

2011年3月1日

金螳螂

2010业绩符合预期

A

买入

002081.SZ - 人民币 66.00

目标价格: 人民币 95.50 (↑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(%)	(4)	2	(4)	187
相对新华富时	(6)	(1)	(4)	199
A50 指数(%)				

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(%)	70
流通股市值(人民币 百万)	14,738
3个月日均交易额(人民币 百万)	98
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
具备证券投资咨询业务资格

金螳螂公告2010年年报收入66.39亿人民币, 同比增幅为61.7%; 归属母公司股东净利润3.89亿人民币, 同比增幅达93.7%。公司年报业绩与此前快报一致。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。我们将目标价格上调至95.50元, 维持买入评级。

支撑评级的要点

- 年报综合毛利率为16.9%, 较2009年提高0.1%; 营业利润率为8.3%, 较2009年提高1.3%; 净利润率为5.9%, 较2009年上升1%。年报销售费用率为1.8%, 较2009年下降1%; 管理费用率为2.3%, 较2009年下降0.7%。公司维持净现金状态, 流动和速动比率保持稳定。为保持原有材料采购价格优势, 加快付款周期导致经营现金流较往年下降38.3%。

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

- 我们将2011-2012年的盈利预测分别上调至2.162和3.183元人民币, 2013年每股收益预测为4.395元人民币, 我们将目标价格上调至95.50元人民币, 维持买入评级, 对应目标市盈率2012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	2009	2010	2011E	2012E	2013E
销售收入(人民币百万)	4,107	6,639	10,571	14,598	18,990
变动(%)	23	62	59	38	30
净利润(人民币百万)	201	389	690	1,016	1,403
全面摊薄每股收益(人民币)	0.943	1.218	2.162	3.183	4.395
变动(%)	(3.9)	29.2	77.6	47.2	38.1
市场预期每股收益(人民币)	-	-	2.051	3.045	5.880
原先预测摊薄每股收益(人民币)	-	-	1.598	2.203	-
变动(%)	-	-	35.3	44.5	NA
核心每股收益(人民币)	1.090	1.444	2.447	3.499	4.724
变动(%)	0.4	32.6	69.4	43.0	35.0
全面摊薄市盈率(倍)	70.0	54.2	30.5	20.7	15.0
核心市盈率(倍)	60.6	45.7	27.0	18.9	14.0
每股现金流量(人民币)	2.58	1.06	1.00	1.63	1.64
价格/每股现金流量(倍)	25.6	62.2	65.8	40.6	40.2
企业价值/息税折旧前利润(倍)	39.3	30.3	18.2	12.7	9.4
每股股息(人民币)	0.400	0.200	0.540	0.796	1.099
股息率(%)	0.6	0.3	0.8	1.2	1.7

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

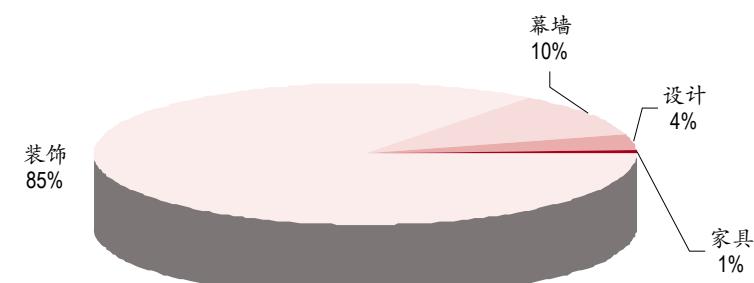
图表 2. 2010 年年报业绩摘要

(人民币, 百万)	2009 年	2010 年	同比变化%
营业收入	4,107	6,639	61.7
营业成本	(3,415)	(5,518)	61.6
营业税金及附加	(129)	(210)	63.0
销售费用	(116)	(121)	4.2
管理费用	(123)	(153)	23.7
财务费用	4	6	74.3
资产减值损失	(42)	(98)	130.7
公允价值变动	0	0	NM
投资收益	0	2	NM
汇兑净收益	0	0	NM
营业利润	286	549	92.3
营业外收入	1	2	175.8
营业外支出	(1)	(2)	194.6
利润总额	286	549	92.3
所得税费用	(74)	(141)	90.0
净利润	211	408	93.1
少数股东损益	(11)	(19)	81.0
归属于母公司所有者的净利润	201	389	93.7

