

## 品牌实力及低负债率仍将保证业务量稳定增长

**金螳螂 (002081.SZ)**
**推荐** 维持评级

### 一、事件

公司发布公告,收到恒大地产集团等单位发来的5项《中标通知书》或《施工合同》,合同总价值6.82亿元,相当于公司上年收入规模的6.72%。

### 二、我们的分析与判断

- 5个项目均为高端酒店且合同单价均超过1亿元,显示了公司在公装市场的良好市场口碑和竞争能力。此次公司中标项目具有如下特点:1)均为高端酒店装修项目;2)业主均为行业内的大型实力企业,如恒大集团、广州长隆集团,工程款支付保障性强;3)项目单体的合同额均超过1亿元,一方面显示客户对公司实力的信任,同时也使公司对上述业务的执行具有较好的规模性。今年酒店项目在公司公装合同中的占比仍保持在一半左右,显示了公司在公装市场的设计及工程能力仍处于持续的领先位置。
- 虽然商业物业整体施工面积的增速有所回落,但上市装饰企业低负债率的巨大优势仍有助于市占率的稳步提升,明年龙头企业仍能实现30%的订单成长。随着部分地区商业物业的逐步饱和,今年以来商业物业施工面积及新开工面积增速均有所回落,前8月两者的同比增速分别为18.1%和7.6%,较年初回落了10个百分点左右。但从公装行业的内部竞争结构看,当前主流上市企业极低的净负债率水平仍将帮助它们在高端、大型化项目承接中占据有利地位,预计龙头企业今年订单仍将有35-40%增长,明年合同增速也有望达到30%。
- 公司近期股价相对明年动态PE估值回落至15倍附近,股价吸引力显现。前期市场基于对商业地产新开工数据回落的关注进而对行业需求面过度担心,我们认为行业目前处于从“行业需求高速扩张+大公司规模提升”的第一阶段向“行业需求中低速增长+优质公司竞争力扩大”的第二阶段的转折期,龙头企业未来两年仍可实现30%复合增长,当前15倍的动态估值已具有良好投资吸引力。

### 三、投资建议

**维持推荐的投资评级。**预计2012-2014年EPS分别为1.50、2.13和2.90元,维持推荐评级。

主要财务指标 (百万元)	2011	2012E	2013E	2014E
营业收入	10145	14234	19307	25728
收入同比	53%	40%	36%	33%
归属母公司净利	733	1163	1659	256
净利润同比	89%	59%	43%	36%
毛利率	17.1%	17.0%	17.1%	17.1%
ROE	23.5%	29.0%	31.2%	31.9%
每股收益(元)	0.94	1.50	2.13	2.90
P/E	37.1	23.4	16.4	12.0
P/B	8.7	6.8	5.1	3.8

资料来源: 中国银河证券研究部

### 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

2012-9-26

上证综合指数	2,004
公司收盘价	34.93
总股本(百万)	777
流通股本(百万)	668
流通市值(亿)	233.3
EPS (TTM)	1.16
每股净资产 (元)	4.40
资产负债率	58%

### 股价表现

(%)	1M	3M	6M
金螳螂	-5.4	-9.7	31.5
上证综指	-4.2	-9.6	-11.0

### 相关研究

金螳螂(002081): 外省经营扩展顺利,运营资金实力仍领先行业

20120815

金螳螂 (002081) -设计施工一体化优势显著,全国化布点经营战略加速实施

20120417

金螳螂 (002081) -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

20120110

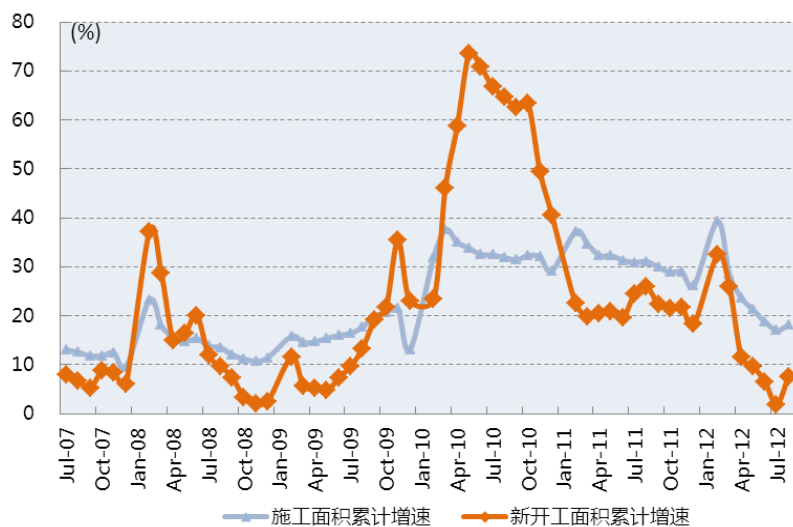
金螳螂 (002081) -非公开增发适时完成,“大装饰”经营模式将继续领跑行业

