

金螳螂 (002081)
强烈推荐
行业：装饰园林

13 年业绩高增长符合预期，订单、现金流保障公司中长期依然强劲成长

事件：公司于 1 月 16 日晚发布 13 年业绩预告，预计全年实现营收 181.25-188.22 亿元，归母净利润 15.55-16.67 亿元，分别同比增长 30-35% 和 40-50%，对应 EPS 在 1.32-1.42 元区间，基本符合我们预期。同时公司 13 年新签订单 242.38 亿元(+40.9%)，经营活动现金流净额 8.91-10.08 亿元(15-30%增长)，成长势头依然良好。

投资要点：

✧ **公司业绩增长稳健，新签订单和回款情况向好。**公司 13 年每个季度都保持了营收 30% 以上同比增长，订单消化良好；同时公司成本费用控制较好，毛利率仍有持续提升，使得业绩增速快于收入增速。公司在前三季度经营活动现金流净额为负的情况下，四季度单季实现 10 亿左右的净流入，表明应收账款的回款有向好趋势，现金流情况在公司可控范围之内；同时超 40% 的新签订单增长是 14 年业绩持续增长的重要保障。

✧ **行业空间依然广阔，公司成长天花板远未达到。**装饰行业有增量和存量需求，兼具投资和消费属性。城镇化推进带来住宅精装修和商业地产的新增需求，同时居民消费升级带来的存量需求有望进一步增长。“大行业小公司”的主逻辑仍然成立，虽然行业需求增速可能受地产和流动性影响小幅下滑，但总量仍然广阔，公司同时有望在养老医疗、影院、旅游地产等细分领域进一步突破，成长空间毋庸置疑。

✧ **资金使用效率决定公司中长期成长性。**装饰行业是垫资的经营模式，上市公司一直通过优化资金使用效率、对上下游高议价能力来掠取市场份额，从而达到业绩高增长。目前资金成本上升背景下，我们测算 30% 收入增长是上市公司合理的平均内生增长速度。而其中金螳螂现金流状况鹤立鸡群，按目前收现比/付现比计算，公司可以在 40% 订单增速执行情况下保持现金流净流量为正。因此超脱于行业的资金使用效率使公司在保持资产质量前提下更稳健的成长。

✧ **管理能力傲视行业群雄。**公司拥有行业最顶尖的 ERP/BI 信息化管理系统，管理能力和经验相较于同行更为突出，成立历来就坚持“不转包、不挂靠”经营理念，首创并成功运用了“标杆管理”、“50/80 管理体系”、“捆绑经营模式”及“产品化装饰”，同时形成了一个强总部的管理模式。在此情况下未来费用率仍有望稳定在低位。

✧ **给予公司“强烈推荐”投资评级。**预计公司 13-15 年 EPS 为 1.34/1.89/2.58 元，对应 PE 为 14.6/10.4/7.6。我们认为公司老板事件的负面影响有望逐步消化完毕，市场对于行业担心使得公司股价持续下跌后，估值已处历史低位，考虑到公司今年业绩高增长的确定性较强，目前时点迎来较好配置机会。

✧ **风险提示：**商业地产投资增速下滑超预期、资本成本持续上升的风险

主要财务指标

单位：百万元	2012	2013E	2014E	2015E
营业收入	13942	18224	24121	31476
收入同比(%)	37%	31%	32%	30%
归属母公司净利润	1111	1572	2216	3023
净利润同比(%)	52%	41%	41%	36%
毛利率(%)	17.1%	17.4%	17.6%	17.6%
ROE(%)	26.8%	28.3%	29.4%	29.3%
每股收益(元)	0.95	1.34	1.89	2.58
P/E	20.66	14.61	10.36	7.60
P/B	5.54	4.13	3.05	2.22
EV/EBITDA	15	11	8	6