资料来源：公司数据

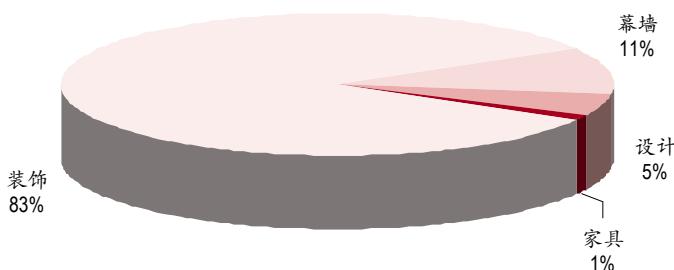
盈利预测及估值。公司年度业绩与此前快报一致。我们对其 2011-2013 年的盈利预测分别为 2.162、3.183、4.395 元人民币，目标价格上调至 95.50 元，维持买入评级，对应目标市盈率 2012 年 30 倍，反映其长期增长预期和装修子行业估值的中枢水平。

图表 3. 2010 主营收入分布



资料来源：公司数据

图表 4. 2010 主营毛利分布

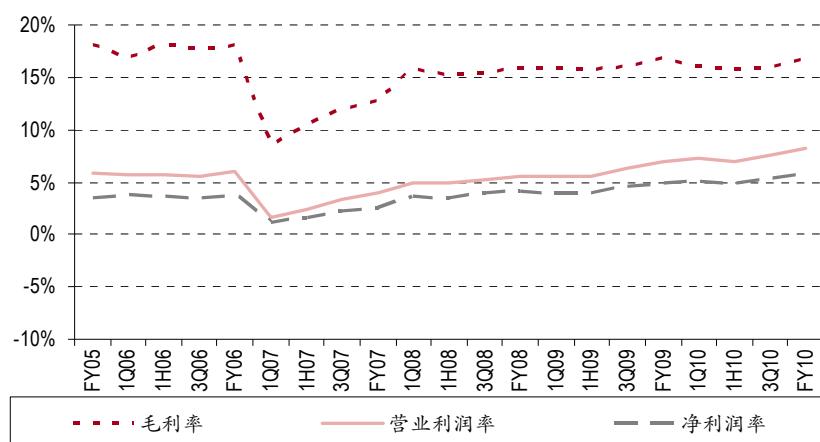


资料来源：公司数据

2010 年业绩符合预期。金螳螂公告 2010 年年报收入 66.39 亿人民币，同比增幅为 61.7%；归属母公司股东净利润 3.89 亿人民币，同比增幅达 93.7%。公司年报业绩与此前快报一致。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。

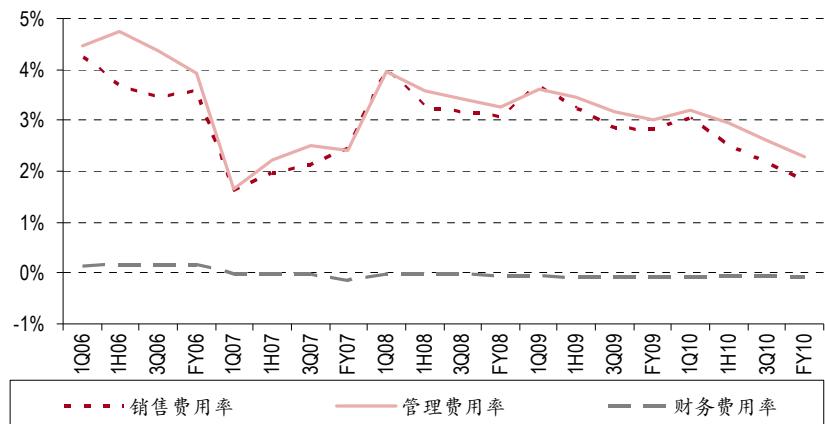
目前公司订单方式多采用开口合同方式，原材料价格变动对公司影响不大。年报综合毛利率为 16.9%，较 2009 年提高 0.1%；公司营业利润率为 8.3%，较 2009 年提高 1.3%；公司净利润率为 5.9%，较 2009 年上升 1%。年报销售费用率为 1.8%，较 2009 年下降 1%；公司管理费用率为 2.3%，较 2009 年下降 0.7%。公司维持净现金状态，流动和速动比率保持稳定。为保持原有材料采购价格优势，加快付款周期导致经营现金流较往年下降 38.3%。

