

供应链金融和家装 e 站放量可期，大股东增持彰显公司投资价值

核心观点：

- 以公装业务为基础，供应链金融和家装 e 站为两翼，打造公司新的增长点。公装业务由于受到房地产行业景气度下滑的影响，增速较前几年有所放缓。但公司及时调整策略。一方面，有选择性的承接业务，严格控制坏账。另一方面，公司在家装业务加大投入，除了全力推进家装 e 站业务以外，公司在定制精装方面也有所布局。公司不断挖掘自身潜力，开发供应链金融业务，预计将成为未来盈利的重要来源。我们坚定看好公司长期投资价值。
- 供应链金融将为公司未来净利润增长的重要来源。公司 2015 年一季度末应付账款达 96.98 亿元，其中相当一部分沉淀资金可以为上游材料供应商提供融资。由于提供的金融服务围绕公司自身的供应商展开，公司对其情况较为了解，又是基于真实的往来交易进行放款，风险可控，风险较一般小贷公司小很多。待公司完成非公开发行事项，在供应链金融方面将投入更多的资金。我们预计今年供应链金融将为公司增厚几千万的净利润。未来几年，供应链金融将成为公司利润增长重要来源，预计年均净利润约 5 亿元，税后内部收益率约为 20%。供应链金融业务还能带动家装 e 站业务的发展，加盟商能够增大业务承接量，供应商能够提高产能。
- 家装 e 站业务值得期待，各项准备工作有条不紊推进，为全年 50 亿流水量打下坚实基础。市场认为家装 e 站推进速度低于预期，但我们认为从全新的商业模式到业务放量需要时间和耐心，因为没有经验可以参照。公司管理层务实，稳扎稳打，只有扎实的基础才能保证业务快速、持续放量。公司在家装 e 站业务的落地方面远领先于同行。截止目前，已有接近 500 家分站加盟，34 个中心仓已基本建设完毕。预计在 7 月底之前，将有接近 400 家的线下体验店落地，中心仓能够为超过 200 家的分站提供主材包。只有当线下体验店和主材包准备完毕以后，家装 e 站业务的流水才会快速增长。否则，家装 e 站业务将局限于施工包。此外，公司在 IT 系统支持方面也加快了进程。预计 8 月份开始，新的 ERP 系统将开始运行，将订单流、资金流、货运流统一。随着中心仓的全部运行，分站的落地能力和服务能力持续提升，后续的流水将呈现滚动式和几何式增长。我们预计家装 e 站业务将在今年最后 4 个月放量，对达到 50 亿流水规模充满信心。
- 大股东增持彰显公司投资价值。公司实际控制人朱兴良于 7 月 1 日在二级市场增持公司 96.13 万股股份，并计划在未来 6 个月内以不超过 2 亿元人民币增持公司股份不低于 100 万股，不高于 900 万股。公司实际控制人的增持彰显了公司的投资价值。
- 风险提示：家装业务进展低于预期，定增进度低于预期
- 盈利预测与估值：我们预测公司 15/16/17 年 EPS 分别为 1.23/1.39/1.54 元，我们给予公司 15 年 35-40 倍的估值，合理估值区间 43.0-49.0 元，维持“推荐”评级。

项目/年度	2013	2014	2015E	2016E	2017E
营业收入(百万)	18414	20689	23821	26847	29736
增长率 YoY%	32.1	12.4	15.1	12.7	10.8
净利润(百万)	1564	1877	2169	2451	2717
增长率 YoY%	40.7	20.1	15.5	13.0	10.8

金螳螂 (002081.SZ)

