

## 牵手恒大，昂首进军住宅精装修市场

## 维持“买入”评级

### 投资要点：

- 📖 公装、家装齐头并进
- 📖 外部业务拓展与内部费用管控并举
- 📖 介入市政园林业有望提升估值水平

### 公告事项：

公司与恒大地产集团有限公司于 2010 年 11 月 20 日签订了《战略合作协议》，恒大每年安排约 30 亿元的施工任务给公司，并逐年增加 10 亿左右的施工任务，公司承诺战略合作期间承接其它房地产商的住宅精装修工程施工业务不超过自身年度营业额的 10%。此次协议有效期 2 年，可在期满之前 15 日内续签合作协议。

### 我们的观点：

公司在公共空间装修领域的“状元”地位难以撼动，经营模式成熟完善，已进入高速自我复制期，业务流程的标准化以及自主研发 ERP 系统的全面上线使公司的成本费用管控更上层楼，利增费减已成趋势。

与恒大地产达成战略合作，打通了公司进军高档住宅精装修的道路，形成“公装+家装”齐头并进的良好态势，未来两年业绩将进一步提升。

- **股价催化剂。**订单超预期、外延式增长。
- **风险因素。**规模迅速扩张带来的毛利率下降和回款速度减慢的风险。
- **盈利预测及评级。**我们上调公司明后两年的盈利预测，预计 2010-2012 年公司每股收益为 1.18 元、2.10 元和 3.19 元，维持“买入”评级。

主要经营指标	2008	2009	2010E	2011E	2012E
主营收入(百万)	3337.70	4106.69	6570.71	12090.10	18135.16
同比增长率	-3.63%	23.04%	60.00%	84.00%	50.00%
净利润(百万)	138.35	200.61	376.29	670.81	1017.08
同比增长率	53.02%	45.00%	87.57%	78.27%	51.62%
每股收益(元)	0.433	0.628	1.179	2.102	3.186
净资产收益率	19.79%	22.24%	30.71%	37.23%	38.01%

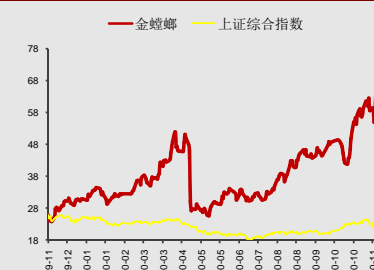
### 分析师

周蓉姿

电话：010-88085980

Email：zhourongzi@hysec.com

### 市场表现



### 公司数据

总股本(万股)	31,919.4
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	31.919

数据来源：港澳资讯

### 相关研究

1. 金螳螂 2009 年报点评：营收规模高速扩张，净利润率大幅提升
2. 金螳螂 2010 年中报点评：行业景气 and 内部管控共同成就高增长
3. 金螳螂 2010 年三季报点评：盈利能力持续攀升的装饰龙头

**利润表(百万)**

	2009A	2010E	2011E	2012E
主营业务收入	4106.69	6570.71	12090.10	18135.16
减: 营业成本	3415.05	5453.69	10125.46	15160.99
营业税金及附加	128.64	210.26	378.42	567.63
销售费用	115.86	164.27	302.25	471.51
管理费用	123.39	177.41	326.43	498.72
财务费用	-3.68	-12.70	-40.73	-41.61
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	528.28	941.77	1427.91
加: 其他非经营损益	9.03	0.00	0.00	0.00
利润总额	195.20	528.28	941.77	1427.91
减: 所得税	51.24	132.07	235.44	356.98
净利润	143.96	396.21	706.33	1070.94
少数股东损益	5.60	19.92	35.52	53.85
母公司所有者净利润	138.35	376.29	670.81	1017.08

**现金流量表**

经营性现金净流量	548.52	886.67	1111.03	717.78
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	-53.58	-83.26
现金流量净额	286.69	851.54	1056.45	633.52
收益率指标	2009A	2010E	2011E	2012E
毛利率	16.84%	17.00%	16.25%	16.40%
三费/销售收入	5.74%	5.01%	4.86%	5.12%
EBIT/销售收入	6.86%	7.75%	7.45%	7.54%
EBITDA/销售收入	7.31%	8.51%	7.87%	7.82%
销售净利率	5.14%	6.03%	5.84%	5.91%
资产获利率指标	2009A	2010E	2011E	2012E
ROE	22.24%	30.71%	37.23%	38.01%
ROA	11.13%	12.24%	11.10%	13.91%
ROIC	28.81%	40.81%	93.92%	116.32%
资本结构指标	2009A	2010E	2011E	2012E
资产负债率	63.05%	69.24%	76.70%	71.34%

**资产负债表(百万)**

	2009A	2010E	2011E	2012E
货币资金	430.59	1282.13	2338.58	2972.10
应收和预付款项	1513.92	2473.39	5424.61	6596.47
存货	30.44	53.46	108.55	124.70
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	8114.33	9836.35
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
应付和预收款项	1596.21	2878.66	6223.47	7017.55
长期借款及其他	0.00	0.00	0.00	0.00
负债合计	1596.21	2878.66	6223.47	7017.55
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	1409.30	2283.38
归属母公司股东权益	901.86	1225.24	1801.74	2675.82
少数股东权益	33.68	53.60	89.12	142.97
股东权益合计	935.54	1278.85	1890.86	2818.79
负债和股东权益合计	2531.75	4157.50	8114.33	9836.35
每股指标	2009A	2010E	2011E	2012E
每股收益	0.628	1.179	2.102	3.186
每股经营性现金流	0.088	0.166	3.481	2.249
增长率指标	2009A	2010E	2011E	2012E
销售收入增长率	23.04%	60.00%	84.00%	50.00%
EBIDA 增长率	46.74%	86.27%	70.12%	49.11%
净利润增长率	46.74%	87.57%	78.27%	51.62%
经营营运资本增长率	-16.92%	-27.24%	72.41%	165.56%
估值指标	2009A	2010E	2011E	2012E
PE	68.10	53.91	30.24	19.94
PB	15.15	16.56	11.26	7.58
EV/EBITDA	30.45	35.37	20.35	13.71

资料来源: 宏源证券

**分析师简介:**

**分析师姓名:** 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:** 金螳螂、亚厦股份、洪涛股份、东华科技、路桥建设、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
<b>牟晓凤</b> 010-88085111 muxiaofeng@hysec.com	<b>曾利洁</b> 010-88085790 zenglilie@hysec.com	<b>雷增明</b> 010-88085989 leizengming@hysec.com
	<b>刘爽</b> 010-88085798 liushuang@hysec.com	
	<b>孙利群</b> 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。