主营业务收入	4,107	6,639	10,145	16,617	22,296	27,831
增长率		61.7%	52.8%	63.8%	34.2%	24.8%
主营业务成本	-3,415	-5,518	-8,415	-13,815	-18,454	-22,982
% 销售收入	83.2%	83.1%	82.9%	83.1%	82.8%	82.6%
毛利	692	1,121	1,730	2,802	3,842	4,849
% 销售收入	16.8%	16.9%	17.1%	16.9%	17.2%	17.4%
营业税金及附加	-129	-210	-344	-548	-736	-918
% 销售收入	3.1%	3.2%	3.4%	3.3%	3.3%	3.3%
营业费用	-116	-121	-136	-299	-357	-390
% 销售收入	2.8%	1.8%	1.3%	1.8%	1.6%	1.4%
管理费用	-123	-153	-175	-382	-468	-529
% 销售收入	3.0%	2.3%	1.7%	2.3%	2.1%	1.9%
息税前利润 (EBIT)	324	638	1,075	1,572	2,281	3,012
% 销售收入	7.9%	9.6%	10.6%	9.5%	10.2%	10.8%
财务费用	4	6	9	13	18	25
% 销售收入	-0.1%	-0.1%	-0.1%	-0.1%	-0.1%	-0.1%
资产减值损失	-42	-98	-184	-209	-282	-385
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	0	2	1	2	7	11
% 税前利润	0.2%	0.4%	0.1%	0.1%	0.3%	0.4%
营业利润	286	549	902	1,378	2,023	2,663
营业利润率	7.0%	8.3%	8.9%	8.3%	9.1%	9.6%
营业外收支	0	0	0	0	0	0
税前利润	286	549	902	1,378	2,024	2,663
利润率	7.0%	8.3%	8.9%	8.3%	9.1%	9.6%
所得税	-74	-141	-162	-207	-304	-399
所得税率	26.1%	25.7%	18.0%	15.0%	15.0%	15.0%
净利润	211	408	740	1,171	1,720	2,264
少数股东损益	11	19	7	11	39	66
归属于母公司的净：	201	389	733	1,160	1,681	2,198
净利率	4.9%	5.9%	7.2%	7.0%	7.5%	7.9%

现金流量表（人民币百万元）

	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
净利润	211	408	740	1,171	1,720	2,264
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
非现金支出	61	127	217	251	352	486
非经营收益	-15	-33	-18	-21	-7	-12
营运资金变动	291	-163	-383	350	61	62
经营活动现金净流	548	339	556	1,751	2,126	2,800
资本开支	-96	-80	-117	-410	-810	-610
投资	-169	71	-117	0	0	0
其他	5	8	11	2	7	11
投资活动现金净流	-260	-1	-223	-408	-803	-598
股权募资	28	0	1,323	0	-166	0
债权募资	0	0	0	0	0	1
其他	-29	-101	-66	0	-67	-67
筹资活动现金净流	-2	-101	1,257	0	-234	-66
现金净流量	287	236	1,589	1,343	1,089	2,135

来源：国金证券研究所

资产负债表（人民币百万元）

	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
货币资金	617	853	2,441	3,784	4,873	7,008
应收款项	1,492	2,586	4,504	5,572	7,266	8,807
存货	30	35	51	87	116	145
其他流动资产	132	29	109	181	242	300
流动资产	2,272	3,503	7,105	9,624	12,497	16,260
% 总资产	82.3%	86.3%	92.2%	90.7%	87.9%	87.9%
长期投资	17	15	14	14	14	14
固定资产	363	396	433	793	1,525	2,025
% 总资产	13.1%	9.7%	5.6%	7.5%	10.7%	10.9%
无形资产	67	80	78	87	96	105
非流动资产	489	557	600	985	1,725	2,234
% 总资产	17.7%	13.7%	7.8%	9.3%	12.1%	12.1%
资产总计	2,761	4,061	7,705	10,609	14,222	18,495
短期借款	0	0	0	0	0	0
应付款项	1,596	2,480	4,043	5,429	7,257	9,040
其他流动负债	225	332	535	952	1,251	1,543
流动负债	1,821	2,812	4,579	6,381	8,508	10,583
长期贷款	0	0	0	0	0	1
其他长期负债	4	4	3	0	0	0
负债	1,825	2,817	4,581	6,381	8,508	10,584
普通股股东权益	902	1,207	3,112	4,204	5,651	7,781
少数股东权益	34	37	12	24	63	129
负债股东权益合计	2,761	4,061	7,705	10,609	14,222	18,495

