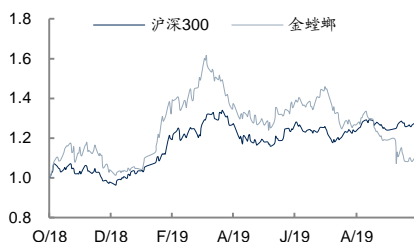


证券研究报告—动态报告
建筑工程
装修装饰
金螳螂(002081)
买入
2019年三季度点评

(维持评级)

2019年11月01日

一年该股与沪深300走势比较

股票数据

总股本/流通(百万股)	2676/2582
总市值/流通(百万元)	22562/10912
上证综指/深圳成指	2980/9802
12个月最高/最低(元)	12.57/7.59

相关研究报告:

《国信证券-金螳螂(002081.SZ) 2018年年报点评: 订单提速, 家装业务持续发力》——2019-04-29

《国信证券-金螳螂-002081-2019年中报点评: Q2 业绩提速, 订单稳健高增长》——2019-08-22

证券分析师: 周松

电话: 021-60875163
 E-MAIL: zhou song@guosen.com.cn
 证券投资咨询执业资格证书编码:
 S0980518030001

独立性声明:

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道, 分析逻辑基于本人的职业理解, 通过合理判断并得出结论, 力求客观、公正, 结论不受任何第三方的授意、影响, 特此声明。

财报点评

在手订单充足, 收入增长提速

● 业绩稳健, 订单高增长

2019年前三季度公司实现营业收入227亿元, 同比增长23%; 实现归母净利润18亿元, 同比增长10.5%, 扣非后公司的净利润为17亿元, 同比增长9.7%。公司前三季度新签订单334.2亿元, 同比增长17%, 其中公装订单186亿元, 同比增长16%, 家装订单127亿元, 同比增长18%, 设计订单22亿元, 同比增长30%, 公司订单保持高增长趋势。截至季末公司在手未完工订单为645亿元, 同比增长17%, 订单保障比达2.6倍。公司品牌优势突出, 蝉联中国装饰行业百强第1名, 设立主题包装事业部, 积极培育新型业务, 协同已成立的教育、医疗等专业事业部, 打造成完整的新型业务集群, 公司还积极进军连锁板块业务, 与海底捞、华住集团等合作。

● 毛利率有所下降, 营运能力改善

公司2019年前三季度毛利率为18.58%, 同比下降0.79pct, 净利率为7.65%, 同比下降0.92pct。期间费用率为8.81%, 同比下降0.27pct, 其中管理费用率下降0.21pct至6.09%, 财务费用率提升0.35pct至0.44%, 销售费用率下降0.40pct至2.29%。资产负债率为58.97%, 同比提升1.89pct。实现经营性净现金流-8.1亿, 现金流改善, 去年同期为-9.4亿元。

● 收入保持高增长

分季度来看, 公司18Q4、19Q1、Q2、Q3分别完成营收65亿元、61亿元、77亿元、89亿元, 分别同比增长24.4%、19.57%、32.54%、17.16%; 实现净利润5.4亿元、6.0亿元、5.1亿元、6.4亿元, 分别同比增长11.98%、8.65%、16.36%、7.86%。收入保持高增长, 利润增长稳健。

● 投资建议: 装饰龙头, 维持“买入”评级

公司作为装饰领域龙头, 拥有强大的管控管理能力, 核心竞争力突出, 订单持续高增长, 在手订单充足。由于今年房地产融资依然严峻, 产业链受到影响, 我们略微下调公司盈利预测, 预计公司19-21年EPS为0.90/1.00/1.14元, PE分别为8.9/8.0/7.0倍。我们认为合理估值区间为11-12倍, 对应价格9.90-10.8元, 维持“买入”评级。

● 风险提示: 应收账款坏账, 房地产投资下滑, 订单落地不及预期等。
盈利预测和财务指标

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	20,996	25,089	29,024	32,328	35,495
(+/-%)	7.1%	19.5%	15.7%	11.4%	9.8%
净利润(百万元)	1918	2123	2413.01	2680.41	3039.40
(+/-%)	14.0%	10.7%	13.6%	11.1%	13.4%
摊薄每股收益(元)	0.72	0.79	0.90	1.00	1.14
EBIT Margin	10.7%	12.9%	9.5%	9.4%	9.7%
净资产收益率(ROE)	16.7%	16.0%	16.1%	15.8%	15.8%
市盈率(PE)	11.1	10.1	8.9	8.0	7.0
EV/EBITDA	16.1	12.4	15.7	14.9	13.8
市净率(PB)	1.86	1.62	1.42	1.26	1.11

