

评级：买入 维持评级

业绩点评

市场价格（人民币）：32.31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)	1,678.94
总市值(百万元)	56,936.87
年内股价最高最低(元)	35.40/11.20
沪深300指数	4807.59
深证成指	14809.42
人民币(元)	
成交金额(百万元)	2,000

**公司基本情况(人民币)**

项目	2013	2014	2015E	2016E	2017E
摊薄每股收益(元)	1.331	1.065	1.255	1.550	1.989
每股净资产(元)	4.72	4.08	5.14	6.17	7.96
每股经营性现金流(元)	0.86	-0.20	3.09	1.04	1.18
市盈率(倍)	16.51	15.77	25.74	20.84	16.25
行业优化市盈率(倍)	35.48	43.57	76.97	76.97	76.97
净利润增长率(%)	40.68%	20.06%	17.81%	23.53%	28.28%
净资产收益率(%)	28.21%	26.09%	24.43%	25.11%	24.97%
总股本(百万股)	1,174.80	1,762.21	1,762.21	1,762.21	1,762.21

来源：公司年报、国金证券研究所

业绩简评

- 金螳螂于4月27日晚同时发布了2014年年报和2015年一季报：
 - 公司在2014年共实现总收入206.89亿元，同比增长12.35%，实现归属上市公司股东的净利润18.77亿元，同比增长20.06%，实现按期末股本摊薄后每股收益1.07元；
 - 公司在2015年一季度实现收入40.57亿元，同比增长0.20%，实现归属上市公司股东的净利润4.37亿元，同比增长10.05%，实现按期末股本摊薄后每股收益0.25元；
- 公司2014年度利润分配预案为：以10为基数，向全体股东每10股派发现金红利1.00元（含税），不以公积金转增股本。

经营分析

- 2014年公司营收增速和净利润增速有所放缓，且在2015年一季度放缓趋势进一步延续：2014年公司营收和销售净利润同比增速分别为12.35%和19.54%，相比之下2013年公司增速分别为32.08%和42.34%；2015年一季度公司营收和净利润同比增速继续放缓，分别为0.2%和8.9%，相比之下2014年一季度公司增速分别为31.07%和37.69%。公司营收和销售净利润增速的放缓很大程度同行业大环境有关——一方面，由政府投资主导的楼堂馆所建设暂停，另一方面，地产调整也让地产相关链条产业投资亦放缓，并且这两个问题在2014年都较显著（这也影响到了14年订单承接）。但从近期龙头装饰公司反馈情况看，这些公司2015年1季度订单情况有所回暖，这意味着装饰龙头公司后续业绩有望改善，这也与地产回暖的行业背景一致。
- 公司毛利率和净利率仍在持续提升。公司2014年毛利率和销售净利率分别为18.43%、9.18%；公司2015年一季度毛利率和销售净利率分别为16.81%和10.81%。值得一提的是，公司2015年一季度资产减值损失为负（主要与公司应收账款账龄结构改善有关）是导致公司2015年一季度净利率提升幅度显著高于毛利率提升幅度的原因。而公司2014年管理费用率（1.99%）、销售费用率（1.15%）、财务费用率（0.09%）则均与2013年相差不大；公司2015年一季度销售费用率（1.64%）和管理费用率（2.69%）亦和2014年一季度数值相差不大，一季度财务费用率（0.36%）显著提升则是由于公司将闲置资金暂时买入理财产品导致利息收入减少所致。
- 经营情况，公司现金流入速度放缓。公司2014收现比（77.07%）比2013

相关报告

- 1.《传统业务相对稳健，看好家装e站未来空间》，2014.10.30
- 2.《模式持续拓展，继续看好》，2014.10.23
- 3.《现金回款有所放缓，期待家装e站快速拓展》，2014.8.27
- 4.《业绩符合预期，触网家装e站拓展新领域》，2014.4.30

刘晨辰
联系人
(8621)61356502
liuchenchen@gjzq.com.cn
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

年有所下降，且公司 2014 年购买商品、接受劳务支付的现金/总营收之值（65.29%）却比 2013 年有所上升，导致公司 2014 年经营性现金净流入转负，公司 14 年回款情况变差与行业整体放缓背景下结算变慢有关。公司 2014 年新增应收账款/2014 年营收之值（18.22%）比 2013 年同期数值有所下降，然而公司（新增应收账款 + 新增应收票据）/2014 年营收之值（21.04%）却比 2013 年同期数值升高，这就与同期收现比降低相一致；同期（应收款+应收票据）比例的提高也和行业整体竞争激烈的情况下企业普遍放宽接单标准有关。值得一提的是，公司 2015 年一季度收现比为 105.21%，同时新增应收票据/营收之比值提升至 9.46%，应收账款减少值/一季度营收亦从 14 年一季度的 14.71% 提升至 17.20%，加之应收账款账龄有所改善，都显示公司加强了回款管理并取得了一定成效。