推荐 评级

合理估值区间：43.0-49.0 元

分析师

鲍荣富

电话：021-68097609

电子邮箱：baorongfu@chinastock.com.cn

执业证书编号：S0130514050003

周松

电话：021-68596786

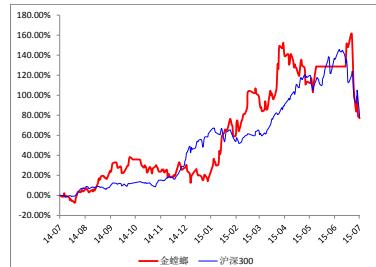
电子邮箱：zhousong_yj @chinastock.com.cn

执业证书编号：S0130515050001

市场数据 时间 2015.07.03

A 股收盘价(元)	25.1
A 股一年内最高价(元)	37.12
A 股一年内最低价(元)	13.24
上证指数	3686.92
市净率	5.81
总股本 (万股)	167893.95
实际流通 A 股(万股)	167893.95
限售的流通 A 股(万股)	8326.63
流通 A 股市值(亿元)	421.41

相对指数表现图



资料来源：中国银河证券研究部

相关研究



EPS (元)	0.89	1.07	1.23	1.39	1.54
PE	28	23	20	18	16

资料来源：公司公告，中国银河证券研究部；注：股价为2015年7月3日股价

利润表(百万元)					资产负债表(百万元)						
指标名称	2013	2014	2015E	2016E	2017E	指标名称	2013	2014	2015E	2016E	2017E
营业收入	18,414	20,689	23,821	26,847	29,736	货币资金	3,598	1,983	5,955	6,712	7,434
营业成本	15,145	16,875	19,391	21,854	24,205	存货	84	107	122	138	153
毛利率	17.8%	18.4%	18.6%	18.6%	18.6%	应收账款	11,074	14,843	17,090	19,261	21,334
营业税金及附加	524	556	640	721	799	其他流动资产	1,501	2,649	2,377	2,509	2,634
营业费用	226	237	262	295	327	流动资产	16,257	19,581	25,545	28,619	31,554
营业费用率	1.23%	1.15%	1.10%	1.10%	1.10%	固定资产	567	975	1,023	1,054	1,082
管理费用	355	411	453	510	565	长期股权投资	63	0	0	0	0
管理费用率	1.93%	1.99%	1.90%	1.90%	1.90%	无形资产	93	91	177	172	167
财务费用	8	19	17	22	24	其他长期资产	873	1,060	1,132	1,225	1,332
财务费用率	0.05%	0.09%	0.07%	0.08%	0.08%	非流动资产	1,596	2,127	2,332	2,451	2,581
投资收益	36	76	0	0	0	资产总计	17,853	21,708	27,877	31,070	34,135
营业利润	1,866	2,234	2,584	2,922	3,241	短期借款	15	20	2,882	2,260	1,380
营业利润率	10.13%	10.80%	10.85%	10.88%	10.90%	应付账款	8,866	10,738	12,338	13,906	15,402
营业外收入	21	21	21	21	21	其他流动负债	2,208	2,889	2,867	3,147	3,413
营业外支出	2	6	6	6	6	流动负债	11,089	13,647	18,087	19,313	20,195
利润总额	1,885	2,250	2,599	2,937	3,255	长期负债	427	31	0	0	0
所得税	297	351	406	459	508	其他长期负债	718	704	0	0	0
所得税率	15.8%	15.6%	15.6%	15.6%	15.6%	非流动性负债	1,145	735	0	0	0
少数股东损益	24	21	24	27	30	负债合计	12,234	14,382	18,087	19,313	20,195
归母净利润	1,564	1,877	2,169	2,451	2,717	股本	1,175	1,762	1,762	1,762	1,762
净利率	8.49%	9.07%	9.11%	9.13%	9.14%	资本公积	746	159	129	129	129
EPS (元)	0.89	1.07	1.23	1.39	1.54	股东权益合计	5,552	7,194	8,899	10,860	13,033
现金流量表 (百万元)					少数股东权益	76	149	173	201	231	
					负债权益总计	17,853	21,708	27,877	31,070	34,135	
指标名称	2013	2014	2015E	2016E	2017E	主要财务指标	2013	2014	2015E	2016E	2017E
净利润	1,564	1,877	2,169	2,451	2,717	增长率 (%)					
少数股东权益	24	21	24	27	30	营业收入	32.08	12.35	15.14	12.70	10.76
折旧和摊销	62	83	55	86	85	营业利润	40.74	19.76	15.64	13.09	10.90
营运资金变动	-927	-2,701	-447	-506	-489	净利润	40.68	20.06	15.54	13.00	10.84
其他	277	374	37	25	27	利润率 (%)					
经营现金流	1,000	-346	1,838	2,084	2,370	毛利率	17.75	18.43	18.60	18.60	18.60
资本支出	-242	-233	-156	-95	-100	EBIT Margin	11.76	12.61	12.91	12.91	12.91
投资收益	38	1	0	0	0	EBITDA Margin	12.10	13.02	13.14	13.23	13.20
资产变卖	35	29	-49	-51	-54	净利率	8.49	9.07	9.11	9.13	9.14
其他	-804	-802	0	0	0	回报率 (%)					
投资现金流	-973	-1,004	-205	-146	-154	净资产收益率	28.16	29.46	26.95	24.81	22.74
发行股票	296	10	-30	0	0	总资产收益率	8.80	9.54	8.81	8.37	8.39
负债变化	-237	-279	2,819	-668	-927	其他 (%)					
股息支出	0	0	-434	-490	-543	资产负债率	68.53	66.25	64.88	62.16	59.16
其他	-286	0	-17	-22	-24	所得税率	15.76	15.62	15.62	15.62	15.62
融资现金流	-227	-269	2,339	-1,181	-1,494	股利支付率	0.00	0.00	20.00	20.00	20.00
现金及等价物	-199	-1,619	3,972	757	722						

