

2010年8月20日

金螳螂

快速增长预期未变

A
买入

002081.SS – 人民币 42.68

目标价格: 人民币 47.90

李攀

(8610) 6622 9073

pan.li@bocigroup.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300207090249

股价相对指数表现



资料来源: 彭博及中银国际研究

股价表现

	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对(%)	107	38	66	268
相对新华富时A50指数(%)	130	32	63	279

资料来源: 彭博及中银国际研究

重要数据

发行股数(百万)	319
流通股(%)	30
流通股市值(人民币 百万)	4,032
3个月日均交易额(人民币 百万)	52
净负债比率(%) (2010E)	净现金
主要股东(%)	
苏州金螳螂企业(集团)有限公司	41

资料来源: 公司数据, 彭博及中银国际研究

中银国际证券有限责任公司

金螳螂公告 2010 年中报收入 24.48 亿人民币, 同比增幅为 46%; 归属母公司股东净利润 1.19 亿人民币, 同比增幅达 79%。公司中期业绩与此前快报一致, 并预告 1-9 月净利润增幅为 50-80%。我们认为三季报业绩仍将接近预告上限。公司仍是装修大市场中的龙头企业, 设计、管理能力领先, 成本转嫁能力强, 毛利率有望维持高位, 费用率有望持续压缩。公司业绩长期快速增长预期未变。我们给予买入的首次评级, 目标价格 47.90 元。

支撑评级的要点

- 中报毛利率为 15.8%, 较去年同期小幅提高 0.1%;
- 公司净利润率为 4.9%, 较去年同期上升 0.9%。
- 中报销售费用率为 2.5%, 较去年同期下降 0.7%;
- 公司管理费用率为 2.9%, 较去年同期下降 0.5%。
- 维持净现金状态, 流动和速动比率保持健康稳定。

评级面临的主要风险

- 主要面临风险为管理风险, 公司 ERP 系统已全面上线, 有效提高了管理效率和管理质量。

估值

- 2010-2012 的盈利预测分别为 1.079、1.598 与 2.203 元人民币, 给予其 47.90 元人民币的目标价及 **买入**评级, 对应目标市盈率 2011 年 30 倍, 反映其长期增长预期和装修子行业估值的中枢水平。

图表 1. 投资摘要

年结日: 12月31日	2008	2009	2010E	2011E	2012E
销售收入(人民币百万)	3,338	4,107	6,285	9,055	12,264
变动(%)	(4)	23	53	44	35
净利润(人民币百万)	138	201	344	510	703
全面摊薄每股收益(人民币)	0.981	0.943	1.079	1.598	2.203
变动(%)	2.0	(3.9)	14.5	48.1	37.9
市场预期每股收益(人民币)	-	-	1.024	1.431	1.821
核心每股收益(人民币)	1.085	1.090	1.173	1.701	2.311
变动(%)	(1.7)	0.4	7.7	45.0	35.8
全面摊薄市盈率(倍)	43.5	45.3	39.6	26.7	19.4
核心市盈率(倍)	39.3	39.2	36.4	25.1	18.5
每股现金流量(人民币)	0.78	2.58	1.79	2.44	3.15
价格/每股现金流量(倍)	54.6	16.6	23.9	17.5	13.5
企业价值/息税折旧前利润(倍)	25.4	24.8	24.3	16.5	11.7
每股股息(人民币)	0.200	0.400	0.378	0.559	0.771
股息率(%)	0.5	0.9	0.9	1.3	1.8

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

中银国际研究可在彭博 BOCR <GO>, firstcall.com, Multex.com 以及中银国际研究网站 (www.bociresearch.com.) 上获取

买入(BUY)指预计该行业(股份)在未来6个月中股价相对有关基准指数的升幅多于10%; 卖出(SELL)指预计该行业(股份)在未来6个月中的股价相对上述指数的降幅多于10%。未有评级(NR)。持有(HOLD)则指预计该行业(股份)在未来6个月中的股价相对上述指数在上下10%区间内波动

