

公司研究/更新报告

2017年03月11日

建筑/建筑装饰 II

投资评级: 买入 (维持评级)

当前价格(元): 10.78
合理价格区间(元): 13.09~16.17

鲍荣富 执业证书编号: S0570515120002
研究员 021-28972085
baorongfu@htsc.com

黄骥 执业证书编号: S0570516030001
研究员 021-28972066
huangji@htsc.com

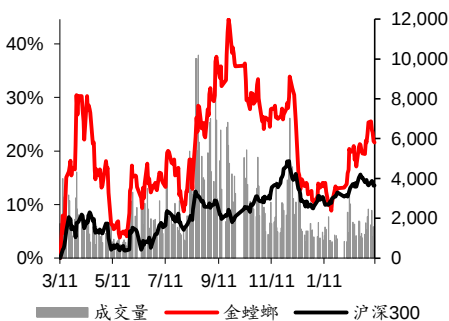
王德彬 执业证书编号: S0570516090001
研究员 010-56793964
wangdebing@htsc.com

方晏荷 021-28972059
联系人 fangyanhe@htsc.com

相关研究

- 1《金螳螂(002081,买入): 17 年加速复苏, 长期投资时点已到》2017.01
- 2《金螳螂(002081):签订 PPP 框架协议, 带动公装业务》2016.12
- 3《金螳螂(002081):家装 O2O 订单饱满, 估值向上弹性较大》2016.10

股价走势图



资料来源: Wind

公司基本资料

总股本 (百万股)	2,643
流通 A 股 (百万股)	2,518
52 周内股价区间 (元)	9.64-17.57
总市值 (百万元)	28,495
总资产 (百万元)	26,510
每股净资产 (元)	3.65

资料来源: 公司公告

历史三十倍牛股, 三大因素现拐点 金螳螂(002081)

历史三十倍牛股, 行业、管理、渠道三大关键因素在今年迎来向上拐点

公司自 2007 年以来共经历了 4 次大的上涨行情, 历史累计最高涨幅达 3260%。我们梳理过去公司股价的变动逻辑后发现, 行业整体景气度、公司管理带来的超额收益和渠道扩张给公司带来的业绩高增速是影响公司股价的三大关键因素。近年来公司估值随着三大关键因素的恶化而下滑。我们认为, 在当前公装行业结构调整, 公司实现信息化管理, 金螳螂·家进入快速扩张期的背景下, 公司股价的三大因素迎来了历史性的向上拐点。

行业景气度回升: 订单结构变化叠加地产短期回暖

公装行业增速自 2009 年达顶以来一直处于下行通道, 当前已不到 8%, 公司自 2010 年以后营收增速超越行业的优势逐年缩小, 2015 年低于行业平均。在当前政策与经济双重作用下, 公装行业订单结构发生明显变化, 精装修和 PPP 对公装行业的拉动效应逐渐显现, 叠加去年房地产销售大幅回暖, 我们判断公装行业的景气度正处于触底反弹阶段。公司针对行业形势积极调整了订单结构, 在海外和 PPP 业务上也取得了重大突破, 并大幅加强了和大客户的合作力度。在下游行业集中度升高的情况下, 我们认为公司作为行业龙头, 公装业务增速将重新领先行业。

突破行业传统管理模式天花板: 信息化管理系统+全国统一集采系统

公司利润增速与收入增速的正向剪刀差近年来逐渐减小, 市场认为这是公司管理能力带来的超额收益无法继续增长的表现。我们研究发现, 装饰公司达到一定规模后继续扩张的管理成本将急剧增加, 但公司通过组建信息化系统, 实现了对项目关键环节的实时管控和资源的实时调配, 公司的全国性集采系统也打破了材料供应地域限制, 大大增强了公司的议价能力。我们认为公司信息化管理的成本不会随管理半径扩大显著增加, 已经突破了行业天花板, 具有明显规模效应。

渠道拓展效应有望重现: 金螳螂·家业务拓展迅速

公司在 2010-2012 年间实现快速增长的最重要原因在于网点的快速布点, 之后随着公司布点速度下降, 收入增速也随之下滑。当前公司家装业务正值通过渠道拓展快速扩张的黄金时期, 而丰富的产品选择和直营模式带来的严格质量控制, 将从客户满意度方面支撑公司家装业务快速拓展。随着家装业务占比逐渐提高, 渠道拓展效应有望在公司层面上得到重现。

龙头本色未改, 长期价值投资时点已到, 维持“买入”评级

我们认为公司公装业务大概率回暖, 家装业务有望放量。针对公司公布的业绩快报, 我们对 2016 年 EPS 预测进行了相应调整, 但保持对公司未来增长的预测, 2016-2018 EPS 0.64/0.77/0.93 元, YOY4.9%/20.3%/20.8%。可比公司 2017 年平均 PE 29.6 倍, 公司 14 倍, 公司估值存在较大幅度低估。结合可比公司估值, 认可给予 2017 年 17-21 倍 PE, 对应合理价格区间 13.09-16.17 元, 长期投资时点已到, 维持“买入”评级。

风险提示: 公司 PPP 及精装修拓展不达预期; 家装业务拓展进度不达预期。

经营预测指标与估值

会计年度	2014	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入 (百万元)	20,689	18,654	19,566	22,387	25,625
+/-%	12.35	(9.83)	4.89	14.42	14.47
净利润 (百万元)	1,877	1,602	1,689	2,042	2,447
+/-%	20.06	(14.65)	5.41	20.92	19.81
EPS (元)	0.71	0.61	0.64	0.77	0.93
PE (倍)	15.46	18.11	17.18	14.21	11.86

资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所预测

正文目录

历史三十倍牛股，估值关键因素或在今年迎来拐点	4
行情复盘：史上四次大涨，最高接近五倍相对收益	4
三大历史关键因素或在今年迎来向上拐点	4
传统主业渡过难关，保持公装龙头地位	7
行业结构悄然改变，行业驱动因素有望改善	7
下游需求结构悄然变化	7
行业集中度进一步提升，强者恒强	10
公装业务有望回暖，信息化管理突破行业传统天花板	11
金螳螂·家业务发展迅速，公司有望成为家装龙头	14
消费升级改变家装市场模式，一站式装修市场空间巨大	14
金螳螂家采用直营模式，产品可选性强	14
布点和营销均迎来投入大年，渠道扩张效应有望重现	15
与时俱进，拥抱 PPP 与一带一路	17
利用专业优势挺进 PPP 领域，主业全新增长极显现	17
积极开拓“一带一路”市场，与 HBA 具协同效应	17
盈利预测与估值	19
关键假设	19
盈利预测与投资建议	19
PE/PB - Bands	20
风险提示	20

图表目录

图表 1： 当期环境与事件汇总	4
图表 2： 公司股价与前瞻市盈率变化走势（左纵轴为价格）	4
图表 3： 公司股价与前瞻市盈率变化走势（左纵轴为价格）	4
图表 4： 公司收入增速与行业增速的差在快速缩小	5
图表 5： 可比上市公司收入增速	5
图表 6： 公司营收与归母净利润同比增速	6
图表 7： 公司省外业务快速扩张数据分析	6
图表 8： 建筑装饰及公装行业历年产值	7
图表 9： 部分省市推进精装修政策	8
图表 10： 商品住宅新开工与销售面积同比增速（%）	8
图表 11： 商品房已施工未竣工面积（M2）	8
图表 12： 商业地产新开工面积（m2）及增速	9
图表 13： 商业地产竣工面积（m2）及增速	9
图表 14： 星级酒店新开客房数（间）	9
图表 15： 旅游小镇开发规模预测（亿元）	10

图表 16: 房地产 CR10,20,50 情况 (%)	10
图表 17: 房地产企业个数出现下降趋势	10
图表 18: 万科 (销售面积&销售额) 与金螳螂 (收入) 市占率变化趋势	11
图表 19: 每 1 元销售费用能够产生的收入 (元)	12
图表 20: 金螳螂过往与大客户签订协议一览	13
图表 21: 主要家装品牌产品特征与管理模式	14
图表 22: 金螳螂家目前可选装修方案	15
图表 23: 2013 年前后金螳螂省外业务快速拓展逻辑图	16
图表 24: 公司已签订 PPP 框架协议详细信息	17
图表 25: 民营建筑企业“出海”成功案例——神州长城	18
图表 26: 公装部分营收预测	19
图表 27: 家装部分营收预测	19
图表 28: 相关上市企业估值比较	19
图表 29: 金螳螂历史 PE-Bands	20
图表 30: 金螳螂历史 PB-Bands	20

历史三十倍牛股，估值关键因素或在今年迎来拐点

行情复盘：史上四次大涨，最高接近五倍相对收益

公司上市于 2006 年 11 月 20 日，上市至今取得了超越大盘的收益表现，累计涨幅在 2015 年 6 月达到最高的 3260%。在历史上的几个阶段，其收益表现大幅超越大盘：

- (1) 2009 年 9 月上旬至 2011 年 1 月上旬，超额收益接近 491%。
- (2) 2012 年的 1 月上旬至 2013 年 5 月底，超额收益 118%。
- (3) 2014 年 6 月初至 2015 年的 6 月底，超额收益 105%。
- (4) 2016 年 1 月初至 2016 年 9 月底，超额收益 50%。

