

金螳螂 (002081.SZ)

基本面逐步恢复，低估值极具性价比

疫情影响可控，基本面逐步恢复中。受今年疫情影响公司上半年订单下滑37%，但从趋势上看，Q2公司新签订单82.2亿元，同降30%，较Q1增速回升13个pct，行业需求和公司签单已处于恢复中。随着6月地产投资增速回正持续展现较强韧性，预计下半年签单还将加速恢复。尽管上半年新签订单下滑，但公司6月末在手订单仍有648亿元，为去年收入的2.1倍，仍较充足（装饰订单周期相对土建更短）。我们预计公司全年业绩不会出现大的波动，且外部冲击往往会使提高龙头公司的行业地位，我们预计公司凭借优秀的管理能力在疫情过后市占率还将进一步提升。

EPC有望改善盈利能力，大工管平台促管理降本增效。我国装饰行业通常设计和施工相互独立进行，从而衍生出如设计单位和施工单位项目进度不一、图纸匹配度不高等方面的诸多问题。但随着近年来工程总承包EPC模式不断推广，EPC在装饰行业的应用也在不断增加。公司一方面在设计环节具备行业最强实力，另一方面在管理能力上持续领先。后续随着EPC业务占比持续提升，公司整体盈利能力进一步改善。此外，公司去年来持续打造的大工管平台在今年经营中有望得到集中体现，预计将有效地帮助公司降本增效，带动公司整体利润率上行。

装配式装修已有良好布局，未来发展值得期待。公司装配式产品目前已历经2代革新，2020年公司推出全新装配式工业产品体系，包括住宅、公寓、酒店、医疗康养四大类11项新品，体系相对完备且具备较好落地能力，目前已推进装配式装修3.0版本的研发。依托优秀的产业链管理与整合能力，以及领先的BIM技术实力，公司未来装配式装修业务未来发展值得期待。

估值处于极低位置，横向对比具有较大吸引力。目前金螳螂PE(TTM)/PB(LF)分别为12.2/1.70倍，分别较历史1/4分位数低13%/38%，与沪深300的比值分别为0.86/1.04，仅略高于历史最低值，公司目前估值水平已处于历史极低位置，横向对比已具有较大吸引力。后续随着公司基本面好转、EPC及大工管平台改善盈利及现金流、以及装配式业务的逐步开拓，公司估值有望不断修复。

投资建议：我们预测公司2020-2022年归母净利润为23.6/26.0/29.9亿元，同比增长0%/10%/15%，对应EPS分别为0.88/0.97/1.11元(19-22年CAGR为8%)，当前股价对应PE分别为11/10/9倍，维持“买入”评级。

风险提示：疫情影响超预期风险，地产政策调控风险，原材料及人工成本快速上涨风险、应收账款坏账风险等。

财务指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	25,089	30,835	32,363	35,702	41,120
增长率yoy(%)	19.5	22.9	5.0	10.3	15.2
归母净利润(百万元)	2,123	2,349	2,355	2,597	2,991
增长率yoy(%)	10.7	10.6	0.3	10.2	15.2
EPS最新摊薄(元/股)	0.79	0.88	0.88	0.97	1.11
净资产收益率(%)	16.0	14.7	13.7	13.4	13.6
P/E(倍)	12.0	10.9	10.8	9.8	8.5
P/B(倍)	1.9	1.7	1.5	1.3	1.2

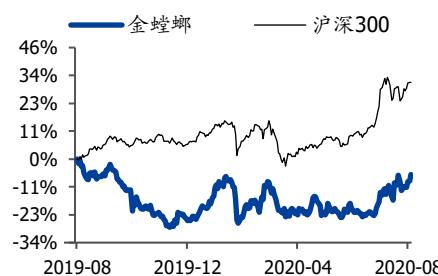
资料来源：贝格数据，国盛证券研究所

买入（维持）

股票信息

行业	装修装饰
前次评级	买入
最新收盘价	9.50
总市值(百万元)	25,491.91
总股本(百万股)	2,683.36
其中自由流通股(%)	97.08
30日均成交量(百万股)	23.95