资料来源：中国中投证券研究总部

作者

署名人：李凡

S0960511030012

0755-82026745

lifan@china-invs.cn

参与人：王博

S0960112100026

0755-82026754

wangbo3@china-invs.cn

6 - 12 个月目标价： 25.00

当前股价： 19.59

评级调整： 首次

基本资料

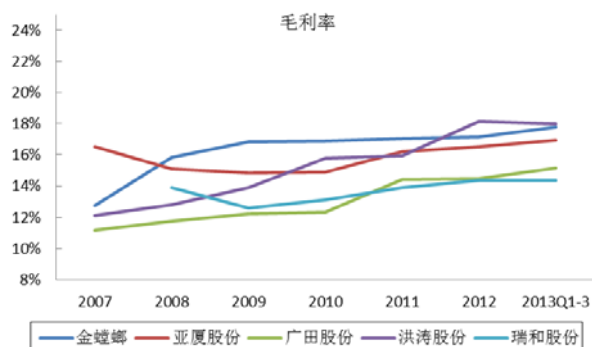
总股本(百万股)	1,175
流通股本(百万股)	1,098
总市值(亿元)	230
流通市值(亿元)	215
成交量(百万股)	7.17
成交额(百万元)	139.14

股价表现

#NOTFOUND#

相关报告

图 1 金螳螂毛利率位于装饰公司前列



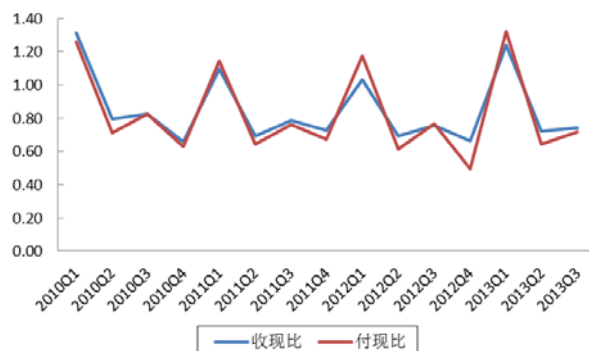
资料来源：公司公告、中投证券研究所

图 2 金螳螂 ROE 水平遥遥领先其它同行



资料来源：公司公告、中投证券研究所

图 3 金螳螂单季度收现比/付现比情况



资料来源：公司公告、中投证券研究所

1. 行业资金情况分析

中长期角度,装饰行业垫资的模式难以改变。如果经营活动现金流净流量持续为负,势必影响公司中长期的资金周转能力,要想维持高增长就必须依赖于融资,否则即便订单增速高增长也存在订单不能如期转换成业绩的风险。短期角度,资金占用情况和货币现金是决定公司今年订单能否如期执行,业绩能否如期兑现更为主要因素。

我们细化测算一下装饰公司目前的资金占用情况,以及根据 13 年相关公司的订单增速和现有货币资金来判断 14 年业绩增长兑现的可能性。

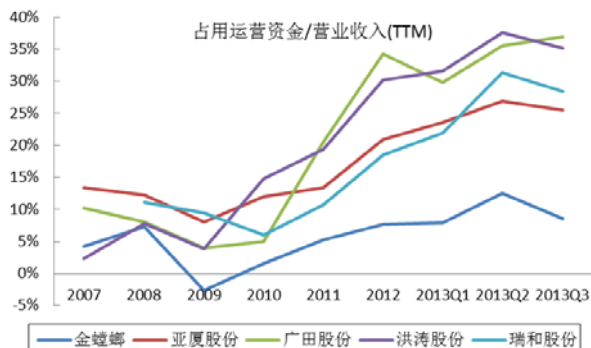
因为装饰行业的资产负债主要是流动资产和流动负债,我们首先定义公司营运资金占用的公式:

营运资金占用=(应收票据+应收账款+其他应收款+预付账款+存货)-(应付票据+应付账款+预收账款+应付工资+应交税金+其他应付款)

营运资金占用比例=营运资金占用/营业收入

分析结果显示 09-12 年上市公司的营运资金占用比例均有明显上升，除金螳螂一直保持在 10%以内，广田、洪涛 12 年均超过 30%。但 13 年行业整体不存在明显营运资金占用比例上升的迹象，表明单位资金撬动营收规模没有大幅度下滑。

