

经营稳健，业绩与订单回暖

投资要点

- **事件:** 公司发布三季度报告，公司发布股权激励公告。
- **在手订单充足，业绩稳步增长:** 公司前三个季度营业收入 185.4 亿元，同比增长 17.9%；归属于上市公司股东的净利润 15.8 亿元，同比增长 10.2%。三季度的毛利率为 19.4%，同比提升 2.8 个百分点；净利率为 8.6%，同比下降 0.7 个百分点。公司前三季度累计新签订单 284.9 亿元，同比增长 21.8%，在手未完工订单 553.1 亿，在手订单充沛未来业绩有保障。公司开展 PPP 等业务，相应的长期应收账款增加至 4.9 亿元，同比上升 97.4%。
- **股权激励助力公司未来发展:** 公司发布股权激励公告，拟授予董事、高管、核心管理/技术/业务骨干人员 32 人限制性股票数量为 4110 万股，占公告日公司股本总额的 1.55%，价格为每股 3.99 元；其中业绩解锁条件为满足下列两个条件之一：2019 至 2021 年收入增速为 20%、16.67%、14.29%，利润增速为 15%、13.04%、11.54%。公司通过股权激励充分激发公司管理人员及核心人员的积极性，确保公司未来发展战略和经营目标的实现。
- **订单回暖，受益行业集中度提升:** 随着近几年装修行业逐渐成熟，公司龙头效应凸显，拿项目能力明显提高，今年订单较往年呈现明显增长，其中根据公司三季度经营报告 Q3 新签合同额 105.68 亿元，同比增长 28.5%。中长期看，建筑装饰行业面临集中化度提高与产业升级两大趋势。根据行业发展规律，要素将逐步向行业龙头集中，大公司不断扩张，小公司逐渐退出，特别是今年以来，资金面的掣肘加速行业内小公司的退出。建筑装饰行业在经历过较为充分的市场竞争后，已进入加速优胜劣汰、行业集中度提高的阶段，未来龙头公司市场占有率将明显提升。
- **家装业务发展迅速，看好未来前景:** 近年来，住宅装饰市场稳定增长，得益于持续的城镇化、居民消费实力的增强等方面因素，市场规模不断扩大。目前公司在线下线上均深入布局。线下，公司完成了全国市场布局，开设 160 多家直营门店；线上，公司与阿里、腾讯、京东等展开合作，看好公司家装未来前景。
- **盈利预测与评级:** 预计公司 2018-2020 年营业收入和归母净利润复合增长率为 14.71%和 18.79%，维持“买入”评级。
- **风险提示:** 业务拓展或不及预期的风险，应收款及现金流风险。

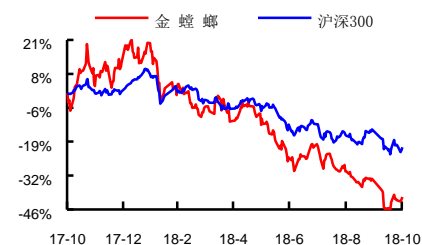
指标/年度	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	20996.41	23931.68	27523.11	31693.96
增长率	7.12%	13.98%	15.01%	15.15%
归属母公司净利润(百万元)	1918.50	2258.57	2704.63	3215.86
增长率	13.97%	17.73%	19.75%	18.90%
每股收益 EPS(元)	0.73	0.85	1.02	1.22
净资产收益率 ROE	16.40%	16.65%	17.10%	17.39%
PE	11	9	8	6
PB	1.81	1.56	1.34	1.14

数据来源: Wind, 西南证券

西南证券研究发展中心

分析师: 颜阳春
 执业证号: S1250517090004
 电话: 021-58351883
 邮箱: yyc@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: 聚源数据

基础数据

总股本(亿股)	26.43
流通 A 股(亿股)	25.71
52 周内股价区间(元)	7.35-16.56
总市值(亿元)	208.29
总资产(亿元)	304.31
每股净资产(元)	4.80

相关研究

1. 金螳螂(002081): 公装主业回暖, 家装稳健发展 (2018-08-31)

关键假设：

假设 1：公装市场回暖，公司发挥龙头优势，订单稳步增长，公装订单 2018-2020 年增速分别为 15%、10%、10%，公司家装业务持续高增长，家装订单 2018-2020 年增速分别为 70%、60%、50%。