未来展望

- **长期看好公司家装业务拓展。**我们已在今年 1 月发布的家装行业报告中提到，家装企业长期发展的关键以及长期竞争优势的形成在于公司强大的资金实力、管理能力、供应链整合能力、执行能力等多方面能力的综合，同时，标准化家装要发挥威力又必须同公司快速放量的能力相结合（快速放量能力又与公司上述综合实力相关），金螳螂作为大力拓展家装业务公装龙头，综合实力在众多装饰企业中相当突出，考虑到家装领域整体依然处于严重不规范的状态，考虑到我国地产行业有大量的待售存量房，我们认为金螳螂开拓家装这个巨大的市场具备很好的中长期前景。
 - 对金螳螂互联网家装业务而言，经 2014 年试点运作和数据收集&分析，公司家装 O2O 各环节均已打通，已具备复制和推广的基础。2015 年公司计划加快全国布点的速度，完成 2000 家左右城市综合服务商布局，实现在全国所有城市和主要县城的网络建设；公司亦打算加快建立城市中心仓，计划 2015 年上半年完成 50 个中心仓建设，全面实现全国范围 F2C 供应链打通；人员方面，公司将加强对家装产业链工人的培训和认证，为标准化家装的标准统一和均质化打好基础；公司还计划继续建设和完善家装 e 站的 IT 系统，为完成家装 e 站官网和手机 APP 上线提供系统支撑和技术支持。
 - 创新精装修业务模式，打造定制精装。报告期内公司已对原有住宅精装修业务模式进行创新，在原 B2B 基础上新增 B2B2C 模式的“定制精装”，“定制精装”在保证传统精装房优点的基础上，可以通过购房业主主动参与、自主选择而使精装房展示出个性化特点，因而能带给业主更好的参与感和体验感，该业务未来的拓展亦值得期待。
- **地产利好政策同时有利于公司家装业务的放量和公装业务的稳健增长。**地产利好政策的不断放出（降息、放宽公积金贷款标准）有望让地产早日走出低谷，并进入稳健发展的状态；而地产销售一旦走出冰点，也意味以存量房为代表的家装业务有望较快放量，而在销售回暖后新开工好转也有望让公司和地产关联密切的公装业务稳健增长。事实上公司 2014 年报告期在手订单为 232.49 亿元，为 2014 年营收的 112.37%，已为公司 2015 年营收的稳健增长打下一定基础。

投资建议

- 预计公司 2015-2017 年的 EPS 分别为 1.26 元、1.55 元、1.99 元，维持公司买入评级。

风险提示

- 地产回暖不及预期，进一步导致公司家装和公装业务推进都不及预期。

附表：三张报表

损益表（人民币百万元）							资产负债表（人民币百万元）							
	2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E		2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E	
主营业务收入	13,942	18,414	20,689	25,078	29,041	34,682		货币资金	3,805	3,598	1,983	7,508	8,547	10,456
增长率		32.1%	12.4%	21.2%	15.8%	19.4%		应收款项	8,047	11,689	15,992	14,797	17,878	22,331
主营业务成本	-11,551	-15,145	-16,875	-20,533	-23,589	-27,872		存货	64	84	107	101	116	137
% 销售收入	82.9%	82.2%	81.6%	81.9%	81.2%	80.4%		其他流动资产	117	886	1,500	942	972	1,015
毛利	2,391	3,269	3,813	4,545	5,452	6,809		流动资产	12,034	16,257	19,581	23,348	27,513	33,940
% 销售收入	17.1%	17.8%	18.4%	18.1%	18.8%	19.6%		% 总资产	90.1%	91.1%	90.1%	93.5%	94.6%	95.6%
营业税金及附加	-458	-524	-556	-677	-784	-936		长期投资	21	74	337	315	315	315
% 销售收入	3.3%	2.8%	2.7%	2.7%	2.7%	2.7%		固定资产	697	876	1,041	1,066	1,028	989
营业费用	-164	-226	-237	-288	-334	-399		% 总资产	5.2%	4.9%	4.8%	4.3%	3.5%	2.8%
% 销售收入	1.2%	1.2%	1.1%	1.2%	1.2%	1.2%		无形资产	473	464	531	99	107	115
管理费用	-218	-355	-411	-502	-581	-694		非流动资产	1,317	1,596	2,143	1,610	1,581	1,549
% 销售收入	1.6%	1.9%	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%		% 总资产	9.9%	8.9%	9.9%	6.5%	5.4%	4.4%
息税前利润（EBIT）	1,551	2,165	2,609	3,078	3,753	4,780		资产总计	13,350	17,853	21,725	24,958	29,094	35,489
% 销售收入	11.1%	11.8%	12.6%	12.3%	12.9%	13.8%		短期借款	18	30	463	100	140	180
财务费用	42	-8	-19	-30	-31	-32		应付款项	6,825	9,528	11,384	12,320	14,158	16,734
% 销售收入	-0.3%	0.0%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%		其他流动负债	1,084	1,531	1,800	2,519	2,846	3,308
资产减值损失	-270	-327	-432	-476	-526	-639		流动负债	7,927	11,089	13,647	14,939	17,144	20,222
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0		长期贷款	465	427	31	31	81	181
投资收益	2	36	76	90	100	120		其他长期负债	744	718	704	745	745	745
% 销售收入	0.2%	1.9%	3.4%	3.4%	3.0%	2.8%		负债	9,136	12,234	14,382	15,715	17,969	21,147
营业利润	1,326	1,866	2,234	2,662	3,296	4,229		普通股股东权益	4,144	5,543	7,194	9,053	10,882	14,034
营业利润率	9.5%	10.1%	10.8%	10.6%	11.3%	12.2%		少数股东权益	69	76	149	190	243	308
营业外收支	-3	19	15	20	20	20		负债股东权益合计	13,350	17,853	21,725	24,958	29,094	35,489
税前利润	1,323	1,885	2,250	2,682	3,316	4,249								
利润率	9.5%	10.2%	10.9%	10.7%	11.4%	12.3%								
所得税	-207	-297	-351	-429	-530	-680								
所得税率	15.7%	15.8%	15.6%	16.0%	16.0%	16.0%								
净利润	1,116	1,588	1,898	2,253	2,785	3,569								
少数股东损益	4	24	21	41	53	65								
归属于母公司的净利润	1,111	1,564	1,877	2,212	2,732	3,504								
净利率	8.0%	8.5%	9.1%	8.8%	9.4%	10.1%								

