

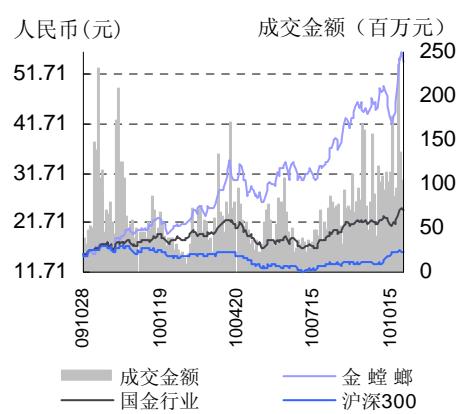
市价(人民币): 54.40元

## 优异业绩彰显管理优势 - 上调金螳螂盈利预测

长期竞争力评级: 高于行业均值

### 市场数据(人民币)

已上市流通A股(百万股)	284.74
总市值(百万元)	17,364.15
年内股价最高最低(元)	56.29/15.10
沪深300指数	3481.08
中小板指数	7227.43



### 相关报告

- 《金螳螂2010年中期报告点评》，2010.8.20
- 《金螳螂2010年中期业绩快报点评》，2010.7.30
- 《大行业中的精品公司》，2010.6.4

### 公司基本情况(人民币)

项目	2008	2009	2010E	2011E	2012E
摊薄每股收益(元)	0.981	0.943	1.199	2.151	2.973
每股净资产(元)	4.96	4.24	3.89	5.72	8.56
每股经营性现金流(元)	0.78	2.58	2.02	2.42	3.14
市盈率(倍)	20.48	32.78	45.38	25.29	18.30
行业优化市盈率(倍)	22.77	48.60	48.60	48.60	48.60
净利润增长率(%)	53.02%	45.00%	90.75%	79.44%	38.20%
净资产收益率(%)	19.79%	22.24%	30.78%	37.63%	34.73%
总股本(百万股)	141.00	212.80	319.19	319.19	319.19

来源: 公司年报、国金证券研究所

### 业绩简评

- 金螳螂于2010年10月29日发布三季报,前三季度公司实现收入增长52.93%;归属于上市公司股东净利润增长78.75%,基本符合预期。

### 经营分析

- 行业龙头也能跑出近80%的增速:之前市场对金螳螂有一个预期:在收入规模已经如此大的情况下,收入、利润增速都不可能很高,因此金螳螂近两个月来的估值一直稍逊于其他几个装饰股;但是从三季报的情况来看,收入增长52.93%,归属于上市公司股东净利润增长78.75%,在一定程度上回答了上述问题:金螳螂不但实现了量上的增长,还实现了效益上的提高!公司销售净利率再创历史新高。
- 公司费用率下降明显,绝对值仍较高,还有改善空间:公司财务费用相对较小,销售费用率、管理费用率处于稳定的下降之中,前三季度公司期间费用率达到4.75%,同比下降了1.31个百分点,环比下降了0.7个百分点;虽然公司费用率下降幅度可观,但是绝对值仍在较高的位置,还有较大下降空间。
- 收现比—彰显公司管理水平:装饰公司今年收入、利润均出现大幅增长,流动资金占款和及时回款始终是市场的一个担忧;从4个上市公司的收现比情况来看(销售商品、提供劳务收到的现金/营业收入),金螳螂收现比最高,达到94.55%。这表明了公司在资金运营上的高效率。
- ERP已经在业务部门铺开,经营效率有望大幅上升:公司自主研发的ERP系统已经在业务部门全面铺开,可以实现对各个项目的人、财、物、工期、质量的实时监控,以及内部整合和资源共享,预计公司费用率将进一步下降,成本控制和协调将进一步增强;表现在效益方面,则是毛利率和销售净利率的持续上升。

### 投资建议

- 装饰行业是“大行业小公司”的代表性行业,我们看好行业以及四个优秀的上市公司,金螳螂由于在管理方面的杰出表现而成为我们在装饰行业中首推的公司,今年以来公司的靓丽业绩说明了:对于一个管理十分优秀、而市场又无限广阔的人来说,目前言公司收入规模已经到头为时过早;随着ERP系统的全面上线和成熟,金螳螂将实现收入和效益的双重提高。我们看好公司未来在公装、住宅精装修、园林等方面的发展。
- 我们上调了金螳螂的盈利预测,预计2010-2012年公司EPS分别达到1.20、2.15、2.97元。高倍的估值有望被高速的增长所化解。维持“买入”评级。