股价走势



作者

分析师 夏天

执业证书编号：S0680518010001

邮箱：xiatian@gszq.com

分析师 何亚轩

执业证书编号：S0680518030004

邮箱：heyaxuan@gszq.com

分析师 廖文强

执业证书编号：S0680519070003

邮箱：liaowenqiang@gszq.com

相关研究

1、《金螳螂(002081.SZ)：收入与盈利创历史新高，现金流持续表现优异》2020-04-25

2、《金螳螂(002081.SZ)：Q4收入与盈利加速增长，估值极低具备高性价比》2020-02-27

3、《金螳螂(002081.SZ)：装饰龙头已具显著投资价值》2019-12-18



财务报表和主要财务比率

资产负债表(百万元)						利润表(百万元)					
会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E	会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产	29025	35188	35727	42678	46056	营业收入	25089	30835	32363	35702	41120
现金	3069	6078	7653	9341	11139	营业成本	20194	25165	26542	29226	33619
应收票据及应收账款	22497	26369	25124	30443	31719	营业税金及附加	86	95	174	141	163
其他应收款	269	249	294	305	385	营业费用	676	651	761	857	1007
预付账款	323	288	354	354	461	管理费用	897	1002	1133	1285	1501
存货	183	101	199	132	249	研发费用	718	880	964	1125	1316
其他流动资产	2683	2104	2104	2104	2104	财务费用	52	135	92	60	40
非流动资产	4279	4285	4278	4327	4419	资产减值损失	47	0	32	36	41
长期投资	29	23	14	5	-5	其他收益	21	20	0	0	0
固定资产	861	910	936	1024	1175	公允价值变动收益	0	-60	0	0	0
无形资产	111	109	101	93	86	投资净收益	99	33	123	107	90
其他非流动资产	3278	3243	3227	3204	3163	资产处置收益	3	-1	0	0	0
资产总计	33304	39473	40005	47005	50475	营业利润	2541	2695	2788	3078	3523
流动负债	19465	23232	22107	27149	28281	营业外收入	2	5	8	4	5
短期借款	695	876	876	876	876	营业外支出	2	5	2	2	3
应付票据及应付账款	15062	17882	16864	21396	22615	利润总额	2541	2695	2794	3080	3526
其他流动负债	3708	4474	4368	4876	4791	所得税	369	434	442	492	550
非流动负债	233	841	674	515	363	净利润	2172	2261	2352	2587	2975
长期借款	229	839	671	512	360	少数股东损益	48	-89	-3	-9	-16
其他非流动负债	3	3	3	3	3	归属母公司净利润	2123	2349	2355	2597	2991
负债合计	19698	24073	22781	27663	28645	EBITDA	2652	2772	2787	3035	3441
少数股东权益	372	244	241	231	215	EPS(元)	0.79	0.88	0.88	0.97	1.11
股本	2676	2676	2683	2683	2683						
资本公积	257	342	342	342	342						
留存收益	10398	12212	14022	16016	18292						
归属母公司股东权益	13233	15156	16983	19110	21615						
负债和股东权益	33304	39473	40005	47005	50475						
现金流量表(百万元)						主要财务比率					
会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E	会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	1649	1755	2209	2455	2628	成长能力					
净利润	2172	2261	2352	2587	2975	营业收入(%)	19.5	22.9	5.0	10.3	15.2
折旧摊销	146	151	122	138	156	营业利润(%)	8.8	6.1	3.5	10.4	14.5
财务费用	52	135	92	60	40	归属于母公司净利润(%)	10.7	10.6	0.3	10.2	15.2
投资损失	-99	-33	-123	-107	-90	获利能力					
营运资金变动	-637	-1043	-234	-224	-452	毛利率(%)	19.5	18.4	18.0	18.1	18.2
其他经营现金流	16	284	0	0	0	净利润率(%)	8.5	7.6	7.3	7.3	7.3
投资活动现金流	-527	1369	9	-80	-157	ROE(%)	16.0	14.7	13.7	13.4	13.6
资本支出	223	235	1	58	102	ROIC(%)	14.9	13.0	12.0	11.8	12.0
长期投资	-469	1482	9	10	10	偿债能力					
其他投资现金流	-773	3085	19	-12	-45	资产负债率(%)	59.1	61.0	56.9	58.9	56.8
筹资活动现金流	-738	-149	-642	-687	-674	净负债比率(%)	-14.0	-28.2	-34.5	-40.3	-44.6
短期借款	-486	180	0	0	0	流动比率	1.5	1.5	1.6	1.6	1.6
长期借款	-180	609	-167	-159	-152	速动比率	1.3	1.5	1.6	1.5	1.6
普通股增加	33	0	7	0	0	营运能力					
资本公积增加	97	85	0	0	0	总资产周转率	0.8	0.8	0.8	0.8	0.8
其他筹资现金流	-202	-1024	-482	-528	-522	应收账款周转率	1.2	1.3	1.3	1.3	1.3
现金净增加额	400	2982	1575	1688	1798	应付账款周转率	1.5	1.5	1.5	1.5	1.5

资料来源：贝格数据，国盛证券研究所

内容目录

1. 疫情影响可控，基本面逐步恢复中.....	4
2. EPC有望改善盈利能力，大工管平台促管理降本增效.....	5
3. 装配式装修已有良好布局，未来发展值得期待.....	6
4. 估值处于极低位置，横向对比具有较大吸引力.....	9
5. 投资建议.....	11
6. 风险提示.....	11