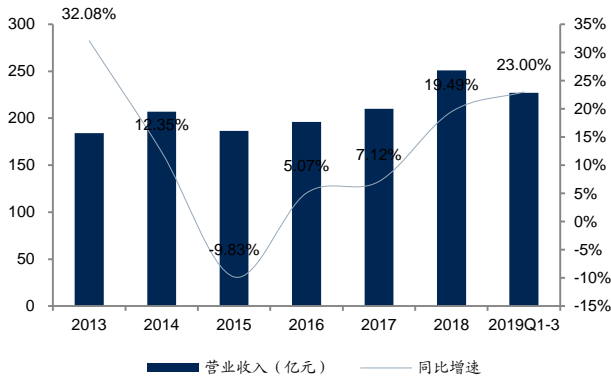
资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

注: 摊薄每股收益按最新总股本计算

业绩稳健，收入增速明显

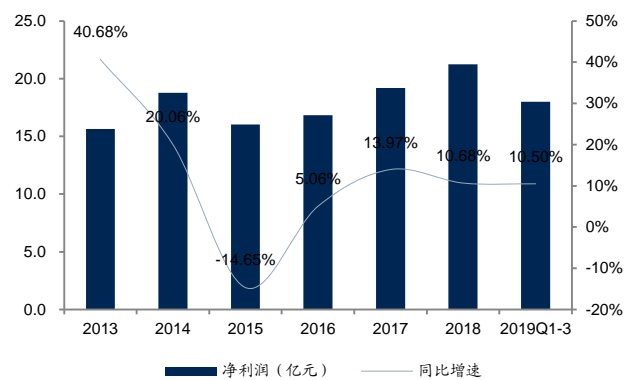
2019 年前三季度公司实现营业收入 227 亿元，同比增长 23%；实现归母净利润 18 亿元，同比增长 10.5%，扣除非经常损益后公司的净利润为 17 亿元，同比增长 9.7%。

图 1：公司历年收入及增速



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

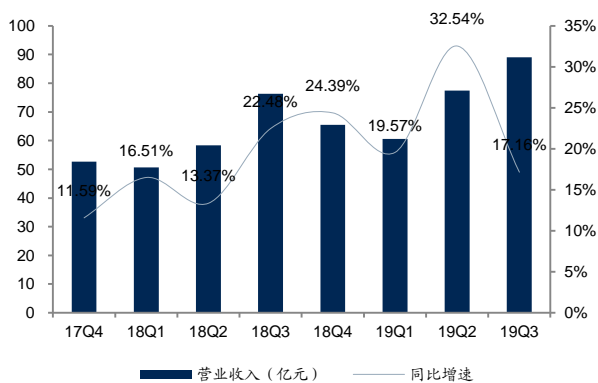
图 2：公司历年归母净利润及增速



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

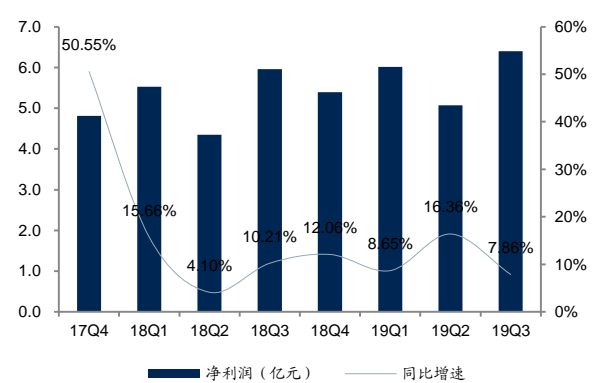
分季度来看，公司 18Q4、19Q1、Q2、Q3 分别完成营收 65 亿元、61 亿元、77 亿元、89 亿元，分别同比增长 24.4%、19.57%、32.54%、17.16%；实现归母净利润 5.4 亿元、6.0 亿元、5.1 亿元、6.4 亿元，同比增长 11.98%、8.65%、16.36%、7.86%。营收保持高增长，利润增长稳健。