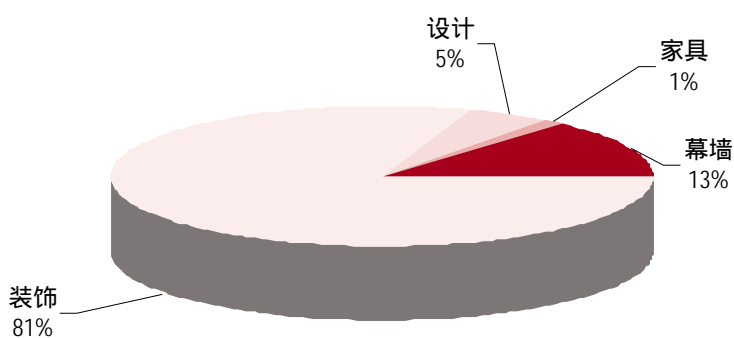
图表 2.2010 年中期业绩摘要

(人民币, 百万)	09 年上半年	10 年上半年	同比变化%
营业收入	1,676	2,448	46.0
营业成本	(1,413)	(2,062)	45.9
营业税金及附加	(53)	(77)	44.8
销售费用	(54)	(61)	13.8
管理费用	(58)	(72)	23.6
财务费用	1	2	18.8
资产减值损失	(7)	(10)	51.3
公允价值变动	0	0	N.M
投资收益	0	2	N.M
汇兑净收益	0	0	N.M
营业利润	93	169	82.9
营业外收入	1	1	92.4
营业外支出	(0)	(1)	N.M
利润总额	93	169	81.9
所得税费用	(25)	(44)	81.0
净利润	69	125	82.2
少数股东损益	(2)	(5)	179.5
归属于母公司所有者的净利润	67	119	79.3

数据来源：公司数据，中银国际研究

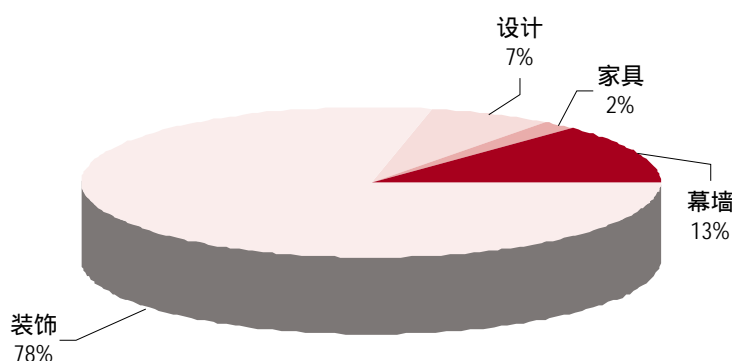
盈利预测及估值。公司中期业绩与此前快报一致，并预告 1-9 月净利润增幅为 50-80%。我们认为三季报业绩仍将接近预告上限。我们对公司 2010-2012 的盈利预测分别为 1.079、1.598 和 2.203 元人民币，给予其 47.90 元人民币的目标价及**买入**评级，对应目标市盈率 2011 年 30 倍，反映了公司长期增长预期和装修子行业估值的中枢水平。

