

# 金螳螂 (002081.SZ) 装修装饰行业

评级: 买入 维持评级

业绩点评

市价 (人民币): 18.70 元

长期竞争力评级: 高于行业均值

## 市场数据 (人民币)

已上市流通 A 股(百万股)	1,102.46
总市值(百万元)	219.69
年内股价最高最低(元)	46.69/17.06
沪深 300 指数	2134.97
中小板指数	5869.33



## 相关报告

1. 《龙头增长可持续, 估值具备吸引力》, 2014.4.14
2. 《稳健增长的装饰龙头》, 2014.1.16
3. 《买入时点再现》, 2013.7.29

**孙鹏** 分析师 SAC 执业编号: S1130513090001  
(8621)60230248  
sunp@gjzq.com.cn

**贺国文** 分析师 SAC 执业编号: S1130512040001  
(8621)60230235  
hegw@gjzq.com.cn

## 业绩符合预期, 触网“家装 e 站”拓展新领域

### 公司基本情况 (人民币)

项 目	2012	2013	2014E	2015E	2016E
摊薄每股收益(元)	1.422	1.331	1.813	2.345	2.892
每股净资产(元)	5.30	4.72	6.34	8.15	10.84
每股经营性现金流(元)	0.99	0.86	1.18	1.52	2.22
市盈率(倍)	30.95	16.51	10.31	7.98	6.47
行业优化市盈率(倍)	36.16	35.48	33.22	33.22	33.22
净利润增长率(%)	51.67%	40.68%	36.22%	29.33%	23.35%
净资产收益率(%)	26.82%	28.21%	28.60%	28.77%	26.67%
总股本(百万股)	781.47	1,174.80	1,174.80	1,174.80	1,174.80

来源: 公司年报、国金证券研究所

### 业绩简评

- 4 月 29 日, 金螳螂发布一季报: 公司实现营业收入 40.49 亿元, 同比增长 31.07%, 实现归属于上市公司股东净利润 3.97 亿元, 同比增长 38.76%。
- 公司预计 1-6 月份归属于上市公司股东净利润变动幅度在 35%-50%。
- 公司与“家装 e 站”股东 5 名自然人以及倪林等 3 名自然人(金螳螂高管)签订《合资协议》, 拟共同出资设立金螳螂装饰电子商务有限公司, 打造家装和小公装 O2O 交易服务平台。

### 经营分析

- **业绩符合预期, 保持较快增长:** 1、报告期内, 公司营业收入、净利润仍保持较快增长, 延续了之前的增长趋势, 符合预期; 2、13 年公司新签订订单 242 亿元, 同比增长 42.9%, 截至 13 年底公司在手订单 161 亿元, 同比增长 73%, 有效地保证了公司 14 年的增长; 3、公司在传统公装业务领域管理能力出众, 已经在过去多个周期波动中得以验证, 虽然目前经济形势多变, 但我们预计后续公司在传统业务领域仍将保持相对稳健增长。
- **资金充裕, 具备放杠杆空间:** 1、目前公司资金相对充裕, 账上货币资金 22.83 亿元, 此外, 公司其他流动资产 13.2 亿元(部分是闲置资金购买银行理财产品), 说明目前时点资金不是限制公司发展瓶颈; 2、资金充裕, 为公司订单承接上创造了空间, 如若适当降低接单标准, 会带来更多的业务; 3、金螳螂每年底经营性现金流净额均为正值, 经营性现金流逐年累计, 不仅保障了正常接单、施工, 也为业务跨界发展做好了资金准备。
- **盈利能力仍在提升:** 1、报告期内, 公司毛利率、净利率同比提升 0.08%、0.48%; 2、近年来公司毛利率、净利率持续提升, 长期来看, 提升难度在加大, 但仍具备一定空间, 如规模效应、产品结构、承接模式变化以及 E 化管理、供应链管理加强, 仍可带动盈利能力的进一步提升。

### 看好公司后续发展

- **传统业务稳健增长:** 1、公司在传统业务领域管理能力得到市场验证; 2、目前公司在手订单充足, 且跟踪订单规模巨大, 为公司后续订单承接奠定基础; 3、行业规模较大, 作为龙头企业仍有很大的拓展空间; 4、公司资金优势还没有充分利用, 通过内部挖潜等方式, 盈利能力仍有提升空间。

