

行业景气和内部管控共同成就高增长

维持 **买入** 评级

投资要点：

- 外部业务拓展与内部费用管控并举
- 介入城市园林业有望提升估值水平

报告摘要：

- **2010年中报业绩符合市场预期。**2010上半年,公司实现营业收入24.48亿元,同比增长46.00%;实现营业利润1.69亿元,同比增长仅为83.14%;归属上市公司股东的净利润为1.19亿元,同比增长79.7%,对应每股收益0.37元。
- **收入稳健宽幅递增。**受益于建筑装饰业的景气,报告期内公司总部及驻外分公司的业务拓展均较为顺利,新签订单和新开工项目迅速增长,营收规模随之迅速放大,较去年同期增长46%。
- **毛利率持续攀升,费用率显著下降。**公司经营模式成熟完善,正处于高速自我复制期,业务流程的标准化以及自主研发ERP系统的全面上线使成本费用管控更上层楼,利增费减已成趋势。报告期内,公司毛利率从去年同期的15.69%提升至15.78%,三项费用率由去年同期的6.61%下降至5.38%,从而使净利润增幅超出收入增幅33.7个百分点。
- **进军住宅精装及城市园林市场。**公司看好住宅精装修和城市园林绿化市场前景,已设立住宅集成装饰公司和园林绿化景观公司,并会在2010下半年着力进行架构建设和业务拓展。我们认为,公司既有品牌地位和设计、施工优势将在市场开拓中贡献强大的协同效应,看好公司的“大装修”战略。
- **风险因素。**业务区域、规模迅速扩张带来的管理风险,但整体可控。
- **盈利预测及评级。**我们调高公司2010-2012年的EPS预测至1.18元、1.73元和2.33元,对应PE为36.31倍、24.68倍和18.33倍。鉴于公司公装业务增长稳健明确,而且园林业务日后有实质性进展时公司估值将得到进一步提升,故我们仍给予公司“买入”评级。

| 主要经营指标 | 2008A | 2009A | 2010E | 2011E | 2012E |
|----------|---------|---------|---------|---------|----------|
| 主营收入(百万) | 3337.70 | 4106.69 | 6570.71 | 9198.99 | 12418.64 |
| 同比增长率 | -3.63% | 23.04% | 60.00% | 40.00% | 35.00% |
| 净利润(百万) | 138.35 | 200.61 | 376.29 | 553.64 | 745.17 |
| 同比增长率 | 53.02% | 45.00% | 87.57% | 47.13% | 34.60% |
| 每股收益(元) | 0.433 | 0.628 | 1.179 | 1.734 | 2.335 |
| 净资产收益率 | 19.79% | 22.24% | 30.71% | 32.55% | 31.83% |

分析师

周蓉姿

电话：010-88085980

Email：zhourongzi@hysec.com

市场表现



数据来源：Wind 资讯

公司数据

| | |
|----------|-----------------|
| 总股本(万股) | 31,919 |
| 流通股(万股) | 28,425 |
| 每股净资产(元) | 2.94 |
| 主要股东 | 苏州金螳螂企业(集团)有限公司 |
| 主要股东持股比例 | 40.79% |

数据来源：港澳资讯

相关研究

宏源证券★公司研究★金螳螂(002081)——2009年报点评★周蓉姿★建筑工程行业

| 利润表(百万) | | | | |
|------------------|----------------|----------------|----------------|-----------------|
| | 2009A | 2010E | 2011E | 2012E |
| 主营业务收入 | 4106.69 | 6570.71 | 9198.99 | 12418.64 |
| 减： 营业成本 | 3415.05 | 5453.69 | 7635.16 | 10307.47 |
| 营业税金及附加 | 128.64 | 210.26 | 287.93 | 388.70 |
| 销售费用 | 115.86 | 164.27 | 229.97 | 322.88 |
| 管理费用 | 123.39 | 177.41 | 248.37 | 341.51 |
| 财务费用 | -3.68 | -12.70 | -36.21 | -38.10 |
| 资产减值损失 | 42.36 | 49.50 | 56.50 | 50.00 |
| 加： 投资收益 | 0.48 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 公允价值变动损益 | -0.02 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 营业利润 | 186.17 | 285.56 | 528.28 | 777.27 |
| 加： 其他非经营损益 | 9.03 | 0.11 | 0.00 | 0.00 |
| 利润总额 | 195.20 | 285.67 | 528.28 | 777.27 |
| 减： 所得税 | 51.24 | 74.43 | 132.07 | 194.32 |
| 净利润 | 143.96 | 211.24 | 396.21 | 582.95 |
| 少数股东损益 | 5.60 | 10.62 | 19.92 | 29.31 |
| 母公司所有者净利润 | 138.35 | 200.61 | 376.29 | 553.64 |