图表 5. 主要利润率指标呈上升势头



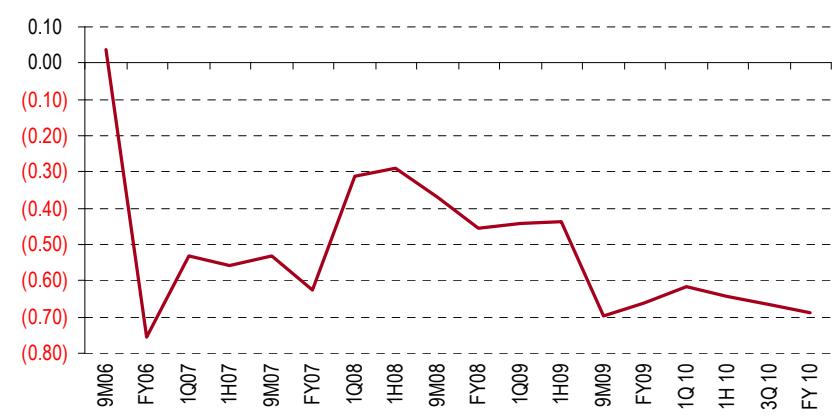
资料来源：公司数据

图表 6. 主要费用率指标有所下降



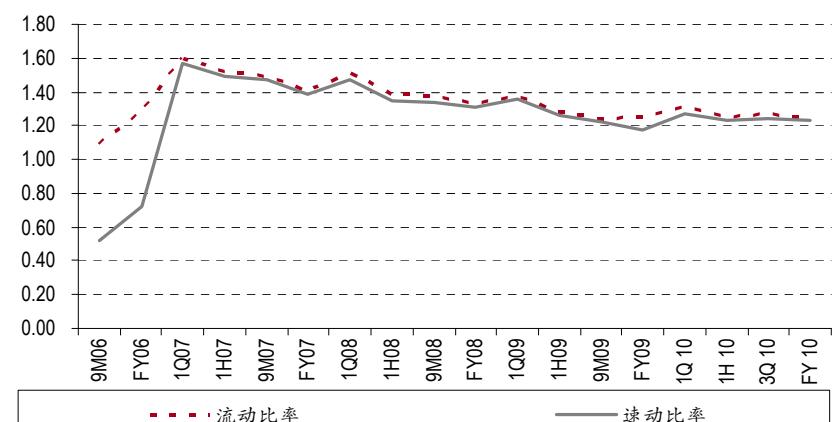
资料来源：公司数据

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

图表 9. 公司主要人员变化汇总

	2009	2010	增长%
设计人员	757	900	18.9
工程管理人员	810	1,188	46.7
总人数	2,543	3,310	30.2

资料来源：公司数据

2010 公司经营情况回顾。2010 公司全国市场开拓力度加大，全国性营销网络基本建成，在全国 24 个大、中城市设立了分公司。公司在“捆绑经营”、“标杆管理”已经取得成效，“50/80”管理体系已经成熟的基础上，推出并实施“五力五意识”思想指导体系和“产品化装饰”现场质量管控体系，使管理更加规范化、专业化。核算中心以“50/80”管理体系作为项目开源节流与跟踪的纲领，采取审计人员与项目经理共同参与控制风险，加快了审计决算速度。资金结算部配合项目部做好应收账款回收和清理工作，有效降低了应收账款回收风险。金螳螂 ERP 管理系统全面上线，大大提高了管理效率和管理质量，使公司成为建筑装饰行业最早实现现代化信息管理的公司。公司成立了苏州金螳螂住宅集成装饰有限公司从事住宅精装修业务和豪宅装修业务的承接。

2010 年 12 月，公司推出再融资计划，拟以非公开发行股票形式募集不超过 179,974 万元资金用于建设建筑装饰用幕墙、木制品、石材生产线，建设管理运营中心、升级营销网络、对子公司增资补充其营运资金，支持并促进公司实现现代化管理，以保证公司未来发展。预计随着项目投产，静态测算 2013 年每股收益望比增发前增厚 7.9%。