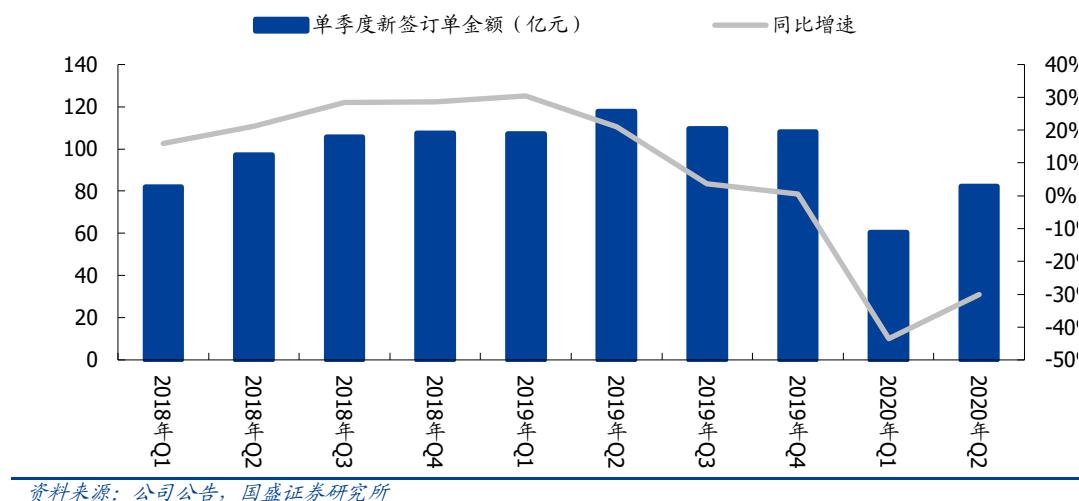
图表目录

图表 1: 金螳螂逐季新签订单额及增速	4
图表 2: 金螳螂逐季新签公装订单额及增速.....	4
图表 3: 金螳螂逐季新签住宅订单额及增速.....	4
图表 4: 全国房地产开发投资完成额单月值（亿元）及累计同比.....	5
图表 5: EPC 模式整合产业链多个环节	5
图表 6: 传统装修与装配式装修施工工艺对比	7
图表 7: 住宅精装修规模及增速.....	7
图表 8: 住宅精装修渗透率	7
图表 9: 装配式装修市场规模测算.....	8
图表 10: 金螳螂装配式装修发展历程	8
图表 11: 金螳螂装配式产品体系	8
图表 12: 金螳螂历史 PE (TTM)	9
图表 13: 金螳螂历史 PB (LF)	9
图表 14: 金螳螂 PE/沪深 300PE.....	10
图表 15: 金螳螂 PB/沪深 300PB.....	10
图表 16: 金螳螂与亚厦股份历史 PE (TTM) 对比	10
图表 17: 金螳螂-亚厦股份 PE 估值差.....	10
图表 18: 金螳螂与亚厦股份历史 PB (LF) 对比	11
图表 19: 金螳螂-亚厦股份 PB 估值差.....	11
图表 20: 装饰行业重点公司估值表.....	11

1. 疫情影响可控，基本面逐步恢复中

Q2 行业需求和公司签单已处于恢复中。Q2 公司新签订单 82.2 亿元，同降 30%，较 Q1 增速回升 13 个 pct，其中 Q2 新签公装订单 44.9 亿元，同降 30%，较 Q1 增速回升 3 个 pct，新签住宅订单 33.2 亿元，同降 29%，较 Q1 增速大幅回升 33 个 pct，主要系 Q1 住宅订单下滑幅度较大所致。Q2 以来随着疫情影响逐步减弱，行业需求和公司签单已处于恢复中。

