

金螳螂(002081.SZ) 装修装饰行业

评级：买入 维持评级

公司点评

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

模式持续拓展，继续看好

事件

近期，家装 e 站加盟商陆续开业，第一家中心仓也开始投入运营，模式得到快速推广，随着总部培训逐步开展，各地加盟商运作将与家装 e 站总部理念更为贴合，未来推广速度以及空间可期。

评论

加盟商陆续开业，情况反馈良好：1、近期，各地加盟商开业，尤其是上周末苏州站开业，意味着公司第一家中心仓开始投入运营，金螳螂体系打造的全国主材包开始上线，覆盖苏州周边 200 公里区域；2、金螳螂从 4 月底与家装 e 站合作以来，不到 6 个月时间，加盟商在原有 70 多个基础上得到了快速的拓展，中心仓也逐步落地，人员培训已经开展，再一次印证了其出色管理能力；3、从目前新开业加盟商反馈情况来看，签单量良好，客户对新模式很有兴趣，客户转化率较高。4、目前，家装 e 站针对加盟站站长，财务，施工等方面培训已经开展起来，随着培训的深入，各个加盟站理念将逐步向总部统一，电商思维和服务意识有望逐步提升，而这也是加速该模式推广的关键。

家装模式可进一步提升附加值：1、家装 e 站模式是类平台模式，随着家装业务做大，平台优势，渠道优势将更加凸显，目前中心仓在建，可以为消费者提供质优价廉的主材包，未来不排除引入家电包，软装包，家政包等服务类型，进一步提升平台价值，当家装 e 站可以成为一种重要家庭入口时，将具备更多的可能性，更多的业务，模式，价值将体现出来；2、家装 e 站模式具备自我增强的特性，随着中心仓逐步建立，主材包销售数量将逐步增加，家装 e 站也将成为建材商一个重要的销售渠道，其议价能力也将进一步增强，这有利于进一步降低主材包成本，增强在家装市场竞争力，有望实现量价齐升局面，后续随着家装 e 站逐步推广，品牌影响力扩大，不排除更多家居领域优秀公司将与家装 e 站合作，强强合作，更体现出家装 e 站的类平台价值。

推荐金螳螂：1、对于传统业务，公司目前体量很大，在经济不好情况，保持过往高速增长确实有压力，但凭借公司多年的管理能力，仍有望保持稳健增长，尤其目前市场已经降低了装饰个股增长预期，在地产放松，限购，限贷放开的情况下，公司传统业务估值得到一定的支撑，传统业务给予公司安全边际；3、对于家装 e 站推广，我们持乐观态度，从目前开业的各地加盟商的情况来看，很多站从接单量，转换率，消费者反馈，以及传统家装公司的反馈来看，存在诸多超预期的地方，我们认为，金螳螂的品牌影响力，金螳螂强大的供应量优势，以及在公装领域的强大优势，我们认为未来家装 e 站推广的速度值得乐观期待。鉴于稳健的公装业务提供安全边际，极具成长空间的互联网家装模式目前顺利进展，我们推荐投资者买入金螳螂。

投资建议

预计 2014-2016 年 EPS 分别为 1.20、1.57、1.93 元，分别对应 15、11、9 倍估值水平，维持“买入”评级，给予未来 12 个月目标价格 30 元。

