

## 装修装饰

罗泽兵

0755-82026743  
luozebing@cjis.cn

李凡

0755-82026745  
lifan@cjis.cn

6-12 个月目标价： 40.00 元

当前股价： 36.00 元

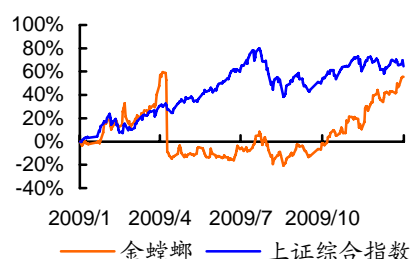
评级调整： 首次

## 基本资料

上证综合指数	3051.28
总股本(百万)	213
流通股本(百万)	62
流通市值(亿)	22
EPS (TTM)	0.94
每股净资产(元)	4.24
资产负债率	66.1%

## 股价表现

(%)	1M	3M	6M
金螳螂	11.49	19.17	87.50
上证综合指数	2.20	-6.04	2.06



## 相关报告

金螳螂

002081

推荐

## 持续领跑高端建筑装饰市场，品牌议价能力进一步显现

公司今日发布 09 年年报，报告期内公司实现营业收入 41.07 亿元，同比增长 23.0%；实现归属于母公司的净利润 2.01 亿元，同比增长 45.0%。09 年公司的基本每股收益为 0.95 元，公司拟实施每 10 股分红 4.00 元（含税）及每 10 股送红股 5 股的分配预案。

### 投资要点：

- **酒店、地方文化实施等高端装饰需求推动 09 年公司收入增速转正，品牌效应带来的议价能力日益体现。**随 09 年初国内经济的逐步回暖，一方面国际酒店集团在国内的战略布局仍在快速扩张，同时国内酒店两极化（低端连锁和精品高星级）发展的趋势明显，公司来自高端酒店装修市场的需求增长明显；文化设施方面，目前各地剧院、会堂类文化设施投资规模也稳步增加，高端酒店和地方公建项目共同推动公司收入在 09 年扭转了 08 年的下滑局面，同比增长 23%。毛利率方面，随公司品牌效应的日益增强，09 年公司全部中标合同中甲方邀标、议标的类型占到 6 成以上，议价能力的增强使公司的毛利率在 09 年达到 16.8%，同比提高了 1 个百分点。
- **良好的内部激励机制和人才储备将驱动装饰业务未来 3 年保持 30% 左右的复合增速。**公司近年来逐步转向“设计驱动”的业务模式，09 年公司施工收入中有 6 成来自自有设计业务带来的后续施工合同，优秀设计人员及项目经理队伍是公司的核心竞争力所在。公司目前实施的股权激励计划能够对这些骨干人员形成良好的激励和挽留效应；另一方面，公司 2009 年注册建造师队伍有较大扩张，由年初的 200 人增加至年底的 300 人左右，按项目经理年均完成 2 个项目以及单个项目 1000 万元产值的保守水平计算，公司目前的人才储备能够支撑其每年承接 60 亿元的装饰工程合同，而 09 年公司装饰业务收入为 34.2 亿元，未来 3 年公司装饰业务收入仍有大幅增长潜力。
- **给予公司“推荐”的投资评级。**公司在国内高端装饰市场的品牌优势显著、业务承接能力提升明显。未来 3 年公司将在酒店、会堂等公建装饰市场持续保持领先地位，同时其幕墙业务产能的逐步发挥也将带动公司收入的快速增长。预计公司 10-12 年的 EPS 分别为 1.38、1.76 和 2.20 元，期间业绩的复合增速为 32.4%，给予推荐的投资评级。

### 主要财务指标

单位：百万元	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入(百万元)	4107	5853	7501	9359
同比(%)	23%	43%	28%	25%
归属母公司净利润(百万元)	201	293	374	469
同比(%)	45%	46%	28%	25%
毛利率(%)	16.8%	16.5%	16.4%	16.4%
ROE(%)	22.2%	24.5%	25.3%	25.5%
每股收益(元)	0.94	1.38	1.76	2.20
P/E	38.19	26.12	20.48	16.33
P/B	8.49	6.41	5.17	4.17
EV/EBITDA	24	16	13	10