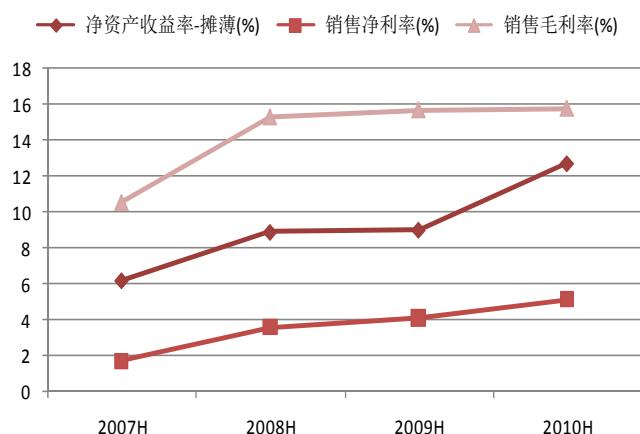
| 现金流量表 | | | | |
|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| | 2009A | 2010E | 2011E | 2012E |
| 经营性现金净流量 | 548.52 | 886.67 | 697.30 | 672.58 |
| 投资性现金净流量 | -260.27 | -1.50 | -1.00 | -1.00 |
| 筹资性现金净流量 | -1.73 | -33.64 | -41.63 | -54.25 |
| 现金流量净额 | 286.69 | 851.54 | 654.67 | 617.33 |

| | 2009A | 2010E | 2011E | 2012E |
|----------------|--------|--------|--------|--------|
| 收益率指标 | | | | |
| 毛利率 | 16.84% | 17.00% | 17.00% | 17.00% |
| 三费/销售收入 | 5.74% | 5.01% | 4.81% | 5.04% |
| EBIT/销售收入 | 6.86% | 7.75% | 8.06% | 8.02% |
| EBITDA/销售收入 | 7.31% | 8.51% | 8.60% | 8.42% |
| 销售净利率 | 5.14% | 6.03% | 6.34% | 6.32% |
| 资产获利率指标 | | | | |
| ROE | 22.24% | 30.71% | 32.55% | 31.83% |
| ROA | 11.13% | 12.24% | 12.81% | 13.31% |
| ROIC | 28.81% | 40.81% | 77.25% | 86.93% |
| 资本结构指标 | | | | |
| 资产负债率 | 63.05% | 69.24% | 69.15% | 67.07% |