图表1：家装e站与传统家装比较

	家装e站	传统家装
价格	一口价，透明	价格不透明
增项	零增项	增项加价
付款	节点满意付款	提前支付

来源：国金证券研究所

图表2：三张报表

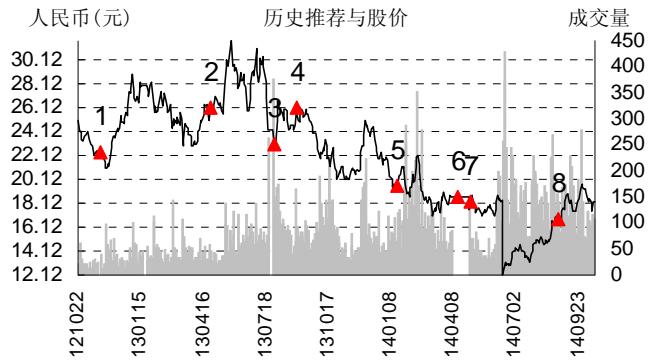
损益表（人民币百万元）							资产负债表（人民币百万元）						
主营业务收入	2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E	货币资金	2,441	3,805	3,598	4,382	6,244	8,589
增长率		37.4%	32.1%	30.2%	25.4%	20.4%	应收款项	4,504	8,047	11,689	14,220	18,731	23,708
主营业务成本	-8,415	-11,551	-15,145	-19,660	-24,596	-29,576	存货	51	64	84	97	121	146
% 销售收入	82.9%	82.9%	82.2%	82.0%	81.8%	81.7%	其他流动资产	109	117	886	933	982	1,032
毛利	1,730	2,391	3,269	4,323	5,470	6,615	流动资产	7,105	12,034	16,257	19,633	26,079	33,475
% 销售收入	17.1%	17.1%	17.8%	18.0%	18.2%	18.3%	% 总资产	92.2%	90.1%	91.1%	90.9%	93.0%	94.5%
营业税金及附加	-344	-458	-524	-672	-842	-1,013	长期投资	14	21	74	69	69	69
% 销售收入	3.4%	3.3%	2.8%	2.8%	2.8%	2.8%	固定资产	433	697	876	931	924	916
营业费用	-136	-164	-226	-276	-331	-380	% 总资产	5.6%	5.2%	4.9%	4.3%	3.3%	2.6%
% 销售收入	1.3%	1.2%	1.2%	1.2%	1.1%	1.1%	无形资产	78	473	464	824	832	840
管理费用	-175	-218	-355	-456	-541	-615	非流动资产	600	1,317	1,596	1,955	1,956	1,955
% 销售收入	1.7%	1.6%	1.9%	1.9%	1.8%	1.7%	% 总资产	7.8%	9.9%	8.9%	9.1%	7.0%	5.5%
息税前利润 (EBIT)	1,075	1,551	2,165	2,920	3,756	4,607	资产总计	7,705	13,350	17,853	21,588	28,035	35,430
% 销售收入	10.6%	11.1%	11.8%	12.2%	12.5%	12.7%	短期借款	0	18	30	20	20	20
财务费用	9	42	-8	-30	-38	-44	应付款项	4,043	6,825	9,528	10,551	13,876	17,496
% 销售收入	-0.1%	-0.3%	0.0%	0.1%	0.1%	0.1%	其他流动负债	535	1,084	1,531	2,208	2,671	3,137
资产减值损失	-184	-270	-327	-386	-429	-493	流动负债	4,579	7,927	11,089	12,780	16,566	20,653
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0	长期贷款	0	465	427	627	827	1,027
投资收益	1	2	36	50	40	30	其他长期负债	3	744	718	745	745	745
% 税前利润	0.1%	0.2%	1.9%	1.9%	1.2%	0.7%	负债	4,581	9,136	12,234	14,151	18,138	22,425
营业利润	902	1,326	1,866	2,553	3,328	4,100	普通股股东权益	3,112	4,144	5,543	7,320	9,727	12,771
营业利润率	8.9%	9.5%	10.1%	10.6%	11.1%	11.3%	少数股东权益	12	69	76	117	170	235
营业外收支	0	-3	19	20	20	20	负债股东权益合计	7,705	13,350	17,853	21,588	28,035	35,430
税前利润	902	1,323	1,885	2,573	3,348	4,120							
利润率	8.9%	9.5%	10.2%	10.7%	11.1%	11.4%							
所得税	-162	-207	-297	-412	-536	-659							
所得税率	18.0%	15.7%	15.8%	16.0%	16.0%	16.0%							
净利润	740	1,116	1,588	2,161	2,813	3,461							
少数股东损益	7	4	24	41	53	65							
归属于母公司的净：	733	1,111	1,564	2,120	2,760	3,396							
净利率	7.2%	8.0%	8.5%	8.8%	9.2%	9.4%							
