

公装市场复苏，龙头溢价或再显现

首次覆盖报告

王小勇(分析师)

0755-82312484

wangxiaoyong1@xsdzq.cn

证书编号: S0280517070001

王斌(联系人)

wangbin1@xsdzq.cn

证书编号: S0280117080044

王萌(联系人)

wangmeng@xsdzq.cn

证书编号: S0280117090007

● 综合性专业化装饰领军企业，装饰行业的绝对龙头：

金螳螂成立于1993年，作为最早上市的建筑装饰公司，历经多年发展已成为公共与家庭装饰产业的领导者，连续14年蝉联“中国建筑装饰行业百强”第1名，累计荣获91项“鲁班奖”，320项“全国建筑工程装饰奖”等多项荣誉，2017年公司以营收209.96亿元领跑全行业。

● 本轮基建投资将带动公装市场回暖，设计订单作为先行指标已有预兆：

2018年7月以来，《关于进一步明确规范金融机构资产管理业务指导意见有关事项的通知》、《商业银行理财业务监督管理办法（征求意见稿）》相继落地，国常会及中央政治局会议等一系列事件不断出台相关政策，释放基建托底经济信号，政府加大基建投资预期强烈，公装行业作为基建后周期，后续将大幅受益本轮基建投资，未来发展空间广阔。同时，公装设计新签订单情况是行业未来景气情况的先行指标，行业上市公司今年二季度新签订单同比加速落地，也预兆着公装行业近期呈现出复苏迹象。

● 行情复盘：2008年启动“四万亿”计划，之后金螳螂涨幅巨大：

2008年为应对国际金融危机全面爆发带来的国内经济硬着陆风险，11月5日国务院常务会议推出了投资额约4万亿的扩大内需、促进经济平稳较快增长的十项措施。受此政策利好催化，基建板块经历了一轮从2008年11月至2009年7月底的上涨行情。公装作为基建后周期，加大基建投资也将带来公装行业的景气高涨，受此影响，2009年9月起，金螳螂作为当时公装行业唯一上市公司，股价开启上涨行情，到2011年1月初达到整轮行情高点，涨幅约555%。

● 财务预测与估值：

预计公司2018-2020年实现归母净利22.11/25.39/28.86亿元，同比增长15.2%/14.9%/13.7%，对应EPS为0.84/0.96/1.09元。当前股价对应2018-2020年PE为9.1/7.9/7.0倍。公司作为公装行业绝对龙头，在品牌、业务及运营方面竞争优势显著，在加大基建投资带动的公装复苏背景之下，业绩具备高速增长预期，首次覆盖，给予“推荐”评级。

● 风险提示：固定资产投资下行，房地产销售不及预期等。

财务摘要和估值指标

指标	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	19601	20,996	23,027	24,594	26,292
增长率(%)	5.1	7.1	9.7	6.8	6.9
净利润(百万元)	1683.4	1,919	2,211	2,539	2,886
增长率(%)	5.1	14.0	15.2	14.9	13.7
毛利率(%)	16.5	16.8	18.1	19.0	19.8
净利率(%)	8.6	9.1	9.6	10.3	11.0
ROE(%)	16.9	16.7	17.3	17.8	18.1
EPS(摊薄/元)	0.64	0.73	0.84	0.96	1.09
P/E(倍)	11.92	10.5	9.1	7.9	7.0
P/B(倍)	2.01	1.7	1.6	1.4	1.3

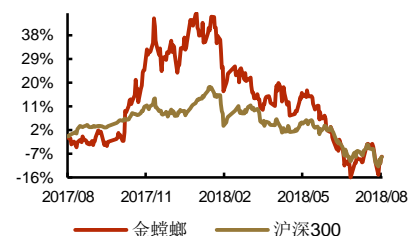
推荐（首次评级）

市场数据

时间 2018.08.10

收盘价(元):	10.29
一年最低/最高(元):	9.22/16.94
总股本(亿股):	26.43
总市值(亿元):	272.0
流通股本(亿股):	25.59
流通市值(亿元):	263.35
近3月换手率:	31.92%

股价一年走势



收益涨幅(%)

类型	一个月	三个月	十二个月
相对	5.85	-6.7	3.08
绝对	4.04	-19.24	-5.29

相关报告

目 录

1、 金螳螂： 综合性专业化装饰领军企业.....	4
1.1、 装饰行业绝对龙头，地位稳固	4
1.2、 业绩增长稳健，全国性布局成效显著	4
2、 行业分析： 作为基建后周期的公装市场广阔	6
2.1、 本轮基建投资将带动公装市场的回暖	6
2.2、 公装行业呈现结构性回暖	7
2.3、 行业集中度提升，竞争格局稳定	9
3、 公司竞争优势分析： 品牌、主业、运营多管齐下	10
3.1、 连续十四年装饰百强第一名，品牌优势显著	10
3.2、 立足公装主业，推进多维发展	10
3.3、 携手国际顶级酒店设计公司，巩固装饰设计领先优势	11
3.4、 加强管理体系建设，保持低额度管理费用开销	14
4、 盈利预测与估值	15
5、 风险提示	16
附： 财务预测摘要	17

图表目录

图 1： 2017 年度装修装饰公司营业收入排序	4
图 2： 公司近年单季度营业收入及增速	5
图 3： 公司近年单季度净利润及增速	5
图 4： 公司近年分业务营业收入及变化	5
图 5： 公司近年分地区营业收入及变化	5
图 6： “四万亿”行情金螳螂股价表现复盘	6
图 7： 公装业总产值及同比增速（2010-2017 年）	7
图 8： 新开星级酒店数量（2010-2017 年）	8
图 9： 各星级酒店占比（2000-2016 年）	8
图 10： 文体卫相关固定资产投资完成额（2005-2016 年）	8
图 11： 火车站机场固定资产投资完成额（2005-2016 年）	8
图 12： 办公写字楼竣工面积及同比增速（2010-2017 年）	9
图 13： 北上广深甲级写字楼面积及新增面积	9
图 14： 建筑装饰行业企业数量（2011-2016 年）	9
图 15： 建筑装饰行业企业平均产值（2011-2016 年）	9
图 16： 2018 年青岛上合峰会会场	10
图 17： 南京牛首山佛顶宫	10
图 18： 2008 年-2017 年公司各业务营收	11
图 19： 趣加云设计平台优势	11
图 20： HBA 全球办公室分布情况	12
图 21： 比华利山半岛酒店	12
图 22： 上海费尔蒙特和平饭店	12
图 23： 金螳螂“三标一体化”的认证标准	14
图 24： 金螳螂装饰项目管理指挥中心	14
图 25： 装饰行业上市公司管理费率情况（2015-2017 年）	15