图表 3. 2010 上半年主营收入分布



资料来源：公司数据

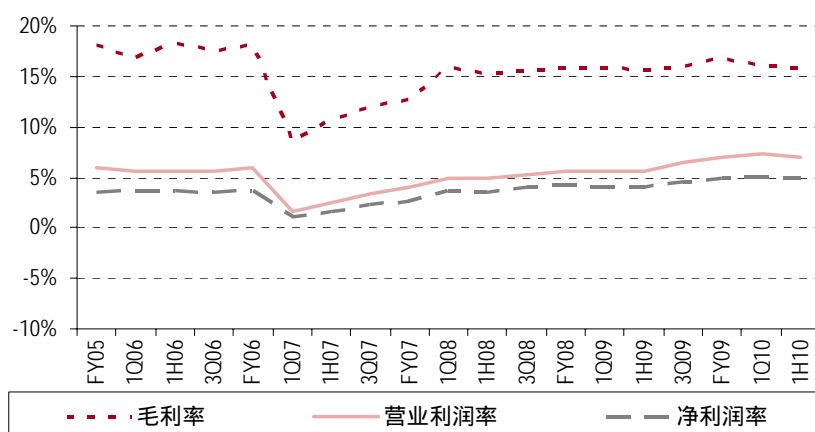
图表 4. 2010 上半年主营毛利分布



资料来源：公司数据

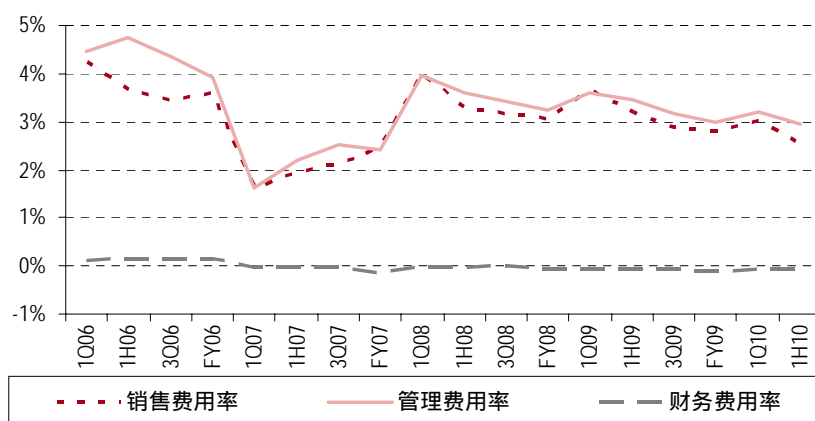
2010 年中报业绩符合预期。金螳螂公告 2010 年上半年收入 24.48 亿人民币,同比增幅为 46%;归属母公司股东净利润 1.19 亿人民币,同比增幅达 79%,与公司业绩快报一致。上半年建筑装饰行业增长较快,公司业务开拓顺利,订单量增长较快,开工数目增多,因此收入大幅增长。我们预计今年收入快速增长的趋势将持续全年。2010 年中报公司综合毛利率为 15.8%,较去年同期小幅提高 0.1%;公司营业利润率为 6.9%,较去年同期大幅提高 1.4%;公司净利润率为 4.9%,较去年同期上升 0.9%。2010 年中报销售费用率为 2.5%,较去年同期下降 0.7%;公司管理费用率为 2.9%,较去年同期下降 0.5%;公司财务费用比率与去年同期持平。公司继续维持净现金状态,流动和速动比率保持稳定。公司毛利率提升有如下原因:2010 年上半年公司承接的五星级酒店等毛利率略高的高端项目较多;公司“50/80”、“捆绑经营”模式成熟,ERP 系统多次优化全面上线,较好地促进了管理效率提高和成本费用控制。由于上半年开工项目和投标项目较多,支付的施工保证金和投标保证金增加较多,经营活动现金流量净额较同期下降 72.8%,后续现金流变化值得关注。

图表 5.主要利润率指标呈上升势头



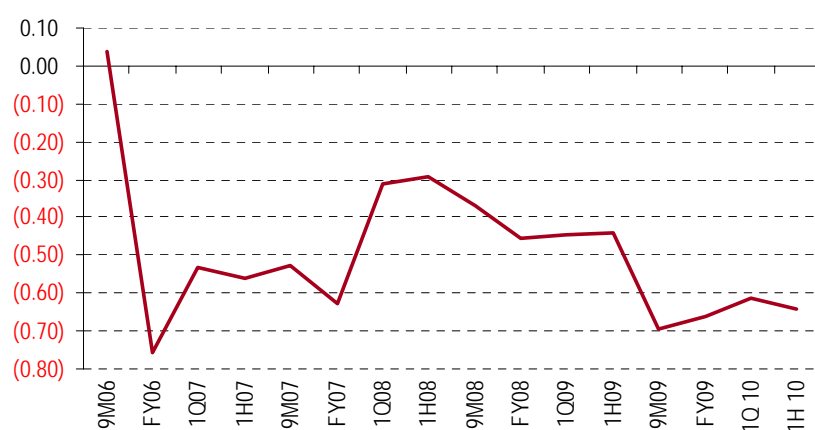
资料来源：公司数据

图表 6.主要费用率指标有所下降



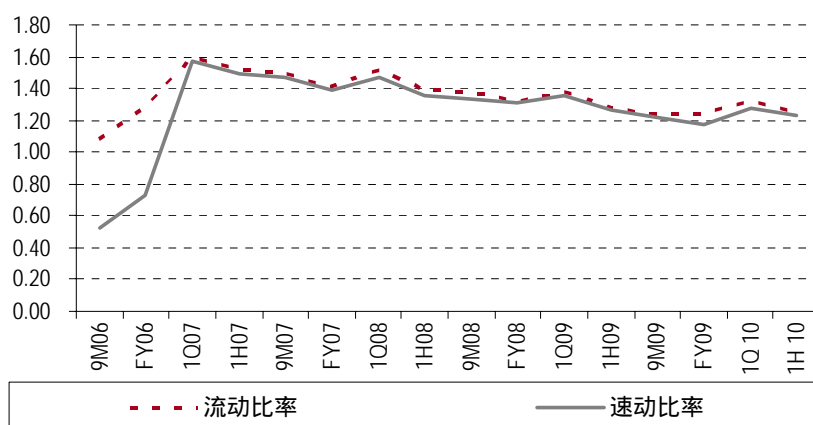
资料来源：公司数据

图表 7.公司维持净现金状态



资料来源：公司数据

图表 8.公司流动和速动比率稳定



资料来源：公司数据

公司业务展望

2010 年上半年，由政府主导投资的铁路客运基础建设、剧院、会展中心、展览馆、博物馆、医院、学校、园林绿化等与民生、内需相关的项目逐渐增多，市场空间较大。公司主要定位于中高端装饰市场，目前经营环境较好。