现金流量表（人民币百万元）							比率分析							
	2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E		2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E	
净利润	1,116	1,588	1,898	2,253	2,785	3,569		每股指标						
少数股东损益	0	0	0	0	0	0		每股收益	1.422	1.331	1.065	1.255	1.550	1.989
非现金支出	310	389	515	553	606	721		每股净资产	5.303	4.718	4.082	5.137	6.175	7.964
非经营收益	-91	-106	-111	45	-76	-89		每股经营现金净流	0.991	0.860	-0.197	3.087	1.037	1.182
营运资金变动	-560	-861	-2,649	2,589	-1,488	-2,118		每股股利	0.200	0.200	0.200	0.200	0.200	0.200
经营活动现金净流	775	1,010	-347	5,439	1,827	2,082								
资本开支	-182	-242	-233	350	-30	-30		回报率						
投资	-336	-804	-802	22	0	0		净资产收益率	26.82%	28.21%	26.09%	24.43%	25.11%	24.97%
其他	52	73	31	90	100	120		总资产收益率	8.33%	8.76%	8.64%	8.86%	9.39%	9.87%
投资活动现金净流	-466	-973	-1,004	462	70	90		投入资本收益率	24.18%	26.90%	25.78%	25.63%	26.14%	26.04%
股权募资	725	10	10	0	-551	0								
债权募资	436	-29	20	-333	90	140		增长率						
其他	-337	-217	-304	-44	-396	-403		主营业务收入增长率	37.42%	32.08%	12.35%	21.22%	15.80%	19.42%
筹资活动现金净流	823	-235	-274	-377	-858	-263		EBIT增长率	44.24%	39.59%	20.53%	17.97%	21.92%	27.37%
现金净流量	1,132	-198	-1,625	5,524	1,039	1,909		净利润增长率	51.67%	40.68%	20.06%	17.81%	23.53%	28.28%
								总资产增长率	73.26%	33.73%	21.69%	14.88%	16.57%	21.98%
								资产管理能力						
								应收账款周转天数	153.2	184.5	228.6	210.0	225.0	240.0
								存货周转天数	1.8	1.8	2.1	1.8	1.8	1.8
								应付账款周转天数	153.6	180.8	212.0	205.0	205.0	205.0
								固定资产周转天数	15.2	11.2	17.2	13.8	11.2	8.8
								偿债能力						
								净负债/股东权益	-62.23%	-43.44%	-10.75%	-72.24%	-68.55%	-65.51%
								EBIT利息保障倍数	-36.5	256.7	137.9	101.9	120.9	150.6
								资产负债率	68.44%	68.53%	66.20%	62.96%	61.76%	59.59%

来源：国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	0	0	0	12
增持	0	0	0	0	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	0.00	0.00	0.00	1.00

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)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2013-07-29	买入	24.44	N/A
2	2014-01-16	买入	19.59	N/A
3	2014-04-14	买入	18.70	N/A
4	2014-04-30	买入	18.70	N/A
5	2014-08-27	买入	16.81	N/A
6	2014-10-23	买入	17.92	30.00~30.00
7	2014-10-30	买入	18.28	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：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

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：021-60753903
传真：021-61038200
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：010-66216979
传真：010-66216793
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：中国深圳福田区深南大道 4001 号
时代金融中心 7BD