图表1：当期环境与事件汇总

2009.9-2011.1	这一时期行业景气度处于历史最好水平。2009.5 商办和住宅的新开工面积增速开始触底快速反弹，这波反弹一直延续到 2010 年的五月，随后虽然增速回落，但三大项目均维持了 20% 以上的增速，办公楼增速在 2011 年的三月甚至一度回升至 40% 以上，
2012.1-2013.5	这一时期公司业绩实现持续较高增长，并且收购海外知名酒店设计企业 HBA。2012 年 2 月公司公告业绩快报预增 87.2%，11 月份公司收购 HBA，2013 年 2 月底公司业绩快报预增 51%，3 月公告一季度预增 30-50%。
2014.6-2015.6	2014 年 4 月底收购家装 e 站，进入 O2O 电子商务家装领域，市场容量接近万亿，想象空间极大
2016.1-2016.9	公司 2016 年年初成立了关注消费升级的并购基金，6 月下旬携手阿里体育进军体育产业，家装业务金螳螂开始大规模布点，在多个地区设立海外子公司开拓国际业务，进军 PPP 领域

资料来源：华泰证券研究所

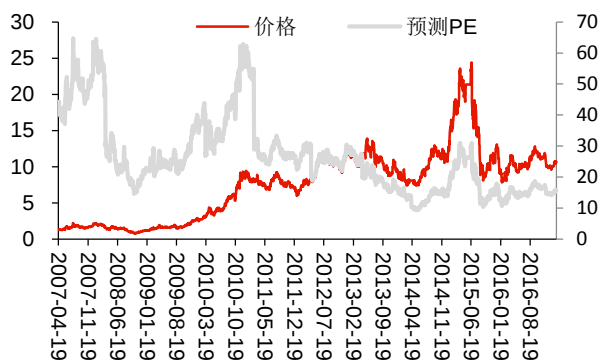
公司前瞻市盈率在 2010 年 12 月达到历史高点 63X，在 2008 年 10 月，2012 年 4 月，2014 年 6 月，2015 年 9 月，公司前瞻 PE 跌至阶段最低水平，当时的 PE 分别为 14.8/19/9.5/10.5X，目前公司 PE (16.2X) 仍然处于历史最低区间。公司 2008-2014 年间 PEG 均小于 1 且波动幅度很小，反映出了公司在历史上对业绩预测的兑现情况较好。

图表2：公司股价与前瞻市盈率变化走势（左纵轴为价格）



资料来源：华泰证券研究所

图表3：公司股价与前瞻市盈率变化走势（左纵轴为价格）



资料来源：华泰证券研究所

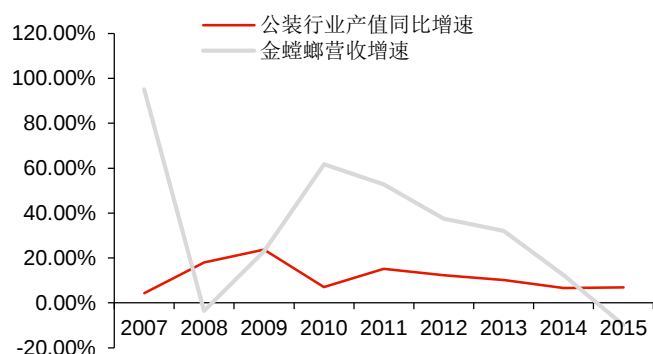
三大历史关键因素或在今年迎来向上拐点

我们对公司股价历史进行研究发现，行业整体增速、公司管理优势和渠道扩张速度是驱动公司股价的三大历史性关键因素。公司股价 2009 年开始的第一波行情，是最能体现公司成长本色的阶段，这段时期内公司业绩增速在 2011 年半年报中接近 100%，行业增速也超过 50%，行业高景气度和公司自身远超行业的增速共同铸就了 491% 的相对收益。在这段过程中，金螳螂的 PEG 几乎始终小于 0.5，是经典的成长股。而接下来的几次上涨行情，虽然公司仍然能够跑赢大盘，但相对收益逐渐走低，我们研究公司同期数据发现，在这阶段，市场对装饰市场的增速预期降低、公司管理能力带来的超额收益逐渐归 0 和的公司渠道拓展带来的收入高增长效应减弱这三个因素和公司估值的一路走低相关性较高。

公装行业近年来总体增速大幅放缓，公司订单增速也因此受到较大冲击。从整体趋势来看，公司订单和收入的整体增速无法摆脱行业增速的影响，2010 年以后基本保持了和行业同步的下跌趋势，但公司增速下跌的幅度高于行业，公司增速相对于行业整体的领先优势逐步缩小，在 2015 年低于行业增速，加之 2015 年公司家装业务受挫，导致了公司的估值跌至行业整体估值以下。从可比公司角度来看，每个装饰公司在上市初期都能取得一段时间的高增长，但只有金螳螂和亚厦股份在较长的时间段内维持了较高增速，在行业整体景气度下滑的阶段，上市装饰企业的营收增速均受到严重影响，但金螳螂受影响的程度小于其他可比公司。

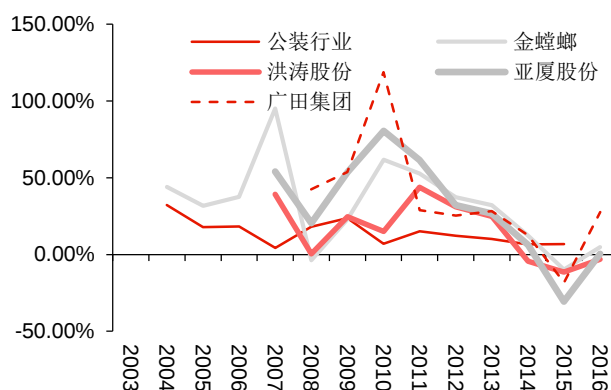
我们认为去年以来房地产销售行情好于预期，会在今年带动地产后周期的装饰行业整体回暖，而公司大客户包含恒大、泛海等知名房地产企业，受益地产回暖的程度高于行业平均水平，因此增速大概率重回行业整体水平之上。公司在积极调整公装业务结构后，除了受益地产回暖，更增加了 PPP 项目这一全新增长极，根据 PPP 对建筑和园林企业订单的推动效果，我们预计 PPP 将会带动公司整体公装订单增速至较高水平，进而提高公司收入增速。

图表4： 公司收入增速与行业增速的差在快速缩小



资料来源：华泰证券研究所

图表5： 可比上市公司收入增速

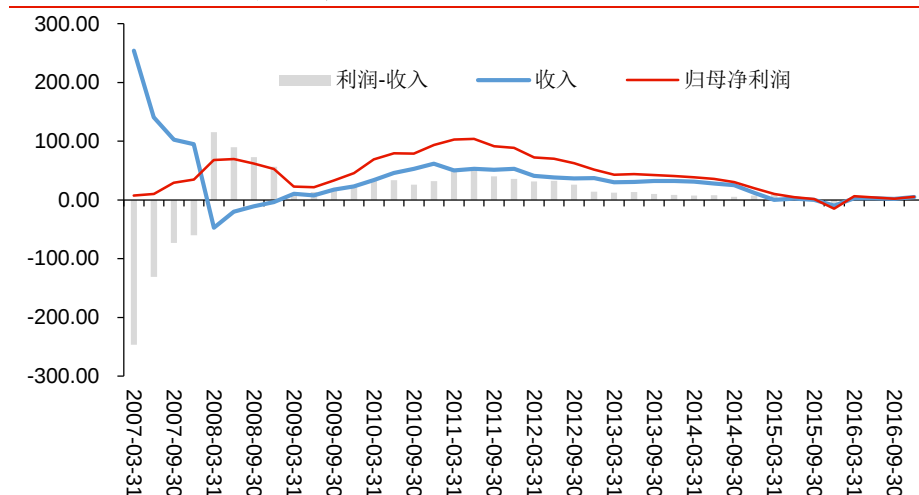


资料来源：华泰证券研究所

上市时间：金螳螂 2006，广田集团 2010，亚厦股份 2010，洪涛股份 2009

在利润增速与收入增速剪刀差不断缩小的过程中，公司 PE 逐渐走低。公司 PE 的最高点出现在 2011 年初，而在 2011 年上半年，公司的业绩增速也达到了历史上的高点，随后进入下行通道，在业绩增速下降的过程中，公司归母净利润增速高于收入增速的空间逐渐缩小，而在第一波牛市中，公司利润增速与收入增速的差在逐渐扩大。我们认为，公司利润增速与收入增速的剪刀差可以理解为公司优秀的管理能力对公司业绩的边际增益，而市场将公司利润与收入增速剪刀差的缩小理解为随着公司业务规模和管理模式的逐渐成熟，优质管理给公司带来的超额收益在递减。我们认为，公司进入 PPP 和家装领域，可以将固有的管理优势移植到全新的业务；随着公司 ERP 和集采系统的成熟运用，业务规模的扩大将使公司的信息化管理系统规模效应得以显现，加之 PPP 项目高于传统同类项目的盈利能力，公司利润增速与收入增速的正向剪刀差有望重现。

