

金螳螂 (002081): 投资重启，增长继续

行业分类: 建筑装饰

2012. 5. 25

研究员: 吴伟
 (执业证书编号: S0640511030001)
 电话: 0755-83688511
 Email: mwu0330@gmail.com

投资要点:

- 装饰行业快速增长，增速逐步放缓。**十二五期间装饰行业整体仍有10%以上的年复合增速，其中公装业务属于其中较为稳定快速增长的子行业，而住宅业务则波动较大，整体我们认为该行业仍然处于快速增长期，但增速将逐步放缓。
- 酒店处建设高峰期，增速逐步下滑。**受区域经济发展和住宅市场火热影响，近2年酒店处于建设高峰期，但增速正逐步下滑，预计未来3-5年增速将回落至历史平均5%-10%左右。公司业绩短期内受影响较小，但长期增长速度将随之放缓。
- 住宅市场回暖和固定资产投资重启提升公司价值。**随着经济下滑，国家进一步支持铁路等大型基建项目建设，并通过首套房产信贷优惠支持住宅市场，住宅市场和固定资产投资呈现回暖迹象，从而扩大了市场空间，公司凭借竞争优势将从中受益。
- 公司竞争优势明显。**公司设计能力、资金使用效率和资金实力、品牌均处于行业领先地位，与酒店管理公司、中央部委和大型地产开发商形成长期合作关系，成本竞争优势明显。
- 盈利预测与投资评级。**我们预计未来三年每股收益分别为1.47元、1.98元和2.5元，公司3-5年预计收入增速在30%-45%之间，按照2012年30倍动态市盈率，公司合理价值为44.1元，我们给予公司买入评级。
- 风险提示：**宏观经济环境恶化，建筑项目停工、缓建普遍。

6-12个月目标价	44.1元
当前股价	32元
投资评级	买入

基础数据	
上证指数	2337
总股本(亿股)	7.77
流通A股(亿股)	6.59
流通B股(百万股)	0.00
流通A股市值(亿)	210.8
总市值(亿)	249.15
每股净资产(元)	6.39
ROE(11)	45.3
资产负债率	53.05
动态市盈率(2012)	21.7
动态市净率(2012)	6.01



主要财务指标	单位: 百万元			
	2011	2012E	2013E	2014E
营业收入	10145	13668	19062	24607
收入同比(%)	53%	35%	39%	29%
归属母公司净利润	733	1139	1537	1942
净利润同比(%)	89%	55%	35%	26%
毛利率(%)	17.1%	17.4%	17.1%	16.5%
ROE(%)	23.5%	27.5%	27.0%	25.5%
每股收益(元)	0.94	1.47	1.98	2.50
P/E	34.00	21.87	16.21	12.83
P/B	8.01	6.01	4.38	3.27
EV/EBITDA	24	17	12	10

目录

一、公司简介	3
1.1, 公司股权结构	3
1.2, 股权激励及行权股份流通时间	3
二、大装饰行业稳定增长	4
2.1, 大装饰行业稳定增长	4
2.1.1, 酒店子行业仍将处于建设高峰期, 但增速逐步下滑	5
2.1.2, 政府固定资产投资重启, 对冲经济下滑	8
2.1.3, 住宅行业呈现回暖迹象	8
2.2, 幕墙子行业仍处于快速增长期, 长期堪忧	10
三、围绕设计能力打造核心竞争力	11
3.1, 设计能力行业领先	11
3.2, 资金使用效率高, 再融资完成, 资金实力充足	12
3.3, 注重人才培养, 员工激励到位	12
3.4, 依托竞争优势, 跨地域、多业务扩张	13
3.5, 公司收入数据较为可靠	13
四、业绩预测与估值	14

图表目录

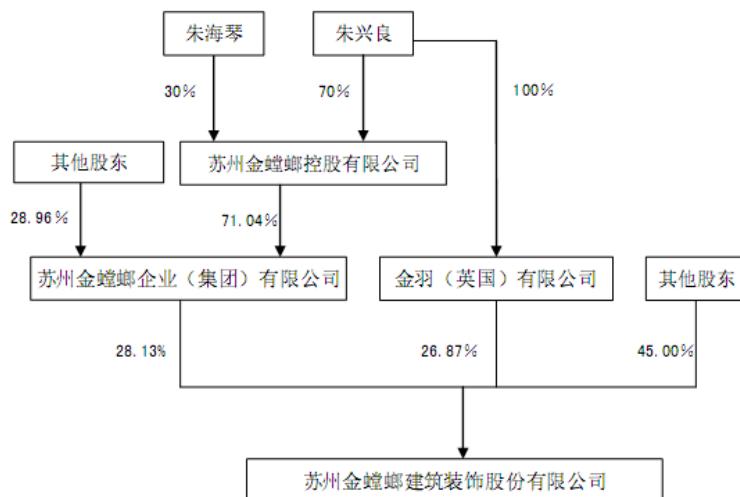
图表 1 公司股权结构	3
图表 2 首期股票期权行权数量及行权价格历次调整具体情况	3
图表 3 历年建筑装饰业总产值同比增速	4
图表 4 公装行业产值同比增速	5
图表 5 公司业务收入组成	5
图表 6 部分城市酒店历史供应需求变化	6
图表 7 2012 年一季度各城市 RevPAR 变化	6
图表 8 中国未来新增酒店客房供应	7
图表 9 酒店滚动供应量和需求量变化比率	7
图表 10 固定资产投资同比增速	8
图表 11 2011 年商品房销售面积同比	8
图表 12 5 月份第三周主要城市周成交面积 (万平方米)	9
图表 13 金螳螂收入增速预计	9
图表 14 幕墙产业快速增长	10
图表 15 商业物业实际完成投资额累计同比	10
图表 16 各公司毛利率及净利率	11
图表 17 企业营运资金营业收入占比比较	12
图表 18 公司省内业务收入占比逐年下降	13
图表 19 各企业经营性现金流入同比增速	13
图表 20 公司 2012 年截至 5.24 累计中标合同额	14
图表 21 公司财务报表预测	15