增发更大意义在于通过建筑装饰用木制品工厂化生产项目、石材工厂化生产项目的实施，提升公司部品部件的工厂化生产水平与自我配套能力，有利于保障工期，有利于进一步提升金螳螂装饰工程的品质。同时，公司拟通过扩大幕墙业务规模推动幕墙及门窗产品节能环保的业务升级。本次发行有助于扩大经营规模，进一步提升金螳螂在建筑装饰行业的龙头地位，扩大公司在公共建筑装饰、整体住宅精装修以及景观园林领域的经营规模，提升金螳螂的项目承接能力，提高金螳螂在整体建筑装饰行业各领域的市场占有率，增强公司的持续增长盈利能力和抗风险能力，进一步提高和巩固金螳螂的行业优势地位。加强营销网络和工程施工管理运营中心建设，也为金螳螂未来持续快速发展奠定基础。本次发行对于股东长期利益有利。

图表 10. 募投项目详情

募投项目	投资总额 (人民币 百万)	建设期 (年)	预计 2013 年净利润 (人民币 百万)
节能幕墙及门窗生产线建设项目	389	2	88
建筑装饰用木制品工厂化生产项目	131	1.5	18
建筑装饰用石材工厂化生产项目	128	2	26
金螳螂工程施工管理运营中心建设项目	281	2.5	NA
营销网络升级项目	153	NA	NA
收购美瑞德公司 40% 少数股权并增资项目	297	NA	47
增资金螳螂景观公司项目	60	NA	NA
增资金螳螂住宅公司项目	300	NA	NA
合计	1,739		179

资料来源：公司数据，中银国际研究

未来装饰市场展望。根据中国建筑装饰网《中国建筑装饰行业“十二五”发展规划纲要》。“十二五”行业规模的发展目标：行业 2015 年工程总产值力争达到 3.8 万亿元，比 2010 年增长 1.7 万亿元，总增长率为 81%，年平均增长率为 12.3% 左右。在全部工程总产值中，公共建筑装饰装修(包括住宅开发建设中的整体楼盘成品房装修)争取达到 2.6 万亿元，比 2010 年增长 1.5 万亿元，增长幅度在 136% 左右，年平均增长率为 18.9% 左右；其中建筑幕墙要达到 4,000 亿元，比 2010 年增长 2,500 亿元，增长幅度在 167% 左右，年平均增长率为 21.3% 左右。未来公司仍然面临较好的大环境。

损益表 (人民币 百万)

年结日: 12月31日	2009	2010	2011E	2012E	2013E
销售收入	4,107	6,639	10,571	14,598	18,990
销售成本	(3,415)	(5,518)	(8,777)	(12,083)	(15,684)
经营费用(包括折旧及摊销)	(349)	(453)	(689)	(938)	(1,180)
息税折旧前利润	342	668	1,105	1,577	2,126
折旧及摊销	(18)	(30)	(33)	(37)	(41)
经营利润(息税前利润)	324	638	1,072	1,540	2,085
净利润/收入(费用)	4	6	15	16	18
其他收益/(损失)	(42)	(96)	(121)	(135)	(140)
税前利润	286	549	966	1,422	1,963
所得税	(74)	(141)	(241)	(355)	(491)
少数股东权益	(11)	(19)	(34)	(50)	(69)
净利润	201	389	690	1,016	1,403
核心净利润	232	461	781	1,117	1,508
每股收益(人民币)	0.943	1.218	2.162	3.183	4.395
核心每股收益(人民币)	1.090	1.444	2.447	3.499	4.724
每股股息(人民币)	0.400	0.200	0.540	0.796	1.099
收入增长(%)	23	62	59	38	30
息税前利润增长(%)	52	97	68	44	35
息税折旧前利润增长(%)	53	95	65	43	35
每股收益增长(%)	(4)	29	78	47	38
核心每股收益增长	0	33	69	43	35