图表6： 公司营收与归母净利润同比增速



资料来源：公司公告，华泰证券研究所

2013 年以后公司渠道拓展速度不及以往，整体营收和业绩增速也随之大幅放缓。公司业绩增速最快的 2010-2012 年也正是公司在全国进行网点布设最快的阶段，而单个分公司产值增长对营收增长的贡献较低。2013 年以后公司布点速度大大降低，而营收高增速也未能持续，进而对股价产生了不利影响。我们认为，公司的家装业务目前处在通过渠道扩张快速增长的时期，随着家装业务贡献营收的不断增长，渠道拓展效应将通过家装业务再次体现在公司的总体业绩增长当中。相比公装市场，家装市场容量更大，东中西部市场对全装修的接受程度也将呈接力态势，因此由家装业务带来的渠道拓展效应也将持续更长时间。

图表7： 公司省外业务快速扩张数据分析

	2010	2011	2012	2013	2014	2015
省外营业额（万元）	318761.5	541242.7	765622.5	1192801	1418140	1306724
省外分公司数量（个）	24	36	47	54		
但各分公司平均产值	13281.73	15034.52	16289.84	22088.91		
省外营业额增速		69.80%	41.46%	55.79%	18.89%	-7.86%
分公司数量增速		50.00%	30.56%	14.89%		
分公司平均产值增速		13.20%	8.35%	35.60%		

资料来源：公司公告华泰证券研究所

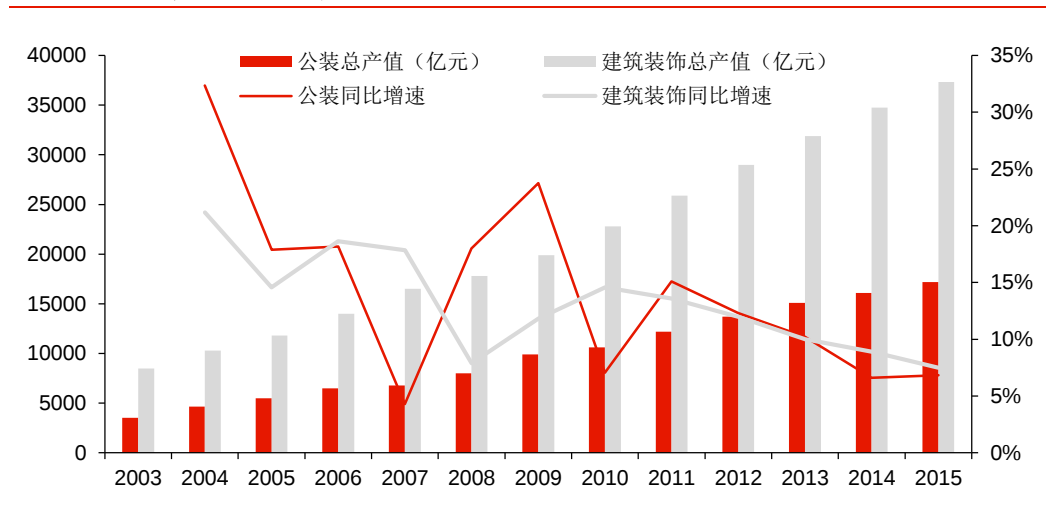
传统主业渡过难关，保持公装龙头地位

行业结构悄然改变，行业驱动因素有望改善

下游需求结构悄然变化

政策与经济环境双重作用下，公装行业项目结构正在逐渐变化。公共装饰工程是相对于住宅装修工程而言的，主要项目类型包含商品房统一精装修、酒店和商业等营业用房装修、公共空间（体育文化场馆等）装饰装修等。公装行业的整体增速在 2009 年到达顶峰以后一直处于震荡下行的趋势，2015 年行业增速已不及 6%。作为影响公司股价的最核心因素之一，行业的下行趋势也反映在了公司股价之中。但我们发现，目前公装行业的结构正在悄然改变，住宅精装修、生态小镇等新兴下游需求正在逐渐对冲酒店和商业地产下行对行业带来的影响。我们认为在多种因素共同作用下，公装行业可能迎来反转。

图表8：建筑装饰及公装行业历年产值



资料来源：中国建筑装饰协会，华泰证券研究所

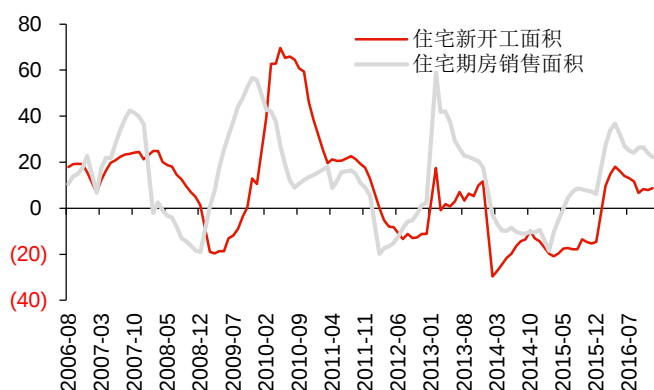
商品住宅全装修比例上升叠加短期地产回暖，精装修工程占公装比例有望提升。我国 2002 年发布《商品住宅装修一次到位实施细则》，鼓励商品房实施精装修和全装修。精装房占商品房比例日渐提高，根据新浪地产数据，一线城市中心楼盘精装比例超过 80%，二线核心城市（例如南京）新开盘精装修商品房占比也超过了 50%，但我国精装修总体占比与发达国家相比仍有较大差距。2013-2016 年间，部分省市先后出台了精装修相关政策规定，结合消费升级的大趋势，我们预计精装房占商品房比例将进一步提升。2016 年普通商品住宅新开工面积为 11.59 亿平方米，精装修比例每提升 1pct 对应精装面积增量 1159 万平方米，根据中装网的数据，低端精装修的单平米造价约为 800 元/m²，则对应市场容量 92.72 亿元。根据中装网的数据，2015 年我国精装修工程总产值 6400 亿，住宅装饰工程产值超过 16000 亿，精装修比例不足 40%，与发达国家 80% 的水平相比提升空间巨大。2016 年商品房销售增速有所回暖。从房地产开发程序来看，装饰工程产值的产出时间和地产的销售时间往往具有 0.5-1 年的时滞，因此我们预计 2017 年精装房装饰工程占传统公装行业产值的比例将进一步提升。

图表9： 部分省市推进精装修政策

	时间	政策名称	主要内容
河南	2013	《河南省绿色建筑行动实施方案》	“十二五”期间，新建绿色建筑 4000 万平方米，2015 年城镇新建建筑中的 20% 达到绿色建筑标准，国家可再生能源建筑应用示范市县新建建筑绿色建筑比例达 50% 以上。对国家强制推行绿色建筑的项目全部实行精装修；对产业化住宅项目 100% 一次性装修到位
	2017	《河南省成品住宅设计标准》	全装修
黑龙江	2013	《关于加快推进棚户区（危旧房）改造的通知》	加快住宅产业化发展步伐，以中小套型商品住房和保障房为重点，推动住宅产业化成套技术应用，促进住宅生产方式的转变。加大商品住房精装修推进力度，今年每个市（地）都要规划建设一个示范楼盘，争取两年内商品房精装修率达到 20%，逐步提升住房建设品质和群众居住水平。廉租房、公租房要进行装修，满足入住条件。
安徽	2011	“十二五”住宅产业现代化规划	逐步推行住宅全装修。到“十二五”末，全省住宅产业化试点项目新建商品住宅全装修比例将达到 50% 以上，廉租房和公租房基本装修实 100%。
辽宁	2013	《关于加强沈阳市商品住宅全装修工程建设管理的通知》	继今年在二环内实施新建商品住宅全装修后，明年，该市将在全市范围内推广这一政策，并在土地出让条件中作出明确规定。
四川	2013	《关于加快推进成品住宅开发建设的意见》	提出争取通过 5 年的努力，使四川省新建商品住房中成品住宅开发建设比例达 60%。
山东	2017	《中共山东省委山东省人民政府关于切实加强和改进城市规划建设管理工作的实施意见》2017 年设区城市新建高层住宅实	2017 年设区城市新建高层住宅实行全装修，2018 年新建高层、小高层住宅淘汰毛坯房。
浙江	2016	《关于推进绿色建筑和建筑工业化发展的实施意见》	全省各市、县中心城区或城市核心区出让或划拨土地上的新建住宅，全部实行全装修和成品交付。”
	2016	《浙江省绿色建筑条例》	提出全装修住宅将走向普遍化、规范化，并初步要求到 2020 年底，浙江新建多层和高层住宅将基本实现全装修
海南	2016	《关于继续落实“两个暂停”政策进一步促进房地产市场健康发展的通知》	从 2017 年 7 月 1 日起，各市县商品住宅项目要全部实行全装修
上海市	2016	《关于进一步加强本市新建全装修住宅建设管理的通知》	外环内新建商品住宅将 100% 实现全装修