金螳螂在客户中的定位是比较综合的选手，在非常细分的领域，例如高端写字楼大堂、剧院（观演类）、五星级酒店、国宾馆、医院类、机场类、地铁类、4S 类，专门工厂类，金螳螂不是第一，但是业务进展非常平衡。

金螳螂的优势在于人脉资源耕耘得较为深入：属于江苏省内唯一的一家装修业大腕，得到省级政府的支持力度较大，但凡有参与鲁班奖的项目往往交给金螳螂来实施。金螳螂市场深度开发目前较其他竞争对手做得更强，有助于后期维护的工作。

除巩固省内市场份额之外，公司目前省外业务拓展顺利，业务范围覆盖北京、天津、青岛、杭州、宁波、上海、成都、南昌、海南、深圳、长春及沈阳等地。

公司未来将加大精装修市场和城市园林绿化市场开拓力度，已设立了住宅集成装饰公司和园林绿化景观公司，2010 年下半年将尽快推进上述两个公司架构建设和业务开拓，使之成为新的利润增长点。精装修市场短期受带宽及资源限制，公司仍定位选择性地承接每平方米装修预算在 3,000-5,000 元的高档楼盘项目。

木制品加工方面，公司成立了木制品管理中心，管理 20 多家协作厂商。公司现有木制品基地占地 8 万平米，产能 1 个多亿。新设幕墙项目预计产能可达 20 多亿。幕墙去年收入 5 亿左右，预计今年可实现 8 亿收入，明年可实现 10-12 亿收入。预计今后几年幕墙增速较快，毛利率能维持在 14% 左右。

公司的 50/80、标杆管理、及捆绑式经营管理模式得到进一步强化，成为公司可持续发展的精髓。公司自主研发的金螳螂“ERP 信息化管理系统”已全面上线，涵盖营销投标管理、设计项目管理、工程项目管理、材料管理、人力资源管理、财务管理、行政办公管理及其他管理等多个方面，为公司搭建了标准化、数据化、模块化管理平台，促进了管理效率提高和成本费用控制。公司股权激励方案稳步实施，预计第二个行权期在今年 10 月份。公司的首期股权激励陆续实施完毕后，存在后续实施可能。

损益表 (人民币 百万)

年结日：12月31日	2008	2009	2010E	2011E	2012E
销售收入	3,338	4,107	6,285	9,055	12,264
销售成本	(2,809)	(3,415)	(5,227)	(7,531)	(10,202)
经营费用 (包括折旧及摊销)	(305)	(349)	(533)	(773)	(1,050)
息税折旧前利润	224	342	525	751	1,012
折旧及摊销	(12)	(18)	(22)	(27)	(33)
经营利润(息税前利润)	212	324	503	724	979
净利息收入/(费用)	2	4	12	16	20
其他收益/(损失)	(19)	(42)	(40)	(44)	(46)
税前利润	195	286	475	696	954
所得税	(51)	(74)	(119)	(174)	(238)
少数股东权益	(6)	(11)	(12)	(12)	(12)
净利润	138	201	344	510	703
核心净利润	153	232	374	543	738
每股收益 (人民币)	0.981	0.943	1.079	1.598	2.203
核心每股收益 (人民币)	1.085	1.090	1.173	1.701	2.311
每股股息 (人民币)	0.200	0.400	0.378	0.559	0.771
收入增长 (%)	(4)	23	53	44	35
息税前利润增长 (%)	29	52	55	44	35
息税折旧前利润增长 (%)	29	53	54	43	35
每股收益增长 (%)	2	(4)	14	48	38
核心每股收益增长	(2)	0	8	45	36

资料来源：公司数据及中银国际研究预测

资产负债表 (人民币 百万)