图表 1：金螳螂逐季新签订单额及增速



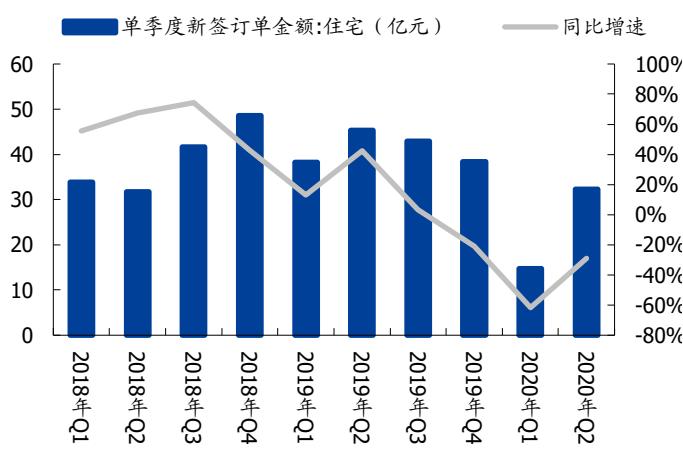
资料来源：公司公告，国盛证券研究所

图表 2：金螳螂逐季新签公装订单额及增速



资料来源：公司公告，国盛证券研究所

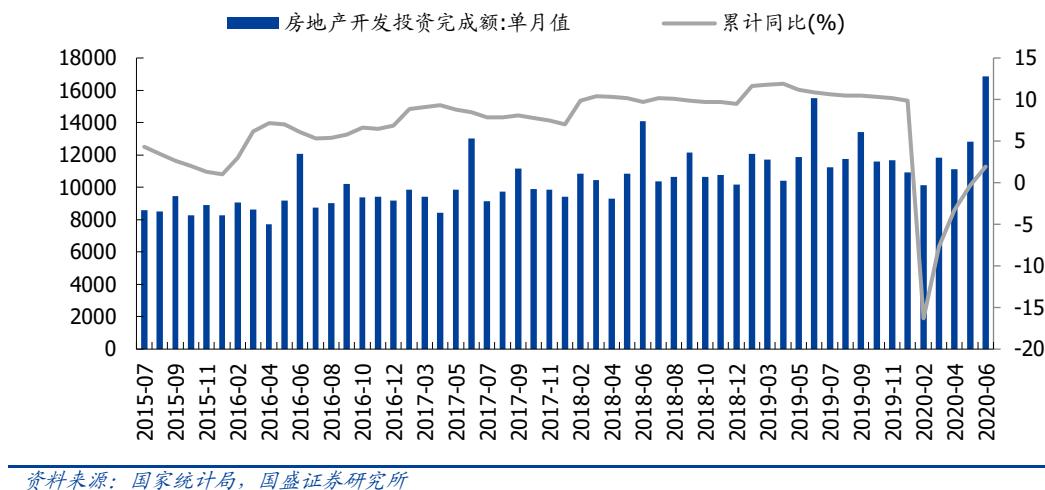
图表 3：金螳螂逐季新签住宅订单额及增速



资料来源：公司公告，国盛证券研究所

6月国内地产投资增速回正，装饰龙头下半年有望持续恢复。2020年1-6月份全国房地产开发投资完成额6.28万亿元，同增1.9%，较上月提速2.2个pct，累计增速已实现回正，彰显地产投资较强的韧性。其中6月单月地产投资增速8.5%，环比5月加速0.4个百分点。当前国内地产投资增速已经回正，装饰行业作为地产后周期代表性行业，边际有望持续改善，公司作为行业龙头企业，三四季度经营情况有望持续恢复。

图表4：全国房地产开发投资完成额单月值（亿元）及累计同比



顶层设计持续力推工程总承包加快应用，公司作为装饰龙头有望充分受益。2019年12月住建部、国家发改委联合外发《房屋建筑和市政基础设施项目工程总承包管理办法》，明确“建设内容明确、技术方案成熟的项目，适宜采用工程总承包方式”，顶层设计持续力推工程总承包加快应用。公司作为装饰行业龙头公司，具备较强的EPC业务实力，有望充分受益，具体来看：

- **装饰项目大型化带动EPC需求提升。**随着地产行业集中度持续提升，装饰下游客户项目逐渐趋于大型化，业主对于能完成大型装饰项目EPC的需求持续提升。
- **公司在设计环节具备先天优势。**公司装修设计实力较强，其设计业务体量绝对/相对量均大幅领先同业，旗下共拥有超过6000名海内外设计师，是全球最大的室内设计师团队。优异的设计实力有望为公司EPC业务持续赋能。
- **施工管理能力业内领先。**公司亲历国内装饰行业发展历程，管理经验丰富，其自研的50/80施工管控体系可以严格管控施工过程的标准性、竣工的及时性，业内领先。近年来公司还持续通过信息化、精细化、标准化全面提升管理能力。

公司EPC业务占比有望持续提升，带动盈利能力逐步改善。公司近年来EPC业务新签订单占比逐步提升，预计2017-2019年分别约为5%/10%/15%，2020年有望进一步提升。EPC项目相比传统装饰项目具有更高的利润率，随着公司EPC业务不断放量，有望带动公司整体盈利能力持续改善，未来有望成为公司重要增长点。

大工管平台促管理降本增效。公司近年来持续对供应链进行深度整合，通过优化资源整合、细化管理模块，公司打造出集中采购、集中招标的大工管平台，在实现规模经济效应的同时，还能减少问题的发生，领先业内同行。金螳螂大工管平台于去年开始推广，今年有望在公司经营数据中得到集中体现，预计将有效地帮助公司降本增效，带动公司整体利润率上行。

3. 装配式装修已有良好布局，未来发展值得期待

传统工艺已成装修供给侧瓶颈，长期看装配式装修必然是行业趋势。传统家装工艺管理难度大、规模不经济、个性化项过多、高质量工人缺乏，导致虽然家装行业规模大、利润高、现金流好，但仍缺乏市占率高的大规模龙头企业。需求端并非是行业瓶颈，供给端才是，供给端的症结主要在于企业难以快速均质化扩张，而装配式装修则成为解决供给端问题的绝佳切入点，是行业发展必然趋势。