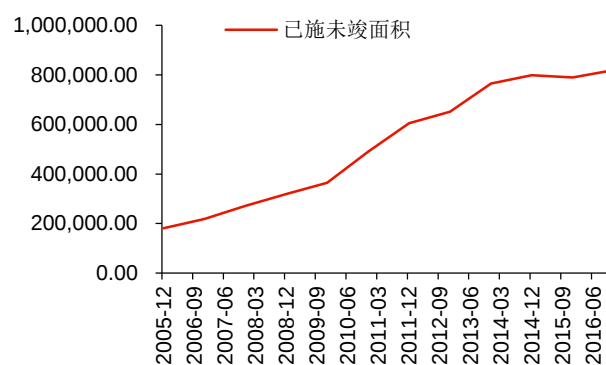
资料来源：华泰证券研究所

图表10： 商品住宅新开工与销售面积同比增速（%）



资料来源：Wind，华泰证券研究所

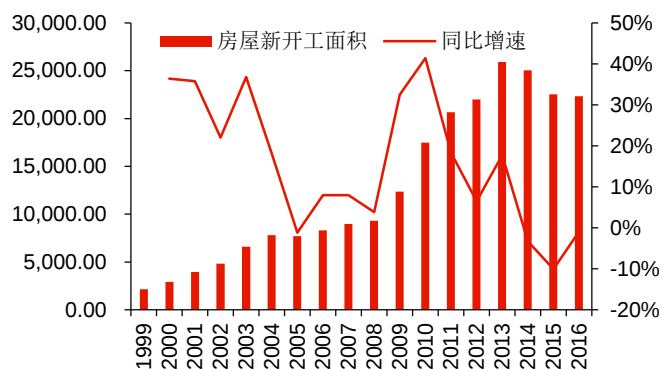
图表11： 商品房已施工未竣工面积（M2）



资料来源：Wind，华泰证券研究所

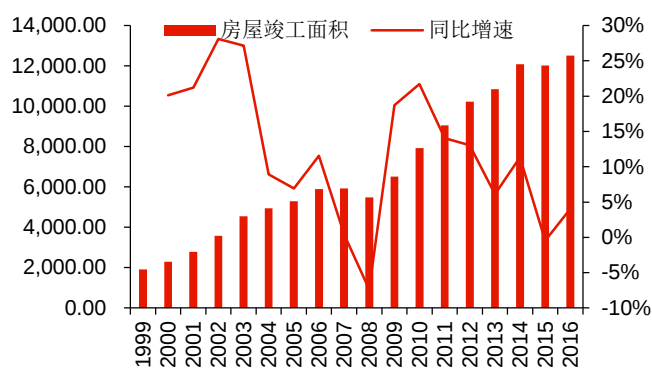
商业地产新开工面积增速触底反弹，2009-2011 年竣工的酒店等营业用房或迎来翻修高峰。商业地产主要包含酒店和大型商场等建筑，从过去来看一直是公装市场的重要下游行业。商业地产的开工和竣工面积增速高峰均出现于 2009-2011 年之间，随后便一路下滑，我们认为主要的原因，一方面是前期建设过快致使商业地产市场出现饱和迹象，二是经济增速下滑叠加政府整顿三公消费使高档酒店市场受到较大冲击。2016 年商业地产的新开工面积止跌回升，短期内利好公装行业。星级酒店新开业数在 2011-2013 年间达到高峰，而酒店装饰的维修更新周期一般在 5-8 年，我们判断 2009-2011 年间商业地产的竣工高增速和在 2011-2013 年前后酒店的开业高峰大概率会传导至今年及未来两年中的翻修需求。

图表12: 商业地产新开工面积 (m2) 及增速



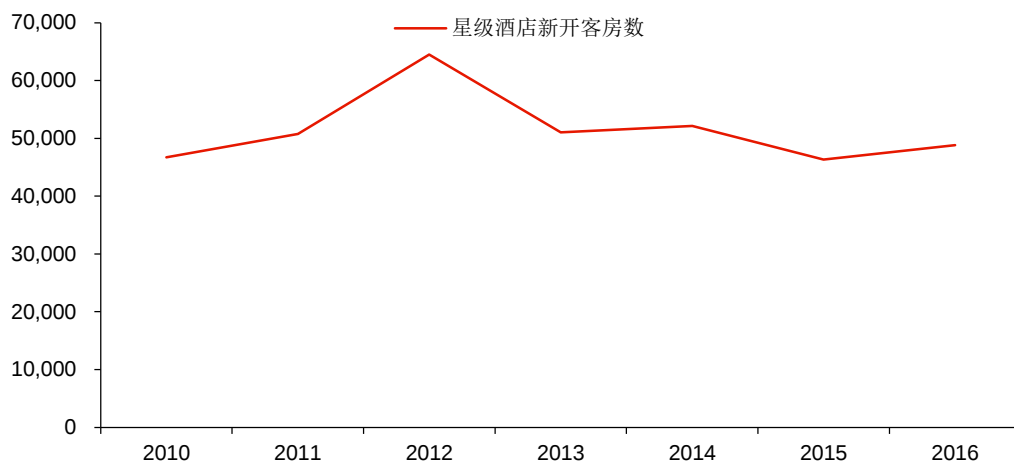
资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表13: 商业地产竣工面积 (m2) 及增速



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

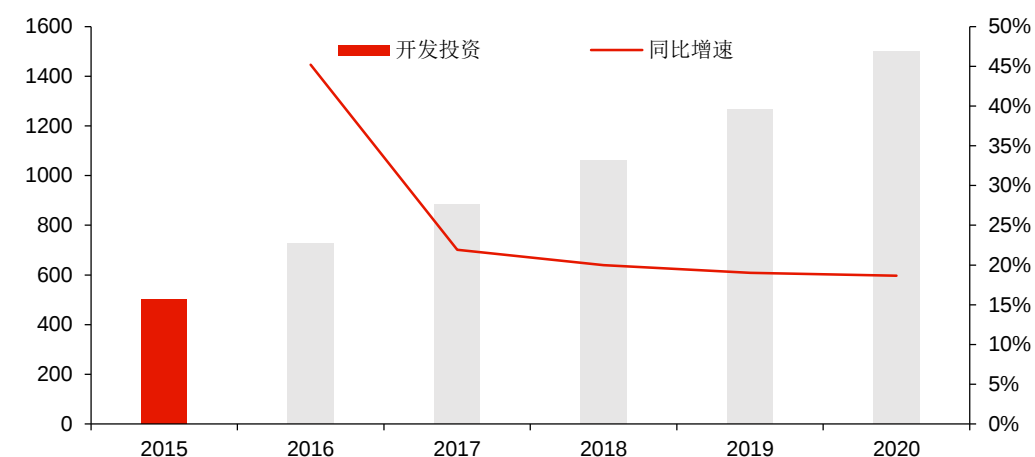
图表14: 星级酒店新开客房数 (间)



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

特色小镇获政策扶植力度大，或成为公装行业全新增长点。去年 7 月,住建部、发改委、财政部联合发出《关于开展特色小镇培育工作的通知》,提出在全国范围内开展特色小镇培育工作,到 2020 年争取培育 1000 个左右各具特色、富有活力的特色小镇,约占全国建制镇 5%。8 月住建部发布《关于做好 2016 年特色小镇推荐工作的通知》,明确了地方申报特色小镇项目的细节要求,今年 3 月 5 日的两会政府工作报告中也明确了对发展特色小镇的支持。目前片区开发类的 PPP 项目是财政部主推的项目类型之一,特色小镇作为升级版的片区开发类项目,结合了文化,消费升级,旅游等多个主题,经济效益更加明显,政策支持力度也会很强,而特色小镇项目包含大量的土建、装饰和园林类工作内容,对公装行业来说有望成为新的增长点。根据中投产业研究中心的预测,仅旅游小镇一类特色小镇,开发投资额在 2020 年就可能达到 1500 亿元,相比 2015 年 CAGR 20.1%。

图表15: 旅游小镇开发规模预测 (亿元)

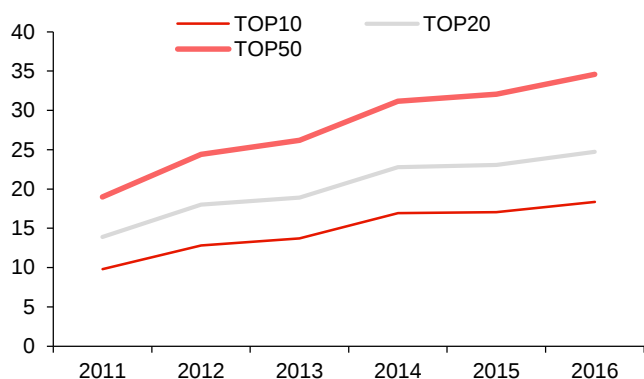


资料来源: 中投产业研究中心, 华泰证券研究所

行业集中度进一步提升, 强者恒强

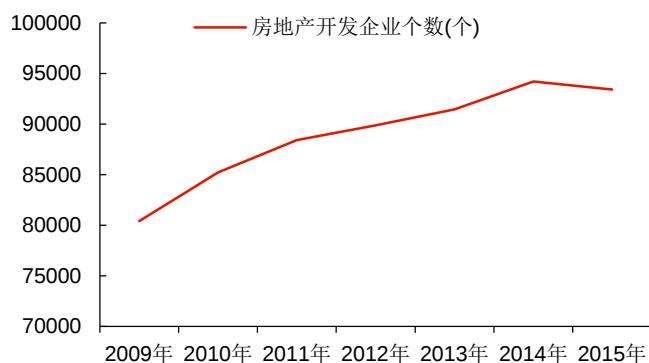
下游地产行业集中度逐年提升, 与大客户深度绑定公司有望占据更高市场份额。近年来地产行业总体呈现出行业集中度提高, 强者恒强的趋势, 2014-2016 年间, 房地产销售金额 CR10, CR20 和 CR50 均处于上升趋势, 而在政府土地供应日渐紧张的情况下, 大型房企通过并购手段获得土地储备也进一步加剧了行业集中度的提升, 从 2015 年开始, 房地产企业的个数已经呈现出下降趋势。大型房企在选择装饰分包时通常实行合格分包商准入和长期合作的模式, 因此能够长期保持与大型房地产企业合作关系的装饰企业有望提高在装饰行业中的市占率。万科和金螳螂是地产和装饰类龙头公司的缩影, 其市占率发展趋势基本上可以看做是行业内优质公司市占率的发展趋势, 从图 8 可以看出, 两者市占率提升的过程却是具有较高的关联度。

