

# 金螳螂 (002081.SZ) 装修装饰行业

评级：买入 维持评级

公司点评

贺国文

分析师 SAC 执业编号：S1130208120261  
(8621)61038234  
hegw@gjzq.com.cn

唐笑

联系人  
(8621)61038229  
tangx@gjzq.com.cn

## 金螳螂 2010 年中期业绩快报点评

### 事件

金螳螂于 2010 年 7 月 30 日发布上半年业绩快报，报告期内公司实现销售收入 24.53 亿元，增长 46.27%；实现营业利润增长 83.01%；实现净利润 11858.21 万元，同比增长 78.50%；实现 EPS0.37 元，符合我们之前的预期。

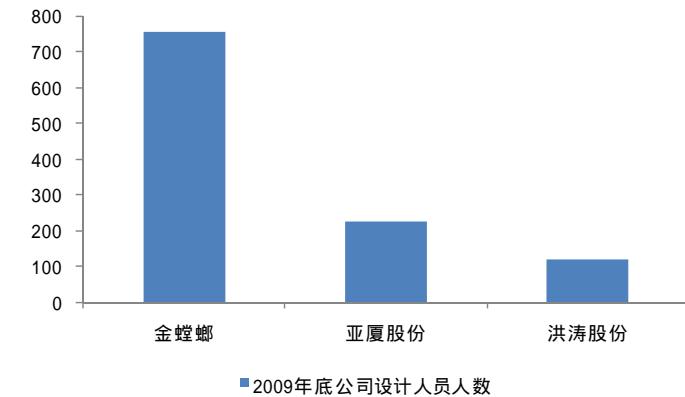
### 评论

**我们重申建筑装饰行业“大行业小公司”的投资逻辑：**建筑装饰行业是典型的“大行业小公司”情况，2009 年公装和家装市场容量在 1.75 万亿以上，而行业最大的金螳螂 09 年收入才 41 亿元，在这种情况下，管理先进、资金雄厚、品牌知名度高的企业可以迅速做大做强，金螳螂就是其中典型代表之一，我们不应过分担心经济周期波动对公司订单的影响。

**公司上半年收入、利润增长可观：**上半年，公司营业收入较上年同期增长 46.27%，主要因为公司业务开拓较好，订单量增幅较大，经营状况良好；归属上市公司股东的净利润增长 78.50%，主要因为公司成本费用控制较好，毛利率较上年同期略有提升，三项费用率较上年同期有所下降。

**公司有行业领先的设计和研发力量：**截至 09 年底，建筑装饰行业中三家上市公司金螳螂、亚厦股份、洪涛股份分别有设计人员 757、229、122 人；在设计收入的角度，三家企业 09 年分别实现设计收入 17245、1856、4939 万元；三家企业都是行业前五名内的企业，金螳螂在行业内的设计和研发优势非常明显。

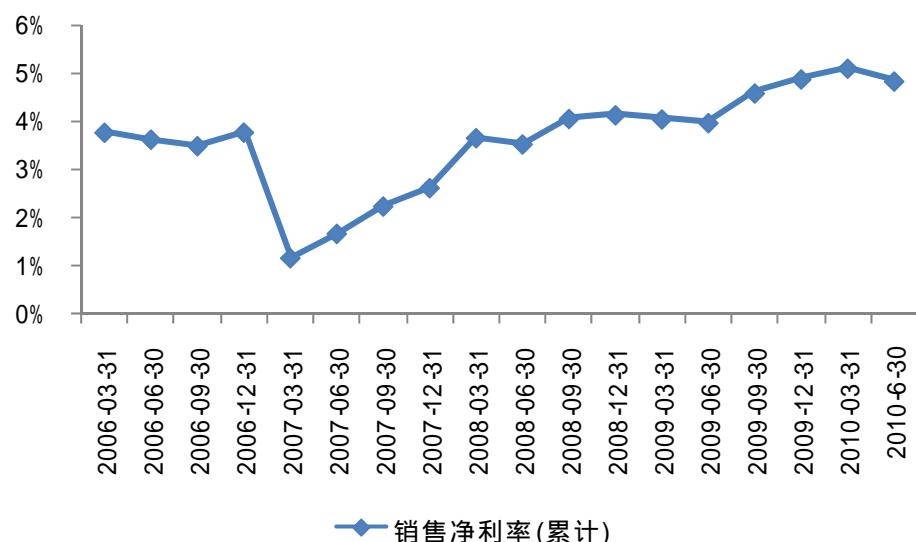
图表2：金螳螂、亚厦、洪涛 2009 年底设计人员人数



来源：公司财务报告 国金证券研究所

**公司有很强的现场管理和质量控制能力：**提高项目盈利能力除了合同价格的因素外，该行业区别于制造业的关键点在于项目的现场管理和质量控制能力（制造业成本要素比例相对稳定），从调研了解到，很多项目亏损原因就在于业务模式和产业链的协调不到位导致；金螳螂具有多种管理和控制手段，包括“50/80 管理模式”、“标杆管理”等；通过多年来的努力，公司盈利能力不断提高。