假设 2：公司项目持续落地、装饰业务受家装占比提升影响，毛利率逐步增加，2018-2020 年毛利率分别为 15%、15.5%、15.5%。

基于合理假设并考虑公司实际情况，我们预计公司 2018-2020 年各业务板块的收入和毛利情况如下表所示：

表 1：分业务板块盈利预测

单位：百万元		2017A	2018E	2019E	2020E
合计	收入	20996.4	23931.7	27523.1	31694.0
	yoy	7.1%	14.0%	15.0%	15.2%
	毛利率	16.8%	17.1%	17.5%	17.7%
装饰	收入	16063.4	18472.9	21243.8	24430.4
	yoy	0.9%	15.0%	15.0%	15.0%
	毛利率	14.1%	15.0%	15.5%	15.5%
技术服务	收入	1916.5	2299.8	2759.8	3311.8
	yoy	219.8%	20.0%	20.0%	20.0%
	毛利率	30.5%	30.0%	30.0%	30.0%
设计	收入	1601.4	1841.6	2136.3	2499.4
	yoy	19.6%	15.0%	16.0%	17.0%
	毛利率	28.1%	28.0%	28.0%	28.0%
幕墙	收入	1254.6	1317.4	1383.2	1452.4
	yoy	-24.0%	5.0%	5.0%	5.0%
	毛利率	8.5%	8.0%	8.0%	8.0%
金融服务	收入	89.0	133.5	173.5	208.2
	yoy	84.3%	50.0%	30.0%	20.0%
	毛利率	90.4%	50.0%	50.0%	50.0%
家具	收入	27.5	28.9	30.3	31.8
	yoy	-36.0%	5.0%	5.0%	5.0%
	毛利率	-2.9%	5.0%	5.0%	5.0%
其他	收入	44.0	46.2	48.5	50.9
	yoy	501.5%	5.0%	5.0%	5.0%
	毛利率	78.0%	50.0%	50.0%	50.0%