图表16: 房地产 CR10,20,50 情况 (%)

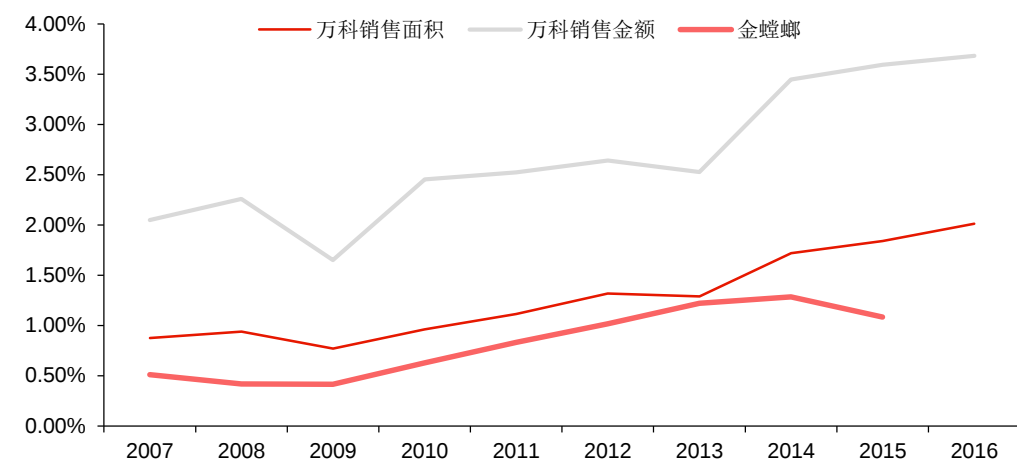


资料来源: 产业经济信息网, 华泰证券研究所

图表17: 房地产企业个数出现下降趋势



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表18： 万科（销售面积&销售额）与金螳螂（收入）市占率变化趋势

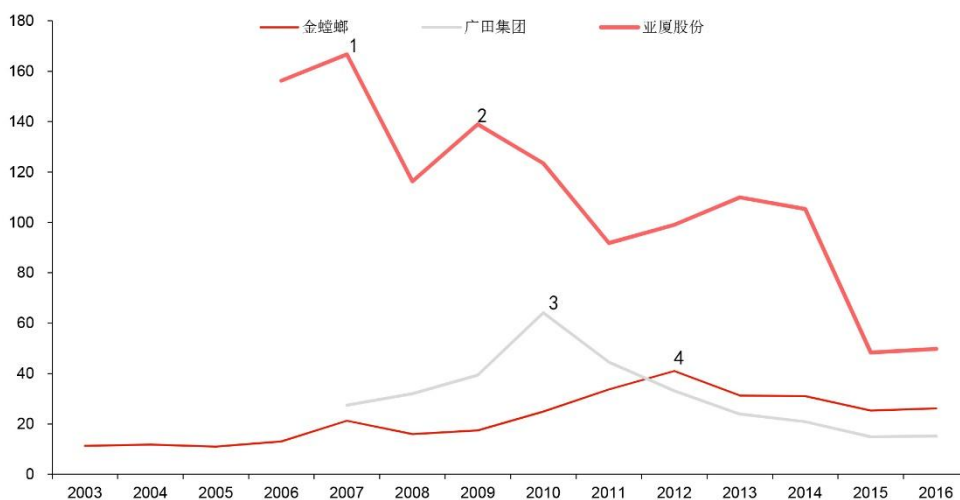
资料来源：公司公告，华泰证券研究所

营改增后小型装饰企业生存难度加大，行业企业数量进一步降低。传统装饰行业管理层次较为扁平化，维系企业架构的关键在于项目而非管理。具体地说，实施每一个项目的班组自主性很高，小公司在利用大企业的资质和平台拿到项目后，完全可以自主完成项目，大企业只收取管理费而不涉及具体管理过程。营改增后，大企业在不深度参与挂靠项目管理的情况下，不能够完全核对每一项进项税费，面临着税负增加的压力，因此不愿再进行单纯的挂靠管理，一定程度上挤压了小企业的市场空间。小企业本身财务管理能力较弱，营改增进一步压缩了其盈利空间。我们判断行业龙头可以从两个方面提升了自身竞争力：第一，营改增迫使公司建立精细化管理体系，原先大公司的规模不经济变成了规模经济；第二，挂靠减少后小公司拿项目更加困难，大公司市占率提高。

公装业务有望回暖，信息化管理突破行业传统天花板

公司在手订单仍然较为充裕，经营方向顺应行业潮流，订单结构由酒店为主向精装、酒店和公共建筑并重转变。公司去年四季度末已签约未完工公装订单 246.97 亿元，住宅类订单 94.03 亿元，设计类订单 21.95 亿元，合计 362.95 亿元，相比公司 2016 年全年 195.6 亿元的营业收入仍然具有较高的保障。从在手订单的比例来看，住宅类订单的占比已经达到 25.9%。我们预计公司在去年末和今年初签订的两项价值 62.5 亿元的特色小镇 PPP 框架协议能为公司带来接近 20 亿元的室内外公装和景观工程订单，而公司的酒店装修业务占比会较高峰期的 50% 左右有所下滑。我们预计短期内金螳螂的订单结构中精装修的比例会在 20%-30%，酒店等商业地产的比例会下降至 40% 以下，而 PPP 订单带来的公装业务量会占到 10% 左右，其余的部分主要由公共空间装饰工程构成。我们认为订单结构的改变，是公司积极应对公装市场结构变化的结果，从历史上来看，公司往往能够实现超越行业增速的增长，当前公司公装订单结构优化的情况下，订单总体增速保持高于行业的增长是有保障的。

传统装饰行业受限于管理半径天花板，规模难以持续增长。装饰行业是劳动密集型行业，但由于其单个项目体量较小，企业想要做大规模必须要面临管理半径天花板导致的在规模扩大的同时管理费用快速上升的难题。我们通过专家访谈发现，在传统管理模式下，装饰企业所需要的营销人员随公司订单规模扩大而急剧增多，例如年订单额 30 亿左右的公司仅需要 15 名左右的营销人员，而年订单额 80 亿元左右的公司的营销人员需求则可能迅速扩大至 100 人以上，一个具体的表现就是每 1 元销售费用在达到特定规模后产生的收入会快速的下降。因此，传统装饰行业规模天花板主要源自三费对净利率的侵蚀。

图表19： 每1元销售费用能够产生的收入（元）

资料来源：Wind，华泰证券研究所

1.2008 年亚厦股份营收突破 15 亿元，由 13.4 亿元增长至 15.2 亿元

2.2010 年亚厦股份营收突破 40 亿元，接近 50 亿元，由 24.9 亿元增长至 44.9 亿元

3.2011 年广田集团营收突破 50 亿元，由 42 亿元增长至 54 亿元

4.2013 年金螳螂营收突破 180 亿元，由 139.4 亿元增长至 184.1 亿元

公司通过管理的信息化升级大幅提高了管理效率，降低了公司成本，规模天花板转变为规模效应。公司在行业内率先启用 ERP 系统和集采系统，成功完成了从“人管人”向“信息化管理”的过渡。公司的 ERP 系统可以实时跟踪项目进展情况并在短时间内完成项目资源的调配，配合公司的供应链管理系统，使得公司对于下层项目的集中管控大大加强。通过对项目材料的统一调配，既加强了公司对项目管理层的约束，也使得营改增产生的问题很大程度上得到解决。公司在全国范围内使用统一集采平台，通过与物流商合作打破材料供应地域限制，采购透明度和集中度的提升使公司材料成本进一步降低。信息化系统建立和维护的成本并不会随着管理半径的增大而显著增大，具有明显的规模效应，公司通过信息化管理突破了行业既有的规模天花板。

通过性价比与大客户深度绑定，公装订单有望实现持续较快增长。目前公司在公装行业实施的营销战略是与大客户深度绑定，对包括大型地产商、总包企业、国企央企在内的 50 家大客户进行重点资源配置，通过在业主方常驻营销人员的方式保证对潜在项目的第一时间跟踪。在下游客户利润率下降，成本控制要求提升的情况下，公司一方面通过高性价比抢占客户资源，另一方面通过先进的管理系统控制成本保证盈利水平，实现规模扩大的同时不降低盈利能力。在下游行业整体景气度降低，集中度提升的情况下，拥抱大客户是保证订单增速，降低订单风险的占优策略，而公司超强执行力所带来的更多大客户订单值得期待。

