

# 金螳螂 (002081)

证券研究报告

2018 年 07 月 30 日

## 住宅订单增速表现亮眼，规模扩张有望保障公司竞争优势

近日公司公告 2018 年第二季度经营状况简报，公司 2018 年 Q2 新签公装订单 59.47 亿，同增 3.75%；住宅装修订单 31.78 亿，同增 67.53%。2018 年上半年累计新签订单 179.26 亿，同增 18.72%。点评如下：

### 公司上半年订单稳健增长，住宅订单增速处于高位

公司 2018 年上半年新签订单共 179.26 亿，同增 18.72%。其中公装订单为 103.04 亿，2018 年 Q2 单季度为 59.47 亿，单季度同增 3.75%；住宅订单为 65.70 亿，累计同增 61.03%，单季同增 67.53%，为新签订单边际增量的主要部分。订单数据中有两点值得注意：第一，住宅订单增速与公司门店开拓速度较为匹配（基于官网历史数据截取，2017 年 5 月 20 日、2018 年 6 月 11 日分别有门店数目 101、164 家）；第二，公司公装订单增速有所承压，其中 2018 年 Q1 单季增速为 -0.37%，Q2 单季有所回暖，增速为 3.75%。住宅订单占比的逐步提升将逐渐影响公司业务组合的回款状况和毛利水平，增强其在公装相关投资逐步下滑时的抗风险能力。此外，公司 2018 年 Q2 期末累计已签约未完工订单额为 506.22 亿，为 2017 年营收 2.41 倍，具有较好业绩保障。此外需要注意的是，快速增长的家装业务营收也为公司未来的项目管理及供应链管理带来一定的挑战。

### 公司家装行业快速扩张的战略意义可能优先于家装业务的盈利性

我们认为公司在家装行业快速扩张的战略意义可能优先于家装业务的盈利性，家装业务良好的现金流有助于公司规模的快速扩张。在行业空间吃紧的背景下，公司通过快速扩张增强其在产业链上下游的话语权，从而整合下游材料市场，实现较好的规模效应。十年前上市初期，公司管理层高瞻远瞩，在现场管理和质量控制方面加强投入，同时自主研发“金螳螂 ERP 系统”，作为 50/80 管理模式的载体，对各个项目的流程数据实施精细化监督与控制，从而为后期项目收入规模扩张以及项目盈利做好铺垫，可以看到公司在 2007 年净利率短暂下滑之后，进入逐年提升时期。然而在目前行业增长动能逐渐消失的背景下，公司或又行至另一个关键战略拐点期。上下游行业集中度逐步提升，扩充规模或为维持公司在“新十年”竞争优势的战略选择。此时公司家装的快速扩张以及大客户战略在增强业务盈利的同时，更要逐步有效提升公司自身规模，而这一过程可能比十年前对于项目管理体系上的改革耗时更久，但仍不能忽视扩大规模所起到的重大战略意义。

### 投资建议

2018 年上半年公司住宅订单增速处于高位；公司公装订单增速趋于稳定，在行业集中度提升的背景下载其公装订单将保持平稳增长，预计随着规模逐渐扩张，公司在整合上下游以及降低成本等方面的优势也将越来越突出，此外家装行业充沛的现金流也为公司开展供应链金融方面的业务创造了良好条件。目前公司估值较低，具备良好风险收益比。同时我们认为在投资增速下行的情况下，行业市盈率对于公司价值的指引性有所减弱，但我们看到公司正行走在正确的道路上，其在产业链中正逐渐形成较强的竞争力和话语权，随着规模扩大，公司的发展后劲将得到进一步夯实。我们维持“买入”评级。预计 EPS 为 0.85、1.04、1.23 元/股，对应 PE 分别为 12.54、10.26、8.67 倍。

**风险提示：**固定资产投资增速快速下滑，公司业务推进不达预期

财务数据和估值	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	19,600.66	20,996.41	23,929.95	27,498.01	31,773.27
增长率(%)	5.07	7.12	13.97	14.91	15.55
EBITDA(百万元)	2,126.66	2,536.07	2,928.21	3,513.30	4,121.27
净利润(百万元)	1,683.39	1,918.50	2,256.07	2,756.44	3,263.86
增长率(%)	5.06	13.97	17.60	22.18	18.41
EPS(元/股)	0.64	0.73	0.85	1.04	1.23
市盈率(P/E)	16.80	14.74	12.54	10.26	8.67
市净率(P/B)	2.84	2.46	2.06	1.72	1.43
市销率(P/S)	1.44	1.35	1.18	1.03	0.89
EV/EBITDA	10.65	14.66	8.24	6.49	5.66