数据来源：Wind，西南证券

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)	2017A	2018E	2019E	2020E	现金流量表 (百万元)	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入	20996.41	23931.68	27523.11	31693.96	净利润	1926.65	2268.16	2716.12	3229.52
营业成本	17468.44	19849.76	22693.56	26097.69	折旧与摊销	120.48	98.45	98.45	98.45
营业税金及附加	82.96	150.97	152.00	183.34	财务费用	128.24	98.18	85.12	91.25
销售费用	507.86	512.20	614.62	697.95	资产减值损失	-35.84	235.99	196.12	132.09
管理费用	688.47	603.50	730.90	862.25	经营营运资本变动	-1498.77	-857.16	-1363.40	-1325.80
财务费用	128.24	98.18	85.12	91.25	其他	1136.50	-416.05	-334.12	-297.51
资产减值损失	-35.84	235.99	196.12	132.09	经营活动现金流净额	1777.25	1427.58	1398.30	1928.00
投资收益	172.77	180.06	140.00	164.42	资本支出	44.49	-149.95	0.00	0.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	14.62	180.06	140.00	164.42
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	59.11	30.11	140.00	164.42
营业利润	2335.15	2661.14	3190.79	3793.81	短期借款	21.67	-1181.77	0.00	0.00
其他非经营损益	-0.19	7.28	4.65	5.62	长期借款	398.69	0.00	0.00	0.00
利润总额	2334.95	2668.42	3195.44	3799.43	股权融资	0.75	0.00	0.00	0.00
所得税	408.31	400.26	479.32	569.92	支付股利	-400.93	-383.70	-451.71	-540.93
净利润	1926.65	2268.16	2716.12	3229.52	其他	-1025.39	-111.70	-85.12	-91.25
少数股东损益	8.15	9.59	11.49	13.66	筹资活动现金流净额	-1005.20	-1677.17	-536.84	-632.18
归属母公司股东净利润	1918.50	2258.57	2704.63	3215.86	现金流量净额	808.93	-219.48	1001.46	1460.24
资产负债表 (百万元)	2017A	2018E	2019E	2020E	财务分析指标	2017A	2018E	2019E	2020E
货币资金	2677.46	2457.98	3459.45	4919.69	成长能力				
应收和预付款项	19648.88	22954.01	26321.42	30226.94	销售收入增长率	7.12%	13.98%	15.01%	15.15%
存货	194.62	221.15	250.84	289.76	营业利润增长率	18.25%	13.96%	19.90%	18.90%
其他流动资产	1662.52	1894.94	2179.31	2509.57	净利润增长率	13.63%	17.73%	19.75%	18.90%
长期股权投资	12.10	12.10	12.10	12.10	EBITDA 增长率	20.23%	10.60%	18.08%	18.05%
投资性房地产	1.81	1.81	1.81	1.81	获利能力				
固定资产和在建工程	989.27	926.99	864.72	802.44	毛利率	16.80%	17.06%	17.55%	17.66%
无形资产和开发支出	505.84	638.18	620.56	602.95	三费率	6.31%	5.07%	5.20%	5.21%
其他非流动资产	2491.87	2473.31	2454.75	2436.19	净利率	9.18%	9.48%	9.87%	10.19%
资产总计	28184.37	31580.47	36164.95	41801.45	ROE	16.40%	16.65%	17.10%	17.39%
短期借款	1181.77	0.00	0.00	0.00	ROA	6.84%	7.18%	7.51%	7.73%
应付和预收款项	14081.08	16684.39	18880.72	21680.51	ROIC	21.10%	21.22%	22.30%	23.36%
长期借款	409.09	409.09	409.09	409.09	EBITDA/销售收入	12.31%	11.94%	12.26%	12.57%
其他负债	762.28	865.89	989.62	1137.74	营运能力				
负债合计	16434.21	17959.38	20279.44	23227.35	总资产周转率	0.76	0.80	0.81	0.81
股本	2643.31	2643.33	2643.33	2643.33	固定资产周转率	21.30	25.56	31.50	39.05
资本公积	159.58	159.56	159.56	159.56	应收账款周转率	1.17	1.22	1.22	1.22
留存收益	8671.04	10545.91	12798.83	15473.76	存货周转率	89.72	95.48	95.76	96.02
归属母公司股东权益	11487.46	13348.80	15601.73	18276.66	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	105.13%	—	—	—
少数股东权益	262.70	272.29	283.78	297.44	资本结构				
股东权益合计	11750.15	13621.10	15885.51	18574.10	资产负债率	58.31%	56.87%	56.07%	55.57%
负债和股东权益合计	28184.37	31580.47	36164.95	41801.45	带息债务/总负债	9.68%	2.28%	2.02%	1.76%
					流动比率	1.51	1.57	1.62	1.66
					速动比率	1.50	1.56	1.61	1.65
					股利支付率	20.90%	16.99%	16.70%	16.82%
					每股指标				
					每股收益	0.73	0.85	1.02	1.22
					每股净资产	4.35	5.05	5.90	6.91
					每股经营现金	0.67	0.54	0.53	0.73
					每股股利	0.15	0.15	0.17	0.20
业绩和估值指标	2017A	2018E	2019E	2020E					
EBITDA	2583.87	2857.77	3374.36	3983.52					
PE	10.86	9.22	7.70	6.48					
PB	1.81	1.56	1.34	1.14					
PS	0.99	0.87	0.76	0.66					
EV/EBITDA	6.75	5.76	4.58	3.52					
股息率	1.92%	1.84%	2.17%	2.60%					

数据来源：Wind，西南证券

分析师承诺

本报告署名分析师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，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，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获取任何形式的补偿。

投资评级说明

公司评级

买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
增持：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-10%以下

行业评级

强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 B 座 16 楼

邮编：100033

重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	黄丽娟	地区销售副总监	021-68411030	15900516330	hlj@swsc.com.cn
	张方毅	高级销售经理	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	汪文沁	高级销售经理	021-68415380	15201796002	wwq@swsc.com.cn
	王慧芳	高级销售经理	021-68415861	17321300873	whf@swsc.com.cn
	涂诗佳	销售经理	021-68415296	18221919508	tsj@swsc.com.cn
北京	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	路剑	高级销售经理	010-57758566	18500869149	lujian@swsc.com.cn
	刘致莹	销售经理	010-57758619	17710335169	liuzy@swsc.com.cn
广深	王湘杰	销售经理	0755-26671517	13480920685	wxj@swsc.com.cn
	余燕伶	销售经理	0755-26820395	13510223581	yyi@swsc.com.cn
	陈霄（广州）	销售经理	15521010968	15521010968	chenxiao@swsc.com.cn