资料来源：中投证券研究所

图 1 公司 05-09 年的年度收入及增速

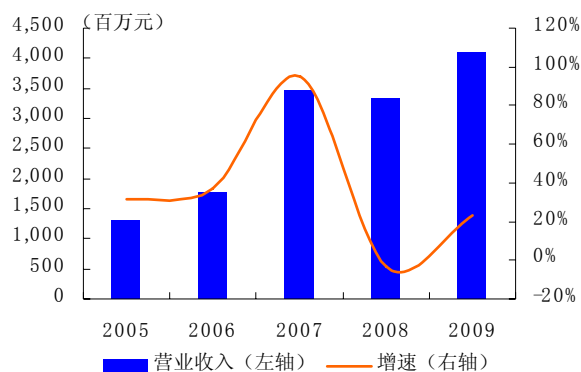
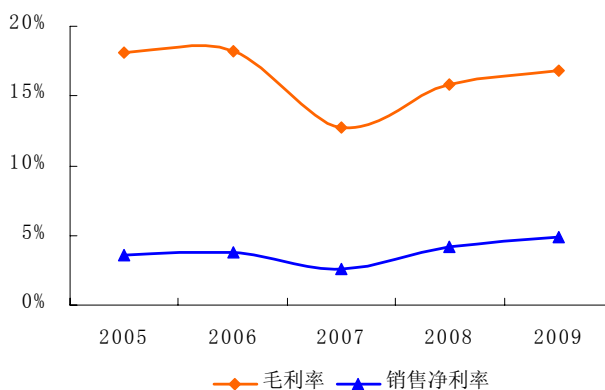


图 2 公司 05-09 年的毛利率及销售净利率



资料来源：公司资料

资料来源：公司资料

图 3 公司 07-09 年的季度收入变化

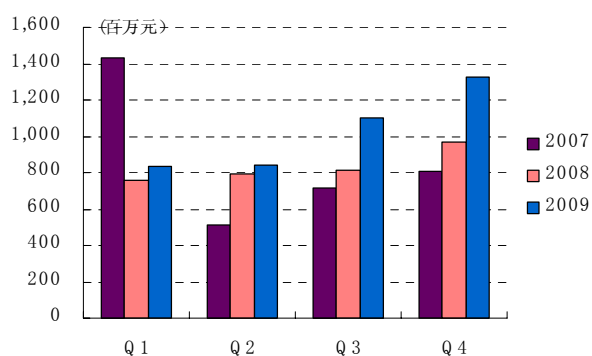


图 4 公司 07-09 年的季度毛利率变化



资料来源：公司资料

资料来源：公司资料

表 1 公司分项收入及毛利率预测

营业收入(百万元)	06	07	08	09	10E	11E	12E
装饰	1,676	3,288	3,157	3,421	4,789	5,987	7,483
+/-	38%	96%	-4%	8%	40%	25%	25%
设计	79	158	144	172	224	269	323
+/-	41%	99%	-9%	20%	30%	20%	20%
家具	19	17	36	32	37	42	49
+/-	-8%	-11%	115%	-10%	15%	15%	15%
幕墙				480	800	1,200	1,500
+/-					67%	50%	25%
合计	1,774	3,462	3,337	4,105	5,850	7,498	9,355
+/-	37%	95%	-4%	23%	43%	28%	25%
毛利率(%)	06	07	08	09	10E	11E	12E
装饰	17.3	12.5	15.7	16.9	16.5	16.4	16.4
设计	31.6	16.7	18.6	20.6	20.0	20.0	20.0
家具	34.8	33.2	21.1	29.2	30.0	30.0	30.0
幕墙				14.1	15.0	15.0	15.0
综合	18.2	12.8	15.8	16.9	16.5	16.4	16.4