图表20： 金螳螂过往与大客户签订协议一览

时间	客户名称	内容
2010/11/20	恒大地产	双方签订战略合作协议，恒大每年安排 30 亿元施工任务给公司，并逐年增加 10 亿，有效期两年到期续签
2013/12/24	宝塔石化	双方签订战略合作协议，继续深入合作，此前公司与宝塔石化在公寓和酒店项目上均有过合作
2015/7/10	美的置业	双方签订战略合作框架，包含价值 10 亿元定制装修大单
2015/9/18	中国电建	双方合作成立建筑装饰公司
2016/5/28	海澜集团	双方签订合作协议，内容涉及价值 12 亿元的酒店和公共空间工程
2016/12/29	旦元地产	双方签订战略合作协议，旦元地产是神华宁夏煤业的全资子公司，主攻区内地方安居工程建设、煤矿棚户区改造

资料来源：公司公告，华泰证券研究所

我们认为，公司公装业务在长期和短期均不缺乏增长点。随着公司订单结构的调整，短期来看，精装修、公共空间和特色小镇类项目都将为公司带来较好的订单增量，长期而言，酒店进入集中翻新整修期以及更多 PPP 项目也将为公司订单提供持续增长动力。公司龙头地位依旧稳固。

金螳螂·家业务发展迅速，公司有望成为家装龙头

消费升级改变家装市场模式，一站式装修市场空间巨大

一站式家装是消费升级的产物，替代原有“游击队”式装修市场空间巨大。传统家装市场基本上以“游击队”的形式出现，施工人员仅仅是几名技工组成的小团队，并无施工资质，最终装修效果也仅能满足实用要求。随着消费升级逐渐进行，消费者对家装的设计感、整体质量、材料的安全性以及装修过程的便利性有了更高的要求，能够提供家装一站式服务的装修公司应运而生，而家装电商实际是装修公司的线上营销渠道。

家装市场容量巨大，目前竞争尚处于起步阶段。根据中国装饰协会的测算，我国目前的家装市场容量突破了 4 万亿元，空间巨大，而且仍有接近 60% 左右的装修订单通过“游击队”完成。从行业商业模式来看，互联网家装成为了传统家装公司和公装龙头转型家装的重要途径，除此之外，产业资本也纷纷瞄准家装的巨大市场，跨界进入家装市场的案例屡见不鲜。总的来说，目前家装行业的格局是典型的大行业小公司，没有市占率超过 1% 的企业，传统装饰行业的规模瓶颈和如何快速占据市场份额是当下各个公司的主要考量因素。

金螳螂家采用直营模式，产品可选性强

与主要竞争对手和过去家装 E 站采用加盟商方式不同，金螳螂家采用直营模式，质量把控更加到位。公司曾于 2014 年 6 月携手家装 E 站进军家装市场，通过施工、主材和设计分离的商业模式大幅提高了家装行业透明度，在一年内通过加盟商的模式在 500 多个城市拥有了线下体验中心，但最终因为公司与家装 E 站团队在管理理念上的不同，合作没能持续进行。金螳螂家与家装 E 站以及其他主要家装品牌最大的不同之处在于其采用的直营模式，而直营模式正是针对了传统加盟商模式质量标准不统一，客户满意度方差大的痛点。

图表 21：主要家装品牌产品特征与管理模式

品牌名称	产品特征	管理模式
金螳螂·家	基础包与厨房卫浴包分开选择，可组合	以直营店为主，今年直营店数量预计可达 130 家
家装 E 站	设计施工与材料分开，透明度高，可以选择程度大	以加盟店为主，曾在推出一年内签约 500 家以上加盟店
东易日盛速美集家	产品标准化程度高，可选择定制，但目前已签约直营店 8 家，加盟店 84 家	定制程度不大
亚厦股份蘑菇+	标准化程度高，可选择定制，但定制程度不大	拥有 1 家直营店和 20 家加盟店，317 家加盟店达成合作意向
齐家网	标准化高，可浅度定制	线上为主要运营平台，三年内计划开设 21 家体验店和 300 家加盟店
尚品宅配	定制化程度较高	以销售家具为主，拥有 76 家直营店和上千家加盟店
大自然	标准化与定制化产品均有	直营，以销售家具为主，全国已开设 3000 多家门店

资料来源：华泰证券研究所

总部统一进行管理，兼顾管控与激励，克服行业“理发店”特征带来的发展限制，实现对**订单的精细化控制**。加盟商模式下，公司总部对门店的掌控能力较弱，总部指定的材料标准和施工工艺标准较难得到彻底的执行，而且随着门店网点规模的不断扩大，公司的管理成本快速升高但门店较难体现公司的经营特色，行业特征与美发行业类似。金螳螂家采用总部直接管理，通过 APP 和企业 ERP 系统，总部可以对单个项目的施工进度、质量、成本和材料供应实现信息化实时管控。公司通过与门店主要团队成员的利润分配实现有效激励，在实现对项目精细化管理的同时，使门店文化与特色与公司要求高度统一。根据公司介绍，目前公司的家装 APP 可以实现对项目资源的实施管控，对材料运输的物流管理也精确到两小时之内，基本实现了 F2C 管理模式。我们认为，公司信息化管理系统的成本并不会随着管理规模扩大而急剧升高，具有规模效应，目前公司在家装行业管理模式的创新可能开启行业变革的新纪元。

产品选择丰富，客户反馈满意度高。我们通过草根调研了解到，金螳螂家目前基础套餐共有 3 种可选，厨房包有 4 种可选，卫浴包有 8 种可选，可选组合共计 96 种，与金螳螂家刚开业时的 1.0 套餐相比，目前的 3.0 套餐自由度大大提高。从我们对苏州店的草根调研情况来看，公司目前单纯硬装的客单价在 17-18 万元，平均单方造价在 1500-1600 元左右，从开业至今已完成 400 多单，好评率在 90% 以上，且客户好评率与门店绩效考核直接挂钩。

图表22：金螳螂家目前可选装修方案

指除厨房包、卫浴包以外的所有基础装修，
26 项整装内容（含施工 + 主材）

舒适包

品质包

尊享包

基准包单价一城一价，具体单价请咨询客服或当地门店

厨房空间的装修工程（含施工 + 主材）

厨房包 A 16999 元

厨房包 B 23999 元

厨房包 C 35999 元

厨房包 D 46999 元

卫生间空间的装修工程（含施工 + 主材）

卫浴包 A 9888 元 卫浴包 E 28888 元

卫浴包 B 13888 元 卫浴包 F 35888 元

卫浴包 C 17888 元 卫浴包 G 42888 元

卫浴包 D 19888 元 卫浴包 H 58888 元

资料来源：京东，华泰证券研究所

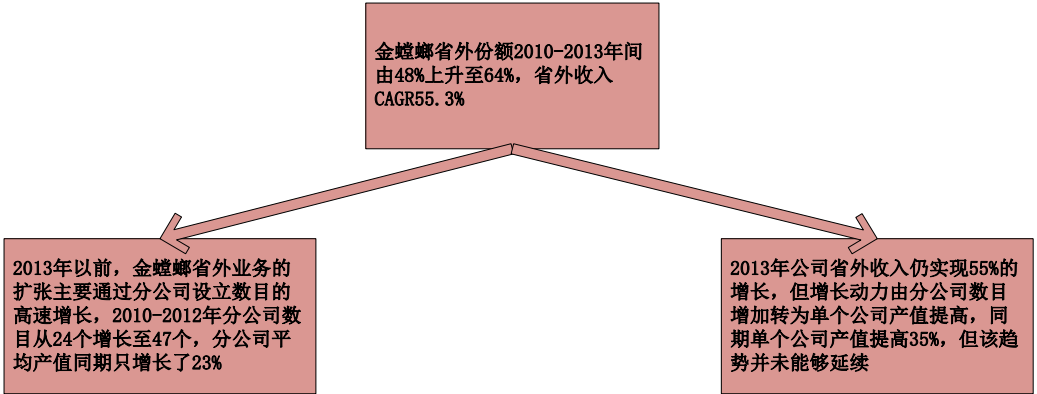
布点和营销均迎来投入大年，渠道扩张效应有望重现

2017 年家装业务继续放量，今年全国新开门店有望达到 50-60 家，新签订单和收入大概率快速增长。公司目前已开门店达到 82 家，按照去年公司门店的开张速度，我们预计今年公司还将新开 50-60 家门店，近期广东网点（广州、中山、佛山、珠海）集中开张，预计能有 100 家左右门店在全年产生收入。我们以金螳螂家苏州店去年订单额 1 亿元作为基准，预计全部门店平均单店订单额可以达到苏州店的 30%，则今年金螳螂家总订单额快速增长几乎是确定性事件，根据公司装修订单 75-90 天左右的收入确认周期，我们预计 60% 以上的订单可以在当年确认收入，今年家装业务贡献收入大概率大幅超过 2016 年。公司今年线上营销的支出计划达 1.5 亿元，随着公司营销力度的不断扩大以及过往在公装领域打造的品牌效应，我们预计公司在家装市场的知名度会迅速提高，订单量持续扩大。