图表3：先进管理能力的载体是盈利能力不断提高



来源：公司财务报告 国金证券研究所

**公司品牌优势明显：**建筑装饰行业中，由建设部颁发的两个奖项—鲁班奖和中国建筑装饰奖有着较好的代表性。截至09年底，不论累计奖项，还是09年当年所获奖项，金螳螂的优势都是明显的。

图表4：08年底行业前列公司累计获国家级工程奖情况

公司名称	鲁班奖	建筑工程装	合计
苏州金螳螂建筑装饰股份有限公司	23	44	67
深圳市洪涛股份有限公司	13	39	52
中国建筑工程有限公司	7	19	26
浙江亚厦装饰股份有限公司	3	22	25
深圳市深装总装饰工程工业有限公司	9	7	16

来源：公司财务报告 国金证券研究所

图表5：09年底三家上市公司累计获国家级工程奖情况

公司名称	鲁班奖	建筑工程装	合计
苏州金螳螂建筑装饰股份有限公司	30	65	95
深圳市洪涛股份有限公司	14	44	58
浙江亚厦装饰股份有限公司	3	32	35

## 投资建议

随着公司ERP系统的上线和全面铺开，预计公司的现场管理、质量控制能力进一步增强，由于将人的能动性与制度的约束性有机结合，公司可同时管理的项目组将会扩大，公司人才储备充足，业务将会迅速增长。我们上调公司盈利预测，预计公司2010-2012年EPS分别为1.18、1.78、2.34元，对应未来的高速增长，目前的估值并不算高。维持公司的“买入”评级。

**图表6：三张表预测情况**
**损益表 (人民币百万元)**

	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
<b>主营业务收入</b>	<b>3,463</b>	<b>3,338</b>	<b>4,107</b>	<b>7,161</b>	<b>9,656</b>	<b>12,543</b>
增长率	-3.6%	23.0%	74.4%	34.8%	29.9%	
<b>主营业务成本</b>	<b>-3,021</b>	<b>-2,809</b>	<b>-3,415</b>	<b>-5,953</b>	<b>-7,984</b>	<b>-10,347</b>
%销售收入	87.2%	84.2%	83.2%	83.1%	82.7%	82.5%
<b>毛利</b>	<b>442</b>	<b>529</b>	<b>692</b>	<b>1,208</b>	<b>1,672</b>	<b>2,196</b>
%销售收入	12.8%	15.8%	16.8%	16.9%	17.3%	17.5%
<b>营业税金及附加</b>	<b>-110</b>	<b>-105</b>	<b>-129</b>	<b>-226</b>	<b>-304</b>	<b>-395</b>
%销售收入	3.2%	3.2%	3.1%	3.2%	3.2%	3.2%
<b>营业费用</b>	<b>-84</b>	<b>-103</b>	<b>-116</b>	<b>-215</b>	<b>-270</b>	<b>-351</b>
%销售收入	2.4%	3.1%	2.8%	3.0%	2.8%	2.8%
<b>管理费用</b>	<b>-83</b>	<b>-108</b>	<b>-123</b>	<b>-215</b>	<b>-290</b>	<b>-376</b>
%销售收入	2.4%	3.2%	3.0%	3.0%	3.0%	3.0%
<b>息税前利润 (EBIT)</b>	<b>164</b>	<b>212</b>	<b>324</b>	<b>553</b>	<b>808</b>	<b>1,073</b>
%销售收入	4.7%	6.4%	7.9%	7.7%	8.4%	8.6%
<b>财务费用</b>	<b>5</b>	<b>2</b>	<b>4</b>	<b>18</b>	<b>28</b>	<b>39</b>
%销售收入	-0.1%	-0.1%	-0.1%	-0.3%	-0.3%	-0.3%
<b>资产减值损失</b>	<b>-29</b>	<b>-29</b>	<b>-42</b>	<b>-23</b>	<b>-8</b>	<b>-7</b>
<b>公允价值变动收益</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>投资收益</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>1</b>	<b>1</b>	<b>2</b>
%税前利润	0.0%	0.2%	0.2%	0.2%	0.1%	0.2%
<b>营业利润</b>	<b>140</b>	<b>186</b>	<b>286</b>	<b>549</b>	<b>829</b>	<b>1,107</b>
<b>营业利润率</b>	<b>4.0%</b>	<b>5.6%</b>	<b>7.0%</b>	<b>7.7%</b>	<b>8.6%</b>	<b>8.8%</b>
<b>营业外收支</b>	<b>8</b>	<b>9</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>税前利润</b>	<b>148</b>	<b>195</b>	<b>286</b>	<b>550</b>	<b>829</b>	<b>1,107</b>
<b>利润率</b>	<b>4.3%</b>	<b>5.8%</b>	<b>7.0%</b>	<b>7.7%</b>	<b>8.6%</b>	<b>8.8%</b>
<b>所得税</b>	<b>-53</b>	<b>-51</b>	<b>-74</b>	<b>-143</b>	<b>-216</b>	<b>-289</b>
<b>所得税率</b>	<b>36.1%</b>	<b>26.3%</b>	<b>26.1%</b>	<b>26.1%</b>	<b>26.1%</b>	<b>26.1%</b>
<b>净利润</b>	<b>95</b>	<b>144</b>	<b>211</b>	<b>406</b>	<b>612</b>	<b>818</b>
<b>少数股东损益</b>	<b>4</b>	<b>6</b>	<b>11</b>	<b>19</b>	<b>28</b>	<b>48</b>
<b>归属于母公司的净利润</b>	<b>90</b>	<b>138</b>	<b>201</b>	<b>388</b>	<b>585</b>	<b>770</b>
<b>净利率</b>	<b>2.6%</b>	<b>4.1%</b>	<b>4.9%</b>	<b>5.4%</b>	<b>6.1%</b>	<b>6.1%</b>