图表6：传统装修与装配式装修施工工艺对比

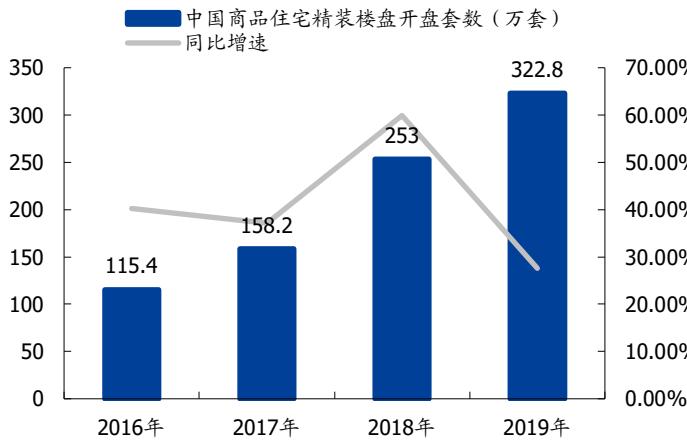
比对项目	传统装修	装配式装修
地面施工	湿作业，地面荷载较重，工序复杂，面砖易空鼓、脱落，排缝不均匀，地暖管检修困难。	地面系统：一次性铺装完成，减重67%，现场无污染，牢固耐久平整度高，装配效率提高300%。
二次结构墙体施工	表面平整度、垂直度会受工人施工水平影响，湿作业易出现裂缝、渗水等。	轻质隔墙系统：集成墙体灵活性强，无湿作业，精度高，现场整洁干净，施工时间缩短200%。亦可集成装饰面，实现结构装饰一体化，简化施工。
墙面施工	工序多、易空鼓脱落，涂饰面易开裂，受气候影响。	快装墙面系统：干法施工，龙骨调平，免铺贴，质量稳定，不受气候影响。
吊顶施工	厨卫吊顶吊筋、打孔、拼板，施工复杂。	集成吊顶系统：厨卫吊顶专用龙骨与墙板搭接，施工简单，免打孔，免吊筋，无噪音，平整度高。
门窗施工	传统木门、窗套加工制作周期长，受潮易变形翘曲，易松动。	镀锌钢板与硅酸钙板集成门防水、防火、耐刮擦，抗磕碰，抗变形；无需裁切开孔，直接组装，装配效率提高200%。
管线施工	管线开槽工效低，破坏结构，维修难。	快装给水系统：管线与结构分离，不破坏结构，易维修。
排水施工	水管排水噪音大，检修麻烦，上下层易干扰。	排水系统：同层排水，水管胶圈承插易操作。
卫生间施工	卫生间防水施工复杂，易出现渗漏。	集成卫浴系统：卫生间整体防水底盘，地面减重70%。现场装配效率提高300%。整体卫浴空间及部件结合同层排水一体化设计，契合度高。

资料来源：预制建筑网，国盛证券研究所

使用装配式装修有助于房企满足装配化率政策要求。住建部2018年发布的《装配式建筑评价标准》中要求，装配率不低于50%是建筑认定为装配式建筑的四个条件之一，而装配率的分值构成中装修和管线占30分，意味着若采取装配式装修，则主体结构部分最低只需20分即可满足政策对于装配率的要求。地方政府往往为采用装配式建筑体系的房企提供诸如土地招拍挂、容积率奖励、税收优惠、融资支持、建设环节支持等政策优惠，以促进房企积极采取装配式建筑形式建造房屋。

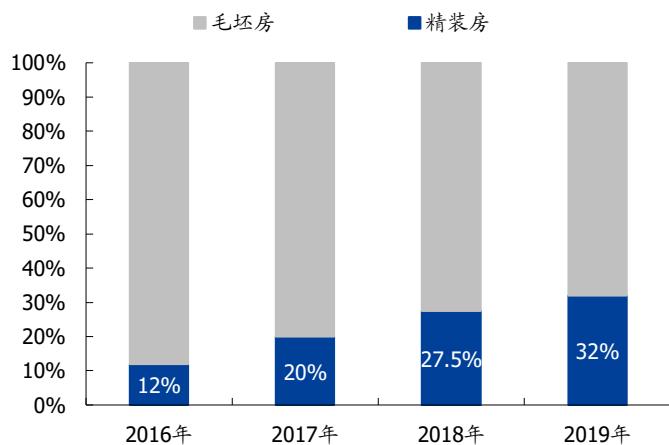
住宅精装修为装配式装修带来全新机遇。根据奥维云网数据，2019年住宅精装修渗透率已达到32%，较上年提升4.5个pct，全年新开盘项目3581个，市场规模319.3万套，同增26.2%。在行业全面向精装修转型的背景下，能够为房企缩短工期、提升新建房屋装配化率的装配式装修迎来快速增长阶段。

图表7：住宅精装修规模及增速



资料来源：奥维云网，国盛证券研究所

图表8：住宅精装修渗透率



资料来源：奥维云网，国盛证券研究所

我国装配式装修市场规模2019年约1000亿元，2022年有望达到3000-4500亿元。根据住建部发布《2019装配式建筑发展概况》，2019年我国新开工装配式装修4529万m²，是2018年的5.5倍，行业处于快速成长阶段。若分别以每平米造价2000/3000元