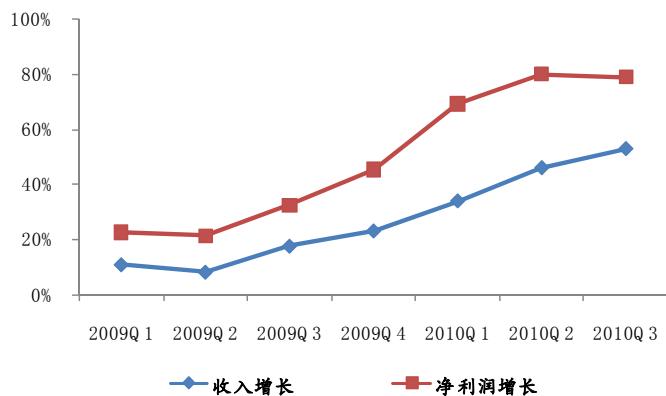
贺国文 分析师SAC执业编号: S1130208120261  
(8621)61038234  
hegw@gjzq.com.cn

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

### 行业龙头也能跑出近 80%的增速

- 之前市场对金螳螂有一个预期：在收入规模已经如此大的情况下，收入、利润增速都不可能很高，因此金螳螂近两个月来的估值一直稍逊于其他几个装饰股；但是从三季报的情况来看，收入增长 52.93%，归属于上市公司股东净利润增长 78.75%，在一定程度上回答了上述问题：金螳螂不但实现了量上的增长，还实现了效益上的提高！公司销售净利率再创历史新高。