年结日：12月31日	2008	2009	2010E	2011E	2012E
现金及现金等价物	331	617	904	1,307	1,857
应收帐款	1,279	1,492	2,283	3,289	4,455
库存	24	30	47	67	91
其他流动资产	18	132	144	159	176
流动资产总计	1,652	2,272	3,378	4,822	6,579
固定资产	224	363	518	721	944
无形资产	55	67	77	89	102
其他长期资产	44	59	60	61	62
长期资产总计	323	489	655	872	1,108
总资产	1,975	2,761	4,033	5,693	7,687
应付帐款	1,069	1,591	2,435	3,508	4,752
短期债务	0	0	20	40	60
其他流动负债	178	230	367	533	725
流动负债总计	1,247	1,821	2,822	4,081	5,538
其他长期负债	4	4	4	4	4
股本	141	213	319	319	319
储备	558	689	842	1,232	1,757
股东权益	699	902	1,161	1,551	2,075
少数股东权益	24	34	46	58	70
总负债及权益	1,975	2,761	4,033	5,693	7,687
每股帐面价值(人民币)	4.96	4.24	3.64	4.86	6.50
每股有形资产(人民币)	4.57	3.92	3.40	4.58	6.18
每股净负债/(现金) (人民币)	(2.35)	(2.90)	(2.77)	(3.97)	(5.63)

资料来源：公司数据及中银国际研究预测

现金流量表 (人民币 百万)

年结日：12月31日	2008	2009	2010E	2011E	2012E
税前利润	195	286	475	696	954
折旧与摊销	12	18	22	27	33
净利息费用	(2)	(4)	(12)	(16)	(20)
运营资本变动	(61)	279	161	197	230
税金	0	0	0	0	0
其他经营现金流	(34)	(31)	(76)	(127)	(189)
经营活动产生的现金流	110	548	571	778	1,007
购买固定资产净值	(140)	(96)	(230)	(289)	(317)
投资减少/增加	(11)	(54)	0	0	0
其他投资现金流	18	(111)	(1)	(1)	(1)
投资活动产生的现金流	(133)	(260)	(231)	(290)	(318)
净增权益	1	28	0	0	0
净增债务	0	0	20	20	20
支付股息	(19)	(28)	(85)	(121)	(179)
其他融资现金流	(3)	(1)	12	16	20
融资活动产生的现金流	(21)	(2)	(53)	(85)	(138)
现金变动	(44)	286	287	403	550
期初现金	375	331	617	904	1,307
公司自由现金流	(19)	292	353	504	710
权益自由现金流	(21)	292	372	523	729

资料来源：公司数据及中银国际研究预测

主要比率

年结日：12月31日	2008	2009	2010E	2011E	2012E
盈利能力 (%)					
息税折旧前利润率	6.7	8.3	8.4	8.3	8.3
息税前利润率	6.4	7.9	8.0	8.0	8.0
税前利润率	5.8	7.0	7.6	7.7	7.8
净利率	4.1	4.9	5.5	5.6	5.7
流动性(倍)					
流动比率	1.3	1.2	1.2	1.2	1.2
利息覆盖倍数	107.6	601.8	n.a.	n.a.	n.a.
净权益负债率(%)	净现金	净现金	净现金	净现金	净现金
速动比率	1.3	1.2	1.2	1.2	1.2
估值(倍)					
市盈率	43.5	45.3	39.6	26.7	19.4
核心业务市盈率	39.3	39.2	36.4	25.1	18.5
目标价对应核心业务市盈率	44.3	44.1	40.9	28.2	20.8
市净率	8.6	10.1	11.7	8.8	6.6
价格/现金流	54.6	16.6	23.9	17.5	13.5
企业价值/息税折旧前利润	25.4	24.8	24.3	16.5	11.7
周转率					
存货周转天数	2.8	2.9	2.7	2.8	2.8
应收帐款周转天数	127.0	123.1	109.6	112.3	115.3
应付帐款周转天数	105.0	118.2	116.9	119.8	122.9
回报率 (%)					
股息支付率	20.4	42.4	35.0	35.0	35.0
净资产收益率	21.7	25.1	33.4	37.6	38.8
资产收益率	8.7	10.1	11.1	11.2	11.0
已运用资本收益率	32.8	39.5	47.3	51.2	51.7