资料来源：公司资料，中投证券研究所

附：财务预测表

资产负债表					利润表				
会计年度	2009	2010E	2011E	2012E	会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
<b>流动资产</b>	2272	3134	3988	4979	<b>营业收入</b>	4107	5853	7501	9359
现金	617	807	1037	1325	营业成本	3415	4886	6272	7827
应收账款	1383	1987	2547	3178	营业税金及附加	129	183	235	293
其它应收款	64	90	115	144	营业费用	116	165	212	264
预付账款	22	31	40	50	管理费用	123	164	203	248
存货	30	43	56	70	财务费用	-4	-11	-14	-18
其他	156	174	193	213	资产减值损失	42	55	71	88
<b>非流动资产</b>	489	539	608	730	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	0	0	0	0
固定资产	355	382	451	561	<b>营业利润</b>	286	410	523	657
无形资产	67	77	86	94	营业外收入	1	0	0	0
其他	57	70	59	59	营业外支出	1	0	0	0
<b>资产总计</b>	2761	3673	4597	5709	<b>利润总额</b>	286	410	523	657
<b>流动负债</b>	1821	2434	3058	3797	所得税	74	107	136	171
短期借款	0	0	0	0	<b>净利润</b>	211	303	387	486
应付账款	1261	1710	2195	2739	少数股东损益	11	10	13	17
其他	560	724	863	1058	<b>归属母公司净利润</b>	201	293	374	469
<b>非流动负债</b>	4	0	0	0	EBITDA	300	428	545	684
长期借款	0	0	0	0	EPS (元)	0.94	1.38	1.76	2.20
其他	4	0	0	0					
<b>负债合计</b>	1825	2434	3058	3797	<b>主要财务比率</b>				
少数股东权益	34	44	57	74	会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
股本	213	213	213	213	<b>成长能力</b>				
资本公积	180	180	180	180	营业收入	23.0%	42.5%	28.2%	24.8%
留存收益	509	803	1089	1446	营业利润	53.7%	43.6%	27.6%	25.5%
归属母公司股东权益	902	1195	1481	1838	归属于母公司净利润	45.4%	46.2%	27.5%	25.4%
<b>负债和股东权益</b>	2761	3673	4597	5709	<b>获利能力</b>				
					毛利率	16.8%	16.5%	16.4%	16.4%
					净利率	4.9%	5.0%	5.0%	5.0%
					ROE	22.2%	24.5%	25.3%	25.5%
					ROIC	79.4%	83.4%	87.5%	92.3%
					<b>偿债能力</b>				
					资产负债率	66.1%	66.3%	66.5%	66.5%
					净负债比率	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
					流动比率	1.25	1.29	1.30	1.31
					速动比率	1.23	1.27	1.29	1.29
					<b>营运能力</b>				
					总资产周转率	1.73	1.82	1.81	1.82
					应收账款周转率	3	3	3	3
					应付账款周转率	3.19	3.29	3.21	3.17
					<b>每股指标 (元)</b>				
					每股收益(最新摊薄)	0.94	1.38	1.76	2.20
					每股经营现金流(最新摊薄)	2.58	1.13	1.97	2.57
					每股净资产(最新摊薄)	4.24	5.62	6.96	8.64
					<b>估值比率</b>				
					P/E	38.19	26.12	20.48	16.33
					P/B	8.49	6.41	5.17	4.17
					EV/EBITDA	24	16	13	10

资料来源：中投证券研究所，公司报表，单位：百万元

## 投资评级定义

### 公司评级

强烈推荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 30%以上  
推 荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 10%~30%  
中 性: 预期未来 6~12 个月内股价变动在  $\pm 10\%$  以内  
回 避: 预期未来 6~12 个月内股价跌幅 10%以上

### 行业评级

看 好: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现优于市场指数 5%以上  
中 性: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现相对市场指数持平  
看 淡: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现弱于市场指数 5%以上

## 分析师简介

罗泽兵, 中投证券研究所建筑建材行业分析师, 管理学硕士。

李凡, 中投证券研究所建筑建材行业分析师, 管理学硕士。

主要研究覆盖公司: 海螺水泥、冀东水泥、华新水泥、\*ST 双马、南玻 A、金晶科技、海螺型材、中国中铁、中国铁建、中材国际、海油工程、鲁阳股份、海鸥卫浴、成霖股份。

## 免责声明

本报告由中国建银投资证券有限责任公司(以下简称“中投证券”)提供, 旨在派发给本公司客户使用。未经中投证券事先书面同意, 不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道, 非通过以上渠道获得的报告均为非法, 我公司不承担任何法律责任。

本报告基于中投证券认为可靠的公开信息和资料, 但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证。中投证券可随时更改报告中的内容、意见和预测, 且并不承诺提供任何有关变更的通知。

本公司及其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。

本报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成对所述证券的买卖出价。投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用报告所载之内容和信息, 独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员不对使用本报告而引致的任何直接或间接损失负任何责任。

## 中国建银投资证券有限责任公司研究所

公司网站: <http://www.cjis.cn>

深圳	北京	上海
深圳市福田区益田路 6003 号荣超商务中心 A 座 19 楼 邮编: 518000 传真: (0755) 82026711	北京市西城区闹市口大街 1 号长安兴融中心 2 号楼 7 层 邮编: 100031 传真: (010) 66276939	上海市静安区南京西路 580 号南证大厦 16 楼 邮编: 200041 传真: (021) 62171434