资料来源：wind，天风证券研究所

### 投资评级

行业	建筑装饰/装修装饰
6 个月评级	买入（维持评级）
当前价格	10.70 元
目标价格	15 元

### 基本数据

A 股总股本(百万股)	2,643.31
流通 A 股股本(百万股)	2,559.28
A 股总市值(百万元)	28,283.40
流通 A 股市值(百万元)	27,384.30
每股净资产(元)	4.55
资产负债率(%)	52.22
一年内最高/最低(元)	16.94/9.22

### 作者

唐笑 分析师  
SAC 执业证书编号：S1110517030004  
tangx@tfzq.com

岳恒宇 分析师  
SAC 执业证书编号：S1110517040005  
yuehengyu@tfzq.com

肖文劲 联系人  
xiaowenjin@tfzq.com

陈航杰 联系人  
chenhangjie@tfzq.com

### 股价走势

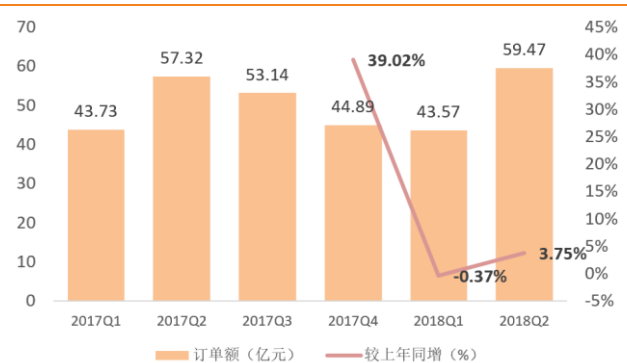


资料来源：贝格数据

### 相关报告

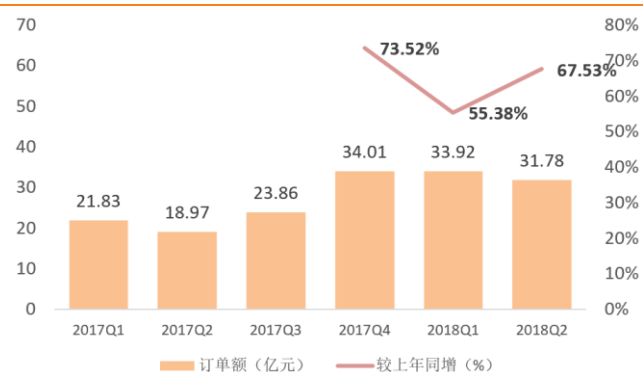
- 1 《金螳螂-公司深度研究:家装快速扩张符合公司深层战略，规模扩张有望保障公司竞争优势》 2018-07-05
- 2 《金螳螂-年报点评报告:家装业务增长韧性十足，加强回款下财报具有较好张力》 2018-04-27
- 3 《金螳螂-公司点评:长租公寓开拓迈出重要一步，股权转让激发家装增长动能》 2017-12-25

图 1：公司公装订单额单季度情况



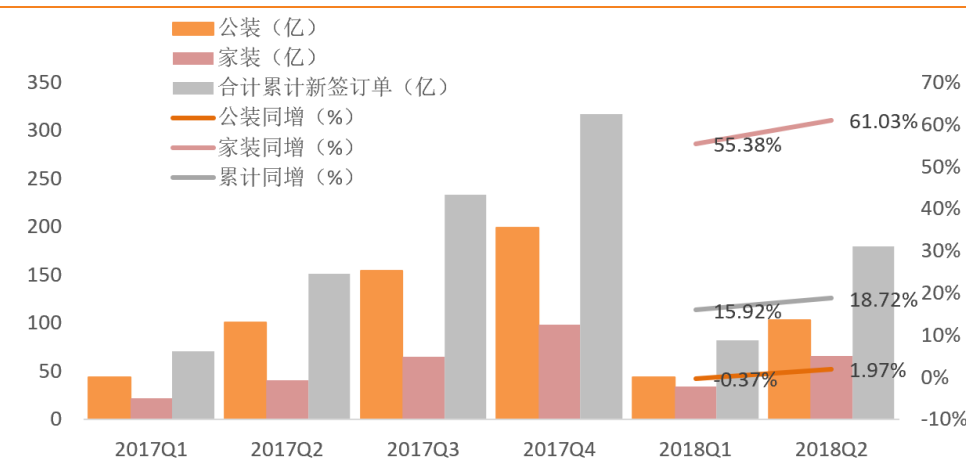
资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 2：公司住宅订单额单季度情况



