

收购国际知名酒店设计公司，领先竞争优势进一步巩固

金螳螂 (002081.SZ)
推荐 维持评级

一、事件

公司与美国著名酒店室内设计公司 HBA International 的 11 名股东签订《股权购买协议》，拟以 7,500 万美元收购其 70% 股权。

二、我们的分析与判断

- **HBA是享誉全球的国际顶级酒店设计公司，收购完成后公司的设计、施工一体化综合竞争力将再上台阶。**HBA 公司总部设在洛杉矶，全球范围内共有 24 个子公司和 6 个代表处，HBA 经过近 50 年的发展，在全球高档酒店室内设计领域独占鳌头，与四季、万豪、洲际、喜达屋等国际著名酒店管理集团均有长期良好合作关系。多年来，HBA共完成超过1000个国内国际著名酒店项目，在酒店设计类企业中世界排名第一。公司此次收购完成后，一方面有利于进一步提升公司整体设计能力，发挥设计在室内装饰产业链的先导作用，同时HBA也将依托公司在中国市场的强大营销网络和深化设计成本优势进一步扩大在中国市场的影响力。
- **收购价格约为9.3倍PE估值，共计支出4.7亿元人民币，公司运营资金规模仍保持在合理水平。**根据收购协议中股权转让方的承诺，未来3年HBA的年均净利润不低于950万美金，根据此次70%股权的 7,500 万美元收购价格计算，收购估值为 9.3 倍 PE，对上市公司股东较为有利。同时，在收购金额支付完成后，公司账面仍有 25 亿现金，充足的运营资金使公司在未来市场竞争中仍将占据有利地位。
- **公司个体竞争力进一步巩固，预计明年订单增速仍将实现30%左右的良好增速。**根据公司既往的新签合同统计数据，过去5年中公司增速均领先行业水平15-20个百分点。我们预计明年国内商业用房的施工面积增速在10%左右，从而公装行业明年的需求总量仍可实现10%的增长；结合公司当前完善的全国经营布局、进一步增强的设计和运营资金实力，预计公司明年新签订单增速仍可显著超越行业水平，实现30%左右的稳定增长。

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 | 2 56 |
| 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 | 36.1 | 22.8 | 16.0 | 11.7 |
| P/B | 8.5 | 6.6 | 5.0 | 3.7 |

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 2012-11-19

| | |
|-----------|-------|
| 上证综合指数 | 2,017 |
| 公司收盘价 | 34.04 |
| 总股本(百万) | 777 |
| 流通股本(百万) | 668 |
| 流通市值(亿) | 227.3 |
| EPS (TTM) | 1.29 |
| 每股净资产(元) | 4.78 |
| 资产负债率 | 60% |

股价表现

| (%) | 1M | 3M | 6M |
|------|-------|-------|-------|
| 金螳螂 | -11.4 | -16.6 | 10.3 |
| 上证综指 | -5.2 | -4.3 | -15.0 |

相关研究

金螳螂(002081): 在手项目执行进展良好，明年新签合同仍将延续快速增长

20121029

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) - 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

表 1 HBA 主要财务数据 (单位: 千美元)

| 项目 | 2011 年 9 月 30 日 | 2012 年 7 月 31 日 |
|---------------------|-----------------------------------|---------------------------------------|
| 资产总额 | 95,924 | 98,96 |
| 负债总额 | 85,830 | 56,76 |
| 净资产*1 | 10,094 | 42,20 |
| 项目 | 2011 年度 (2010.10.01-2011.9.30) | 2012 年度前十个月 (2011.10.01-2012.7.31) |
| 营业收入 | 84,858 | 74,85 |
| 其中: 设计收入 | 83,058 | 73,59 |
| 净利润 | -6,975 | 30,73 |
| 扣除非经常性损益 后的净利润*1 | 11,599 | 14,55 |

资料来源: 公司公告

表 2 HBA 在国内设计的主要高档酒店名录

| 城市 | 酒店名称 |
|----|--|
| 北京 | 金融街、国贸、国华等丽思卡尔顿酒店, 北京四季酒店, 北京国际俱乐部圣瑞吉酒店, 北京洲际酒店, 北京国贸三期香格里拉大酒店, 北京凯宾斯基酒店 |
| 上海 | 上海四季酒店, 上海外滩华尔道夫大酒店, 上海圣瑞吉大酒店, 上海费尔蒙特和平饭店, 上海锦江汤臣洲际酒店, 上海静安、浦东二期香格里拉大酒店, 上海凯宾斯基大酒店 |
| 广州 | 广州富力丽思卡尔顿酒店, 广州四季酒店, 广州香格里拉酒店 |