**现金流量表 (人民币百万元)**

	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
<b>净利润</b>	<b>95</b>	<b>144</b>	<b>211</b>	<b>406</b>	<b>612</b>	<b>818</b>
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
非现金支出	38	41	61	67	57	60
非经营收益	-3	-26	-15	36	-1	-2
营运资金变动	-72	-48	291	165	-30	-57
<b>经营活动现金净流</b>	<b>58</b>	<b>110</b>	<b>548</b>	<b>674</b>	<b>638</b>	<b>819</b>
资本开支	-49	-127	-96	-163	-109	-110
投资	-15	-10	-169	-1	0	0
其他	5	4	5	1	1	2
<b>投资活动现金净流</b>	<b>-58</b>	<b>-133</b>	<b>-260</b>	<b>-163</b>	<b>-108</b>	<b>-108</b>
股权募资	1	1	28	0	-64	0
债权募资	-23	0	0	0	0	1
其他	-22	-22	-29	0	-41	-42
<b>筹资活动现金净流</b>	<b>-44</b>	<b>-21</b>	<b>-2</b>	<b>0</b>	<b>-105</b>	<b>-41</b>
<b>现金净流量</b>	<b>-44</b>	<b>-44</b>	<b>287</b>	<b>511</b>	<b>426</b>	<b>670</b>