资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 3：公司累计新签订单情况



资料来源：公司公告，天风证券研究所

## 财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
货币资金	1,873.09	2,677.46	3,523.45	4,841.22	4,240.82
应收账款	18,155.99	18,305.88	23,653.07	25,205.06	32,178.29
预付账款	175.33	239.13	233.60	313.25	327.25
存货	194.77	194.62	249.51	264.26	337.50
其他	1,670.29	2,766.39	2,013.31	2,512.46	2,930.62
<b>流动资产合计</b>	<b>22,069.47</b>	<b>24,183.48</b>	<b>29,672.94</b>	<b>33,136.24</b>	<b>40,014.47</b>
长期股权投资	0.72	12.10	12.10	12.10	12.10
固定资产	1,004.17	967.27	904.09	837.20	768.06
在建工程	14.47	22.00	13.80	8.88	5.93
无形资产	91.02	121.75	109.91	98.06	86.22
其他	3,642.66	2,877.76	2,620.48	2,618.81	2,607.41
<b>非流动资产合计</b>	<b>4,753.04</b>	<b>4,000.89</b>	<b>3,660.38</b>	<b>3,575.06</b>	<b>3,479.72</b>
<b>资产总计</b>	<b>26,822.52</b>	<b>28,184.37</b>	<b>33,333.32</b>	<b>36,711.29</b>	<b>43,494.20</b>
短期借款	1,160.09	1,181.77	1,000.00	1,000.00	1,000.00
应付账款	11,779.89	11,762.86	14,574.34	15,090.44	18,529.84
其他	3,726.44	3,078.27	3,585.95	3,788.05	3,834.06
<b>流动负债合计</b>	<b>16,666.43</b>	<b>16,022.89</b>	<b>19,160.29</b>	<b>19,878.50</b>	<b>23,363.90</b>
长期借款	10.41	409.09	0.00	0.00	0.00
应付债券	0.00	0.00	166.67	55.56	74.07
其他	3.84	2.23	3.45	3.17	2.95
<b>非流动负债合计</b>	<b>14.24</b>	<b>411.32</b>	<b>170.11</b>	<b>58.73</b>	<b>77.02</b>
<b>负债合计</b>	<b>16,680.67</b>	<b>16,434.21</b>	<b>19,330.40</b>	<b>19,937.22</b>	<b>23,440.92</b>
少数股东权益	173.00	262.70	272.90	287.62	302.97
股本	2,643.31	2,643.31	2,643.31	2,643.31	2,643.31
资本公积	158.83	159.58	159.58	159.58	159.58
留存收益	7,312.31	8,830.63	11,086.70	13,843.14	17,107.00
其他	(145.61)	(146.07)	(159.58)	(159.58)	(159.58)
<b>股东权益合计</b>	<b>10,141.84</b>	<b>11,750.15</b>	<b>14,002.92</b>	<b>16,774.07</b>	<b>20,053.28</b>
<b>负债和股东权益总</b>	<b>26,822.52</b>	<b>28,184.37</b>	<b>33,333.32</b>	<b>36,711.29</b>	<b>43,494.20</b>

现金流量表(百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
净利润	1,695.59	1,926.65	2,256.07	2,756.44	3,263.86
折旧摊销	109.51	120.48	84.23	84.65	84.93
财务费用	59.84	122.11	107.81	81.15	69.21
投资损失	(186.76)	(172.77)	(180.00)	(207.00)	(227.70)
营运资金变动	(540.63)	(1,723.76)	(1,259.55)	(1,474.99)	(3,884.77)
其它	(36.99)	1,504.55	10.21	14.71	15.35
<b>经营活动现金流</b>	<b>1,100.57</b>	<b>1,777.25</b>	<b>1,018.77</b>	<b>1,254.96</b>	<b>(679.11)</b>
资本支出	12.94	69.46	(0.22)	1.27	1.22
长期投资	0.72	11.38	0.00	0.00	0.00
其他	(63.00)	(21.73)	179.22	204.73	225.48
<b>投资活动现金流</b>	<b>(49.34)</b>	<b>59.11</b>	<b>179.00</b>	<b>206.00</b>	<b>226.70</b>
债权融资	1,705.18	1,590.86	1,344.89	1,293.19	1,212.69
股权融资	832.64	(127.19)	(105.81)	(75.98)	(62.32)
其他	(2,944.36)	(2,468.87)	(1,590.86)	(1,360.41)	(1,298.36)
<b>筹资活动现金流</b>	<b>(406.54)</b>	<b>(1,005.20)</b>	<b>(351.78)</b>	<b>(143.19)</b>	<b>(147.99)</b>
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>现金净增加额</b>	<b>644.70</b>	<b>831.17</b>	<b>845.99</b>	<b>1,317.77</b>	<b>(600.40)</b>