图 4 装饰公司垫资比例情况



资料来源：公司公告、中投证券研究所

同时，根据相关行业公司的最新数据，金螳螂订单增速 41%，13 年上半年亚厦、广田均有超 30% 订单增速，新签订单情况要好于 12 年。我们大致按照 13 年营运资金占用比例、初步估计 14 年公司收入增速与 13 年新签订单增速相对应，计算是否现在货币资金能够支撑 14 年收入新增部分的所需的营运资金来判断业绩增长的不确定性。

表 1 装饰上市公司营运资金测算情况

	金螳螂	亚厦股份	广田股份	洪涛股份	瑞和股份
2013Q3 营运资金占用比例(TTM)	8.6%	25.5%	36.9%	35.2%	28.4%
预计 13 年营收(亿元)	182	129	91	35	16
预计 14 年营收增速	40%	30%	30%	25%	20%
预计 14 年需新增营运资金占用(亿元)	6.5	9.9	10.1	3.1	0.9
2013Q3 货币资金(亿元)	23	10	16.4	1.9	1.4

资料来源：公司公告、中投证券研究所测算

根据以上测算，我们认为金螳螂的资产质量最好，目前货币资金完全可以支撑 13 年新签订单在 14 年的业绩兑现。广田股份和瑞和股份次之，货币资金不至于绰绰有余，但业绩兑现的概率仍然较大。亚厦和洪涛的货币资金相对于其收入规模偏少，但目前亚厦定增已经核准通过，洪涛也已公告定增议案，14 年融资都将是大概率事件，因此仍能有效保障订单的执行。但中长期金螳螂的资金风险毫无疑问最小。

附：财务预测表
资产负债表

会计年度	2012	2013E	2014E	2015E
流动资产	12034	15166	20228	26671
现金	3805	4707	6548	8826
应收账款	7542	8504	11414	15181
其它应收款	196	257	361	499
预付账款	114	150	199	259
存货	64	83	109	143
其他	313	1465	1598	1763
非流动资产	1317	1391	1432	1465
长期投资	10	32	32	32
固定资产	581	692	763	812
无形资产	94	93	91	89
其他	631	574	546	532
资产总计	13350	16557	21661	28136
流动负债	7927	9716	12811	16461
短期借款	0	0	0	0
应付账款	6138	7523	10138	13222
其他	1789	2193	2673	3239
非流动负债	1209	1191	1191	1191
长期借款	465	465	465	465
其他	744	726	726	726
负债合计	9136	10907	14002	17652
少数股东权益	69	90	117	154
股本	781	1172	1172	1172
资本公积	1139	748	748	748
留存收益	2224	3639	5621	8409
归属母公司股东权益	4144	5560	7541	10330
负债和股东权益	13350	16557	21661	28136

现金流量表

会计年度	2012	2013E	2014E	2015E
经营活动现金流	775	997	1977	2315
净利润	1116	1593	2243	3059
折旧摊销	40	51	62	71
财务费用	-42	-138	-195	-280
投资损失	-2	-20	-20	-20
营运资金变动	-560	-571	-465	-906
其它	224	82	353	391
投资活动现金流	-466	-101	-82	-82
资本支出	196	100	100	100
长期投资	0	22	-0	-0
其他	-271	21	17	17
筹资活动现金流	823	6	-54	46
短期借款	0	0	0	0
长期借款	465	0	0	0
普通股增加	263	391	0	0
资本公积增加	-239	-391	0	0
其他	334	6	-54	46
现金净增加额	1131	902	1841	2279

资料来源：中国中投证券研究总部，公司报表，单位：百万元

利润表

会计年度	2012	2013E	2014E	2015E
营业收入	13942	18224	24121	31476
营业成本	11551	15046	19879	25925
营业税金及附加	458	519	687	897
营业费用	164	246	326	425
管理费用	218	364	458	567
财务费用	-42	-138	-195	-280
资产减值损失	270	300	300	300
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	2	20	20	20
营业利润	1326	1907	2686	3663
营业外收入	2	3	3	3
营业外支出	5	2	2	2
利润总额	1323	1907	2686	3664
所得税	207	315	443	605
净利润	1116	1593	2243	3059
少数股东损益	4	21	27	37
归属母公司净利润	1111	1572	2216	3023
EBITDA	1324	1820	2552	3454
EPS (元)	1.42	1.34	1.89	2.58