计算，则可估算2019年我国装配式装修市场规模分别为906/1359亿元；进一步地，我们假设2020-2022年我国新开工装配式装修面积分别同比增长70%/50%/30%，则2022年我国装配式装修市场规模有望达到3000-4500亿元。

图表 9：装配式装修市场规模测算

年份	2018年	2019年	2020E	2021E	2022E
装配式装修面积(万平米)	699	4529	7699	11549	15014
同比增速		548%	70%	50%	30%
假设每平米2000元，则装配式装修市场规模(亿元)	140	906	1540	2310	3003
假设每平米3000元，则装配式装修市场规模(亿元)	210	1359	2310	3465	4504

资料来源：住建部，国盛证券研究所

公司装配式产品已历经两代革新，推出住宅、公寓、酒店、医疗康养四大类11项新品。2015年10月，金螳螂“装配式研发中心”正式成立，专注于装配式内装体系开发及应用；2017年10月，金螳螂被住建部认定为首批“装配式建筑产业基地”；2018年11月17日，金螳螂装配式内装1.0研发成果正式发布，其中植入了装配式内装十个子体系，包含隔墙系统、墙面系统、地面系统、厨房系统、卫浴系统、吊顶系统、管线系统、生态门窗系统、智能舒适健康体系、人性化体系等。2020年，金螳螂推出装配式2020工业产品体系，包括住宅、公寓、酒店、医疗康养四大类11项新品，体系相对完备且具备落地能力。目前公司已开始加速推进装配式装修3.0版本的研发。此外，公司还积极组织参与建筑装饰行业相关质量技术标准编制，主编中国建筑装饰协会《住宅装配式装修技术规程》、江苏省《装配式装修技术规程》，参编多项装配式相关标准规范，技术实力持续积累。

图表 10：金螳螂装配式装修发展历程



资料来源：公司公告，国盛证券研究所

图表 11：金螳螂装配式产品体系



资料来源：公司官方公众号，国盛证券研究所

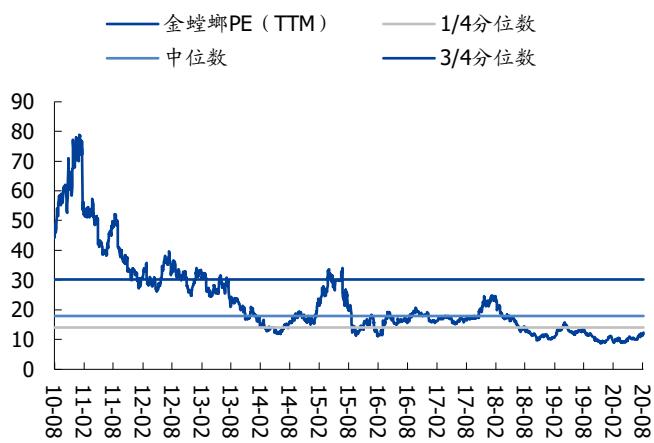
依托优秀的产业链管理与整合能力，赋能装配式装修业务。一般的材料生产厂商做装配式，是基于自身的材料做延伸，比如说吊顶厂商做装配式是运用吊顶的材料，而金螳螂作为行业龙头公司，拥有优秀的工程管理能力和产业链整合能力，在此基础上公司工业化内装产品可以以较快的速度进行多品类拓展。与亚厦股份的模式相比，金螳螂的装配式产品体系存在明显不同，亚厦股份主要基于研发成果通过建厂方式来生产装配式构件和产品，而金螳螂则是基于产业链整合能力提供装配式装修产品，双方差异的核心驱动因素在于要素禀赋或比较优势不同，供应链管理一直是装饰龙头企业金螳螂的强项，且近2年来金螳螂进一步革新供应链管理平台，打造集中采购、集中招标的大工管平台，进一步提升规模经济效应。整体来看，优秀的管理与产业链整合能力有望为金螳螂工业化内装业务持续赋能。

趣加BIM云平台为装配式装修提供数字化决策依据。趣加BIM云平台是金螳螂旗下3D云设计品牌，BIM技术实力突出。将BIM技术与装配式装修结合后，公司可以运用数字化技术，在计算机中建立一座虚拟的建筑/内装空间，提供单一的、完整的、逻辑关联的信息库，使装配式内装信息在设计、深化、生产、施工等领域信息共享，为内装全生命周期的各类决策提供依据。