资料来源：宏源证券

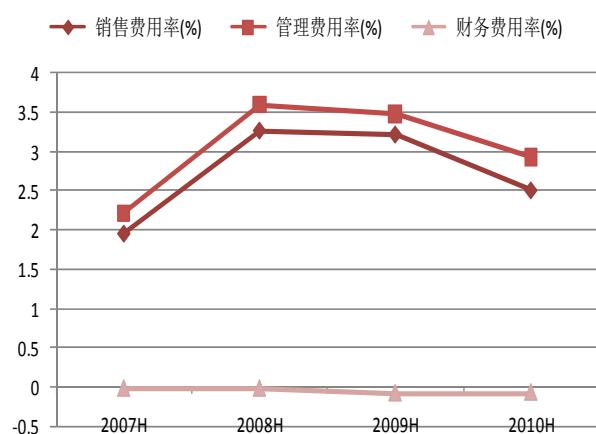
| 资产负债表(百万) | | | | |
|------------------|----------------|----------------|----------------|----------------|
| | 2009A | 2010E | 2011E | 2012E |
| 货币资金 | 430.59 | 1282.13 | 1936.80 | 2554.13 |
| 应收和预付款项 | 1513.92 | 2473.39 | 3535.19 | 4695.81 |
| 存货 | 30.44 | 53.46 | 68.70 | 89.87 |
| 其他流动资产 | 110.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 长期股权投资 | 9.74 | 9.74 | 9.74 | 9.74 |
| 投资性房地产 | 6.90 | 6.07 | 5.23 | 4.39 |
| 固定资产和在建工程 | 362.69 | 272.41 | 174.48 | 82.95 |
| 无形资产和开发支出 | 67.45 | 60.30 | 53.15 | 45.99 |
| 其他非流动资产 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 资产总计 | 2531.75 | 4157.50 | 5783.29 | 7482.89 |
| 短期借款 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 应付和预收款项 | 1596.21 | 2878.66 | 3999.33 | 5019.07 |
| 长期借款及其他 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 负债合计 | 1596.21 | 2878.66 | 3999.33 | 5019.07 |
| 股本 | 212.80 | 319.20 | 319.20 | 319.20 |
| 资本公积 | 179.64 | 73.24 | 73.24 | 73.24 |
| 留存收益 | 509.43 | 832.81 | 1308.60 | 1949.00 |
| 归属母公司股东权益 | 901.86 | 1225.24 | 1701.04 | 2341.44 |
| 少数股东权益 | 33.68 | 53.60 | 82.92 | 122.37 |
| 股东权益合计 | 935.54 | 1278.85 | 1783.95 | 2463.81 |
| 负债和股东权益合计 | 2531.75 | 4157.50 | 5783.29 | 7482.89 |
| | 2009A | 2010E | 2011E | 2012E |
| 每股指标 | 2009A | 2010E | 2011E | 2012E |
| 每股收益 | 0.628 | 1.179 | 1.734 | 2.335 |
| 每股经营性现金流 | 0.088 | 0.166 | 0.244 | 0.328 |
| 增长率指标 | 2009A | 2010E | 2011E | 2012E |
| 销售收入增长率 | 23.04% | 60.00% | 40.00% | 35.00% |
| 净利润增长率 | 46.74% | 87.57% | 47.13% | 34.60% |
| EBIDA 增长率 | 46.74% | 86.27% | 41.52% | 32.18% |
| 经营营运资本增长率 | -16.92% | -27.24% | 66.17% | 83.74% |
| 估值指标 | 2009A | 2010E | 2011E | 2012E |
| PE | 68.10 | 36.31 | 24.68 | 18.33 |
| PB | 15.15 | 11.15 | 8.03 | 5.83 |
| EV/EBITDA | 30.45 | 23.52 | 16.20 | 12.04 |

图 1 : 2007-2010 年中报盈利能力趋势图



资料来源：宏源证券

图 2 : 2007-2010 年中报费用率趋势图



资料来源：宏源证券

分析师简介：

分析师姓名：周蓉姿，宏源证券研究所建筑工程行业研究员，东北大学管理学硕士，2007 年加盟宏源证券研究所。

主要研究覆盖公司：路桥建设、金螳螂、亚厦股份、北新路桥、新疆城建等。

机构销售团队

| 华北区域 | 华东区域 | 华南区域 |
|---|--|--|
| 李晔 010-88085756 liye@hysec.com | 曾利洁 010-88085790 zenglijie@hysec.com | 雷增明 010-88085989 leizengming@hysec.com |
| 牟晓凤 010-88085111 muxiaofeng@hysec.com | 刘爽 010-88085798 liushuang@hysec.com | |
| | 孙利群 010-88085096 sunliqun@hysec.com | |

宏源证券评级说明：

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。以报告发布日后 6 个月内的公司股价（或行业指数）涨跌幅相对同期的上证指数的涨跌幅为标准。

| 类别 | 评级 | 定义 |
|--------|----|------------------------------|
| 股票投资评级 | 买入 | 未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 20% 以上 |
| | 增持 | 未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 5%~20% |
| | 中性 | 未来 6 个月内与沪深 300 指数偏离 -5%~+5% |
| | 减持 | 未来 6 个月内跑输沪深 300 指数 5% 以上 |
| 行业投资评级 | 增持 | 未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 5% 以上 |
| | 中性 | 未来 6 个月内与沪深 300 指数偏离 -5%~+5% |
| | 减持 | 未来 6 个月内跑输沪深 300 指数 5% 以上 |

免责条款：

本报告分析及建议所依据的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所依据的信息和建议不会发生任何变化。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不构成任何投资建议。投资者依据本报告提供的信息进行证券投资所造成的一切后果，本公司概不负责。

本公司所隶属机构及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，也可能争取为这些公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为宏源证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。