图表 1：金螳螂收入、利润持续高速增长

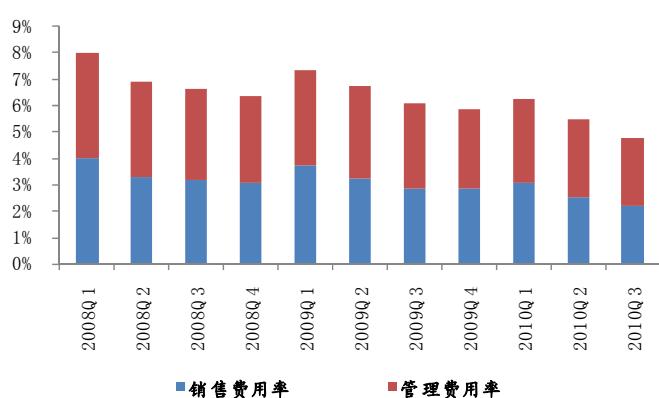


来源：公司公告 国金证券研究所

图表 2：销售净利率再创历史新高

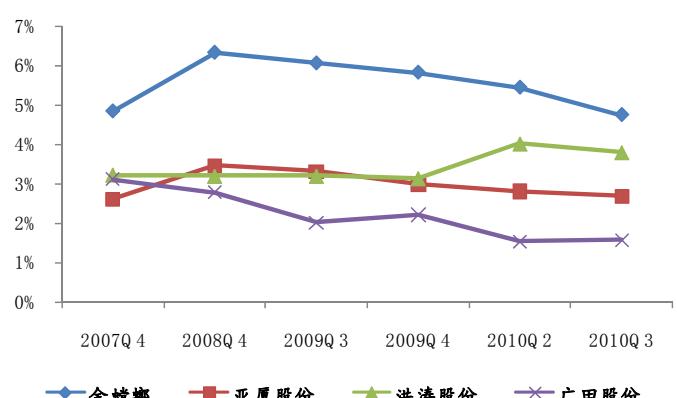


图表 3：公司期间费用率持续下降



来源：公司公告 国金证券研究所

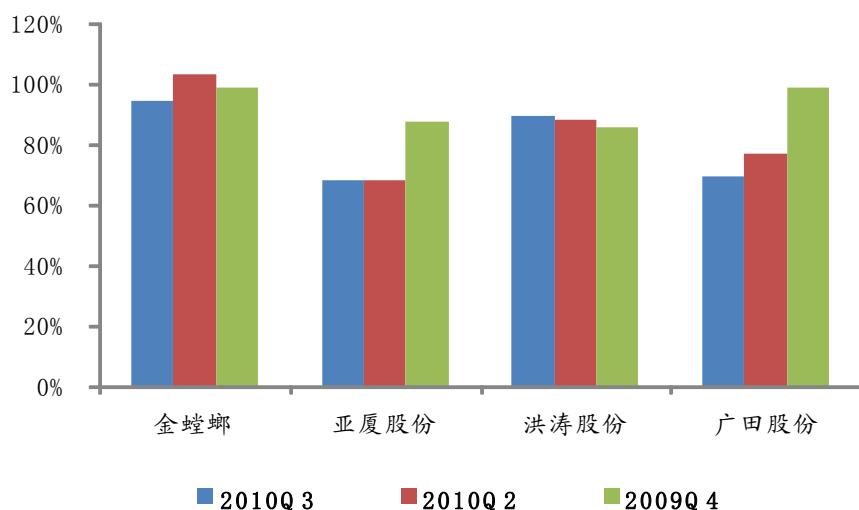
图表 4：虽然费用率下降明显，仍有较大下降空间



### 收现比—彰显公司管理水平

- 装饰公司今年收入、利润均出现大幅增长，流动资金占款和及时回款始终是市场的一个担忧；从 4 个上市公司的收现比情况来看（销售商品、提供劳务收到的现金/营业收入），金螳螂收现比最高，达到 94.55%。这表明了公司在资金运营上的高效率。

图表 5：金螳螂前三季度收现比达到 94.56%

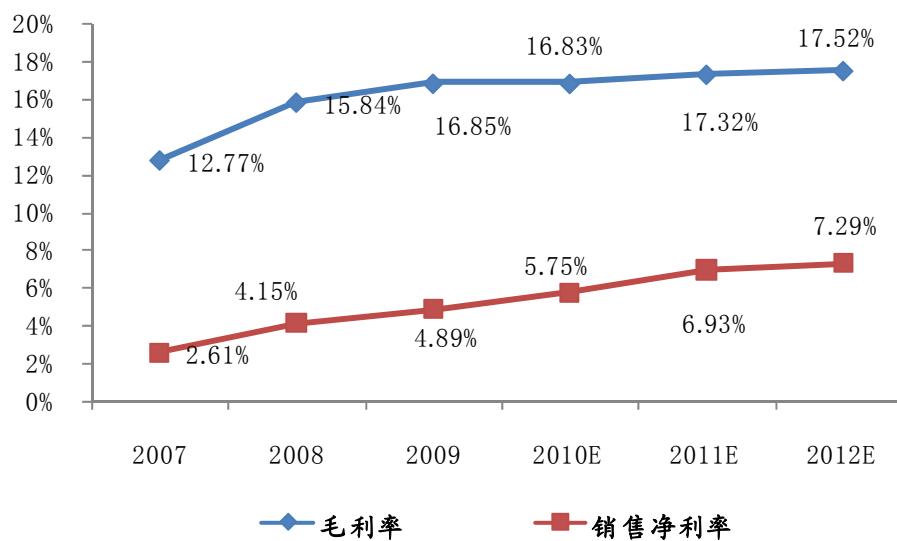


来源：国金证券研究所

### ERP 已经在业务部门铺开，经营效率有望大幅上升

- 公司自主研发的 ERP 系统已经在业务部门全面铺开，可以实现对各个项目的人、财、物、工期、质量的实时监控，以及内部整合和资源共享，预计公司费用率将进一步下降，成本控制和协调将进一步增强；表现在效益方面，则是毛利率和销售净利率的持续上升。

图表 6：公司未来经营效率有望大幅上升



来源：公司公告 国金证券研究所

### 江苏省住建部上调人工单价利好金螳螂

- 江苏省住建部于 2010 年 10 月 12 日发布《关于调整建筑、装饰、安装、市政、修缮加固、仿古建筑及园林工程预算工资单价的通知》（苏建价〔2010〕494 号），调整了以上行业预算工资单价标准（具体见下表）；江苏省是我国装修大省，装修工人工资普遍较高，但是在审计过程中，审计机构仍然按照较低的工资标准进行审计，使得装饰企业成本被“人为降低”；此次上调工人工资，从制度上增强了装饰企业转嫁人工成本的能力。金螳螂有一半左右的业务在江苏省内，此次上调工资无疑对公司构成实际利好，将增厚公司的毛利率。

图表 7: 苏建价(2010)494号文件上调预算工资单价标准

调整标准	调整类别	调整后的计价标准
包工包料工程调整	建筑、安装市政工程	一类工 56 元/工日 二类工 53 元/工日 三类工 50 元/工日
	单独装饰工程	61-78 元/工日
	修缮加固工程	53 元/工日
	仿古建筑及园林工程	执行 07 版《江苏省仿古建筑与园林工程计价表》第一册 53 元/工日, 第二册 60 元/工日, 第三册 50 元/工日
包工不包料工程调整	单独装饰工程	78-96 元/工日
	执行 07 版《江苏省仿古建筑与园林工程计价表》第二册的工程	77 元/工日
	其余工程	70 元/工日
点工调整	单独装饰工程	67 元/工日
	执行 07 版《江苏省仿古建筑与园林工程计价表》第二册的工程	63 元/工日
	其余工程	58 元/工日
机械台班定额中的预算工资单价		53 元/工日