资料来源:wind, 中国银河证券研究部

评级标准

银河证券行业评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来6—12个月，行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报20%及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报。该评级由分析师给出。

中性：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）与交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）低于交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报10%及以上。该评级由分析师给出。

银河证券公司评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来6—12个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报20%及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：是指未来6—12个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报10%—20%。该评级由分析师给出。

中性：是指未来6—12个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：是指未来6—12个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报10%及以上。该评级由分析师给出。

鲍荣富、周松，建筑与工程行业证券分析师。本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位和执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

覆盖股票范围：

港股：中国铁建（01186.HK）、中国中铁（00390.HK）、中国交建（01800.HK）、中国中冶（01618.HK）、

A股：中国建筑（601668.SH）、中国海诚（002116.SZ）、苏交科（300284.SZ）、达实智能（002421.SZ）、延华智能（002178.SZ）、赛为智能（300044.SZ）、中国化学（601117.SH）、三维工程（002469.SZ）、围海股份（002586.SZ）、东华科技（002140.SZ）、金螳螂（002081.SZ）、洪涛股份（002325.SZ）、亚厦股份（6002375.SZ）、普邦园林（002663.SZ）等。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券，银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。银河证券认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。客户不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

银河证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。银河证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部份，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给银河证券客户的，属于机密材料，只有银河证券客户才能参考或使用，如接收人并非银河证券客户，请及时退回并删除。

所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为银河证券的商标、服务标识及标记。

银河证券版权所有并保留一切权利。

联系

中国银河证券股份有限公司 研究部

上海浦东新区富城路 99 号震旦大厦 15 楼

深圳市福田区福华一路中心商务大厦 26 层

北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座

北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座

北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座

公司网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

上海地区：何婷婷 021-20252612 hetingting@chinastock.com.cn

深广地区：詹璐 0755-83453719 zhanlu@chinastock.com.cn

海外机构：李笑裕 010-83571359 lixiaoyu@chinastock.com.cn

北京地区：王婷 010-66568908 wangting@chinastock.com.cn

海外机构：刘思瑶 010-83571359 liusiyao@chinastock.com.cn