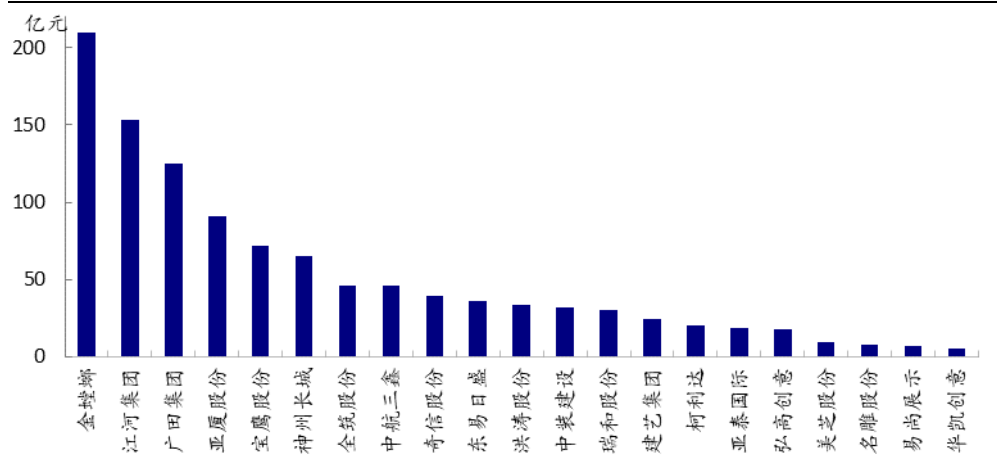
表 1: 公司新签订单情况 (亿元)	5
表 2: 建筑装饰公司 2018 年以来新签设计订单情况	7
表 3: 2013 年以来金螳螂受邀参加的国际邀请赛及获奖	13
表 7: 公司装饰业务营业收入预测 (百万元)	15
表 7: 公司互联网家装业务营业收入预测 (百万元)	16
表 7: 公司设计业务营业收入预测 (百万元)	16

1、金螳螂：综合性专业化装饰领军企业

1.1、装饰行业绝对龙头，地位稳固

苏州金螳螂建筑装饰股份有限公司为一家综合性专业化装饰集团，股票简称：金螳螂，股票代码：002081。公司主营业务包括公共建筑装饰和住宅装饰等，涵盖酒店装饰、商业建筑装饰，交通运输基础设施装饰、文体会展建筑装饰、住宅装饰等多种业务形态。公司是建筑装饰企业中资质级别最高、资质种类最多的企业之一，拥有《建筑装修装饰工程专业承包一级》、《建筑装饰工程设计专项甲级》、《建筑工程施工总承包叁级》等资质证书，具备承接各类建筑装饰工程的资格和能力。在行业地位方面，公司作为最早上市的建筑装饰公司，已连续 14 年蝉联“中国建筑装饰行业百强”第 1 名，累计荣获 91 项“鲁班奖”，320 项“全国建筑工程装饰奖”等多项荣誉，2017 年公司以营收 209.96 亿元领跑全行业。

图1： 2017 年度装修装饰公司营业收入排序



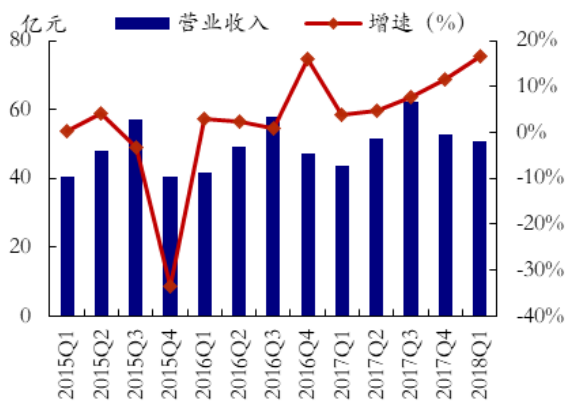
资料来源：Wind，新时代证券研究所

公司注册于 1993 年，历经多年发展已成为公共与家庭装饰产业的领导者。公司 1999 年获首个鲁班奖，2012 年收购 HBA，2014 年与家长 E 站合作进军互联网家装市场，2015 年成立金螳螂·家。

1.2、业绩增长稳健，全国性布局成效显著

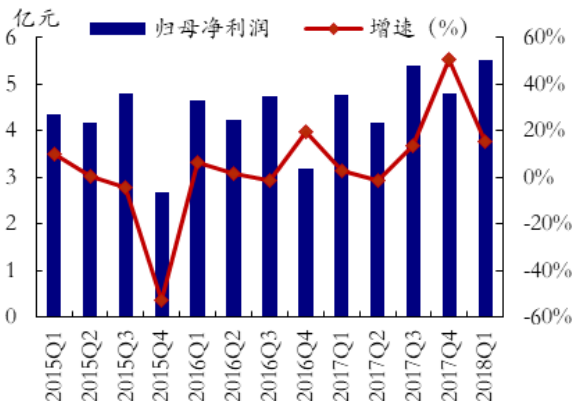
近年公司整体业绩稳中有升，2017 年全年实现营收 209.96 亿元，同比增长 7.12%；实现归母净利润 19.18 亿元，同比增长 13.97%。2018 年第一季度公司实现营收 50.65 亿元，同比增长 16.51%；实现归母净利润 5.53 亿元，同比增长 15.66%。公司着力提高项目管理效率和质量，加大业务开拓力度，未来业绩将继续维持稳定增长。

图2: 公司近年单季度营业收入及增速



资料来源: 公司财报, 新时代证券研究所

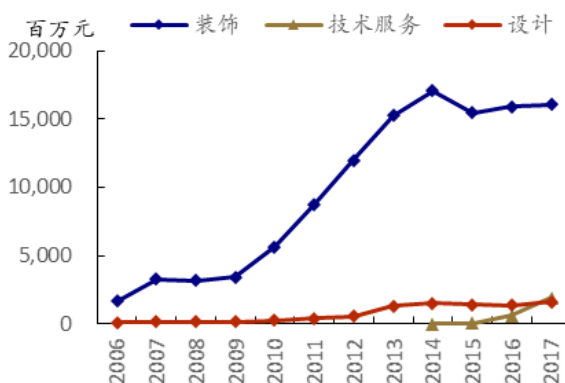
图3: 公司近年单季度净利润及增速



资料来源: 公司财报, 新时代证券研究所

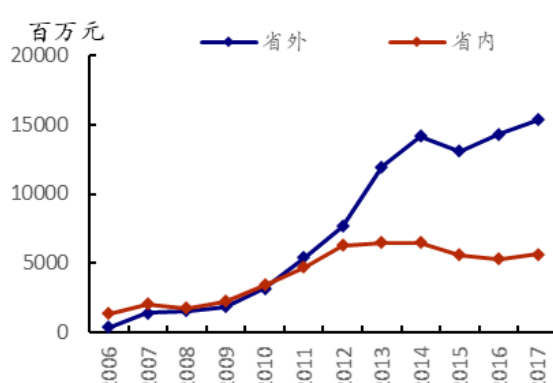
公司装饰业务营业收入迅猛增长, 2017 年度营收占比达到了 76.51%。其他业务目前占比较小: 互联网家装占比 9.13%, 设计占比 7.63%, 幕墙占比 5.98%, 金融服务占比 0.42%, 家具占比 0.13%, 其他业务占比 0.21%。另外, 2011 年以前公司在江苏省内与省外的营业收入虽连年增长, 但在占比上两者并未出现明显差距。从 2011 年开始, 公司加大对省外业务的拓展, 从而提高了省外营业收入份额, 经过多年经营, 已然在全国范围内形成了良好的品牌效应。2017 年度公司省内业务占比 26.87%, 省外业务占比 73.13%, 省外业务成为主力。

图4: 公司近年分业务营业收入及变化



资料来源: 公司财报, 新时代证券研究所

图5: 公司近年分地区营业收入及变化



资料来源: 公司财报, 新时代证券研究所

公司 2017 年全年新签订单 316.75 亿元, 同比增长 37.51%; 2018 年第二季度新签订单 97.19 亿元, 同比增长 21.18%。其中公装业务新签订单数量下滑, 一季度出现-0.37%的负增长, 二季度同比增长仅为 3.75%, 与之相比, 住宅和设计业务新签订单均呈现较大幅度上升, 二季度分别达到 67.53%与 51.92%。毛利率较高的住宅和设计业务订单增长, 有助于改善公司未来整体毛利率。

表1: 公司新签订单情况 (亿元)