- **新业务值得期待：**1、在我们此前装饰行业报告中（《装饰步入新阶段，当前具备较好风险收益比》），就已经提出目前装饰龙头公司逐步步入新的发展阶段，从纵向产业链到横向业务领域，再到新的模式拓展，装饰龙头公司已经进入到全方位发展阶段，此次金螳螂触网又是一个很好的例证；2、金螳螂 3 位高管（董事长、总经理、财务总监）直接出资 1000 万，参与“家装 e 站”合作，表现出对金螳螂装饰电子商务公司未来发展的信心；3、公司预计后续 3 年将投入 10 亿资金打造家装和小公装一体化交易服务平台，形成覆盖 2000 多个城市体验、施工、售后服务体系；4、目前“家装 e 站”已经签约城市超过 70 个，金螳螂的加入，凭借在装饰领域多年探索，在资源整合方面，在设计、施工、材料供应体系等多方面给予“家装 e 站”很好的线下补充，有望逐步实现传统家装预算标准化和售后施工标准化；5、家装 O2O 新的模式拓展，对于金螳螂来讲，除了面对市场空间扩大外，更是一个品牌重塑，管理改变的过程，从过往历史看，金螳螂在传统公装上管理能力得到验证，期待在家装及小公装领域突破。

### 投资建议

- 预计公司 2014-2016 年 EPS 分别为 1.81、2.35、2.89 元，分别对应 10、8、6 倍 PE，维持“买入”评级。

**图表1：三张报表**
**损益表（人民币百万元）**

	2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E
<b>主营业务收入</b>	<b>10,145</b>	<b>13,942</b>	<b>18,414</b>	<b>23,983</b>	<b>30,065</b>	<b>36,191</b>
增长率		37.4%	32.1%	30.2%	25.4%	20.4%
<b>主营业务成本</b>	<b>-8,415</b>	<b>-11,551</b>	<b>-15,145</b>	<b>-19,660</b>	<b>-24,596</b>	<b>-29,576</b>
% 销售收入	82.9%	82.9%	82.2%	82.0%	81.8%	81.7%
<b>毛利</b>	<b>1,730</b>	<b>2,391</b>	<b>3,269</b>	<b>4,323</b>	<b>5,470</b>	<b>6,615</b>
% 销售收入	17.1%	17.1%	17.8%	18.0%	18.2%	18.3%
<b>营业税金及附加</b>	<b>-344</b>	<b>-458</b>	<b>-524</b>	<b>-672</b>	<b>-842</b>	<b>-1,013</b>
% 销售收入	3.4%	3.3%	2.8%	2.8%	2.8%	2.8%
<b>营业费用</b>	<b>-136</b>	<b>-164</b>	<b>-226</b>	<b>-276</b>	<b>-331</b>	<b>-380</b>
% 销售收入	1.3%	1.2%	1.2%	1.2%	1.1%	1.1%
<b>管理费用</b>	<b>-175</b>	<b>-218</b>	<b>-355</b>	<b>-456</b>	<b>-541</b>	<b>-615</b>
% 销售收入	1.7%	1.6%	1.9%	1.9%	1.8%	1.7%
<b>息税前利润 (EBIT)</b>	<b>1,075</b>	<b>1,551</b>	<b>2,165</b>	<b>2,920</b>	<b>3,756</b>	<b>4,607</b>
% 销售收入	10.6%	11.1%	11.8%	12.2%	12.5%	12.7%
<b>财务费用</b>	<b>9</b>	<b>42</b>	<b>-8</b>	<b>-8</b>	<b>-20</b>	<b>-31</b>
% 销售收入	-0.1%	-0.3%	0.0%	0.0%	0.1%	0.1%
<b>资产减值损失</b>	<b>-184</b>	<b>-270</b>	<b>-327</b>	<b>-377</b>	<b>-438</b>	<b>-493</b>
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
<b>投资收益</b>	<b>1</b>	<b>2</b>	<b>36</b>	<b>30</b>	<b>25</b>	<b>20</b>
% 税前利润	0.1%	0.2%	1.9%	1.2%	0.7%	0.5%
<b>营业利润</b>	<b>902</b>	<b>1,326</b>	<b>1,866</b>	<b>2,565</b>	<b>3,322</b>	<b>4,102</b>
营业利润率	8.9%	9.5%	10.1%	10.7%	11.1%	11.3%
<b>营业外收支</b>	<b>0</b>	<b>-3</b>	<b>19</b>	<b>20</b>	<b>20</b>	<b>20</b>
<b>税前利润</b>	<b>902</b>	<b>1,323</b>	<b>1,885</b>	<b>2,585</b>	<b>3,342</b>	<b>4,122</b>
利润率	8.9%	9.5%	10.2%	10.8%	11.1%	11.4%
<b>所得税</b>	<b>-162</b>	<b>-207</b>	<b>-297</b>	<b>-414</b>	<b>-535</b>	<b>-660</b>
所得税率	18.0%	15.7%	15.8%	16.0%	16.0%	16.0%
<b>净利润</b>	<b>740</b>	<b>1,116</b>	<b>1,588</b>	<b>2,171</b>	<b>2,808</b>	<b>3,463</b>
少数股东损益	7	4	24	41	53	65
<b>归属于母公司的净：</b>	<b>733</b>	<b>1,111</b>	<b>1,564</b>	<b>2,130</b>	<b>2,755</b>	<b>3,398</b>
净利率	7.2%	8.0%	8.5%	8.9%	9.2%	9.4%