一、公司简介

1.1，公司股权结构

金螳螂公司专业从事酒店、商场、办公楼等各类公共建筑及企事业单位的建筑装饰设计和施工。公司实际控制人为包括朱兴良、朱海琴及朱兴泉在内的朱兴良家族。朱兴良家族通过控制金螳螂集团和第二大股东金羽公司对本公司经营决策实施重大影响。

图表 1 公司股权结构



资料来源：公司 2011 年年报

1.2，股权激励及行权股份流通时间

公司自 2008 年实行股权激励计划，以使管理层利益同股东利益更紧密地结合在一起。目前的行权价格为 6.05 元/股，公司第三个行权期行权条件为“加权平均净资产收益率不低于 12%，以 2006 年净利润为基数，2010 年净利润增长率不低于 110%”。

图表 2 首期股票期权行权数量及行权价格历次调整具体情况

变动日期	该次行权数量	该次取消期权数量	该次激励对象减少人数	该次变动后期权数量(份)	该次变动后行权价格	该次变动后激励对象人数	变动原因简要说明
2008-9-17	-	75,000	1	2,925,000	32.53	19	因激励对象高超一先生为非中国国籍，由公司取消其未行权的股票期权。
2009-4-21	-	-	-	4,387,500	21.55	19	2008 年度权益分派，每 10 股转增 5 股派现金 2 元(含)

								税)。
2009-8-10	-	67,500	1	4,320,000	21.55	18		激励对象王传义先生出现不符合激励对象条件的情况，取消其所获得股票期权 67,500 份，并予以注销。
2009-12-2	1,296,000	-	-	3,024,000	21.55	18		第一个行权期行权。
2010-4-17	-	-	-	4,536,000	14.10	18		2009 年度权益分派，每 10 股送红股 5 股派现金 4 元(含税)。
2011-4-27	-	-	-	6,804,000	9.27	18		2010 年度权益分派，每 10 股送红股 5 股派现金 2 元(含税)。
2012-5-22	-	-	-		6.05			2011 年度权益分派，每 10 股送红股 5 股派现金 2 元(含税)。

资料来源：公司公告 中航证券金融研究所

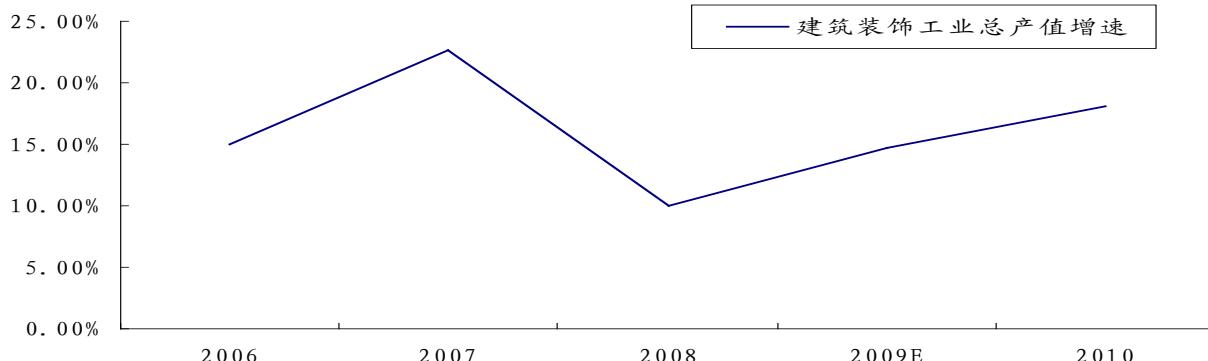
第二次行权股份上市时间为 2011 年 7 月 20 日。激励对象所获股份将按照规定锁定六个月，实际可上市流通时间为 2012 年 1 月 20 日，且流通数量为激励对象本次行权股份总量的 25%。激励对象在任职期间每年转让其通过公司股权激励计划获得的股份不超过其所持有的通过股权激励计划获得的股份总数的 25%。

二、大装饰行业稳定增长

2.1、大装饰行业稳定增长

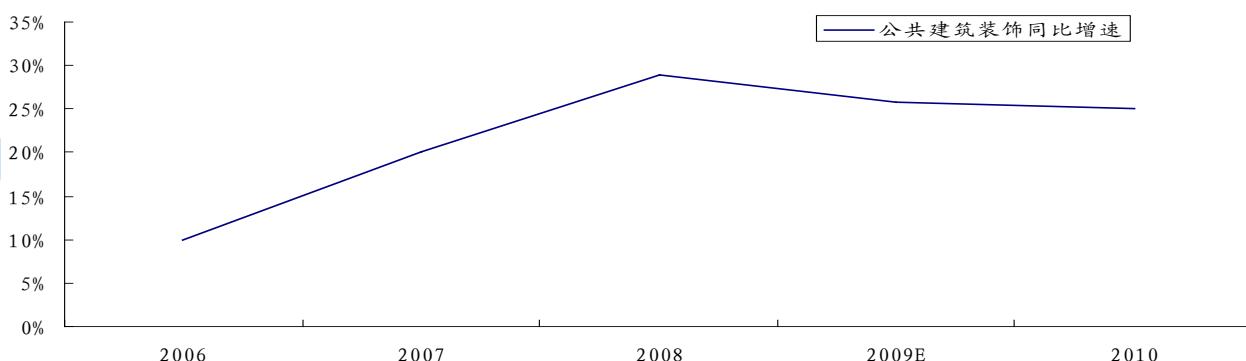
根据建筑装饰业十二五发展纲要的数据，建筑装饰行业总产值 2005-2010 年期间由 1.15 万亿元上升至 2.1 万亿元，年复合增长率达到 12.8%。其中，幕墙和公装子行业增速较快，而住宅装饰业则相对较慢。06-10 年行业同比增速有较大的波动，同比增速在 08 年最低下降到 9.93%，而建筑装饰业的周期性主要来自于住宅装饰子行业，该子行业受地产景气周期的影响，同比增速从 07 年的 24% 下降到 08 年的 -1.7%；而公装子行业则表现相对较为稳定。从长远发展前景的角度看，公装行业较大程度依托于政府投资，在目前阶段，政府投资为熨平经济波动而往往呈现反周期特征，公装行业也因此较为稳定，周期性较弱。