20111122

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

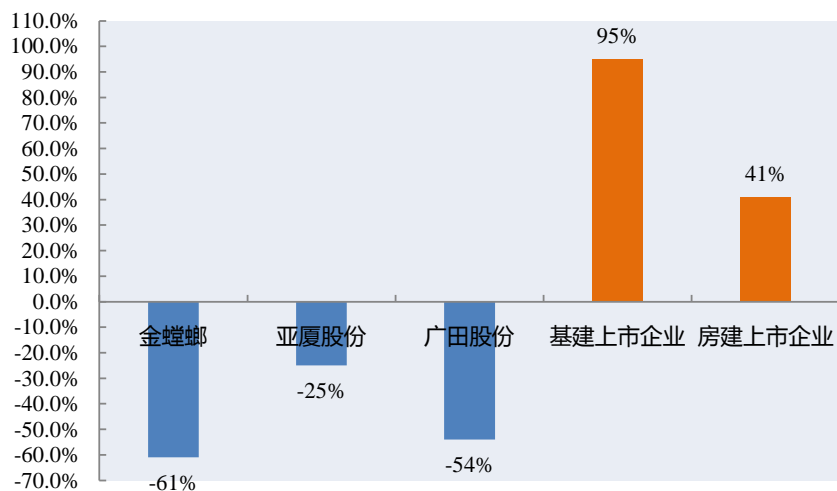
20111229

图 1 国内商业用房的施工面积及新开工面积累计增速变化



资料来源：国家统计局

图 2 主要装饰企业的净负债率与基建、房建上市企业对比



资料来源：wind，中国银河证券研究部

表 公司财务报表预测 (单位: 百万元)

资产负债表	2011	2012E	2013E	2014E
流动资产	7105	9010	11852	15558
现金	2441	2951	3673	5155
应收账款	4163	5342	7246	9196
其它应收款	120	193	262	349
预付账款	108	59	80	107
存货	51	76	102	136
其他	222	389	488	614
非流动资产	600	717	827	939
长期投资	10	10	12	15
固定资产	413	541	650	750
无形资产	78	88	97	105
其他	99	77	67	69
资产总计	7705	9727	12679	16497
流动负债	4579	5694	7331	9384
短期借款	0	0	0	0
应付账款	3583	4252	5601	7251
其他	996	1442	1730	2133
非流动负债	3	0	0	0
长期借款	0	0	0	0
其他	3	0	0	0
负债合计	4581	5694	7331	9384
少数股东权益	12	17	22	29
股本	518	777	777	777
资本公积	1378	1118	1118	1118
留存收益	1216	2119	3430	5188
归属母公司股东权益	3112	4015	5325	7084
负债和股东权益	7705	9727	12679	16497

**现金流量表**

会计年度	2011	2012E	2013E	2014E
经营活动现金流	554	917	1217	2117
净利润	740	1168	1664	2263
折旧摊销	34	33	44	54
财务费用	-9	-15	-18	-27
投资损失	-1	0	0	0
营运资金变动	-384	-484	-717	-413
其它	175	216	244	240
投资活动现金流	-223	-163	-164	-165
资本支出	118	150	150	150
长期投资	-117	3	2	3
其他	-223	-10	-12	-12
筹资活动现金流	1257	-244	-331	-470
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
其他	-139	-244	-331	-470
现金净增加额	1588	510	722	1482

资料来源: 中国银河证券研究部

利润表	2011	2012E	2013E	2014E
营业收入	10145	14234	19307	25728
营业成本	8415	11812	16004	21328
营业税金及附加	344	446	604	805
营业费用	136	206	290	386
管理费用	175	251	292	360
财务费用	-9	-15	-18	-27
资产减值损失	184	110	130	150
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	1	0	0	0
营业利润	902	1424	2005	2727
营业外收入	0	0	0	0
营业外支出	0	0	0	0
利润总额	902	1424	2005	2727
所得税	162	256	341	464
净利润	740	1168	1664	2263
少数股东损益	7	5	5	7
归属母公司净利润	733	1163	1659	2256
EBITDA	927	1442	2031	2753
EPS (元)	0.94	1.50	2.13	2.90

**主要财务比率**

会计年度	2011	2012E	2013E	2014E
成长能力				
营业收入	52.8%	40.3%	35.6%	33.3%
营业利润	64.3%	57.8%	40.8%	36.0%
归属于母公司净利润	88.5%	58.7%	42.7%	36.0%
获利能力				
毛利率	17.1%	17.0%	17.1%	17.1%
净利率	7.2%	8.2%	8.6%	8.8%
ROE	23.5%	29.0%	31.2%	31.9%
ROIC	123.1%	115.1%	102.8%	119.0%
偿债能力				
资产负债率	59.5%	58.5%	57.8%	56.9%
净负债比率	-78.1%	-73.2%	-68.7%	-72.5%
流动比率	1.55	1.58	1.62	1.66
速动比率	1.54	1.57	1.60	1.64
营运能力				
总资产周转率	1.72	1.63	1.72	1.76
应收账款周转率	3	3	3	3
应付账款周转率	3.00	3.02	3.25	3.32
每股指标 (元)				
每股收益(最新摊薄)	0.94	1.50	2.13	2.90
每股经营现金流(最新摊薄)	0.71	1.18	1.57	2.72
每股净资产(最新摊薄)	4.00	5.17	6.85	9.11
估值比率				
P/E	37.1	23.4	16.4	12.0
P/B	8.7	6.8	5.1	3.8
EV/EBITDA	17	11	8	6

## 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接受任何形式的补偿。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。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：何婷婷 021-20257811 hetingting@chinastock.com.cn  
深广地区：詹璐 0755-83453719 zhanlu@chinastock.com.cn