单个门店在开业初期就能实现良好现金流，快速扩张不会对公司造成过大压力。根据我们草根调研所得到的信息，金螳螂家苏州店共有 50 名左右的施工经理，每人可以同时管理的项目不超过 4 个，结合一般家装施工周期 75-90 天，我们预计单个门店在不增加人员的情况下一年的营业额最大值在 1.6-2 亿元之间，因此，快速增加布点是扩大家装营收规模的有效方法。家装项目的回款远好于公装项目，公司对于新开门店除了必要的店面开张成

本和营销费用之外，并不需要投入大量现金，因此门店数量的快速扩张不会对公司造成过大压力。我们认为当前金螳螂家的扩张逻辑与公司在 2012 年以前通过全国布点快速扩张公装业务的路线类似，先扩大布点再提高单个门店产值的方法在业务拓展前期具有较高效率。

图表23： 2013 年前后金螳螂省外业务快速拓展逻辑图



资料来源：华泰证券研究所

与时俱进，拥抱 PPP 与一带一路

利用专业优势挺进 PPP 领域，主业全新增长极显现

公司目前已经签订两项特色小镇 PPP 项目框架协议金额 62.5 亿元，PPP 领域快速取得突破。公司去年末和今年初分别公告了 36 亿元的贵州镇宁县特色旅游项目框架协议和 26.5 亿元的台州椒江绿色药都小镇项目 PPP 框架协议，标志着公司在 PPP 市场取得突破。从框架协议内容来看，两项 PPP 项目的主要内容包括度假村、星级酒店、文旅设施等的建造和片区范围内的景观园林工程，协议主体为公司主体和旗下景观园林公司。我们认为从已经承接的项目来看，公司注重发挥在项目中的专业能力优势，未来承接的 PPP 项目可能对公装主业产生比较明显的拉动效应。

图表24：公司已签订 PPP 框架协议详细信息

项目名称	框架协议金额	主要内容	运营期	收益方式
贵州省镇宁县特色旅游项目	36 亿元	度假村、五星级酒店、高速路绿化带、美丽乡村政府付费的不超过 10 年，经村升级改造、双龙山特色小镇	运营类项目不超过 25 年	使用者付费+政府付费+可行性补贴
浙江省台州市椒江绿色药都小镇项目	26.5 亿元	小镇基础设施开发、中药谷景区、创智馆、首脑制药	10 年	使用者付费+可行性补贴+政府付费

资料来源：公司公告，华泰证券研究所

从已签订框架协议的两个项目的收益方式来看，公司注重 PPP 项目的后期运营收益，未来可能向强运营类的项目倾斜。镇宁旅游小镇项目建成后公司将获得其特许经营权，椒江药都小镇项目的社会资本收益方式为使用者付费+可行性缺口补贴+政府付费，我们认为在当前大多数 PPP 项目仍然为政府付费的情况下，公司承接的两个项目均以使用者付费为主，体现了公司在筛选 PPP 项目时对使用者付费类强运营项目的倾斜。随着地方政府 PPP 投资逐渐逼近财政预算 10% 红线以及 PPP 模式的逐渐成熟，未来 PPP 项目以使用者付费为主是大势所趋，公司利用自身专业能力提早布局，具有战略眼光。

目前订单签订情况良好，PPP 对主业的拉动将越来越明显。目前公司签订的两单项目均属于国家重点扶植的特色小镇项目，预计落地速度会比较快，项目中的酒店等公共装饰项目以及园林景观项目公司均可自行施工，预计在两个项目中的合同额不会低于 20 亿元。我们认为，这两个项目只是公司在 PPP 项目市场取得突破的开始，2017 年公司将承接更多的 PPP 项目，而由 PPP 项目拉动的主业收入成为传统公装业务新的增长极。

积极开拓“一带一路”市场，与 HBA 具协同效应

公司“出海”选择绑定央企与设立海外分支机构两条路径，符合行业成功企业一般规律。目前公司的海外业务主要仍以公装主业为主，在市场渗透不深的区域采取巩固和央企总包商合作关系的战略，通过装饰分包工程切入市场，在澳门、新加坡和其他东南亚地区等市场开拓成效显著的区域设立分支机构，自行承揽项目。公司发展海外业务的思路与行业内比较早承包国际工程的神州长城和宝鹰股份基本一致，绑定央企和设立海外分支机构两条路径已被证明是民营企业“出海”的成功路径。

图表25： 民营建筑企业“出海”成功案例——神州长城



资料来源：公司公告，华泰证券研究所

海外业务与 HBA 具有协同效应，管理层经验丰富。公司于 2013 年 1 月正式完成对 HBA 的收购。HBA 是世界上最大的酒店设计公司，在海外建筑师负责统筹整个项目的制度下，HBA 可以提供海外酒店建设的总承包管理服务，2016 年收入约为 7.5 亿元，超过第二名 50%，在全球经济放缓对酒店业造成不良影响的情况下仍然完成了业绩增长。我们认为 HBA 的全球影响力对公司承接海外项目具有积极作用。公司海外总部设在新加坡，毗邻 HBA 办公地点，未来两者合作拿单将产生较强的协同效应。目前公司海外部门的分管领导来自知名央企海外承包商，资源和项目经验均十分丰富，对于公司通过“绑定央企”出海的战略具有正面作用。

盈利预测与估值

关键假设

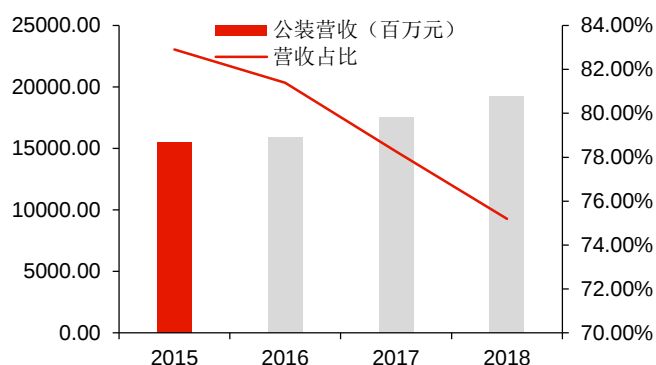
结合行业和公司的发展规划，我们对公司的盈利预测主要基于以下几点核心假设：

(1) 公司主业公装业务维持稳定发展，随着公司订单结构进一步优化，公装业务在 2017-2018 年实现收入年化 10% 增长，毛利率维持在 18% 左右的稳定水平。

(2) 金螳螂·家通过渠道扩张实现收入快速增长，2016-2018 年实现收入在 3/17.5/40 亿元左右，2017-2018 年增长率 128%，其中 2016 年由于大部分门店开张时间均未到 1 年，所以收入较少。前期扩张阶段由于优惠力度较大，毛利率假设 25%，低于行业平均水平。

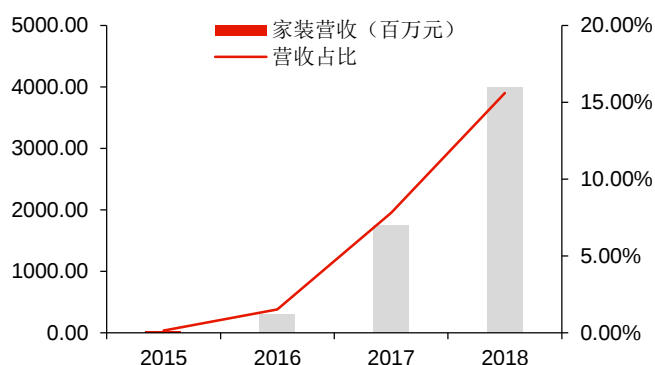
(3) 其他业务（幕墙、设计、家具等）增长速度保持在行业平均水平。

图表26： 公装部分营收预测



资料来源：华泰证券研究所

图表27： 家装部分营收预测



资料来源：华泰证券研究所

盈利预测与投资建议

我们预测公司 2016-2018 年 EPS 0.64/0.77/0.93 元，YOY 4.9%/20.3%/20.8%，CAGR 15.1%。可比国内上市公司 2017 年整体 PE 为 29.56X 而公司股价（20170310 收盘价）对应 17 年估值仅 14.03X，相比行业平均水平存在严重低估。我们认为随着行业回暖和公司订单结构调整、公司管理模式规模效应显现和金螳螂·家收入快速增长，公司在公装领域将重新取得高于行业平均增速，家装业务由于直营模式带来的行业顶尖客户体验也将快速打开市场。我们认为，历史上驱动公司股价的因素在今年大概率迎来向上拐点，最坏的时期已经过去，公司长期投资时点已到，可给予 2017 年 17-20 倍 PE，对应目标价 13.09-16.17 元，维持“买入”评级。

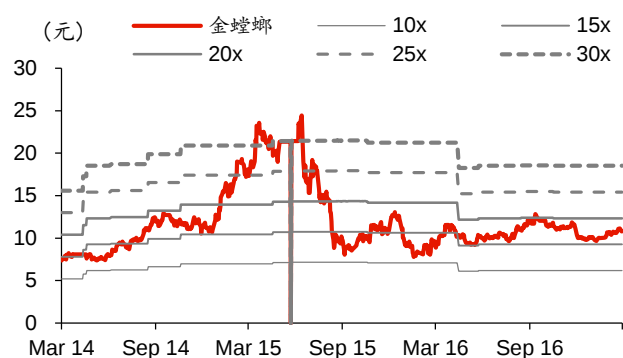
图表28： 相关上市企业估值比较

证券代码	证券名称	总市值	当前价格	EPS (元)			PE (X)		
				2016A	2017E	2018E	2016A	2017E	2018E
002375.SZ	亚厦股份	147.67	11.1700	0.33	0.39	0.46	34.16	28.83	24.24
002482.SZ	广田集团	143.56	8.9400	0.26	0.31	0.38	34.38	28.63	23.51
002713.SZ	东易日盛	70.60	27.1500	0.70	0.87	1.10	38.79	31.21	24.68
	算数平均						35.78	29.56	24.14
	整体平均						35.51	29.56	24.34
002081.SZ	金螳螂	284.95	10.8000	0.64	0.77	0.93	16.88	14.03	11.61