项目	2016Q4	2017Q1	2017Q2	2017Q3	2017Q4	yoy	2018Q1	yoy	2018Q2	yoy
单季度新签订单金额	56.04	70.80	80.20	82.27	83.48	48.97%	82.07	15.92%	97.19	21.18%
公装	32.29	43.73	57.32	53.14	44.89	39.02%	43.57	-0.37%	59.47	3.75%
住宅	19.60	21.83	18.97	23.86	34.01	73.52%	33.92	55.38%	31.78	67.53%
设计	4.15	5.24	3.91	5.27	4.58	10.36%	4.58	-12.60%	5.94	51.92%
单季度中标未签订单金额	16.23	22.09	26.14	32.69	32.35	99.32%	35.04	58.62%	43.48	66.34%

公装	12.08	17.08	24.29	23.10	20.48	69.54%	27.39	60.36%	28.47	17.21%
住宅	4.15	5.01	1.83	9.57	11.80	184.34%	7.63	52.30%	15.00	719.67%
设计	--	--	0.02	0.02	0.07	--	0.02	--	0.01	--
截至报告期末累计已签约未完工订单金额	362.95	416.78	460.39	475.82	473.13	30.36%	457.84	9.85%	506.22	9.95%
公装	246.97	274.88	300.08	305.30	298.09	20.70%	288.46	4.94%	317.83	5.92%
住宅	94.03	118.39	134.43	142.15	146.34	55.63%	140.15	18.38%	155.56	15.72%
设计	21.95	23.51	25.88	30.37	28.70	30.75%	29.23	24.33%	32.83	26.85%

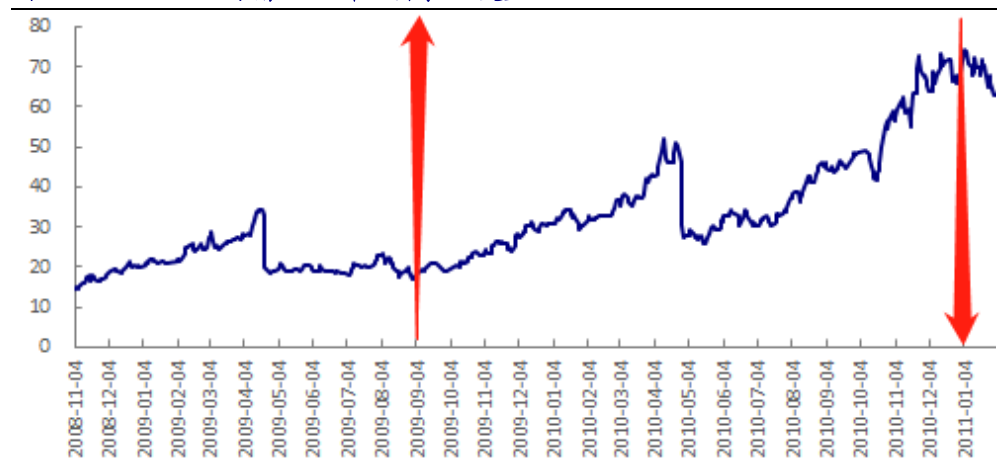
资料来源：公司公告，新时代证券研究所

2、行业分析：作为基建后周期的公装市场广阔

2.1、本轮基建投资将带动公装市场的回暖

2008 年为应对国际金融危机全面爆发带来的国内经济硬着陆风险，11 月 5 日国务院常务会议推出了投资额约 4 万亿的扩大内需、促进经济平稳较快增长的十项措施。受此政策利好催化，基建板块迎来一轮上涨行情。当时基建央企上市公司仅中国铁建与中国中铁两家，两家公司均经历了一轮延续到 2009 年 7 月底的股价上涨行情。公装作为基建后周期，股价反应有一定的时滞性。金螳螂是当时唯一上市的装修公司，此轮行情启动于 2009 年 9 月初，止于 2011 年 1 月初，涨幅约 555%。

图6: “四万亿”行情金螳螂股价表现复盘



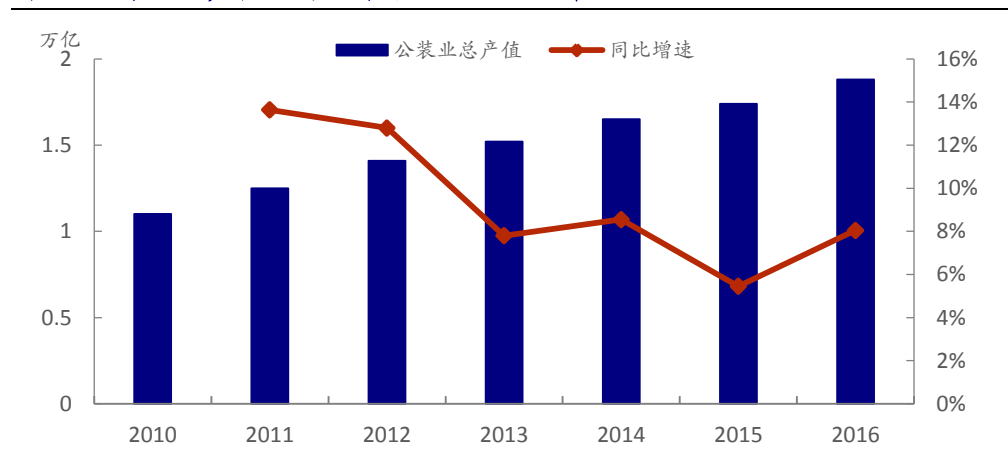
资料来源：Wind，新时代证券研究所

复盘“四万亿”行情之后，我们认为此轮信用周期宽松带动基建投资也将带动公装市场再度回暖。2018 年 7 月以来随着央行或窗口指导银行增配低等级信用债、银保监会座谈会指出加大信贷投放力度、资管新规细则落地等，信用宽松信号逐步释放。尤其是 7 月 23 日的国常会提出积极的财政政策要更加积极，未来基建相关行业将受益，基建投资增速可能触底反弹。随后 7 月 31 日的中央政治局会议指出，财政政策要在扩大内需和结构调整上发挥更大作用，货币供给要保持流动性合理充裕，强调要做好稳就业、稳金融、稳外贸、稳外资、稳投资、稳预期工作，同时提出加大基础设施领域补短板的力度。下半年基建投资将成为经济托底的重要抓手。此轮政策利好带来信用边际宽松，建筑行业基本面迎来融资环境和投资预期的双重改善。公装行业作为基建后周期，后续将大幅受益本轮基建投资，未来发展空间广阔。

2.2、公装行业呈现结构性回暖

2016 年公装行业总产值达到 1.88 万亿元，同比增长 8.05%。公装主要是指对办公建筑、商业建筑、旅游建筑、教科文体卫建筑及交通运输类建筑等的装饰装修与改造活动，因此大致可以分为酒店、市政基建、办公楼及商业中心三个子行业，由于各个子行业的驱动力不同，从而导致公装行业整体的周期性并不明显。

图7：公装业总产值及同比增速（2010-2017 年）



资料来源：中商产业研究院，新时代证券研究所

公装设计作为施工的前导，新签设计订单情况是行业未来景气情况的先行指标。我们选取了行业份额前十的主营业务为公装的上市公司，统计其 2018 年第一季度和第二季度新签设计订单的增长情况。2018 年第一季度设计订单增速达到 50% 以上的公司有广田集团、中装建设和亚泰国际，优于 2017 年整体情况。第二季度设计订单再创新高，增速达到 50% 以上的公司有金螳螂、广田集团、奇信股份、瑞和股份和亚泰国际，各家公司设计订单同比实现高增长，环比亦增长显著。春江水暖鸭先知，业内公司设计订单的大量签署为公装行业的复苏指明了一些迹象。