图 3：公司单季度收入及增速



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图 4：公司单季度利润及增速

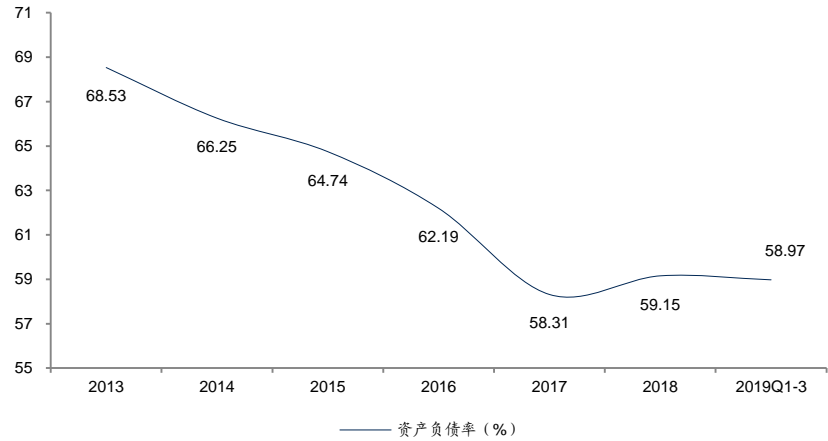


资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

资产负债率维持在低位

2019 年截至三季度末，公司资产负债率为 58.97%，同比提升 1.89pct。虽然资产负债率有所上升，但仍然处在较低水平。

图 5：公司的资产负债率有望稳步下降



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

盈利预测与估值

我们将公司各业务进行分拆，具体每项的预测如下。

核心假设：

- (1) 主营业务装饰市场份额稳定，保持稳健增长；
- (2) 设计、幕墙等业务的订单和毛利率趋于稳定；
- (3) 互联网家装市场维持高增长；

表 1: 公司业务收入拆分 (亿元)

收入预测	2017	2018	2019E	2020E	2021E
装饰					
收入	160.63	182.25	200.48	214.51	229.52
增长率	0.94%	13.46%	10.00%	7.00%	7.00%
毛利率	14.14%	15.24%	13.50%	13.50%	13.00%
设计					
收入	16.01	16.01	16.97	17.82	18.71
增长率	19.48%	0.00%	6.00%	5.00%	5.00%
毛利率	28.04%	44.28%	35.00%	30.00%	30.00%
幕墙					
收入	12.55	12.55	12.68	12.80	12.93
增长率	-23.99%	0.00%	1.00%	1.00%	1.00%
毛利率	8.53%	-12.03%	4.00%	4.00%	4.00%
技术服务及其他					
收入	20.77	40.08	60.12	78.16	93.79
增长率	197.99%	92.97%	50.00%	30.00%	20.00%
毛利率	33.65%	38.87%	30.00%	30.00%	30.00%
合计					
收入	209.96	250.89	296.43	345.38	400.04
增长率	7.12%	19.49%	18.15%	16.51%	15.82%
毛利率	16.80%	19.51%	17.99%	18.37%	18.12%

资料来源: Wind、国信证券经济研究所分析师归纳整理及预测

可比公司估值

金螳螂的同业可比公司主要是广田集团等装饰施工企业, 根据 wind 一致预期及我们的盈利预测数据, 同行业可比公司 2019/2020 年估值均值为 15.8/12.7 倍, 我们预测公司对应的估值为 8.9/8.0 倍, 低于行业可比公司估值平均水平。

表 2: 行业同类公司估值比较

公司代码	公司名称	昨收盘 (元)	总市值 (亿元)	EPS		PE		投资评级
				2019E	2020E	2019E	2020E	
002822.SZ	中装建设	9.12	55.27	9.12	0.41	22.2	16.6	无评级
002482.SZ	广田集团	4.59	70.56	4.59	0.37	12.4	8.8	无评级
002375.SZ	亚厦股份	5.31	71.15	5.31	0.34	15.6	13.0	无评级
603466.SH	风语筑	17.01	49.63	17.01	0.89	19.1	16.0	无评级
002713.SZ	东易日盛	6.90	28.95	6.90	0.65	10.6	9.3	无评级
002811.SZ	亚泰国际	14.50	26.10	14.50	0.96	15.1	12.4	无评级
	平均	9.57	50.28	9.57	0.60	15.8	12.7	--
002081.SZ	金螳螂	7.99	214.29	0.90	1.00	8.9	8.0	买入