来源: 苏建价(2010)494号 国金证券研究所

### 投资建议

- 装饰行业是“大行业小公司”的代表性行业，我们看好行业以及四个优秀的上市公司，金螳螂由于在管理方面的杰出表现而成为我们在装饰行业中首推的公司，今年以来公司的靓丽业绩说明了：对于一个管理十分优秀、而市场又无限广阔的公司来说，目前言公司收入规模已经到头为时过早；随着 ERP 系统的全面上线和成熟，金螳螂将实现收入和效益的双重提高。我们看好公司未来在公装、住宅精装修、园林等方面的发展。
- 我们上调了金螳螂的盈利预测，预计 2010-2012 年公司 EPS 分别达到 1.20、2.15、2.97 元。高倍的估值有望被高速的增长所化解。维持“买入”评级。

图表 8: 三张表预测

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)						
	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E		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>6,650</b>	<b>9,905</b>	<b>13,026</b>	<b>货币资金</b>	375	331	617	1,098	1,656	2,511
增长率	-3.6%	23.0%	61.9%	48.9%	31.5%		<b>应收账款</b>	1,043	1,279	1,492	2,248	3,348	4,226
<b>主营业务成本</b>	<b>-3,021</b>	<b>-2,809</b>	<b>-3,415</b>	<b>-5,531</b>	<b>-8,189</b>	<b>-10,744</b>	<b>存货</b>	18	24	30	45	90	147
%销售收入	87.2%	84.2%	83.2%	83.2%	82.7%	82.5%	<b>其他流动资产</b>	21	18	132	35	51	66
<b>毛利</b>	<b>442</b>	<b>529</b>	<b>692</b>	<b>1,120</b>	<b>1,716</b>	<b>2,282</b>	<b>流动资产</b>	1,457	1,652	2,272	3,426	5,145	6,951
%销售收入	12.8%	15.8%	16.8%	16.8%	17.3%	17.5%	%总资产	89.1%	83.6%	82.3%	85.8%	89.1%	91.0%
<b>营业税金及附加</b>	<b>-110</b>	<b>-105</b>	<b>-129</b>	<b>-209</b>	<b>-312</b>	<b>-410</b>	<b>长期投资</b>	12	11	17	18	17	17
%销售收入	3.2%	3.2%	3.1%	3.2%	3.2%	3.2%	<b>固定资产</b>	92	224	363	481	543	602
<b>营业费用</b>	<b>-84</b>	<b>-103</b>	<b>-116</b>	<b>-173</b>	<b>-218</b>	<b>-261</b>	%总资产	5.6%	11.4%	13.1%	12.0%	9.4%	7.9%
%销售收入	2.4%	3.1%	2.8%	2.6%	2.2%	2.0%	<b>无形资产</b>	57	55	67	66	65	63
<b>管理费用</b>	<b>-83</b>	<b>-108</b>	<b>-123</b>	<b>-180</b>	<b>-218</b>	<b>-261</b>	<b>非流动资产</b>	178	323	489	567	626	684
%销售收入	2.4%	3.2%	3.0%	2.7%	2.2%	2.0%	%总资产	10.9%	16.4%	17.7%	14.2%	10.9%	9.0%
<b>息税前利润 (EBIT)</b>	<b>164</b>	<b>212</b>	<b>324</b>	<b>558</b>	<b>968</b>	<b>1,351</b>	<b>资产总计</b>	<b>1,635</b>	<b>1,975</b>	<b>2,761</b>	<b>3,993</b>	<b>5,771</b>	<b>7,635</b>
%销售收入	4.7%	6.4%	7.9%	8.4%	9.8%	10.4%	<b>短期借款</b>	0	0	0	0	0	0
<b>财务费用</b>	<b>5</b>	<b>2</b>	<b>4</b>	<b>4</b>	<b>6</b>	<b>9</b>	<b>应付款项</b>	868	1,075	1,596	2,297	3,294	4,030
%销售收入	-0.1%	-0.1%	-0.1%	-0.1%	-0.1%	-0.1%	<b>其他流动负债</b>	167	173	225	401	576	743
<b>资产减值损失</b>	<b>-29</b>	<b>-29</b>	<b>-42</b>	<b>-21</b>	<b>-10</b>	<b>-8</b>	<b>流动负债</b>	1,035	1,247	1,821	2,699	3,870	4,773
<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>长期贷款</b>	0	0	0	0	0	1
<b>投资收益</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>1</b>	<b>1</b>	<b>2</b>	<b>其他长期负债</b>	2	4	4	0	0	0
%销售收入	0.0%	0.2%	0.2%	0.1%	0.1%	0.2%	<b>负债</b>	<b>1,037</b>	<b>1,252</b>	<b>1,825</b>	<b>2,699</b>	<b>3,870</b>	<b>4,774</b>
<b>税前利润</b>	<b>0.0%</b>	<b>0.2%</b>	<b>0.2%</b>	<b>0.1%</b>	<b>0.1%</b>	<b>0.2%</b>	<b>普通股股东权益</b>	579	699	902	1,243	1,825	2,732