图表 3 历年建筑装饰业总产值同比增速



数据来源：亚厦股份招股说明书

图表 4 公装行业产值同比增速



数据来源：亚厦股份招股说明书

2.1.1. 酒店子行业仍将处于建设高峰期，但增速逐步下滑

公司为江苏省内建筑装饰业龙头企业，公司主要定位高端市场，分行业看，公司主要收入来源是高星级酒店、国家“名片”工程及住宅精装修，其中包括酒店、医院、博物馆等领域的公装业务收入占比为87%，而住宅精装修业务收入占比为13%。

图表 5 公司业务收入组成

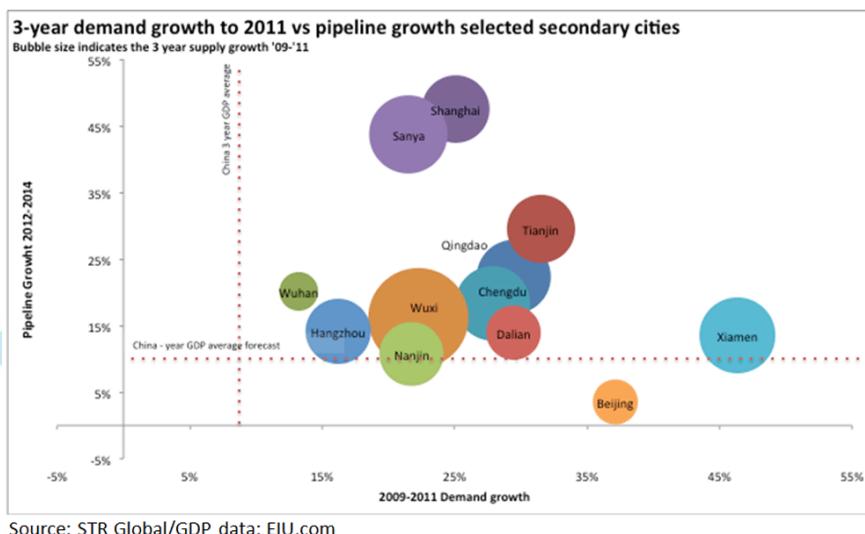
	业务收入组成	
	公装	住宅精装修
瑞和股份	66%	33%
广田股份	50%	50%
亚厦股份	48%	25%
洪涛股份	100%	0%
金螳螂	87%	13%

数据来源：各公司 2011 年年报 中航证券金融研究所

其中，酒店子行业翻新比率较高，大概5-7年时间重新装修一次，存量市场随着新增酒店速度逐步下滑而成为主要市场，目前中国高星级酒店仍处于建设高峰期，STR公布的数据显示，2012-2014年，上海、

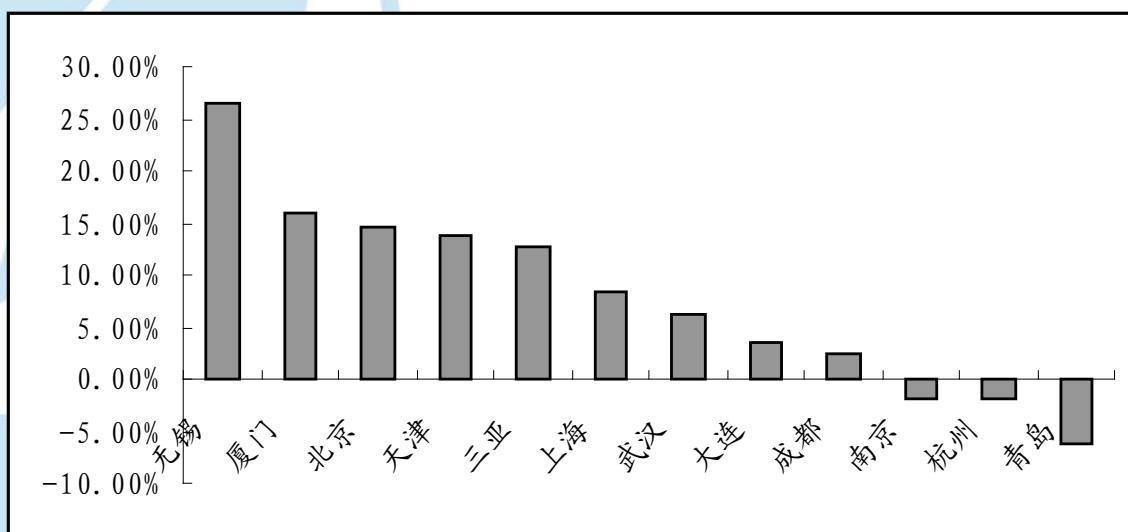
三亚、无锡、天津、青岛、成都、大连、南京、杭州、厦门和武汉等几个主要城市酒店新增供应量仍将大于经济增速，而北京则增速较低。而中国酒店业的发展则主要受益于经济增长和住宅开发热，首先，二三线城市的经济增长为酒店业带来了大量的商务需求，图表中所列城市2009-2011年酒店业需求平均增速达到25%，2012年一季度，几个主要城市客房平均收入同比增速仍有7.9%，从而刺激了酒店供应的增长；而另一方面，地方官员将高星级酒店视为提高地区形象的工具，用以吸引未来投资，出让土地时往往要求配建高星级酒店，同时，住宅开发商亦将高星级酒店视为提高项目定位的一个主要手段，近几年的住宅开发热，直接加快了高星级酒店的建设。