资料来源: wind 一致预期、国信证券经济研究所分析师整理及预测(除金螳螂外其他可比公司数据均来源于 wind 一致预期)

投资建议与评级

公司作为装饰领域龙头，拥有强大的管控能力，核心竞争力突出，在手订单充足。由于今年房地产融资依然严峻，我们略微下调公司盈利预测，预计公司2019-2021年净利润分别为24.1/26.8/30.4亿元，分别同比增长13.6%/11.1%/13.4%，对应EPS为0.90/1.00/1.14元，PE分别为8.9/8.0/7.0倍。我们认为公司合理估值区间为11-12倍，对应价格9.90-10.8元，维持“买入”评级。

附表：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2018	2019E	2020E	2021E		2018	2019E	2020E	2021E
现金及现金等价物	3069	4241	5211	6535	营业收入	25089	29024	32328	35495
应收款项	22757	26326	29323	32195	营业成本	20194	23869	26502	29084
存货净额	183	255	283	310	营业税金及附加	86	100	111	122
其他流动资产	3015	3488	3885	4266	销售费用	676	782	871	956
流动资产合计	29025	34310	38702	43307	管理费用	897	1528	1799	1886
固定资产	914	965	1005	1033	财务费用	52	(30)	(49)	(78)
无形资产及其他	111	106	102	98	投资收益	99	153	153	153
投资性房地产	3225	3225	3225	3225	资产减值及公允价值变动	(47)	(47)	(47)	(47)
长期股权投资	29	39	48	58	其他收入	(694)	0	0	0
资产总计	33304	38645	43083	47721	营业利润	2541	2880	3200	3629
短期借款及交易性金融负债	935	1271	1271	1271	营业外净收支	0	8	8	8
应付款项	15062	17788	19749	21672	利润总额	2541	2887	3207	3637
其他流动负债	3469	3920	4368	4781	所得税费用	369	420	466	529
流动负债合计	19465	22979	25387	27723	少数股东损益	48	55	61	69
长期借款及应付债券	229	229	229	229	归属于母公司净利润	2123	2413	2680	3039
其他长期负债	3	3	3	3					
长期负债合计	233	232	232	232	现金流量表 (百万元)				
负债合计	19698	23211	25619	27955	净利润	2123	2413	2680	3039
少数股东权益	372	413	458	509	资产减值准备	83	4	1	1
股东权益	13233	15021	17006	19257	折旧摊销	82	103	116	128
负债和股东权益总计	33304	38645	43083	47721	公允价值变动损失	47	47	47	47
					财务费用	52	(30)	(49)	(78)
关键财务与估值指标					营运资本变动	(1023)	(932)	(1013)	(944)
每股收益	0.79	0.90	1.00	1.14	其它	(46)	37	44	50
每股红利	0.19	0.23	0.26	0.29	经营活动现金流	1266	1671	1875	2322
每股净资产	4.94	5.61	6.35	7.20	资本开支	(29)	(200)	(200)	(200)
ROIC	20%	16%	17%	18%	其它投资现金流	0	0	0	0
ROE	16%	16%	16%	16%	投资活动现金流	(46)	(210)	(210)	(210)
毛利率	20%	18%	18%	18%	权益性融资	210	0	0	0
EBIT Margin	13%	9%	9%	10%	负债净变化	(180)	0	0	0
EBITDA Margin	13%	10%	10%	10%	支付股利、利息	(518)	(626)	(695)	(788)
收入增长	19%	16%	11%	10%	其它融资现金流	357	336	0	0
净利润增长率	11%	14%	11%	13%	融资活动现金流	(828)	(290)	(695)	(788)
资产负债率	60%	61%	61%	60%	现金净变动	392	1171	970	1324
息率	2.4%	2.9%	3.3%	3.7%	货币资金的期初余额	2677	3069	4241	5211
P/E	10.1	8.9	8.0	7.0	货币资金的期末余额	3069	4241	5211	6535
P/B	1.6	1.4	1.3	1.1	企业自由现金流	1794	1316	1505	1930
EV/EBITDA	12.4	15.7	14.9	13.8	权益自由现金流	1971	1677	1547	1996

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	买入	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上

分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

.....

深圳

深圳市罗湖区红岭中路 1012 号国信证券大厦 18 层

邮编：518001 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 楼

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032