资料来源：公司数据及中银国际研究预测

披露声明

本报告准确表述了分析员的个人观点。每位分析员声明，不论个人或他/她的有联系者都没有担任该分析员在本报告内评论的上市法团的高级人员，也不拥有与该上市法团有关的任何财务权益。本报告涉及的上市法团或其它第三方都没有或同意向分析员或中银国际集团提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。中银国际集团的成员个别及共同地确认：(i)他们不拥有相等于或高于上市法团市场资本值的 1%的财务权益；(ii)他们不涉及有关上市法团证券的做市活动；(iii)他们的雇员或其有联系的个人都没有担任有关上市法团的高级人员；及(iv) 他们与有关上市法团之间在过去 12 个月内不存在投资银行业务关系。

本披露声明是根据《香港证券及期货事务监察委员会持牌人或注册人操守准则》第十六段的要求发出，资料已经按照 2010 年 8 月 18 日的情况更新。中银国际控股有限公司已经获得香港证券及期货事务监察委员会批准，豁免批露中国银行集团在本报告潜在的利益。

免责声明

本报告是机密的，只有收件人才能使用。

本报告并非针对或打算在违反任何法律或规则的情况，或导致中银国际证券有限责任公司、中银国际控股有限公司及其附属及联营公司(统称“中银国际集团”)须要受制于任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域的注册或牌照规定，向任何在这些地方的公民或居民或存在的机构准备或发表。未经中银国际集团事先书面明文批准下，收件人不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容或复印本予任何其它人。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际集团的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供給閣下作参考之用，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的邀请，亦并未考虑到任何特别的投資目的、財務狀況、特殊需要或個別人士。本報告中提及的投資產品未必適合所有投資者。任何人收到或閱讀本報告均須在承諾購買任何報告中所指之投資產品之前，就該投資產品的適合性，包括投資人的特殊投資目的、財務狀況及其特別需要尋求財務顧問的意見。本報告中發表看法、描述或提及的任何投資產品或策略，其可行性將取決於投資者的自身情況及目標。投資者須在採取或執行該投資(無論有否修改)之前諮詢獨立專業顧問。中银国际集团不一定采取任何行动，确保本报告涉及的证券适合个别投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，而收件人不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际集团从相信可靠的来源取得或达到，但中银国际集团不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。收件人不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。中银国际集团可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。这些报告反映分析员在编写报告时不同的设想、见解及分析方法。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接(包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接)的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

中银国际集团在法律许可的情况下，可参与或投资本报告涉及的股票的发行人的金融交易，向有关发行人提供或建议服务，及/或持有其证券或期权或进行证券或期权交易。中银国际集团在法律允许下，可于发报材料前使用于本报告中所载资料或意见或他们所根据的研究或分析。中银国际集团及编写本报告的分析员(“分析员”)可能与本报告涉及的任何或所有公司(“上市法团”)之间存在相关关系、财务权益或商务关系。详情请参阅《披露声明》部份。

本报告所载的资料、意见及推测只是反映中银国际集团在本报告所载日期的判断，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人咨询的建议。

本报告在中国境内由中银国际证券有限责任公司准备及发表；在中国境外由中银国际研究有限公司准备，分别由中银国际研究有限公司及中银国际证券有限公司在香港发送，由中银国际(新加坡)有限公司(BOC International (Singapore) Pte. Ltd.)在新加坡发送。

在沒有影響上述免責聲明的情況下，如果閣下是根據新加坡 Financial Advisers Act (FAA) 之 Financial Advisors Regulation (FAR) (第 110 章)之 Regulation 2 定義下的“合格投資人”或“專業投資人”，BOC International (Singapore) Pte. Ltd. 仍將(1)因為 FAR 之 Regulation 34 而獲豁免免按 FAA 第 27 條之強制規定作出任何推薦須有合理基礎；(2)因為 FAR 之 Regulation 35 而獲豁免免按 FAA 第 36 條之強制規定披露其在本報告中提及的任何證券(包括收購或出售)之利益，或其聯繫人或關聯人士之利益。

中银国际证券有限责任公司、中银国际控股有限公司及其附属及联营公司 2010 版权所有。保留一切权利。

中银国际证券有限责任公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构：

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 2867 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打：10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打：10800 1521065
新加坡客户请拨打：800 852 3392
传真: (852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 2867 6333
传真: (852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
金融大街 28 号
盈泰中心 2 号楼 15 层
邮编: 100032
电话: (8610) 6622 9000
传真: (8610) 6657 8950

中银国际(英国)有限公司

英国伦敦嘉能街 90 号
EC4N 6HA
电话: (4420) 7022 8888
传真: (4420) 7022 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约美国大道 1270 号 202 室
NY 10020
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6412 8856 / 6412 8630
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371