表2：建筑装饰公司 2018 年以来新签设计订单情况

公司名称	新签设计订单金额 (万元)		yoy	
	2018Q1	2018Q2	2018Q1	2018Q2
金螳螂	45800	59400	-12.60%	51.92%
广田集团	9200	17400	58.62%	138.36%
亚厦股份	3200	4700	-8.57%	2.17%
宝鹰股份	3922.7	2989.02	--	-1.68%
奇信股份	871.15	2647.84	-9.19%	78.12%
洪涛股份	1506.13	2508.03	2.04%	-16.76%
中装建设	4131.71	3040.71	125.12%	14.42%
瑞和股份	1248.41	4806.68	-57.32%	78.12%
建艺集团	1074.57	1557.23	-7.18%	34.91%
亚泰国际	17905.89	31442.9	138.13%	177.73%

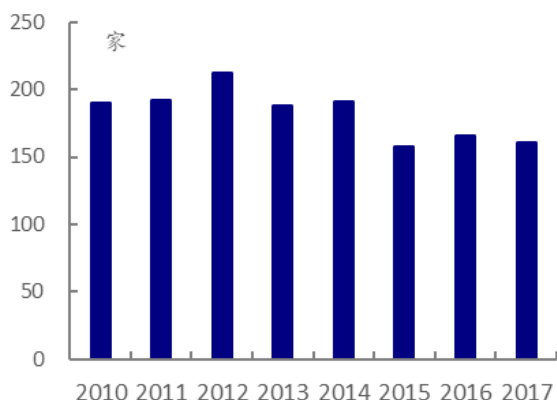
资料来源：Wind，新时代证券研究所

新经济形势下新消费理念助推酒店业发展，酒店装修市场前景广阔。近年来，消费升级使得旅游人数大增，同时叠加国内大型会议活动增多，酒店业蓬勃发展。在经历过 2014 年的高速增长长期后，近三年国内中高端酒店市场发展渐趋合理。近三年新开业中高端酒店近 500 家，新增供给以品牌酒店为主。

2017 年全年国内新开业星级酒店 161 家，带来较大的初次装修需求。同时酒店重新装修周期同样为 6-8 年，加上中高端化发展趋势，从而导致已开业酒店的存量市场上也蕴含着较大的重新装修需求。

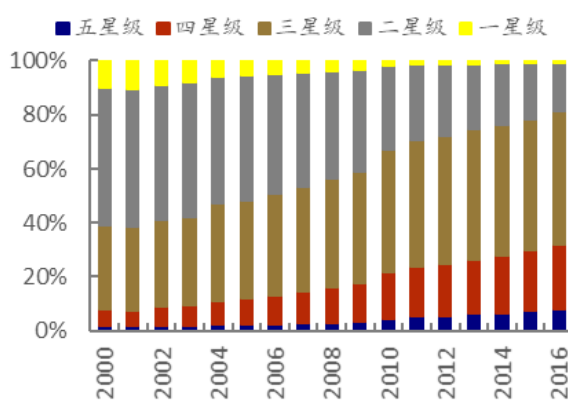
大众旅游经济的发展与差旅市场的变化，使得国内外酒店集团纷纷发力中档酒店市场。未来国内供需预计将以中档为主，并逐渐向度假及精品市场延伸。2018 年第二季度，国内新开业中高端酒店数量 69 家，其中国际酒店集团管理数达到 40 家，包括万豪、雅高和希尔顿等国际酒店集团。各大国际酒店集团用亮眼的数据表现，诠释了当前国内中高端酒店市场的火热行情。

图8：新开星级酒店数量（2010-2017 年）



资料来源：迈点网，新时代证券研究所

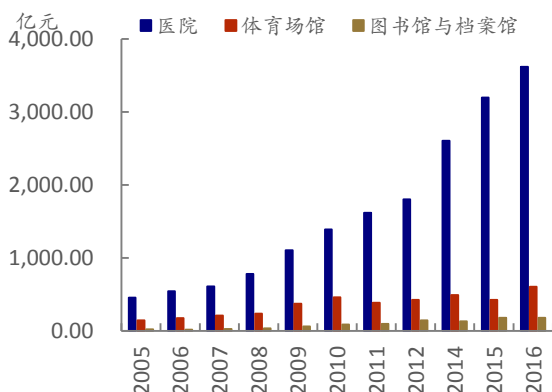
图9：各星级酒店占比（2000-2016 年）



资料来源：国家旅游局，新时代证券研究所

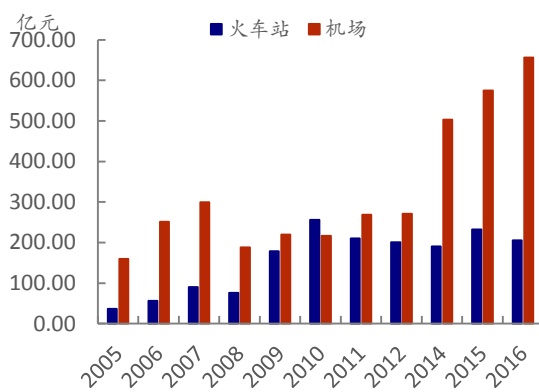
民生工程是近几年投资的重点，在医疗、教育、交通运输等领域投资的合力推动下，公装市场空间有望进一步扩大。据国家统计局资料显示，2016 年医院固定资产投资完成额达 3617 亿元，体育场馆和图书馆固定资产投资完成额也分别到达 603 亿元、180 亿元。与此同时，国家发改委发布的《中长期铁路网规划》显示，到 2020 年全国铁路网规模达到 15 万公里，其中高铁 3 万公里；到 2025 年铁路网规模达到 17.5 万公里，高铁达到 3.8 万公里左右，车站作为必要的配套设施也将成为投资规划的一部分。同样未来几年民用运输机场建设也将迎来高峰期，“十三五规划”明确指出 2016-2020 年新增民用机场 53 个。

图10：文体卫相关固定资产投资完成额（2005-2016 年）



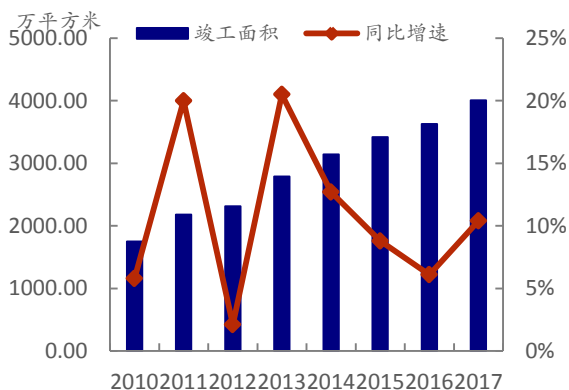
资料来源：国家统计局，新时代证券研究所

图11：火车站机场固定资产投资完成额（2005-2016 年）



资料来源：国家统计局，新时代证券研究所

办公写字楼新增面积不减，旧楼重装需求叠加，办公写字楼装修装饰增量与存量市场共繁荣。随着经济持续增长，办公写字楼新增面积不断增加，根据国家统计局数据，2017年办公楼竣工面积达4006万平方米，为建筑装饰业带来可观的增量市场。同时据中国建筑装饰协会统计显示，办公写字楼装修周期一般为6-8年，以北上广深甲级写字楼为例，2012年之前完工的写字楼都具有较高重新装修的可能性，对应面积达1759万平方米。