**现金流量表（人民币百万元）**

	2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E
<b>净利润</b>	<b>740</b>	<b>1,116</b>	<b>1,588</b>	<b>2,171</b>	<b>2,808</b>	<b>3,463</b>
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
<b>非现金支出</b>	<b>217</b>	<b>310</b>	<b>389</b>	<b>423</b>	<b>487</b>	<b>544</b>
非经营收益	-18	-91	-106	85	40	59
<b>营运资金变动</b>	<b>-383</b>	<b>-560</b>	<b>-861</b>	<b>-1,297</b>	<b>-1,555</b>	<b>-1,457</b>
<b>经营活动现金净流</b>	<b>556</b>	<b>775</b>	<b>1,010</b>	<b>1,383</b>	<b>1,780</b>	<b>2,609</b>
<b>资本开支</b>	<b>-117</b>	<b>-182</b>	<b>-242</b>	<b>282</b>	<b>-30</b>	<b>-30</b>
投资	-117	-336	-804	5	0	0
其他	11	52	73	30	25	20
<b>投资活动现金净流</b>	<b>-223</b>	<b>-466</b>	<b>-973</b>	<b>317</b>	<b>-5</b>	<b>-10</b>
股权募资	1,323	725	10	0	-391	0
债权募资	0	436	-29	204	200	200
其他	-66	-337	-217	-67	-320	-334
<b>筹资活动现金净流</b>	<b>1,257</b>	<b>823</b>	<b>-235</b>	<b>137</b>	<b>-511</b>	<b>-134</b>
<b>现金净流量</b>	<b>1,589</b>	<b>1,132</b>	<b>-198</b>	<b>1,837</b>	<b>1,264</b>	<b>2,465</b>

来源：国金证券研究所

**资产负债表（人民币百万元）**

	2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E
<b>货币资金</b>	<b>2,441</b>	<b>3,805</b>	<b>3,598</b>	<b>5,435</b>	<b>6,699</b>	<b>9,163</b>
<b>应收款项</b>	<b>4,504</b>	<b>8,047</b>	<b>11,689</b>	<b>13,901</b>	<b>18,731</b>	<b>23,708</b>
<b>存货</b>	<b>51</b>	<b>64</b>	<b>84</b>	<b>97</b>	<b>121</b>	<b>146</b>
<b>其他流动资产</b>	<b>109</b>	<b>117</b>	<b>886</b>	<b>933</b>	<b>982</b>	<b>1,032</b>
<b>流动资产</b>	<b>7,105</b>	<b>12,034</b>	<b>16,257</b>	<b>20,366</b>	<b>26,534</b>	<b>34,049</b>
% 总资产	92.2%	90.1%	91.1%	94.3%	95.6%	96.5%
<b>长期投资</b>	<b>14</b>	<b>21</b>	<b>74</b>	<b>69</b>	<b>69</b>	<b>69</b>
<b>固定资产</b>	<b>433</b>	<b>697</b>	<b>876</b>	<b>931</b>	<b>924</b>	<b>916</b>
% 总资产	5.6%	5.2%	4.9%	4.3%	3.3%	2.6%
<b>无形资产</b>	<b>78</b>	<b>473</b>	<b>464</b>	<b>101</b>	<b>109</b>	<b>117</b>
<b>非流动资产</b>	<b>600</b>	<b>1,317</b>	<b>1,596</b>	<b>1,232</b>	<b>1,233</b>	<b>1,232</b>
% 总资产	7.8%	9.9%	8.9%	5.7%	4.4%	3.5%
<b>资产总计</b>	<b>7,705</b>	<b>13,350</b>	<b>17,853</b>	<b>21,597</b>	<b>27,766</b>	<b>35,281</b>
<b>短期借款</b>	<b>0</b>	<b>18</b>	<b>30</b>	<b>20</b>	<b>20</b>	<b>20</b>
<b>应付款项</b>	<b>4,043</b>	<b>6,825</b>	<b>9,528</b>	<b>10,551</b>	<b>13,876</b>	<b>17,496</b>
<b>其他流动负债</b>	<b>535</b>	<b>1,084</b>	<b>1,531</b>	<b>2,091</b>	<b>2,553</b>	<b>3,020</b>
<b>流动负债</b>	<b>4,579</b>	<b>7,927</b>	<b>11,089</b>	<b>12,662</b>	<b>16,449</b>	<b>20,536</b>
<b>长期贷款</b>	<b>0</b>	<b>465</b>	<b>427</b>	<b>627</b>	<b>827</b>	<b>1,027</b>
<b>其他长期负债</b>	<b>3</b>	<b>744</b>	<b>718</b>	<b>745</b>	<b>745</b>	<b>745</b>
<b>负债</b>	<b>4,581</b>	<b>9,136</b>	<b>12,234</b>	<b>14,034</b>	<b>18,021</b>	<b>22,308</b>
<b>普通股股东权益</b>	<b>3,112</b>	<b>4,144</b>	<b>5,543</b>	<b>7,447</b>	<b>9,576</b>	<b>12,739</b>
<b>少数股东权益</b>	<b>12</b>	<b>69</b>	<b>76</b>	<b>117</b>	<b>170</b>	<b>235</b>
<b>负债股东权益合计</b>	<b>7,705</b>	<b>13,350</b>	<b>17,853</b>	<b>21,597</b>	<b>27,766</b>	<b>35,281</b>