来源：国金证券研究所

**资产负债表 (人民币百万元)**

	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
<b>货币资金</b>	<b>375</b>	<b>331</b>	<b>617</b>	<b>1,129</b>	<b>1,554</b>	<b>2,225</b>
<b>应收款项</b>	<b>1,043</b>	<b>1,279</b>	<b>1,492</b>	<b>2,420</b>	<b>3,264</b>	<b>4,069</b>
<b>存货</b>	<b>18</b>	<b>24</b>	<b>30</b>	<b>49</b>	<b>87</b>	<b>142</b>
<b>其他流动资产</b>	<b>21</b>	<b>18</b>	<b>132</b>	<b>38</b>	<b>50</b>	<b>64</b>
<b>流动资产</b>	<b>1,457</b>	<b>1,652</b>	<b>2,272</b>	<b>3,636</b>	<b>4,955</b>	<b>6,500</b>
% <b>总资产</b>	<b>89.1%</b>	<b>83.6%</b>	<b>82.3%</b>	<b>86.5%</b>	<b>88.8%</b>	<b>90.5%</b>
<b>长期投资</b>	<b>12</b>	<b>11</b>	<b>17</b>	<b>18</b>	<b>17</b>	<b>17</b>
<b>固定资产</b>	<b>92</b>	<b>224</b>	<b>363</b>	<b>481</b>	<b>543</b>	<b>602</b>
% <b>总资产</b>	<b>5.6%</b>	<b>11.4%</b>	<b>13.1%</b>	<b>11.4%</b>	<b>9.7%</b>	<b>8.4%</b>
<b>无形资产</b>	<b>57</b>	<b>55</b>	<b>67</b>	<b>66</b>	<b>65</b>	<b>63</b>
<b>非流动资产</b>	<b>178</b>	<b>323</b>	<b>489</b>	<b>567</b>	<b>626</b>	<b>684</b>
% <b>总资产</b>	<b>10.9%</b>	<b>16.4%</b>	<b>17.7%</b>	<b>13.5%</b>	<b>11.2%</b>	<b>9.5%</b>
<b>资产总计</b>	<b>1,635</b>	<b>1,975</b>	<b>2,761</b>	<b>4,202</b>	<b>5,582</b>	<b>7,184</b>
<b>短期借款</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>应付款项</b>	<b>868</b>	<b>1,075</b>	<b>1,596</b>	<b>2,473</b>	<b>3,212</b>	<b>3,881</b>
<b>其他流动负债</b>	<b>167</b>	<b>173</b>	<b>225</b>	<b>429</b>	<b>562</b>	<b>717</b>
<b>流动负债</b>	<b>1,035</b>	<b>1,247</b>	<b>1,821</b>	<b>2,902</b>	<b>3,774</b>	<b>4,598</b>
<b>长期贷款</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>1</b>
<b>其他长期负债</b>	<b>2</b>	<b>4</b>	<b>4</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>负债</b>	<b>1,037</b>	<b>1,252</b>	<b>1,825</b>	<b>2,902</b>	<b>3,774</b>	<b>4,599</b>
<b>普通股股东权益</b>	<b>579</b>	<b>699</b>	<b>902</b>	<b>1,248</b>	<b>1,728</b>	<b>2,456</b>
<b>少数股东权益</b>	<b>19</b>	<b>24</b>	<b>34</b>	<b>52</b>	<b>80</b>	<b>128</b>
<b>负债股东权益合计</b>	<b>1,635</b>	<b>1,975</b>	<b>2,761</b>	<b>4,202</b>	<b>5,582</b>	<b>7,184</b>

**比率分析**

	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
<b>每股指标</b>						
每股收益	0.962	0.981	0.943	1.214	1.833	2.413
每股净资产	6.156	4.958	4.238	3.910	5.413	7.696
每股经营现金净流	0.614	0.781	2.577	2.113	2.000	2.565
每股股利	0.000	0.200	0.200	0.130	0.130	0.130
<b>回报率</b>						
净资产收益率	15.62%	19.79%	22.24%	31.06%	33.86%	31.35%
总资产收益率	5.53%	7.00%	7.27%	9.22%	10.48%	10.72%
投入资本收益率	17.50%	21.52%	25.47%	31.44%	33.02%	30.68%
<b>增长率</b>						
主营业务收入增长率	95.18%	-3.63%	23.04%	74.38%	34.84%	29.90%
EBIT增长率	50.24%	29.38%	52.37%	70.83%	46.01%	32.91%
净利润增长率	43.64%	53.02%	45.00%	93.19%	50.93%	31.65%
总资产增长率	-18.26%	20.84%	39.77%	52.20%	32.83%	28.70%
<b>资产管理能力</b>						
应收账款周转天数	84.7	119.7	114.7	115.0	115.0	110.0
存货周转天数	50.8	2.8	2.9	3.0	4.0	5.0
应付账款周转天数	71.0	100.1	114.4	115.0	110.0	100.0
固定资产周转天数	8.8	12.7	31.7	21.6	16.5	12.9
<b>偿债能力</b>						
净负债/股东权益	-62.69%	-45.71%	-65.98%	-86.80%	-85.98%	-86.04%
EBIT利息保障倍数	-33.8	-101.3	-88.0	-30.6	-29.1	-27.5
资产负债率	63.43%	63.37%	66.12%	69.06%	67.62%	64.02%

### 历史推荐和目标定价(人民币)

日期	评级	市价	目标价
1 2010-06-04	买入	32.95	35.00 ~ 40.00

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形式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，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认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惟一因素。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的邀请或向任何人作出邀请。国金证券未有采取行动以确保于此报告中所指的证券适合个别的投资者。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。国金证券及其关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息、所载资料或意见。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载的观点并不代表国金证券的立场，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

**上海**

电话：(8621)-61038311  
传真：(8621)-61038200  
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn  
邮编：200011  
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹国际大厦 7 楼

**北京**

电话：(8610)-66215599-8832  
传真：(8610)-61038200  
邮箱：researchbj@gjzq.com.cn  
邮编：100032  
地址：中国北京西城区金融街 27 号投资广场 B 座 4 层

**深圳**

电话：(86755)-82805115  
传真：(86755)-61038200  
邮箱：researchsz@gjzq.com.cn  
邮编：518000  
地址：中国深圳福田区金田路 3037 号金中环商务大厦 2805 室