图12：办公写字楼竣工面积及同比增速（2010-2017年）

资料来源：国家统计局，新时代证券研究所

图13：北上广深甲级写字楼面积及新增面积

资料来源：戴德梁行，新时代证券研究所

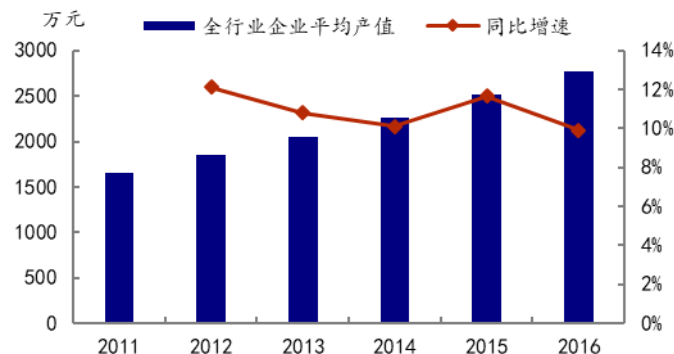
2.3、行业集中度提升，竞争格局稳定

目前装饰市场趋于成熟、产品服务同质化严重，导致现有建筑装饰企业竞争较为激烈。根据中国建筑装饰行业协会数据，2011-2016年，全行业企业总数大约由14.5万家减少至13.2万家，年均降幅达1.9%，退出市场的主要是在库存严重、去库存前景不佳的三、四线城市以散户住宅装修装饰的小微企业，有资质的并已换新资质证书的企业退出市场的极少。

与此同时，随着全行业企业总数量的逐年递减，企业平均产值逐年抬升，由2011年的1650万元增加至2016年的2770万元，年均复合增长率达到10.9%。截止2016年底，行业年产值超过10亿元的企业数量超过200家，年产值超过50亿元的企业数量超过40家，年产值超过百亿元的企业已达到3家。

图14：建筑装饰行业企业数量（2011-2016年）

资料来源：中国建筑装饰业协会，新时代证券研究所

图15：建筑装饰行业企业平均产值（2011-2016年）

资料来源：中国建筑装饰业协会，新时代证券研究所

我们认为，未来装饰行业市场份额将加快向龙头公司集聚，原因如下：首先，在产品服务同质化严重的竞争环境下，龙头公司比小企业在管理与成本控制方面更具优势；其二，在家装消费升级的大背景下，消费者更青睐注重产品创新与质量把

控的龙头公司；其三，随着反腐常态化，行业越来越透明和规范，一些资质不全、靠不正当竞争的小企业将失去竞争力；最后，大型地产企业都会与固定的龙头装修企业结为合作伙伴，随着装修产业上游地产企业的集中度提升，必将提高龙头装修企业的市场份额，促进装饰行业集中度的提升。

3、公司竞争优势分析：品牌、主业、运营多管齐下

3.1、连续十四年装饰百强第一名，品牌优势显著

公司成立 25 年以来，一直注重产品质量和客户服务，凭借在行业内的多年积累，形成了强大的品牌优势。公司至今，已连续 14 年蝉联中国建筑装饰行业百强第 1 名，累计荣获鲁班奖 95 项（股份公司 91 项），全国建筑工程装饰奖 320 项等诸多荣誉。公司承建的建筑装饰工程包含各大星级酒店、公共场馆、办公空间、住宅精装等；诸多案例成为国内标志性工程，其中 2018 年青岛上合峰会会场、北京鸟巢、国家大剧院、苏州博物馆、南京牛首山佛顶宫、常州九州喜来登酒店、中国石油大厦等作品受到了业内高度评价。

图16： 2018 年青岛上合峰会会场



资料来源：公司官网，新时代证券研究所

图17： 南京牛首山佛顶宫



资料来源：公司官网，新时代证券研究所

同时，公司始终贯彻设计标准化、生产工厂化、施工装配化、装修一体化、管理信息化、应用智能化的“五化”原则，在供应链整合、新技术研发、管理体系等方面成果显著，公司成为“ENR 工程设计企业 60 强”，亚太设计中心颁发的“年度杰出设计机构”，也被中华人民共和国住房和城乡建设部办公厅认定为首批国家“装配式建筑产业基地”之一等。

3.2、立足公装主业，推进多维发展

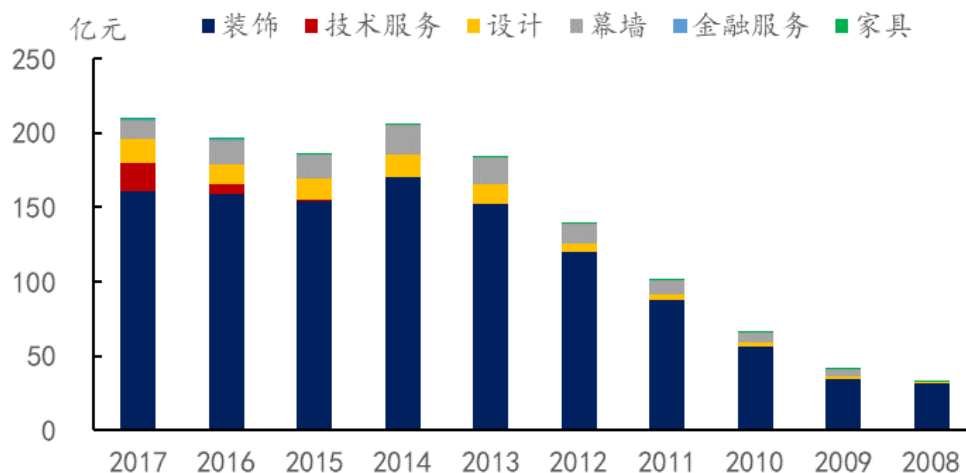
公司是公装领域的绝对龙头企业，自上市以来公司的装饰业务收入占比约 80% 以上。同时，公司一直坚持不断地推进多维发展模式：

在业务方面，依靠其强大的公装装修优势，拓展家装消费领域，运用自主研发的趣加 BIM、趣加 VR 及云设计软件实现家装的直接体验模式，缩短了长久以来传统家装设计报价周期长久等问题。

在营销网点上，公司积极拓展国内消费市场，网点已遍布除台湾以外的所有省会城市及部分地级市。积极推进“走出去”战略，伴随国家“一带一路”的倡议，已经成功地在新加坡、美国、香港、俄罗斯、迪拜、北马利亚纳群岛、柬埔寨、越

南、斯里兰卡等境外国家和地区开设子公司，并完成了柬埔寨（金边）钻石云庭、老挝万象亚欧峰会官邸别墅、巴哈马大型海岛度假村、阿联酋迪拜总督酒店、澳门巴黎人酒店、塞班加拉班娱乐度假村、阿尔比亚 Ranches 高尔夫酒店项目等多项海外工程。