<b>营业利润</b>	<b>140</b>	<b>186</b>	<b>286</b>	<b>541</b>	<b>965</b>	<b>1,354</b>	<b>少数股东权益</b>	19	24	34	51	77	128
<b>营业利润率</b>	<b>4.0%</b>	<b>5.6%</b>	<b>7.0%</b>	<b>8.1%</b>	<b>9.7%</b>	<b>10.4%</b>	<b>负债股东权益合计</b>	<b>1,635</b>	<b>1,975</b>	<b>2,761</b>	<b>3,993</b>	<b>5,771</b>	<b>7,635</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>541</b>	<b>965</b>	<b>1,354</b>							
<b>利润率</b>	<b>4.3%</b>	<b>5.8%</b>	<b>7.0%</b>	<b>8.1%</b>	<b>9.7%</b>	<b>10.4%</b>							
<b>所得税</b>	<b>-53</b>	<b>-51</b>	<b>-74</b>	<b>-141</b>	<b>-252</b>	<b>-353</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>400</b>	<b>713</b>	<b>1,000</b>							
<b>净利润</b>	<b>95</b>	<b>144</b>	<b>211</b>	<b>400</b>	<b>713</b>	<b>1,000</b>							
<b>少数股东损益</b>	<b>4</b>	<b>6</b>	<b>11</b>	<b>17</b>	<b>26</b>	<b>51</b>							
<b>归属于母公司的净利润</b>	<b>90</b>	<b>138</b>	<b>201</b>	<b>383</b>	<b>687</b>	<b>949</b>							
<b>净利润率</b>	<b>2.6%</b>	<b>4.1%</b>	<b>4.9%</b>	<b>5.8%</b>	<b>6.9%</b>	<b>7.3%</b>							
现金流量表 (人民币百万元)							比率分析						
	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E		2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
<b>经营活动现金净流</b>	<b>58</b>	<b>110</b>	<b>548</b>	<b>644</b>	<b>771</b>	<b>1,003</b>	<b>每股指标</b>						
资本开支	-49	-127	-96	-163	-109	-110	每股收益	0.962	0.981	0.943	1.199	2.151	2.973
投资	-15	-10	-169	-1	0	0	每股净资产	6.156	4.958	4.238	3.894	5.716	8.559
其他	5	4	5	1	1	2	每股经营现金净流	0.614	0.781	2.577	2.016	2.417	3.141
<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>	每股股利	0.000	0.200	0.200	0.130	0.130	0.130
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>480</b>	<b>559</b>	<b>854</b>							
来源: 国金证券研究所													

**市场中相关报告评级比率分析**

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
强买	0	0	0	7	12
买入	1	1	2	12	15
持有	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
卖出	0	0	0	0	0
评分	<b>2.00</b>	<b>2.00</b>	<b>2.00</b>	<b>1.70</b>	<b>1.62</b>

来源：朝阳永续

**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
2 2010-07-30	买入	34.92	N/A
3 2010-08-20	买入	41.05	N/A

来源：国金证券研究所

**市场中相关报告评级比率分析说明：**

市场中相关报告投资建议为“强买”得1分，为“买入”得2分，为“持有”得3分，为“减持”得4分，为“卖出”得5分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =强买； 1.01~2.0=买入； 2.01~3.0=持有  
3.01~4.0=减持； 4.01~5.0=卖出


**长期竞争力评级的说明：**

长期竞争力评级着重于企业基本面，评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

**优化市盈率计算的说明：**

行业优化市盈率中，在扣除行业内所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

**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](mailto: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](mailto: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](mailto: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