图表 6 部分城市酒店历史供应需求变化



资料来源：STR

图表 7 2012年一季度各城市 RevPAR 变化



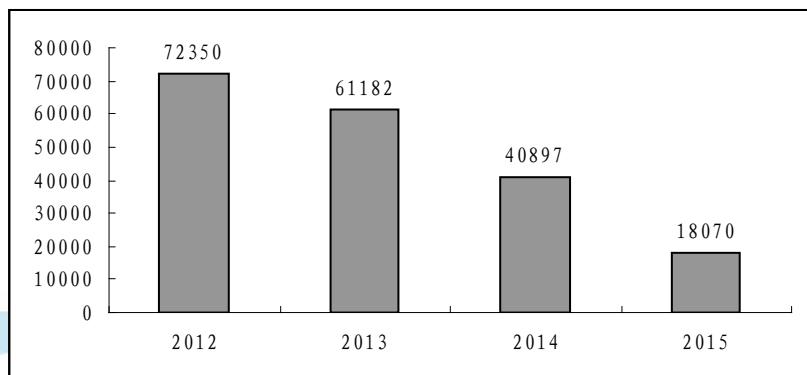
数据来源：STR

可以看到，酒店业的新增供应增长与住宅开发景气度有一定关系，但区域经济增长仍然是促进酒店业供给快速增长的主要因素。主要二线城市酒店业需求2009-2011年平均增速达到25%，年平均增速达到

12.5%，而2012-2014年期间，主要二线城市酒店业供应平均增速为20%左右，并没有超出09-11年酒店业需求的增速。酒店本身是一个周期性较强的行业，与宏观经济景气度关系密切，3-5年内，在产业往二三线城市转移和固定资产投资高增长持续的背景下，二线城市区域经济增长速度仍将较快，从而保证区域内酒店业的需求增长速度仍将保持，相应区域内新酒店的建设速度亦有望保持快速增长。

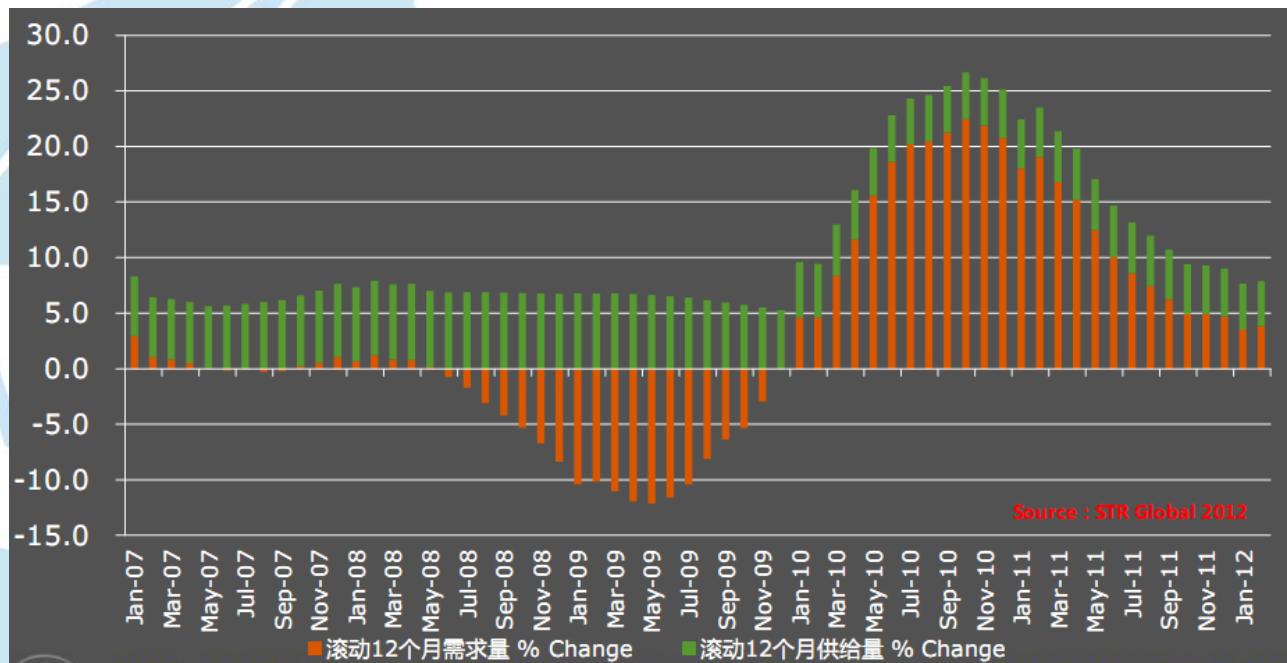
从中国未来总体新增酒店客房供应数量来看，2012和2013年中国新增酒店客房数量仍将处于高位，但增速将逐年逐步回落。

图表 8 中国未来新增酒店客房供应



数据来源：STR

图表 9 酒店滚动供应量和需求量变化比率



资料来源：STR

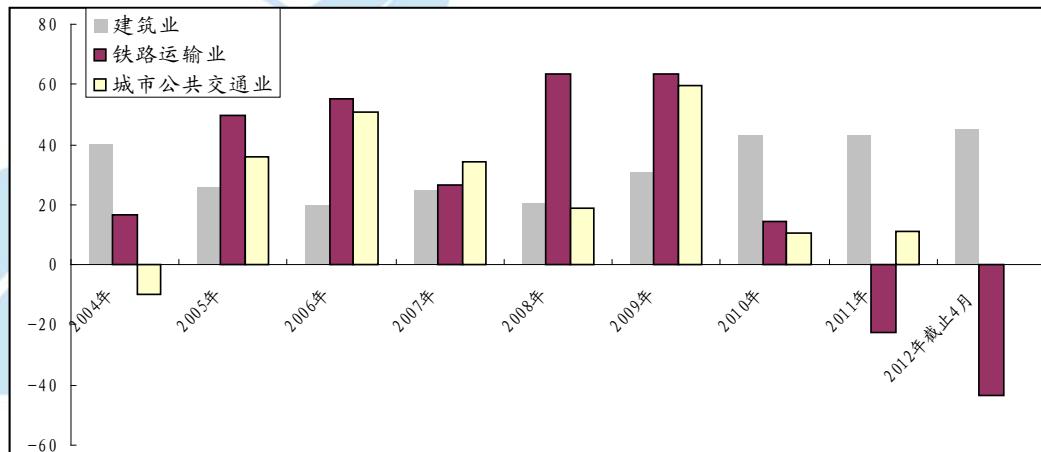
酒店行业整体增速将下滑，预计将下降到行业历史平均水平5%-10%之间，但区域性特征仍将较为明显，区域经济和区域房地产市场的发展将是区域酒店增长的两个主要驱动因素，公司在设计方面的优势、大量的项目实施成功案例和与酒店管理公司长期合作关系保证公司在酒店装饰领域处于领先地位，将最大受益于