资料来源：Wind，华泰证券研究所；注：2016A 为各公司业绩快报数据

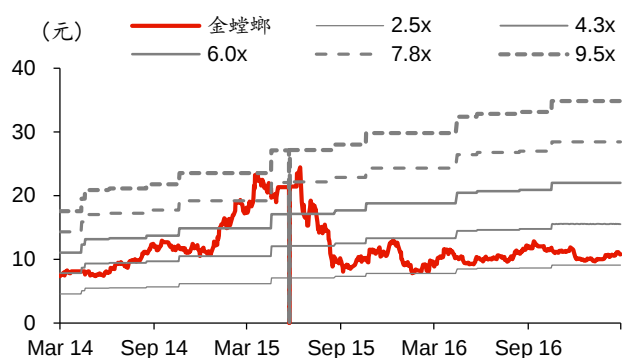
PE/PB - Bands

图表29: 金螳螂历史 PE-Bands



资料来源: Wind、华泰证券研究所

图表30: 金螳螂历史 PB-Bands



资料来源: Wind、华泰证券研究所

风险提示

公司 PPP 及精装修拓展不达预期; 家装业务渠道拓展进度不达预期。

盈利预测

资产负债表

会计年度 (百万元)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
流动资产	19,581	20,734	24,336	27,778	31,812
现金	1,983	1,223	3,938	4,605	5,447
应收账款	14,843	16,642	17,456	19,972	22,861
其他应收账款	356.37	297.28	316.90	359.69	413.38
预付账款	127.54	95.23	99.27	113.12	129.06
存货	106.51	154.87	161.43	183.95	209.88
其他流动资产	2,165	2,321	2,364	2,544	2,751
非流动资产	2,127	4,071	1,876	1,799	1,718
长期投资	0.23	0.00	0.00	0.00	0.00
固定投资	975.32	1,108	1,048	984.45	918.84
无形资产	90.93	89.78	79.48	69.11	58.89
其他非流动资产	1,060	2,874	748.73	745.90	740.58
资产总计	21,708	24,805	26,212	29,578	33,530
流动负债	13,647	15,512	15,583	17,409	19,522
短期借款	20.00	1,077	1,077	1,077	1,077
应付账款	10,738	11,134	11,605	13,225	15,088
其他流动负债	2,889	3,301	2,900	3,107	3,356
非流动负债	734.57	546.48	542.54	542.52	542.58
长期借款	30.60	42.21	42.21	42.21	42.21
其他非流动负债	703.97	504.27	500.33	500.31	500.37
负债合计	14,382	16,059	16,125	17,951	20,064
少数股东权益	148.94	129.35	132.84	137.10	142.21
股本	1,762	1,762	2,643	2,643	2,643
资本公积	158.83	158.83	158.83	158.83	158.83
留存公积	5,273	6,699	7,151	8,687	10,521
归属母公司股	7,177	8,617	9,954	11,489	13,324
负债和股东权益	21,708	24,805	26,212	29,578	33,530

现金流量表

会计年度 (百万元)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
经营活动现金	(346.01)	81.92	941.35	1,103	1,372
净利润	1,898	1,606	1,692	2,047	2,452
折旧摊销	83.29	94.96	98.05	99.42	100.55
财务费用	18.92	33.34	17.02	(13.42)	(27.00)
投资损失	(75.77)	(145.90)	(80.00)	(80.00)	(80.00)
营运资金变动	(2,649)	(1,798)	(867.32)	(1,230)	(1,392)
其他经营现金	378.75	291.78	81.11	281.07	318.14
投资活动现金	(1,004)	(1,639)	2,190	56.41	56.32
资本支出	234.10	259.33	15.00	15.00	15.00
长期投资	(801.69)	(1,540)	(2,119)	0.00	0.00
其他投资现金	(1,572)	(2,920)	86.59	71.41	71.32
筹资活动现金	(268.65)	1,038	(416.00)	(493.28)	(585.73)
短期借款	4.76	1,057	0.00	0.00	0.00
长期借款	(396.19)	11.61	0.00	0.00	0.00
普通股增加	587.40	0.00	881.10	0.00	0.00
资本公积增加	(587.40)	0.00	0.00	0.00	0.00
其他筹资现金	122.78	(30.66)	(1,297)	(493.28)	(585.73)
现金净增加额	(1,624)	(530.28)	2,716	666.44	842.19

资料来源：公司公告，华泰证券研究所预测

利润表

会计年度 (百万元)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入	20,689	18,654	19,566	22,387	25,625
营业成本	16,875	15,332	15,982	18,212	20,778
营业税金及附加	555.94	486.77	510.56	584.17	668.68
营业费用	236.96	258.37	271.00	310.08	354.93
管理费用	410.96	446.90	468.75	536.33	613.92
财务费用	18.92	33.34	17.02	(13.42)	(27.00)
资产减值损失	431.78	355.61	431.00	431.00	431.00
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	75.77	145.90	80.00	80.00	80.00
营业利润	2,234	1,887	1,966	2,407	2,886
营业外收入	20.68	9.79	10.00	10.00	10.00
营业外支出	5.54	1.02	1.02	1.02	1.02
利润总额	2,250	1,896	1,975	2,416	2,895
所得税	351.36	289.83	282.41	369.42	442.62
净利润	1,898	1,606	1,692	2,047	2,452
少数股东损益	20.98	3.34	3.48	4.26	5.11
归属母公司净利润	1,877	1,602	1,689	2,042	2,447
EBITDA (倍)	2,337	2,015	2,081	2,493	2,959
EPS (元)	0.71	0.61	0.64	0.77	0.93

主要财务比率

会计年度 (%)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
成长能力					
营业收入	12.35	(9.83)	4.89	14.42	14.47
营业利润	19.76	(15.56)	4.20	22.44	19.89
归属母公司净利润	20.06	(14.65)	5.41	20.92	19.81
获利能力 (%)					
毛利率	18.43	17.81	18.32	18.65	18.92
净利率	9.07	8.59	8.63	9.12	9.55
ROE	26.16	18.60	16.97	17.78	18.37
ROIC	31.68	24.01	22.72	24.28	25.92
偿债能力					
资产负债率 (%)	66.25	64.74	61.52	60.69	59.84
净负债比率 (%)	3.44	6.97	6.94	6.24	5.58
流动比率	1.43	1.34	1.56	1.60	1.63
速动比率	1.43	1.33	1.55	1.59	1.62
营运能力					
总资产周转率	1.05	0.80	0.77	0.80	0.81
应收账款周转率	1.46	1.07	1.04	1.08	1.08
应付账款周转率	1.72	1.40	1.41	1.47	1.47
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	0.71	0.61	0.64	0.77	0.93
每股经营现金流(最新摊薄)	(0.13)	0.03	0.36	0.42	0.52
每股净资产(最新摊薄)	2.72	3.26	3.77	4.35	5.04
估值比率					
PE (倍)	15.46	18.11	17.18	14.21	11.86
PB (倍)	4.04	3.37	2.92	2.53	2.18
EV_EBITDA (倍)	11.73	13.60	13.17	10.99	9.26

免责声明

本报告仅供华泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或征价。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，本公司及其所属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，也可能为之提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权力。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：Z23032000。全资子公司华泰金融控股（香港）有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格，经营许可证编号为：A0K809

©版权所有 2017 年华泰证券股份有限公司

评级说明

行业评级体系

一报告发布日后的 6 个月内的行业涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

一投资建议的评级标准

增持行业股票指数超越基准

中性行业股票指数基本与基准持平

减持行业股票指数明显弱于基准

公司评级体系

一报告发布日后的 6 个月内的公司涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

一投资建议的评级标准

买入股价超越基准 20%以上

增持股价超越基准 5%-20%

中性股价相对基准波动在-5%-5%之间

减持股价弱于基准 5%-20%

卖出股价弱于基准 20%以上

华泰证券研究

南京

南京市建邺区江东中路 228 号华泰证券广场 1 号楼/邮政编码：210019

电话：86 25 83389999 / 传真：86 25 83387521

电子邮件：ht-rd@htsc.com

深圳

深圳市福田区深南大道 4011 号香港中旅大厦 24 层/邮政编码：518048

电话：86 755 82493932 / 传真：86 755 82492062

电子邮件：ht-rd@htsc.com

北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同 28 号太平洋保险大厦 A 座 18 层

邮政编码：100032

电话：86 10 63211166 / 传真：86 10 63211275

电子邮件：ht-rd@htsc.com

上海

上海市浦东新区东方路 18 号保利广场 E 栋 23 楼/邮政编码：200120

电话：86 21 28972098 / 传真：86 21 28972068

电子邮件：ht-rd@htsc.com