资料来源: 公司公告、HBA 网站

表 公司财务报表预测 (单位: 百万元)

| 资产负债表 | | | | | 利润表 | | | | |
|-----------|------|-------|-------|-------|----------|-------|-------|-------|-------|
| | 2011 | 2012E | 2013E | 2014E | | 2011 | 2012E | 2013E | 2014E |
| 流动资产 | 7105 | 9010 | 11852 | 15558 | 营业收入 | 10145 | 14234 | 19307 | 25728 |
| 现金 | 2441 | 2951 | 3673 | 5155 | 营业成本 | 8415 | 11812 | 16004 | 21328 |
| 应收账款 | 4163 | 5342 | 7246 | 9196 | 营业税金及附加 | 344 | 446 | 604 | 805 |
| 其它应收款 | 120 | 193 | 262 | 349 | 营业费用 | 136 | 206 | 290 | 386 |
| 预付账款 | 108 | 59 | 80 | 107 | 管理费用 | 175 | 251 | 292 | 360 |
| 存货 | 51 | 76 | 102 | 136 | 财务费用 | -9 | -15 | -18 | -27 |
| 其他 | 222 | 389 | 488 | 614 | 资产减值损失 | 184 | 110 | 130 | 150 |
| 非流动资产 | 600 | 717 | 827 | 939 | 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 | 1 | 0 | 0 | 0 |
| 固定资产 | 413 | 541 | 650 | 750 | 营业利润 | 902 | 1424 | 2005 | 2727 |
| 无形资产 | 78 | 88 | 97 | 105 | 营业外收入 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 其他 | 99 | 77 | 67 | 69 | 营业外支出 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 资产总计 | 7705 | 9727 | 12679 | 16497 | 利润总额 | 902 | 1424 | 2005 | 2727 |
| 流动负债 | 4579 | 5694 | 7331 | 9384 | 所得税 | 162 | 256 | 341 | 464 |
| 短期借款 | 0 | 0 | 0 | 0 | 净利润 | 740 | 1168 | 1664 | 2263 |
| 应付账款 | 3583 | 4252 | 5601 | 7251 | 少数股东损益 | 7 | 5 | 5 | 7 |
| 其他 | 996 | 1442 | 1730 | 2133 | 归属母公司净利润 | 733 | 1163 | 1659 | 2256 |
| 非流动负债 | 3 | 0 | 0 | 0 | EBITDA | 927 | 1442 | 2031 | 2753 |
| 长期借款 | 0 | 0 | 0 | 0 | EPS (元) | 0.94 | 1.50 | 2.13 | 2.90 |
| 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 | | | | | 主要财务比率 | | | | |
|---------|------|-------|-------|-------|-----------|--------|--------|--------|--------|
| 会计年度 | 2011 | 2012E | 2013E | 2014E | 会计年度 | 2011 | 2012E | 2013E | 2014E |
| 经营活动现金流 | 554 | 917 | 1217 | 2117 | 成长能力 | | | | |
| 净利润 | 740 | 1168 | 1664 | 2263 | 营业收入 | 52.8% | 40.3% | 35.6% | 33.3% |
| 折旧摊销 | 34 | 33 | 44 | 54 | 营业利润 | 64.3% | 57.8% | 40.8% | 36.0% |
| 财务费用 | -9 | -15 | -18 | -27 | 归属于母公司净利润 | 88.5% | 58.7% | 42.7% | 36.0% |
| 投资损失 | -1 | 0 | 0 | 0 | 获利能力 | | | | |
| 营运资金变动 | -384 | -484 | -717 | -413 | 毛利率 | 17.1% | 17.0% | 17.1% | 17.1% |
| 其它 | 175 | 216 | 244 | 240 | 净利率 | 7.2% | 8.2% | 8.6% | 8.8% |
| 投资活动现金流 | -223 | -163 | -164 | -165 | ROE | 23.5% | 29.0% | 31.2% | 31.9% |
| 资本支出 | 118 | 150 | 150 | 150 | ROIC | 123.1% | 115.1% | 102.8% | 119.0% |
| 长期投资 | -117 | 3 | 2 | 3 | 偿债能力 | | | | |
| 其他 | -223 | -10 | -12 | -12 | 资产负债率 | 59.5% | 58.5% | 57.8% | 56.9% |
| 筹资活动现金流 | 1257 | -244 | -331 | -470 | 净负债比率 | -78.1% | -73.2% | -68.7% | -72.5% |
| 短期借款 | 0 | 0 | 0 | 0 | 流动比率 | 1.55 | 1.58 | 1.62 | 1.66 |
| 长期借款 | 0 | 0 | 0 | 0 | 速动比率 | 1.54 | 1.57 | 1.60 | 1.64 |
| 普通股增加 | 199 | 259 | 0 | 0 | 营运能力 | | | | |
| 资本公积增加 | 1196 | -259 | 0 | 0 | 总资产周转率 | 1.72 | 1.63 | 1.72 | 1.76 |
| 其他 | -139 | -244 | -331 | -470 | 应收账款周转率 | 3 | 3 | 3 | 3 |
| 现金净增加额 | 1588 | 510 | 722 | 1482 | 应付账款周转率 | 3.00 | 3.02 | 3.25 | 3.32 |

| 每股指标 (元) | | | | | 估值比率 | | | | |
|---------------|------|-------|-------|-------|-----------|------|-------|-------|-------|
| | 2011 | 2012E | 2013E | 2014E | | 2011 | 2012E | 2013E | 2014E |
| 每股收益(最新摊薄) | 0.94 | 1.50 | 2.13 | 2.90 | P/E | 36.1 | 22.8 | 16.0 | 11.7 |
| 每股经营现金流(最新摊薄) | 0.71 | 1.18 | 1.57 | 2.72 | P/B | 8.5 | 6.6 | 5.0 | 3.7 |
| 每股净资产(最新摊薄) | 4.00 | 5.17 | 6.85 | 9.11 | EV/EBITDA | 16 | 11 | 7 | 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