图18： 2008年-2017年公司各业务营收



资料来源：Wind，新时代证券研究所

图19： 趣加云设计平台优势



资料来源：金螳螂·家网站，新时代证券研究所

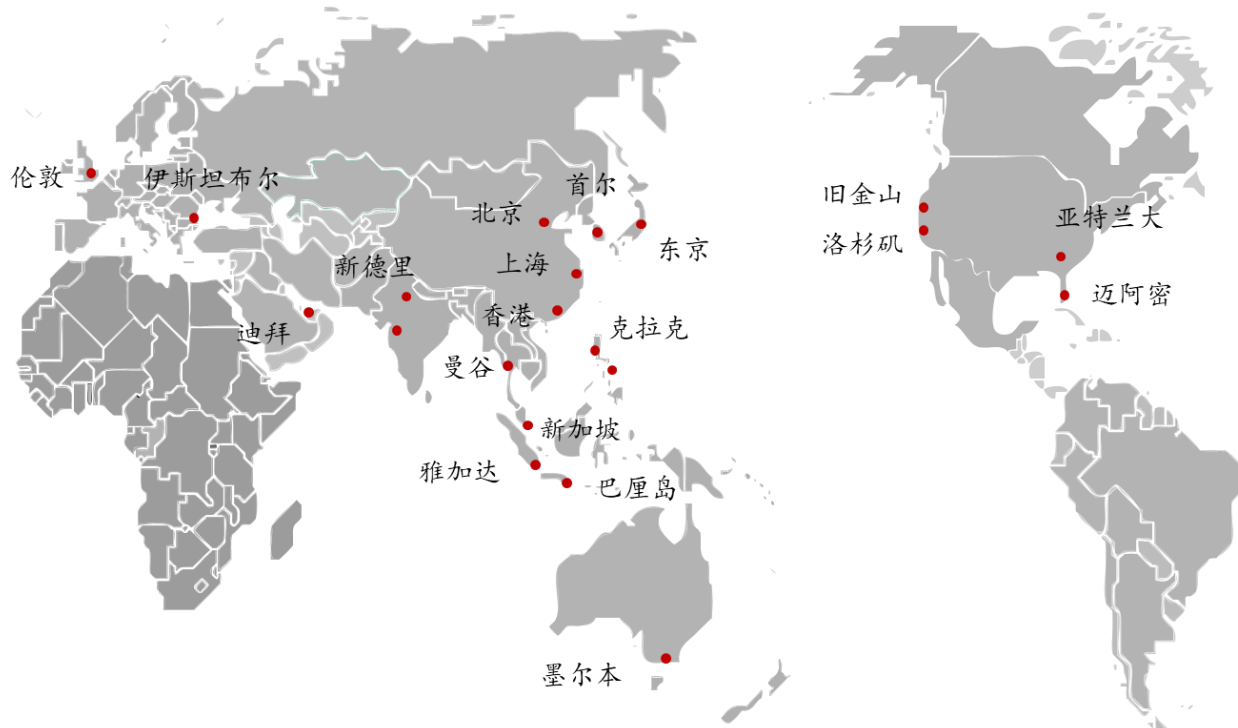
3.3、携手国际顶级酒店设计公司，巩固装饰设计领先优势

2013年1月11日，公司与美国HBA International（以下简称“HBA”）在人民大会堂北京厅举行战略合作签约仪式，以7500万美元的价格收购了HBA 70%的股份，这是中国建筑装饰行业首次跨国收购。

HBA由Howard Hirsch于1964年创立，是享誉世界的国际顶级酒店设计公司。

公司总部位于洛杉矶，在全球范围内共设立 27 个国际办事处遍布全球 4 大洲。截至 2018 年 7 月，公司共有设计师超过 1700 人。

图20: HBA 全球办公室分布情况



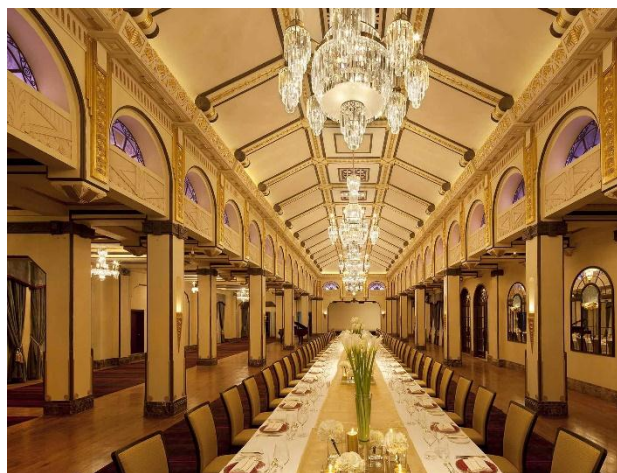
资料来源：公司官网，新时代证券研究所

多年来，HBA 在酒店设计类世界排名第一，设计囊括世界级酒店及度假村、精品酒店、水疗中心、赌场、邮轮及私人住宅等，遍及 80 个国家或地区，共完成超过 1500 个国内国际著名酒店项目，获得 200 多个世界设计大奖，其中 25 个为“全球酒店设计最高荣誉”之称的金钥匙奖。HBA 在白金及超白金奢华酒店以及度假村等室内设计领域在全球独占鳌头，与凯悦、四季、万豪、雅高、洲际、喜达屋、希尔顿、凯宾斯基、香格里拉等国际著名酒店管理集团均保持长期良好合作关系。其提供室内设计的城市地标性酒店诸多，如，美国加州比华利山半岛酒店、新加坡丽思卡尔顿酒店、塞舌尔四季酒店、上海费尔蒙特和平饭店等。

图21: 比华利山半岛酒店



图22: 上海费尔蒙特和平饭店



资料来源：HBA 官网，新时代证券研究所

资料来源：上海和平饭店官网，新时代证券研究所

公司目前拥有行业内规模最大的设计师团队，与 HBA 的合作使得公司构建起国际化的平台，中西文化在室内设计上的融合，进一步提升和巩固了公司的设计领先优势。公司多次受邀参加国际设计邀请赛，并且收获多个国际大奖，例如：亚太设计中心 2014 年最佳酒店设计机构奖、2015 年加拿大“GRANDSPRIX DU DESIGN/2015 特别大奖”（北美著名室内设计奖）、2015 年法国“双面神”创新设计大奖（欧洲三大设计奖之一）、亚太设计中心 2016 年杰出设计机构奖、2016 年、2017 年艾鼎国际设计大奖等。

表3： 2013 年以来金螳螂受邀参加的国际邀请赛及获奖

国际邀请赛或获奖		参赛作品
2017	亚太室内设计精英邀请赛	安徽大别山御香温泉、山西信达金融中心、嘉兴文化传媒广场嘉兴书城、上海宝丽嘉私人会所、金螳螂商学院、重庆铜梁东宏时代广场商业、青浦区 54-01、55-02 地块东渡悦来城主体商业室内精装修项目、盐城高新科技广场、中海独墅岛别墅、环太湖美术馆、金凯瑞大厦 2#楼住宅样板房及公区 AB 户型、上海联影医疗科技有限公司、苏州都喜酒店
	澳门金莲花杯国际设计大师邀请赛	安徽大别山御香温泉、青岛中国院子、武汉风塔办公楼、盐城航空大
2016	中国国际空间设计大赛	金螳螂商学院、上海某银行总行办公楼、南京扬子科创中心、上海中心大厦 B2 层公共大街、广西 GIG 万丽酒店、东丽湖起步区众创大厦、苏州玉屏客舍会议中心酒店、巫山 FM 广场
	艾鼎国际设计大奖	上海中心大厦裙房及 B2 公共大街设计、金螳螂商学院
2016	亚太室内设计精英邀请赛	上海航空器适航审定中心、大连优山美地温泉酒店、贵阳花果园双子塔、桂花山大酒店、敦煌文化论坛国际会议中心
	澳门金莲花杯国际设计大师邀请赛	贵阳花果园双子塔酒店、上海中心大厦裙房公共空间、上海古北御庭酒店、南京丰盛雨花客厅商业中心
2015	艾鼎国际设计大奖	上海万和昊美艺术酒店、南京扬子科创中心、天津国际金融中心、上海古北御庭酒店
	法国双面神设计大奖赛	吴江博众办公楼、常州中国智慧旅游办公楼室内设计、敦煌会议中心精品酒店室内设计、CHANCE 餐厅、青岛东方影都大剧院、长沙大王山度假酒店
2015	加拿大 GRANDSPRIX DU DESIGN/2015 特别大奖	西安高新 9 号、重庆拓新会所
	亚太室内设计精英邀请赛	北上海大酒店、景德镇中国陶瓷博物馆公共空间、黄山太平湖阿尔卡迪亚酒店、沐青汤泉天津分店室内设计、南京悠舍酒店
2014	金艺奖亚太酒店设计大赛	安宁温泉国际会议中心
	澳门金莲花杯国际设计大师邀请赛	平安金融大厦
2014	亚太设计中心 2014 年最佳酒店设计机构奖	