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	2009	2010	2011E	2012E	2013E
现金及现金等价物	617	853	960	1,137	1,214
应收帐款	1,492	2,586	4,117	5,686	7,397
库存	30	35	56	77	100
其他流动资产	132	29	45	62	79
流动资产总计	2,272	3,503	5,179	6,962	8,790
固定资产	363	396	399	405	425
无形资产	67	80	83	86	92
其他长期资产	59	82	83	84	85
长期资产总计	489	557	564	575	602
总资产	2,761	4,061	5,743	7,537	9,392
应付帐款	1,591	2,474	3,328	4,061	4,524
短期债务	0	0	0	0	0
其他流动负债	230	338	506	673	848
流动负债总计	1,821	2,812	3,834	4,734	5,371
长期债	0	0	0	0	0
其它长期负债	4	4	4	4	4
股本	213	319	319	319	319
资本公积	689	888	1,514	2,358	3,506
股东权益	902	1,207	1,833	2,677	3,826
少数股东权益	34	37	71	121	191
总负债及权益	2,761	4,061	5,743	7,537	9,392
每股帐面价值(人民币)	4.24	3.78	5.74	8.39	11.98
每股有形资产(人民币)	3.92	3.53	5.48	8.12	11.70
每股净负债/(现金)(人民币)	(2.90)	(2.67)	(3.01)	(3.56)	(3.80)

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	2009	2010	2011E	2012E	2013E
税前利润	286	549	966	1,422	1,963
折旧与摊销	18	30	33	37	41
净利润/息费用	(4)	(6)	(15)	(16)	(18)
运营资本变动	279	(189)	(547)	(706)	(1,114)
税金	0	0	0	0	0
其他经营现金流	(31)	(45)	(117)	(218)	(348)
经营活动产生的现金流	548	339	320	519	524
购买固定资产净值	(96)	(80)	(163)	(184)	(210)
投资减少/增加	(54)	(39)	0	0	0
其他投资现金流	(111)	118	(1)	(1)	(1)
投资活动产生的现金流	(260)	(1)	(164)	(185)	(211)
净增权益	28	0	0	0	0
净增债务	0	0	0	0	0
支付股息	(28)	(85)	(64)	(173)	(254)
其他融资现金流	(1)	(16)	15	16	18
融资活动产生的现金流	(2)	(101)	(49)	(157)	(236)
现金变动	286	236	107	177	76
期初现金	331	617	853	960	1,137
公司自由现金流	292	344	171	350	330
权益自由现金流	292	344	171	350	330

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	2009	2010	2011E	2012E	2013E
盈利能力 (%)					
息税折旧前利润率	8.3	10.1	10.5	10.8	11.2
息税前利润率	7.9	9.6	10.1	10.6	11.0
税前利润率	7.0	8.3	9.1	9.7	10.3
净利率	4.9	5.9	6.5	7.0	7.4
流动性(倍)					
流动比率	1.2	1.2	1.4	1.5	1.6
利息覆盖倍数	601.8	1,115.8	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	1.2	1.2	1.3	1.5	1.6
估值(倍)					
市盈率	70.0	54.2	30.5	20.7	15.0
核心业务市盈率	60.6	45.7	27.0	18.9	14.0
目标价对应核心业务市盈率	87.7	66.1	39.0	27.3	20.2
市净率	15.6	17.5	11.5	7.9	5.5
价格/现金流	25.6	62.2	65.8	40.6	40.2
企业价值/息税折旧前利润	39.3	30.3	18.2	12.7	9.4
周转率					
存货周转天数	2.9	2.2	1.9	2.0	2.1
应收帐款周转天数	123.1	112.1	115.7	122.6	125.7
应付帐款周转天数	118.2	111.7	100.2	92.4	82.5
回报率 (%)					
股息支付率	42.4	16.4	25.0	25.0	25.0
净资产收益率	25.1	36.9	45.4	45.1	43.1
资产收益率	10.1	13.9	16.4	17.4	18.5
已运用资本收益率	39.5	59.2	68.7	66.0	61.6

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 2009 年 9 月 3 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，豁免披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。

本報告及其所載的任何信息、材料或內容只提供給閣下作參考之用，不能成為或被視為出售或購買或認購證券或其它金融票據的邀請，亦並未考慮到任何特別的投資目的、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。中銀國際集團不一定採取任何行動，確保本報告涉及的證券適合個別投資者。本報告的內容不構成對任何人的投資建議，而收件人不會因為收到本報告而成為中銀國際集團的客戶。

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 Advisers 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 2009 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