主要财务比率

会计年度	2012	2013E	2014E	2015E
成长能力				
营业收入	37.4%	30.7%	32.4%	30.5%
营业利润	46.9%	43.8%	40.8%	36.4%
归属于母公司净利润	51.7%	41.4%	41.0%	36.4%
获利能力				
毛利率	17.1%	17.4%	17.6%	17.6%
净利率	8.0%	8.6%	9.2%	9.6%
ROE	26.8%	28.3%	29.4%	29.3%
ROIC	73.4%	74.0%	96.8%	104.8
偿债能力				
资产负债率	68.4%	65.9%	64.6%	62.7%
净负债比率	5.29%	4.40%	3.32%	2.64%
流动比率	1.52	1.56	1.58	1.62
速动比率	1.51	1.55	1.57	1.61
营运能力				
总资产周转率	1.32	1.22	1.26	1.26
应收账款周转率	2	2	2	2
应付账款周转率	2.38	2.20	2.25	2.22
每股指标 (元)				
每股收益(最新摊薄)	0.95	1.34	1.89	2.58
每股经营现金流(最新摊薄)	0.66	0.85	1.69	1.97
每股净资产(最新摊薄)	3.54	4.74	6.43	8.81
估值比率				
P/E	20.66	14.61	10.36	7.60
P/B	5.54	4.13	3.05	2.22
EV/EBITDA	15	11	8	6

投资评级定义

公司评级

强烈推荐：预期未来 6-12 个月内，股价相对沪深 300 指数涨幅 20%以上
推 荐：预期未来 6-12 个月内，股价相对沪深 300 指数涨幅介于 10%-20%之间
中 性：预期未来 6-12 个月内，股价相对沪深 300 指数变动介于+10%之间
回 避：预期未来 6-12 个月内，股价相对沪深 300 指数跌幅 10%以上

行业评级

看 好：预期未来 6-12 个月内，行业指数表现优于沪深 300 指数 5%以上
中 性：预期未来 6-12 个月内，行业指数表现相对沪深 300 指数持平
看 淡：预期未来 6-12 个月内，行业指数表现弱于沪深 300 指数 5%以上

研究团队简介

李凡,中投证券研究所建材行业首席分析师，管理学硕士，4 年行业从业经验，7 年证券行业从业经验。
王博,中投证券研究总部建筑行业研究员。

免责条款

本报告由中国中投证券有限责任公司（以下简称“中国中投证券”）提供，旨在派发给本公司客户及特定对象使用。中国中投证券是具备证券投资咨询业务资格的证券公司。未经中国中投证券事先书面同意，不得以任何方式复印、传送、转发或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道，由公司授权机构承担相关刊载或转发责任，非通过以上渠道获得的报告均为非法，我公司不承担任何法律责任。

本报告基于中国中投证券认为可靠的公开信息和资料，但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证。中国中投证券可随时更改报告中的内容、意见和预测，且并不承诺提供任何有关变更的通知。

本公司及其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，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。

本报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券的买卖出价。投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用报告所载之内容，独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员不对使用本报告而引致的任何直接或间接损失负任何责任。

该研究报告谢绝一切媒体转载。

中国中投证券有限责任公司研究总部

公司网站：<http://www.china-invs.cn>

深圳市	北京市	上海市
深圳市福田区益田路 6003 号荣超商务中心 A 座 19 楼 邮编：518000 传真：(0755) 82026711	北京市西城区太平桥大街 18 号丰融国际大厦 15 层 邮编：100032 传真：(010) 63222939	上海市静安区南京西路 580 号南证大厦 16 楼 邮编：200041 传真：(021) 62171434