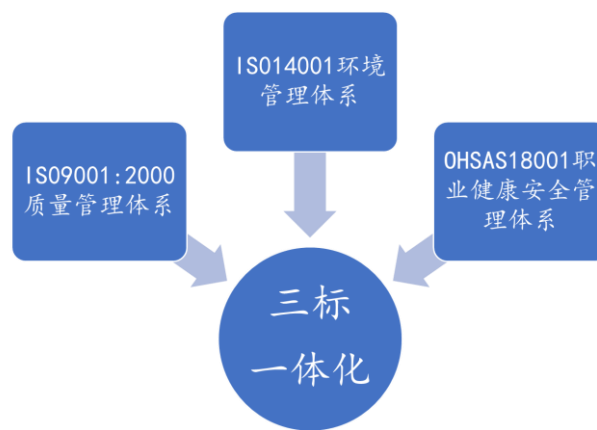
资料来源：公司官网，新时代证券研究所

3.4、加强管理体系建设，保持低额度管理费用开销

众所周知，建筑装饰行业具有施工项目分布地域广、管理跨度大、管理模式复制难等难点。公司立足自身优势，制定出一系列的管理体系解决行业管理难题。

在人才管理上，为进一步提高团队专业化、职业化水平，公司对各条线骨干开展重点培养，根据职业类型、级别的不同，设置出了与之相对应的行为标准及培训课程。公司利用大师工作室、专业化事业部、设计大院等五个作战单位发挥组织能效，打造专业核心竞争力，提升设计水平和团队服务意识。公司还积极发展“千百十”人才梯队建设，旨在提升相关人员能力的同时发现具有更高素质的人才。针对管理干部开展《以客户为中心的经营管理体系》、《卓有成效的管理者》等系列培训，累计组织线下培训人次达 1.3 万，在线学习人次达 5.3 万。

图23：金螳螂“三标一体化”的认证标准



资料来源：公司年报，新时代证券研究所

在施工管理上，公司严格遵守 ISO9001:2000 质量管理体系、ISO14001 环境管理体系和 OHSAS18001 职业健康安全管理体系“三标一体化”的认证标准，优化升级原“50/80 质量管理体系”，修订为“20/80 管理体系”。这一举措，提升了项目品质管理，进一步优化了各部门及施工过程管理的工作模块与思路，从而实现了提前预警、过程控制、降低风险的管理目标。公司还制定了《金螳螂施工项目安全技术标准》，保障施工安全健康的运行。

图24：金螳螂装饰项目管理指挥中心

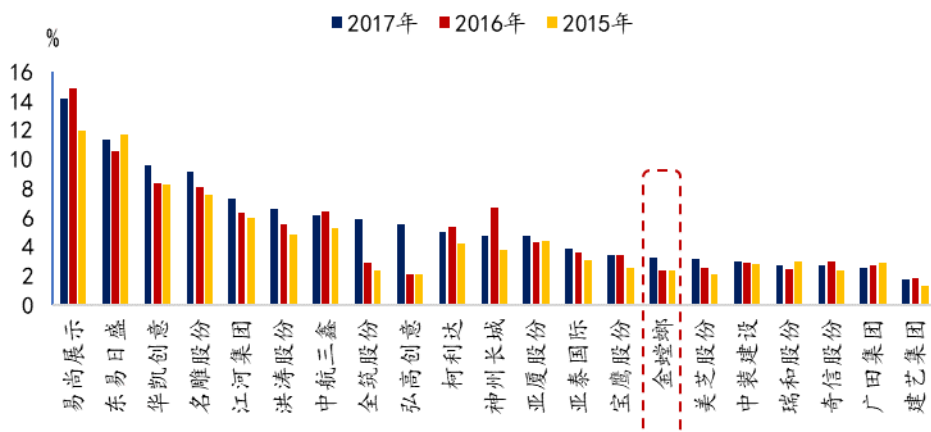


资料来源：公司官网，新时代证券研究所

在信息化管理上，公司累计投入 2000 多万，历经 7 年，研发出适合建筑装饰行业的 ERP 系统，这项系统已经获得国家版权局授予的多项软件著作权。在项目管理指挥中心，系统主要由项目数据动态、业绩指标完成情况和企业运营健康指标三大板块组成，配合公司自主研发的 BI 管理驾驶舱，实时抓取系统内的各种数据，可为公司管理层提供信息决策的坚实保障。

管理体系优化建设大大降低了管理费用的开销，公司的管理费用率（=管理费用/营业总收入（TTM））在上市的 21 个装饰工程公司中常年处于中低水平，2015/2016/2017 年分别为 2.40%/2.43%/3.28%，凸显出公司先进高效的管理体系。

图25： 装饰行业上市公司管理费用率情况（2015-2017 年）



资料来源：Wind，新时代证券研究所

4、盈利预测与估值

公司主营业务按照产品可细分为装饰、互联网家装、设计、幕墙、金融服务、家具及其他，通过对每项业务的营收增速及毛利率变化情况进行合理预测，可以得到公司最终的盈利预测与估值。公司的装饰、互联网家装、设计这三项合计营收占比达 90% 以上，下面对这三项的盈利预测进行详细说明：

装饰板块：

假设：1) 公司作为公装行业绝对龙头，业务发展已进入稳定期，2018-2020 年营业收入年增速为 2.5%/2.5%/2.5%；2) 公装作为成熟行业，毛利率将稳定在 14.2% 左右。

据此估计公司装饰业务 2018-2020 年营业收入约为 164.65/168.77/172.99 亿元，对应毛利为 23.38/23.96/24.56 亿元。

表4： 公司装饰业务营业收入预测（百万元）

	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入	15913	16063	16465	16877	17299
YOY	2.92%	0.95%	2.50%	2.50%	2.50%
毛利	2395	2272	2338	2396	2456
毛利率	15.05%	14.15%	14.20%	14.20%	14.20%

资料来源：新时代证券研究所

互联网家装板块:

假设: 1) 公司家装业务近年以来急剧扩张, 预计未来将保持较高增速, 2018-2020 年营业收入年增速为 60%/20%/20%; 2) 毛利率将稳定在 30.5% 左右。

据此估计公司互联网家装业务 2018-2020 年营业收入约为 30.66/36.80/44.16 亿元, 对应毛利为 9.35/11.22/13.47 亿元。

表5: 公司互联网家装业务营业收入预测 (百万元)

	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入	599	1917	3066	3680	4416
YOY	2118.84%	219.79%	60.00%	20.00%	20.00%
毛利	283	585	935	1122	1347
毛利率	47.30%	30.54%	30.50%	30.50%	30.50%

资料来源: 新时代证券研究所

设计板块:

假设: 1) 公司设计业务实力强劲, 2018-2020 年营业收入年增速为 20%/18%/16%; 2) 毛利率将稳定在 28% 左右。

据此估计公司设计业务 2018-2020 年营业收入约为 19.22/22.68/26.30 亿元, 对应毛利为 5.38/6.35/7.37 亿元。

表6: 公司设计业务营业收入预测 (百万元)