该子行业的发展，但随着中国经济增速的下滑，可以预见的是该子行业整体增速将下滑，需要等待下一个周期的来临，预计公司在该子行业收入增速将放缓至20%-30%之间，而2012年公司在该领域收入增速将放缓至20%左右。

2.1.2. 政府固定资产投资重启，对冲经济下滑

政府固定资产投资一直处于快速增长阶段，近10年来，固定资产投资同比增速平均达到26%，其中铁路、地铁等项目在2009年大幅增长，有力地对冲了出口下滑对中国经济的冲击。尽管铁路建设投资在资金压力影响下增长放缓，但最近随着经济下滑迹象明显，温家宝在六省经济形势座谈会强调，推进“十二五”规划重大项目按期实施，尽快启动一批事关全局、带动性强的项目。对在建续建项目要进行梳理，分门别类解决存在问题，防止出现“半拉子”工程。加强市政工程、铁路、节能环保、信息化、农村和西部地区基础设施等建设。固定资产投资仍然是维持中国经济增长最有效的工具，铁路、地铁等大型固定资产项目有望重新进入快速增长阶段，同时建筑业固定资产投资仍处于快速增长时期，在此背景下，我们认为目前中国公装领域增速仍然有望维持在20%左右，而金螳螂凭借较高的资金使用效率和资金实力、以及与中央部委的良好关系，仍将在该子行业占据重要位置，预计未来该公司该子行业业绩增速仍能达到40%-60%，2012年由于投资重启，预计公司在该领域增速仍能够达到50%。

图表 10 固定资产投资同比增速



数据来源：wind

2.1.3. 住宅行业呈现回暖迹象

住宅精装修受住建部重点支持，而得到支持的扬州地产新政亦是针对精装修成屋，成为政府曲线支持住宅发展的一个手段，住宅精装修趋势仍将持续。之前受地产市场调整影响，住宅精装修子行业需求大幅下滑，2011年商品房销售面积同比增长速度下降至4.9%，其中江苏省商品房销售面积同比下降15.8%，该子行业受到较大冲击，增速放缓。

图表 11 2011年商品房销售面积同比

2011商品房销售面积(同比)	
全国	4.90%

江苏	-15.80%
浙江	-20.50%

数据来源：wind 统计局

进入2012年3月份后，随着首套房房贷利率的下降和政府地产调控政策没有进一步加强，一、二线城市商品房销售面积同比回升，房地产市场出现回暖的迹象。5月14日至5月20日，除上海和天津外，主要城市周成交面积同比均有大幅度增长，同08年周销售均值相比，除北京、上海和深圳三城市外，各主要城市周销售面积均有大幅度增长，其中以杭州、苏州、南京等长三角一带城市销售量回升最快。

目前住宅市场由于库存量仍较高，处于去库存阶段，随着调控政策的逐步宽松和固定资产投资加快，住宅市场销量有望继续维持回升态势，然而由于目前经济呈现下滑趋势，且货币环境还没有像09年那样宽松，地产行业复苏路径仍存在不确定性，金螳螂主要战略合作伙伴大连万达、广州恒大均调低了2012年的发展速度，我们认为目前的态势，住宅精装修需求仍能维持10%-15%左右的增速，如果货币政策进一步宽松，住宅销售大幅回升，该子行业需求有可能超预期增长。金螳螂资金实力、设计能力和工厂化装修使公司在该子行业竞争中保持领先地位，我们预计金螳螂在该子行业收入仍能维持20%-30%的增长，而2012年由于整体市场特别是江苏省城市销量回升，预计金螳螂该领域增速达到30%。

图表 12 5月份第三周主要城市周成交面积（万平方米）

	0514-0520	环比	同比	同08年均值比
北京	20.1	12%	89%	-6%
上海	21.7	-16%	-17%	-26%
深圳	7.3	19%	79%	-5%
杭州	21.3	34%	-	310%
广州	24.6	-8%	20%	146%
南京	14.5	7%	39%	78%
苏州	29.8	-12%	182%	303%
宁波	9	-3%	46%	8%
天津	17.3	-2%	-9%	80%
成都	20.4	-1%	109%	59%
重庆	41.1	10%	47%	74%
武汉	28.7	-1%	23%	118%
长沙	40.6	15%	94%	157%
合肥	20	24%	2%	54%

数据来源：中国指数研究院

综上，在货币政策不大幅宽松的背景下，区域性酒店和公装的装修需求仍能够保持快速增长，而住宅精装修需求的增长则依赖于住宅精装修比例的提升而非住宅销售量总体的增长，如果有针对住宅精装修的补贴政策，将加快住宅精装修比例的提升，从而增加住宅精装修的需求，根据目前的情况，预计金螳螂装饰业务收入长期增速在29.4%-44.1%之间，而2012年收入增速预计达到35.4%。

图表 13 金螳螂收入增速预计

		预计子行业收入增速		预计收入增速	
	占比	低	高	低	高

公装	47%	40%	60%		
酒店	40%	20%	30%		
住宅	13%	20%	30%		
总计	100%			29.400%	44.100%

数据来源：中航证券金融研究所 公司 2011 年年报

2.2，幕墙子行业仍处于快速增长期，长期堪忧

幕墙主要应用于高端写字楼、高端商业物业、高星级酒店以及政府办公大楼、博物馆等公共文化场所，属于室外装饰部分，近几年商业物业、酒店、公共建筑的大量建设，促进了该行业的繁荣发展，十一五期间，幕墙行业产值从 620 亿增长至 1500 亿元，年复合增长率达到 19%，高于建筑装饰行业整体增速。根据建筑装饰业十二五规划，幕墙产业在十二五期间预计产值达到 4000 亿元，年复合增长率为 21.7%。