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
<b>营业收入</b>	<b>19,600.66</b>	<b>20,996.41</b>	<b>23,929.95</b>	<b>27,498.01</b>	<b>31,773.27</b>
营业成本	16,357.70	17,468.44	19,733.13	22,526.70	25,957.55
营业税金及附加	216.06	82.96	94.55	108.65	125.54
营业费用	310.32	507.86	502.53	577.46	667.24
管理费用	475.48	688.47	696.60	800.47	924.92
财务费用	64.95	128.24	107.81	81.15	69.21
资产减值损失	388.21	(35.84)	239.17	263.09	289.40
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	186.76	172.77	180.00	207.00	227.70
其他	(373.51)	(351.64)	(360.00)	(414.00)	(455.40)
<b>营业利润</b>	<b>1,974.70</b>	<b>2,335.15</b>	<b>2,736.17</b>	<b>3,347.50</b>	<b>3,967.12</b>
营业外收入	24.32	0.11	11.41	11.94	7.82
营业外支出	1.72	0.30	1.01	1.01	0.78
<b>利润总额</b>	<b>1,997.30</b>	<b>2,334.95</b>	<b>2,746.56</b>	<b>3,358.43</b>	<b>3,974.16</b>
所得税	301.70	408.31	480.28	587.28	694.95
<b>净利润</b>	<b>1,695.59</b>	<b>1,926.65</b>	<b>2,266.28</b>	<b>2,771.15</b>	<b>3,279.21</b>
少数股东损益	12.20	8.15	10.21	14.71	15.35
<b>归属于母公司净利润</b>	<b>1,683.39</b>	<b>1,918.50</b>	<b>2,256.07</b>	<b>2,756.44</b>	<b>3,263.86</b>
每股收益（元）	0.64	0.73	0.85	1.04	1.23

主要财务比率	2016	2017	2018E	2019E	2020E
<b>成长能力</b>					
营业收入	5.07%	7.12%	13.97%	14.91%	15.55%
营业利润	4.66%	18.25%	17.17%	22.34%	18.51%
归属于母公司净利润	5.06%	13.97%	17.60%	22.18%	18.41%
<b>获利能力</b>					
毛利率	16.55%	16.80%	17.54%	18.08%	18.30%
净利率	8.59%	9.14%	9.43%	10.02%	10.27%
ROE	16.89%	16.70%	16.43%	16.72%	16.53%
ROIC	25.98%	30.16%	28.72%	29.51%	30.30%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	62.19%	58.31%	57.99%	54.31%	53.89%
净负债率	130.31%	111.51%	86.88%	86.22%	68.83%
流动比率	1.32	1.51	1.55	1.67	1.71
速动比率	1.31	1.50	1.54	1.65	1.70
<b>营运能力</b>					
应收账款周转率	1.12	1.15	1.14	1.13	1.11
存货周转率	112.12	107.84	107.76	107.04	105.60
总资产周转率	0.76	0.76	0.78	0.79	0.79
<b>每股指标（元）</b>					
每股收益	0.64	0.73	0.85	1.04	1.23
每股经营现金流	0.42	0.67	0.39	0.47	-0.26
每股净资产	3.77	4.35	5.19	6.24	7.47
<b>估值比率</b>					
市盈率	16.80	14.74	12.54	10.26	8.67
市净率	2.84	2.46	2.06	1.72	1.43
EV/EBITDA	10.65	14.66	8.24	6.49	5.66
EV/EBIT	11.10	15.13	8.49	6.65	5.78

## 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

## 一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

## 特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

## 投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

## 天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	湖北武汉市武昌区中南路 99	上海市浦东新区兰花路 333	深圳市福田区益田路 5033 号
邮编：100031	号保利广场 A 座 37 楼	号 333 世纪大厦 20 楼	平安金融中心 71 楼
邮箱：research@tfzq.com	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518000
	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-68815388	电话：(86755)-23915663
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-68812910	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com