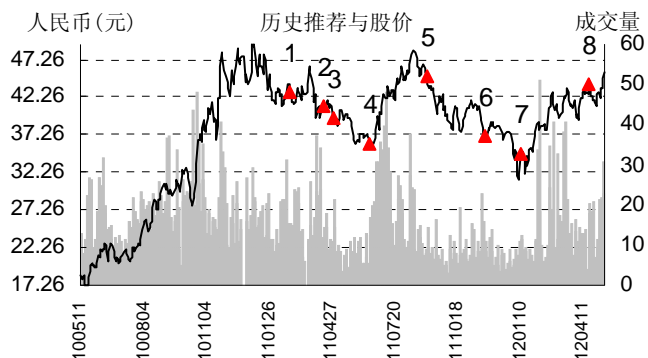
比率分析

	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
每股指标						
每股收益	0.943	1.218	1.414	2.238	3.243	4.241
每股净资产	4.238	3.781	6.004	8.112	10.904	15.015
每股经营现金净流	2.577	1.061	1.073	3.378	4.102	5.403
每股股利	0.200	0.400	0.200	0.130	0.130	0.130
回报率						
净资产收益率	22.24%	32.20%	23.55%	27.58%	29.74%	28.24%
总资产收益率	7.27%	9.57%	9.51%	10.93%	11.82%	11.88%
投入资本收益率	25.47%	37.98%	28.20%	31.61%	33.93%	32.36%
增长率						
主营业务收入增长率	23.04%	61.67%	52.80%	63.79%	34.18%	24.83%
EBIT增长率	52.37%	97.21%	68.41%	46.22%	45.08%	32.06%
净利润增长率	45.00%	93.73%	88.55%	58.24%	44.93%	30.77%
总资产增长率	39.77%	47.07%	89.76%	37.69%	34.06%	30.04%
资产管理能力						
应收账款周转天数	114.7	102.9	117.3	115.0	115.0	115.0
存货周转天数	2.9	2.2	1.9	2.3	2.3	2.3
应付账款周转天数	114.4	108.7	121.6	120.0	120.0	120.0
固定资产周转天数	31.6	20.2	14.8	12.6	16.4	15.8
偿债能力						
净负债/股东权益	-65.98%	-68.60%	-78.13%	-89.50%	-85.28%	-88.58%
EBIT利息保障倍数	-88.0	-99.5	-114.9	-122.0	-127.3	-122.6
资产负债率	66.12%	69.37%	59.46%	60.15%	59.82%	57.23%

历史推荐和目标定价(人民币)

	日期	评级	市价	目标价
1	2011-03-01	买入	42.90	N/A
2	2011-04-15	买入	41.00	N/A
3	2011-04-29	买入	39.39	N/A
4	2011-06-17	买入	36.08	N/A
5	2011-08-30	买入	44.92	N/A
6	2011-11-23	买入	37.22	N/A
7	2012-01-10	买入	34.60	N/A
8	2012-04-18	买入	43.89	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，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唯一因素。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邀请。

证券研究报告是用于服务机构投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。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。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

本报告仅供国金证券股份有限公司的机构客户使用；非国金证券客户擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

上海	北京	深圳
电话: (8621)-61038271	电话: 010-6621 6979	电话: 0755-33516015
传真: (8621)-61038200	传真: 010-6621 5599-8803	传真: 0755-33516020
邮箱: researchsh@gjzq.com.cn	邮箱: researchbj@gjzq.com.cn	邮箱: researchsz@gjzq.com.cn
邮编: 201204	邮编: 100032	邮编: 518026
地址: 上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹国际大厦 7 楼	地址: 中国北京西城区金融街 27 号投资广场 B 座 4 层	地址: 深圳市福田区福中三路诺德金融中心 34B