图表 14 幕墙产业快速增长

	十一五期间复合增速	十二五期间预计复合增速
建筑装饰业	12.8%	12.3%
幕墙子行业	19%	21.7%

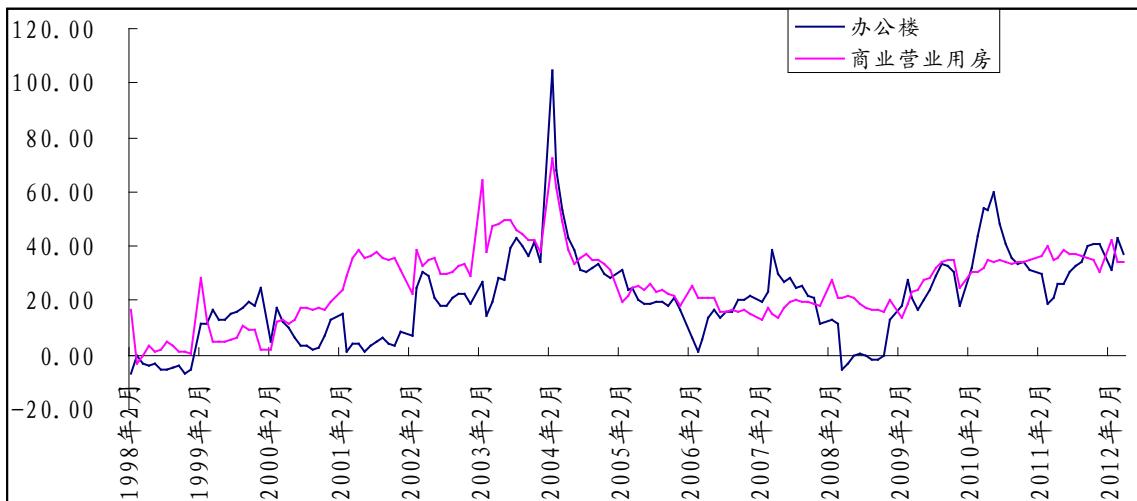
数据来源：建筑装饰业十二五规划

幕墙 70% 应用于写字楼、商场等商业物业，随着住宅调控，近 2 年住宅开发商纷纷转型投资开发商业物业，商业物业实际完成投资额近两年增速接近 40%，而 12 年前 4 月份，写字楼和商业营业用房实际完成投资额同比增速分别达到 37% 和 34%，仍然处于快速增长阶段。

但商业物业属于强周期行业，波动较大，且中国目前经济结构决定对商业物业的需求增长仍较慢，商业物业的投资建设高峰一个是由住宅开发间接带动，另外一个是由于投资性质资金推动。在住宅市场冷却，商业物业投入运营后实际投资回报达不到投资者要求时，商业物业增速下滑是必然的现象。因此，我们认为虽然在未来 1-2 年商业物业仍处于高速增长期，但长期来看，则前景不妙，增速下滑是必然现象。因此，幕墙行业也将相应受到冲击。

幕墙行业竞争壁垒也较低，主要以低成本竞争方式为主，行业较为分散，目前江河幕墙和远大属于行业龙头，由于 2011 年金螳螂幕墙业务年销售收入仅为 9 亿元，且主要是室内装饰的配套工程，与江河、远大并没有形成直接竞争，该子行业收入的增长仍将主要依赖于公司主业的发展，我们预计公司幕墙业务收入增速在 2012 年仍能达到 35% 左右，未来行业的波动也将对公司该子行业收入增长速度造成影响，长期看，下降到 20% 左右的历史平均增速较为合理。

图表 15 商业物业实际完成投资额累计同比



数据来源：wind

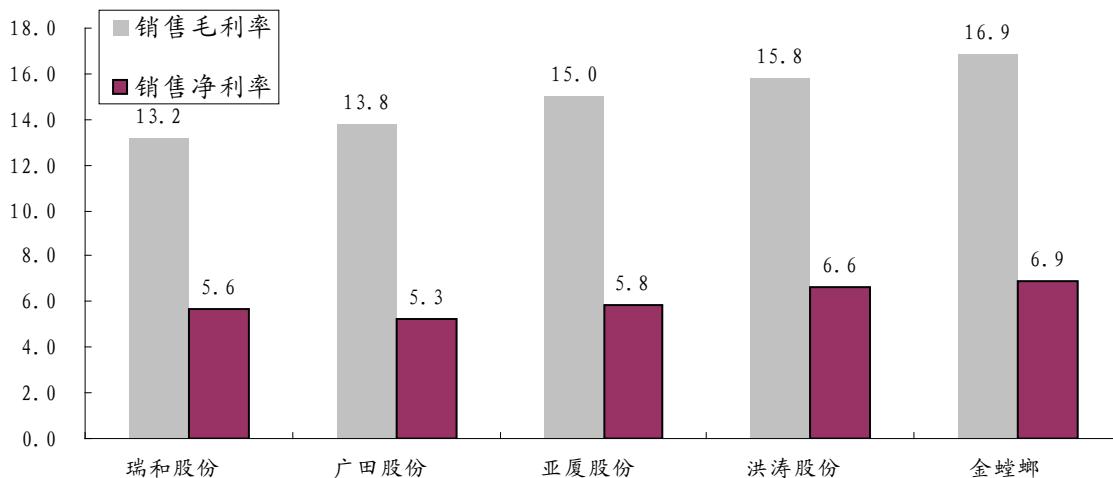
三、围绕设计能力打造核心竞争力

3.1，设计能力行业领先

建筑装饰行业属于微利行业，低成本规模化是该行业的主要竞争手段。我们认为资本实力和资金使用效率、所擅长领域、设计能力以及企业管理效率是决定建筑装饰类企业竞争优势的主要方面，在高端建筑装饰领域，设计能力则是竞争的核心。设计能力较强的企业则可以通过减少材料的使用达到同样的效果，从而为公司获取更多的订单以及更加有利的回款安排，而更多的项目实践则将进一步提升公司的设计能力，提升公司的核心竞争力。