现金流量表（人民币百万元）							比率分析						
	2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E		2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E
净利润	740	1,116	1,588	2,161	2,813	3,461	每股指标						
少数股东损益	0	0	0	0	0	0	每股收益	1.414	1.422	1.331	1.203	1.566	1.927
非现金支出	217	310	389	433	478	544	每股净资产	6.004	5.303	4.718	4.154	5.520	7.247
非经营收益	-18	-91	-106	65	25	49	每股经营现金净流	1.073	0.991	0.860	0.587	1.186	1.474
营运资金变动	-383	-560	-861	-1,625	-1,227	-1,457	每股股利	0.200	0.200	0.200	0.200	0.200	0.200
经营活动现金净流	556	775	1,010	1,034	2,090	2,597	回报率						
资本开支	-117	-182	-242	-442	-30	-30	净资产收益率	23.55%	26.82%	28.21%	28.97%	28.37%	26.59%
投资	-117	-336	-804	5	0	0	总资产收益率	9.51%	8.33%	8.76%	9.82%	9.84%	9.59%
其他	11	52	73	50	40	30	投入资本收益率	28.20%	24.18%	26.90%	27.88%	27.53%	26.21%
投资活动现金净流	-223	-466	-973	-387	10	0	增长率						
股权投资	1,323	725	10	0	0	0	主营业务收入增长率	52.80%	37.42%	32.08%	30.24%	25.36%	20.37%
债权募资	0	436	-29	204	200	200	EBIT增长率	68.41%	44.24%	39.59%	34.88%	28.63%	22.65%
其他	-66	-337	-217	-67	-438	-452	净利润增长率	88.55%	51.67%	40.68%	35.61%	30.15%	23.06%
筹资活动现金净流	1,257	823	-235	137	-238	-252	总资产增长率	89.76%	73.26%	33.73%	20.92%	29.86%	26.38%
现金净流量	1,589	1,132	-198	784	1,862	2,345	资产管理能力						
							应收账款周转天数	117.3	153.2	184.5	210.0	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
							偿债能力						
							净负债/股东权益	-78.13%	-62.23%	-43.44%	-40.82%	-47.46%	-52.61%
							EBIT利息保障倍数	-114.9	-36.5	256.7	95.8	97.9	105.9
							资产负债率	59.46%	68.44%	68.53%	65.55%	64.70%	63.29%

来源：国金证券研究所

历史推荐和目标定价(人民币)

	日期	评级	市价	目标价
1	2012-11-19	增持	22.47	N/A
2	2013-04-24	增持	26.22	N/A
3	2013-07-29	买入	23.03	N/A
4	2013-08-27	买入	26.17	N/A
5	2014-01-16	买入	19.56	N/A
6	2014-04-14	买入	18.69	N/A
7	2014-04-30	买入	18.29	N/A
8	2014-08-27	买入	16.82	N/A

来源：国金证券研究所



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形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靠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	北京	深圳
电话: (8621)-61038271	电话: 010-6621 6979	电话: 0755-83831378
传真: (8621)-61038200	传真: 010-6621 6793	传真: 0755-83830558
邮箱: researchsh@gjzq.com.cn	邮箱: researchbj@gjzq.com.cn	邮箱: researchsz@gjzq.com.cn
邮编: 201204	邮编: 100053	邮编: 518000
地址: 上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹国际大厦 7 楼	地址: 中国北京西城区长椿街 3 号 4 层	地址: 深圳市福田区深南大道 4001 号时代金融中心 7BD