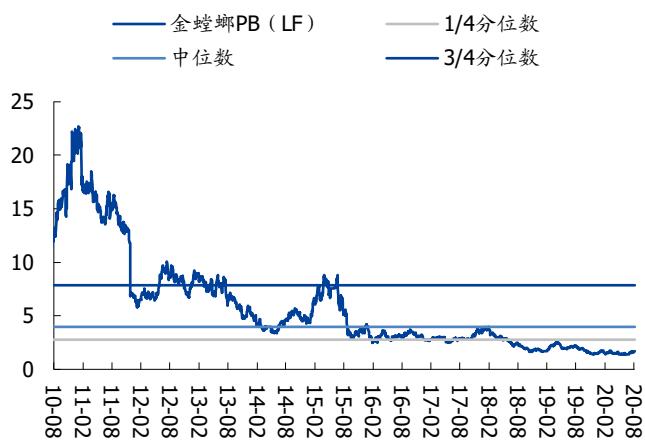
4. 估值处于极低位置，横向对比具有较大吸引力

公司当前估值水平已处历史底部区域。根据最新数据，金螳螂PE(TTM)/PB(LF)分别为12.2/1.70倍，目前PE估值较历史1/4分位数低13%，PB估值较历史1/4分位数低38%，且均略高于历史最低值。与沪深300的比值看，PE和PB的比值分别为0.86/1.04，最低比值分别为0.75/0.95，当前位置仅略高于最低比值。整体看金螳螂目前估值水平已处于历史底部区域，已具备较强的性价比。

图表12：金螳螂历史PE(TTM)



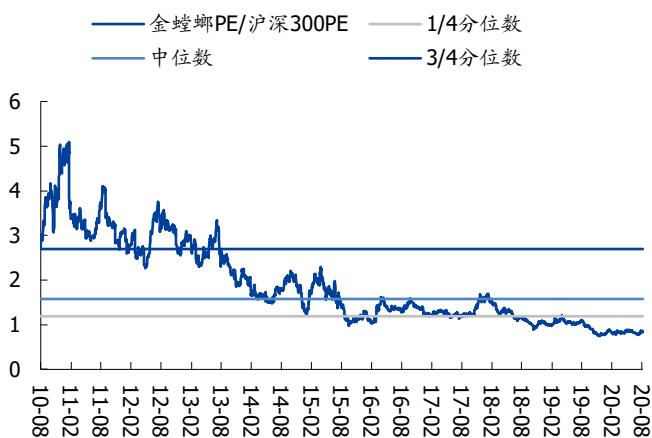
图表13：金螳螂历史PB(LF)



资料来源：Wind，国盛证券研究所

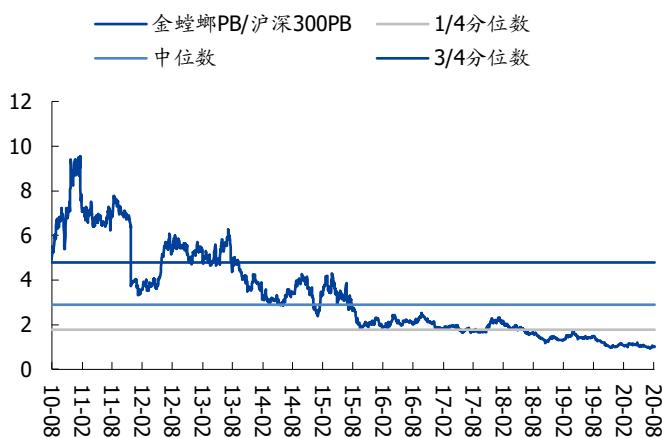
资料来源：Wind，国盛证券研究所

图表 14: 金螳螂 PE/沪深 300PE



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

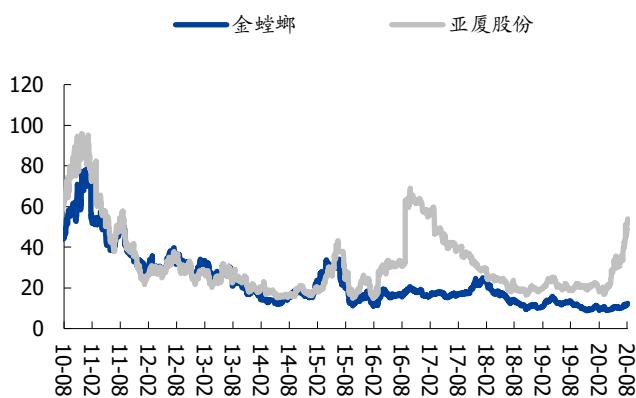
图表 15: 金螳螂 PB/沪深 300PB



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

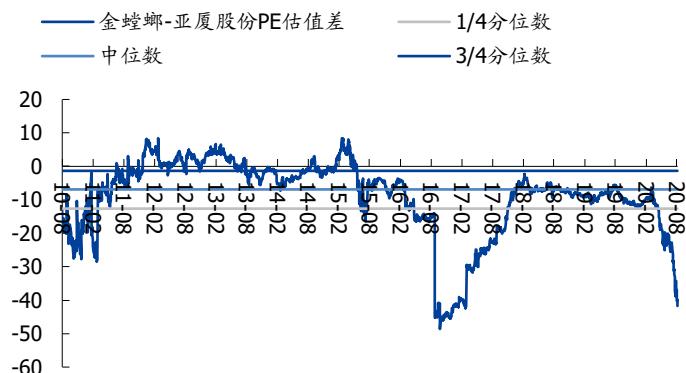
横向对比估值差已扩大至历史最高水平，后续有望逐渐缩小。当前金螳螂与亚厦股份 PE(TTM)/PB(LF)之差分别为 -42/-0.97 倍，已扩大至历史最高水平，后续随着金螳螂基本面好转、EPC 及大工管平台改善盈利及现金流、以及装配式业务的逐步开拓，公司中长期成长动力充足，与亚厦股份估值之差有望逐渐减小。