2011年，公司设计人员达到1627人，在业内规模最大，且公司在酒店、政府名片工程方面的设计能力和口碑均处于行业领先地位，有助于公司持续获得订单。从毛利率和净利率水平看，金螳螂和洪涛股份处于行业领先地位，这是企业在设计能力方面的优势显现。

图表 16 各公司毛利率及净利率



数据来源：中航证券金融研究所 wind

3.2，资金使用效率高，再融资完成，资金实力充足

由于建筑行业需要先行垫资，因此，资金实力和资金使用效率亦是竞争的一个核心，由于金螳螂良好的商誉，与上游材料供应商形成长期合作关系，付款账期与工程款流入较好的匹配，因此，金螳螂的资金使用效率较高，单位营业收入占用的营运资金比例最低，仅为 10%-12%，相比之下，业内广田、亚厦等公司营运资金占比则为 16%左右。资金实力方面，2011 年公司完成再融资，营运资金占比上升至 25%，仍有较多的资金用于扩张，富余营运资金能提升公司营业收入 127%。2012 年公司计划发行公司债，进一步增强自身资金实力。

图表 17 企业营运资金营业收入占比比较

	2007	2008	2009	2010	2011	上市时间
瑞和股份	-	17%	15%	16%	64%	2011-9-9
洪涛股份	8%	12%	72%	66%	52%	2009-12-22
广田股份	11%	15%	14%	57%	47%	2010-9-29
金螳螂	12%	12%	11%	10%	25%	2006-11-20, 2011 再融资
亚厦股份	17%	17%	16%	49%	32%	2010-3-23

数据来源：wind 中航证券金融研究所

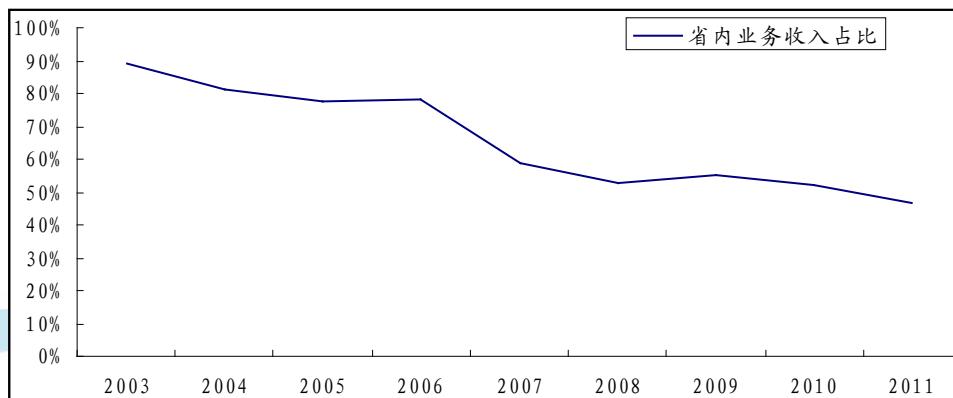
3.3，注重人才培养，员工激励到位

经验丰富的设计人员和工程管理人员是公司持续快速发展的保障，员工稳定是保证公司盈利能力的最重要的因素。公司本身快速增长，平台较大，对于吸引和留住人才是一个比较大的优势，另外，公司员工满意度较高，同时，公司通过股权激励计划，用以维持高层管理人员的稳定。公司亦同多所高校合作，在人才培养和梯队建设方面持续保持投入。

3.4，依托竞争优势，跨地域、多业务扩张

由于竞争壁垒较低，公司的增长尚无法依靠提高毛利率的方式实现，主要来自两个方面，一个是既有业务跨地域扩张；一个是多业务协同发展。在跨地域扩张方面，公司顺应行业发展方向，积极拓展中西部市场，由于公司与知名酒店管理公司建立了长期战略合作关系，因此，公司向省外的扩张也进行得较为顺利，省内业务收入占比正逐步下降，在上海、北京、昆明和成都等省外城市排名均能进入前列。

图表 18 公司省内业务收入占比逐年下降



数据来源：wind

公司一直实行“大装饰”战略，积极向幕墙、园林等建筑装饰相关领域拓展，为客户提供一站式服务，从而降低沟通成本。目前整个行业有互相渗透的趋势，幕墙类企业往室内装饰拓展，而室内装饰类企业往园林、幕墙方向拓展，近期江河幕墙通过收购承达集团进入室内装饰领域。我们认为在行业整体较为分散的背景下，该趋势并不会加剧行业的竞争态势，而仅仅是各企业发挥自身在专业领域的优势，以实现利润最大化的一个举措。2011 年金螳螂幕墙收入占比已经达到 10%，同比增长 35%，处于快速增长阶段。

3.5，公司收入数据较为可靠

由于公司收入确认方式 07 年调整为完工百分比的方法，营业收入增长波动较大，但从公司经营性现金流入历年增速情况看，公司现金流流入增长较为稳定，相应我们认为公司的收入数据相对较为可靠。

图表 19 各企业经营性现金流入同比增速

	2006	2007	2008	2009	2010	2011
洪涛股份		40%	-7%	14%	10%	66.9%
金螳螂	35%	30%	29%	32%	38%	45%
亚厦股份		57%	47%	40%	34%	63%
瑞和股份				-17%	55%	
广田股份			20%	107%	43%	

数据来源：wind 公司公告

四、业绩预测与估值

截至 5 月 24 日，公司 2012 年新增中标合同额接近 26 亿元，其中幕墙业务 6.16 亿元，装饰业务接近 20 亿元。

图表 20 公司 2012 年截至 5.24 累计中标合同额

	中标合同额 (万元)
住宅	46196
公装	87446
酒店	64198
幕墙	61593
总计	259433

数据来源：公司公告，中航证券金融研究所

预计公司未来三年营业收入分别为 136 亿元、190 亿元和 246 亿元，每股收益分别为 1.47 元、1.98 元和 2.5 元。公司业务所在各子行业仍处于快速发展期，增长速度预计逐步放慢，公司资金实力、资金效率和人力资源尚未成为公司成长的制约因素，预计公司未来 3 年每年增速在 30%-45% 之间。按照 12 年 30 倍的市盈率计算，公司的合理价值在 44.1 元/股，相对于目前股价仍有 37% 的上涨空间，给予公司买入评级。