**比率分析**

	2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E
<b>每股指标</b>						
每股收益	1.414	1.422	1.331	1.813	2.345	2.892
每股净资产	6.004	5.303	4.718	6.339	8.151	10.843
每股经营现金净流	1.073	0.991	0.860	1.177	1.515	2.221
每股股利	0.200	0.200	0.200	0.200	0.200	0.200
<b>回报率</b>						
净资产收益率	23.55%	26.82%	28.21%	28.60%	28.77%	26.67%
总资产收益率	9.51%	8.33%	8.76%	9.86%	9.92%	9.63%
投入资本收益率	28.20%	24.18%	26.90%	27.48%	27.90%	26.26%
<b>增长率</b>						
主营业务收入增长率	52.80%	37.42%	32.08%	30.24%	25.36%	20.37%
EBIT增长率	68.41%	44.24%	39.59%	34.88%	28.63%	22.65%
净利润增长率	88.55%	51.67%	40.68%	36.22%	29.33%	23.35%
总资产增长率	89.76%	73.26%	33.73%	20.98%	28.56%	27.06%
<b>资产管理能力</b>						
应收账款周转天数	117.3	153.2	184.5	205.0	225.0	240.0
存货周转天数	1.9	1.8	1.8	1.8	1.8	1.8
应付账款周转天数	121.6	153.6	180.8	180.0	190.0	200.0
固定资产周转天数	14.8	15.2	11.2	8.7	6.6	5.2
<b>偿债能力</b>						
净负债/股东权益	-78.13%	-62.23%	-43.44%	-54.05%	-52.86%	-57.17%
EBIT利息保障倍数	-114.9	-36.5	256.7	351.4	185.5	146.7
资产负债率	59.46%	68.44%	68.53%	64.98%	64.90%	63.23%

### 市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二个月内	三月内	六月内
买入	0	13	13	13	25
增持	0	2	2	2	3
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0	1.13	1.13	1.13	1.12

来源：朝阳永续

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性  
3.01~4.0=减持

### 历史推荐和目标定价(人民币)

日期	评级	市价	目标价
1 2012-08-15	增持	41.30	N/A
2 2012-10-30	增持	36.00	N/A
3 2012-11-19	增持	34.04	N/A
4 2013-04-24	增持	39.80	N/A
5 2013-07-29	买入	23.14	N/A
6 2013-08-27	买入	26.35	N/A
7 2014-01-16	买入	19.59	N/A
8 2014-04-14	买入	18.70	N/A

来源：国金证券研究所



### 长期竞争力评级的说明：

长期竞争力评级着重于企业基本面，评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

### 优化市盈率计算的说明：

行业优化市盈率中，在扣除行业内所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

### 投资评级的说明：

买入：预期未来 6 – 12 个月内上涨幅度在 20% 以上；  
增持：预期未来 6 – 12 个月内上涨幅度在 5% – 20%；  
中性：预期未来 6 – 12 个月内变动幅度在 -5% – 5%；  
减持：预期未来 6 – 12 个月内下跌幅度在 5% 以下。

**特别声明:**

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。本报告亦非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的邀请。

证券研究报告是用于服务机构投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

本报告仅供国金证券股份有限公司的机构客户使用；非国金证券客户擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

**上海**

电话: (8621)-61038271

传真: (8621)-61038200

邮箱: researchsh@gjzq.com.cn

邮编: 201204

地址: 上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹国际大厦 7 楼

**北京**

电话: 010-6621 6979

传真: 010-6621 6793

邮箱: researchbj@gjzq.com.cn

邮编: 100053

地址: 中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

**深圳**

电话: 0755-83831378

传真: 0755-83830558

邮箱: researchsz@gjzq.com.cn

邮编: 518000

地址: 深圳市福田区深南大道 4001 号时代金融中心 7BD