	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入	1340	1601	1922	2268	2630
YOY	-4.59%	19.55%	20.00%	18.00%	16.00%
毛利	380	449	538	635	737
毛利率	28.40%	28.06%	28.00%	28.00%	28.00%

资料来源: 新时代证券研究所

根据我们的盈利预测, 公司 2018-2020 年实现营业收入 230.27/245.94/262.92 亿元, 同比增长 9.7%/6.8%/6.9%; 实现归母净利 22.11/25.39/28.86 亿元, 同比增长 15.2%/14.9%/13.7%, 对应 EPS 为 0.84/0.96/1.09 元。当前股价对应 2018-2020 年 PE 为 9.1/7.9/7.0 倍, 首次覆盖, 给予“推荐”评级。

5、风险提示

固定资产投资下行, 房地产销售不及预期等。

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
流动资产	22069	24183	26680	29165	31911
现金	1873	2677	3145	4033	5049
应收账款	17849	18024	19768	21113	22570
其他应收款	307	281	309	330	352
预付账款	175	239	215	227	240
存货	195	195	210	222	235
其他流动资产	1670	2766	3034	3240	3464
非流动资产	4753	4001	3866	3753	3664
长期投资	1	12	12	12	12
固定资产	1004	967	898	825	770
无形资产	91	122	110	99	89
其他非流动资产	3657	2900	2847	2817	2793
资产总计	26823	28184	30546	32917	35574
流动负债	16666	16023	17076	17947	18898
短期借款	1160	1182	1200	1250	1300
应付账款	11698	11676	12603	13312	14091
其他流动负债	3808	3165	3273	3384	3507
非流动负债	14	411	413	413	413
长期借款	10	409	409	409	409
其他非流动负债	4	2	4	4	4
负债合计	16681	16434	17489	18360	19312
少数股东权益	173	276	286	296	309
股本	2643	2643	2643	2643	2643
资本公积	159	160	160	160	160
留存收益	7167	8671	9968	11458	13151
归属母公司股东权益	9969	11474	12771	14261	15954
负债和股东权益	26823	28184	30546	32917	35574

现金流量表(百万元)	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
经营活动现金流	1101	1777	1394	1908	2168
净利润	1683	1919	2211	2539	2886
折旧摊销	76	68	301	273	249
财务费用	65	128	51	51	49
投资损失	-187	-173	-180	-190	-200
营运资金变动	-149	-1440	-995	-776	-828
其他经营现金流	-388	1275	5	11	12
投资活动现金流	-49	59	-160	-160	-160
资本支出	27	-39	-160	-160	-160
长期投资	-588	1085	0	0	0
其他投资现金流	-611	1105	-320	-320	-320
筹资活动现金流	-407	-1005	-766	-860	-992
短期借款	0	0	18	50	50
长期借款	503	-136	0	0	0
普通股增加	881	0	0	0	0
资本公积增加	0	1	0	0	0
其他筹资现金流	-1791	-870	-785	-910	-1042
现金净增加额	645	831	467	888	1016

利润表(百万元)	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入	19601	20996	23027	24594	26292
营业成本	16358	17468	18855	19916	21082
营业税金及附加	216	83	91	97	104
营业费用	310	508	557	595	636
管理费用	475	688	755	806	862
财务费用	65	128	51	51	49
资产减值损失	388	-36	230	250	270
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	187	173	180	190	200
营业利润	1975	2335	2671	3069	3489
营业外收入	24	0	20	22	24
营业外支出	2	0	0	0	0
利润总额	1997	2335	2690	3091	3513
所得税	302	408	470	540	614
净利润	1696	1927	2220	2550	2899
少数股东损益	12	8	9	11	12
归属母公司净利润	1683	1919	2211	2539	2886
EBITDA	2116	2532	3023	3393	3787
EPS(元)	0.64	0.73	0.84	0.96	1.09

主要财务比率	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
成长能力					
营业收入(%)	5.1	7.1	9.7	6.8	6.9
营业利润(%)	4.7	18.3	14.4	14.9	13.7
归属于母公司净利润(%)	5.1	14.0	15.2	14.9	13.7
获利能力					
毛利率(%)	16.5	16.8	18.1	19.0	19.8
净利率(%)	8.6	9.1	9.6	10.3	11.0
ROE(%)	16.9	16.7	17.3	17.8	18.1
ROIC(%)	14.6	15.2	15.3	15.9	16.2
偿债能力					
资产负债率(%)	62.2	58.3	57.3	55.8	54.3
净负债比率(%)	6.4	5.6	5.3	5.0	4.8
流动比率	1.3	1.5	1.6	1.6	1.7
速动比率	1.3	1.5	1.6	1.6	1.7
营运能力					
总资产周转率	0.7	0.7	0.8	0.7	0.7
应收账款周转率	1.1	1.2	1.2	1.2	1.2
应付账款周转率	1.4	1.5	1.6	1.5	1.5
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	0.64	0.73	0.84	0.96	1.09
每股经营现金流(最新摊薄)	0.42	0.67	0.53	0.72	0.82
每股净资产(最新摊薄)	3.77	4.34	4.83	5.40	6.04
估值比率					
P/E	11.92	10.46	9.08	7.90	6.95
P/B	2.01	1.75	1.57	1.41	1.26
EV/EBITDA	17.10	14.3	12.0	10.7	9.6

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，新时代证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。

因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师声明

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及新时代证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

分析师介绍

王小勇，新财富、水晶球、金牛奖分析师，证券从业时间 11 年，地产行业从业 4 年，重庆建筑大学毕业。

投资评级说明

新时代证券行业评级体系：推荐、中性、回避

推荐： 未来6-12个月，预计该行业指数表现强于市场基准指数。

中性： 未来6-12个月，预计该行业指数表现基本与市场基准指数持平。

回避： 未来6-12个月，未预计该行业指数表现弱于市场基准指数。

市场基准指数为沪深 300 指数。

新时代证券公司评级体系：强烈推荐、推荐、中性、回避

强烈推荐： 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。

推荐： 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： 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： 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。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

免责声明

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

本报告由新时代证券股份有限公司（以下简称新时代证券）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或意图违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。

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

本报告所载的全部内容只供客户做参考之用，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。新时代证券根据公开资料或信息客观、公正地撰写本报告，但不保证该公开资料或信息内容的准确性或完整性。客户请勿将本报告视为投资决策的唯一依据而取代个人的独立判断。

新时代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。新时代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。

本报告所载内容反映的是新时代证券在发表本报告当日的判断，新时代证券可能发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但新时代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。新时代证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的新时代证券网站以外的地址或超级链接，新时代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分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

新时代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。新时代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。

除非另有说明，所有本报告的版权属于新时代证券。未经新时代证券事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式更改、复制、传播本报告中的任何材料，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。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，均为新时代证券的商标、服务标识及标记。

新时代证券版权所有并保留一切权利。

机构销售通讯录

北京	郝颖 销售总监
	固话：010-69004649
	手机：13811830164
	邮箱：haoying1@xsdzq.cn
上海	吕筱琪 销售总监
	固话：021-68865595 转 258
	手机：18221821684
	邮箱：lyyouqi@xsdzq.cn
深圳	史月琳 销售经理
	固话：0755-82291898
	手机：13266864425
	邮箱：shiyuelin@xsdzq.cn

联系我们

新时代证券股份有限公司 研究所

北京地区：北京市海淀区北三环西路99号院1号楼15层

邮编：100086

上海地区：上海市浦东新区浦东南路256号华夏银行大厦5楼

邮编：200120

广深地区：深圳市福田区福华一路88号中心商务大厦15楼1501室

邮编：518046

公司网址：<http://www.xsdzq.cn/>