图表 21 公司财务报表预测

资产负债表					利润表				
会计年度	2011	2012E	2013E	2014E	会计年度	2011	2012E	2013E	2014E
流动资产	7105	9205	12457	16984	营业收入	10145	13668	19062	24607
现金	2441	2932	3730	5698	营业成本	8415	11295	15800	20555
应收账款	4163	5671	7870	10175	营业税金及附加	344	451	629	812
其他应收款	120	199	277	346	营业费用	136	191	276	348
预付账款	108	93	133	178	管理费用	175	232	324	394
存货	51	80	111	142	财务费用	-9	-38	-47	-66
其他流动资产	222	230	337	445	资产减值损失	184	183	254	258
非流动资产	600	1071	1790	1680	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	10	10	10	10	投资净收益	1	0	0	0
固定资产	413	387	1627	1519	营业利润	902	1353	1825	2306
无形资产	78	77	76	74	营业外收入	0	0	0	0
其他非流动资产	99	598	77	77	营业外支出	0	0	0	0
资产总计	7705	10276	14247	18663	利润总额	902	1353	1825	2306
流动负债	4579	6102	8522	10978	所得税	162	203	274	346
短期借款	0	0	0	0	净利润	740	1150	1552	1960
应付账款	3583	4588	6521	8439	少数股东损益	7	11	14	18
其他流动负债	996	1514	2000	2539	归属母公司净利润	733	1139	1537	1942
非流动负债	3	4	4	4	EBITDA	927	1342	1847	2350
长期借款	0	0	0	0	EPS (元)	1.41	1.47	1.98	2.50
其他非流动负债	3	4	4	4					
负债合计	4581	6106	8525	10981					
少数股东权益	12	23	37	55					
股本	518	777	777	777					
资本公积	1378	1118	1118	1118					
留存收益	1216	2251	3789	5731					
归属母公司股东权益	3112	4147	5684	7627					
负债和股东权益	7705	10276	14247	18663					
现金流量表									
单位: 百万元									
会计年度	2011	2012E	2013E	2014E					
经营活动现金流	554	1056	1541	1902					
净利润	740	1150	1552	1960					
折旧摊销	34	27	68	110					
财务费用	-9	-38	-47	-66					
投资损失	-1	0	0	0					
营运资金变动	-384	-270	-286	-361					
其他经营现金流	175	187	253	258					
投资活动现金流	-223	-499	-789	-0					
资本支出	118	500	790	0					
长期投资	-117	0	-0	0					
其他投资现金流	-223	2	0	0					
筹资活动现金流	1257	-66	47	66					
短期借款	0	0	0	0					
长期借款	0	0	0	0					
普通股增加	199	259	0	0					
资本公积增加	1196	-259	0	0	P/E	34.00	21.87	16.21	12.83
其他筹资现金流	-139	-66	47	66	P/B	8.01	6.01	4.38	3.27
现金净增加额	1588	491	798	1968	EV/EBITDA	24	17	12	10

数据来源：中航证券金融研究所

投资评级定义

我们设定的上市公司投资评级如下：

- 买入：预计未来六个月总回报超过综合指数增长水平，股价绝对值将会上涨。
持有：预计未来六个月总回报与综合指数增长相若，股价绝对值通常会上涨。
卖出：预计未来六个月总回报将低于综合指数增长水平，股价将不会上涨。

我们设定的行业投资评级如下：

- 增持：预计未来六个月行业增长水平高于中国国民经济增长水平。
中性：预计未来六个月行业增长水平与中国国民经济增长水平相若。
减持：预计未来六个月行业增长水平低于中国国民经济增长水平。

我们所定义的综合指数，是指该股票所在交易市场的综合指数，如果是在深圳挂牌上市的，则以深圳综合指数的涨跌幅作为参考基准，如果是在上海挂牌上市的，则以上海综合指数的涨跌幅作为参考基准。而我们所指的中国国民经济增长水平是以国家统计局所公布的国民生产总值的增长率作为参考基准。

分析师简介

吴伟，SAC执业证书号：**S0640511030001**

清华大学会计系毕业，2009年1月加入中航证券金融研究所，从事房地产行业的研究。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与，未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

公司地址：深圳市深南大道3024号航空大厦（518000）

公司网址：www.avicsec.com

联系电话：0755-83692635

传真：0755-83688539

免责声明：

本报告并非针对或意图送达或为任何就送达、发布、可得到或使用本报告而使中航证券有限公司及其关联公司违反当地的法律或法规或可致使中航证券受制于法律或法规的任何地区、国家或其它管辖区的公民或居民。除非另有显示，否则此报告中的材料的版权属于中航证券。未经中航证券事先书面授权，不得更改或以任何方式发送、复印本报告的材料、内容或其复印本给予任何其他人。

本报告所载的资料、工具及材料只提供给阁下作查照只用，并非作为或被视为出售或购买或认购证券或其他金融票据的邀请或向人作出邀请。中航证券未有采取行动以确保于本报告中所指的证券适合个别的投资者。本报告的内容并不构成对任何人的投资建议，而中航证券不会因接受本报告而视他们为其客户。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被中航证券认为可靠，但中航证券并不能担保其准确性或完整性，而中航证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负任何责任，除非该等损失因明确的法律或法规而引致。并不能依靠本报告以取代行使独立判断。中航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分析员的不同设想、见解及分析方法。为免生疑，本报告所载的观点并不代表中航证券及关联公司的立场。

中航证券在法律许可的情况下可参与或投资本报告所提及的发行人的金融交易，向该等发行人提供服务或向他们要求给予生意，及或持有其证券或进行证券交易。中航证券于法律容许下可于发送材料前使用此报告中所载资料或意见或他们所根据的研究或分析。