图表 16: 金螳螂与亚厦股份历史 PE (TTM) 对比



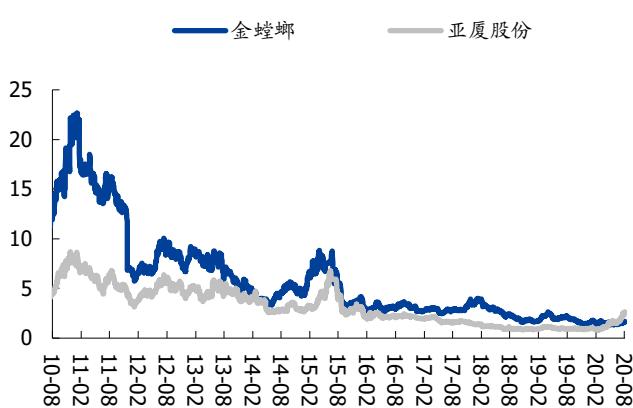
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 17: 金螳螂-亚厦股份 PE 估值差



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 18：金螳螂与亚厦股份历史 PB (LF) 对比



资料来源：Wind，国盛证券研究所

图表 19：金螳螂-亚厦股份 PB 估值差



资料来源：Wind，国盛证券研究所

5. 投资建议

我们预测公司 2020-2022 年归母净利润为 23.6/26.0/29.9 亿元，同比增长 0%/10%/15%，对应 EPS 分别为 0.88/0.97/1.11 元（19-22 年 CAGR 为 8%），当前股价对应 PE 分别为 11/10/9 倍，维持“买入”评级。

图表 20：装饰行业重点公司估值表

股票简称	股价 (元)	EPS (元)				PE				PB
		2019A	2020E	2021E	2022E	2019A	2020E	2021E	2022E	
亚厦股份	15.98	0.32	0.39	0.48	0.60	50.3	41.0	33.3	26.6	2.67
全筑股份	7.17	0.39	0.50	0.58	0.67	18.5	14.3	12.4	10.8	1.81
广田集团	3.84	0.09	0.16	0.19	0.22	41.0	23.8	19.9	17.3	0.86
洪涛股份	3.35	0.03	0.12	0.15	0.19	114.6	27.0	21.9	17.8	1.39
中装建设	10.05	0.36	0.44	0.54	0.70	28.0	22.9	18.6	14.4	2.39
江河集团	6.22	0.31	0.48	0.63	0.81	20.3	13.0	10.0	7.7	1.00
平均值						45.5	23.6	19.3	15.8	1.69

资料来源：Wind，国盛证券研究所，股价为 2020 年 8 月 5 日收盘价

6. 风险提示

疫情影响超预期风险，地产政策调控风险，原材料及人工成本快速上涨风险、应收账款坏账风险等。

1) 疫情影响超预期风险

公司上半年受到疫情影响，经营情况出现短期波动，目前已处于恢复过程中，若后续疫情超预期恶化，则对于公司经营情况而言仍是重要因素。

2) 地产政策调控风险

公司所处装饰行业被市场认为是地产后周期行业，若地产政策出现超预期收紧调控，则对于装饰行业而言，订单可能会减少，并进一步制约收入及业绩增长。

3) 原材料及人工成本快速上涨风险

近年来建筑行业原材料价格整体处于上升过程中，同时施工工人数有所减少，工人工资有所提升，未来若原材料价格持续上涨，工人成本提升，则对于公司成本管控而言将带来一定压力。

4) 应收账款坏账风险

公司应收账款余额较大，这是由所处行业特点决定的。如果未来宏观经济发生不利变化或者货币资金环境趋紧等因素导致公司应收账款不能及时回收将影响公司的资金周转速度和经营活动现金流量，从而对公司的生产经营及业绩水平造成不利影响。

免责声明

国盛证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，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，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。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。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的6个月内公司股价(或行业指数)相对同期基准指数的相对市场表现。其中A股市场以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指(针对协议转让标的)或三板做市指数(针对做市转让标的)为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普500指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在-5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在10%以上

国盛证券研究所

北京

地址：北京市西城区平安里西大街26号楼3层
邮编：100032
传真：010-57671718
邮箱：gsresearch@gszq.com

南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道1115号北京银行大厦
邮编：330038
传真：0791-86281485
邮箱：gsresearch@gszq.com

上海

地址：上海市浦明路868号保利One56 1号楼10层
邮编：200120
电话：021-38934111
邮箱：gsresearch@gszq.com

地址：深圳市福田区福华三路100号鼎和大厦24楼
邮编：518033
邮箱：gsresearch@gszq.com