

金螳螂 (002081.SZ)

与成都城投战略合作，装配式装修稳步推进

与成都城投共拓装配式装修，新模式有望复制推广。公司公告与成都城投签署战略合作框架协议，拟在以下方面进行合作：**1) 装配式装修项目承接**，双方组建集研发设计、生产制造、安装维护为一体的装配式装修专业化公司，共同开拓西南区域市场；**2) 共同打造装配式装修 BIM 平台**，将产业链各环节纳入平台统一管理，引领装配式装修由 B 向 C 端转化；**3) 整合成都城投自有项目、金螳螂专利技术等优势资源**，并在传统装饰项目上继续探寻合作。四川为我国装配式装修推广力度较大地区，装配式居住建筑评价体系中内装与管线合计 40 分，较住建部国标高 10 分。成都城投作为当地实力突出的国有企业集团，下辖成都城投置地等地产开发类资产，项目资源丰富，利于合资公司业务持续开拓。我们预计公司该类合作模式有望在全国各地复制推广，公司装配式装修业务有望提速。

装配式装修加快布局，未来发展值得期待。公司当前高度重视装配式装修业务发展，持续投入资源促业务优化升级，随着市场上装配式部品研发渐成规模，公司装配式以联合研发方式打通上下游产业链，积极引导客户使用装配式装修产品，并持续于城投、地产商开展业务合作。我们预计公司 2020 年新签装配式装修订单 5-10 亿元，2021 年有望达 15-20 亿元。依托优秀的产业链管理与整合能力、领先的 BIM 技术实力，公司未来装配式装修业务未来发展值得期待。

逆境彰显龙头经营韧性，市占率有望加速提升。公司 2020Q1-3 营收同比分别 -29%/+15%/-1%；业绩同比分别 -44%/+32%/+10%，Q3 单季业绩创历史新高，盈利持续恢复。当前装饰行业供给侧持续收缩，公司作为行业龙头市占率持续提升，且其中面临多因素有望促公司利润率回升：1) 随着市场竞争逐步出清，行业龙头的议价能力有望明显提升；2) 依托设计实力为 EPC 的大力开拓赋能，增强 EPC 业务的整体盈利能力；3) 平台建设持续提升公司精细化管理能力，促进公司降本增效。公司 21 年 PE 仅 9 倍，横向对比具有较大吸引力，后续随着公司基本面好转、EPC 及大工管平台改善盈利及现金流、以及装配式业务的逐步开拓，公司估值有望不断修复。

投资建议：我们预测公司 2020-2022 年归母净利润为 23.5/28.2/34.5 亿元，同增 0%/20%/22%，对应 EPS 分别为 0.88/1.05/1.28 元（2019-2022 年 CAGR 为 14%），当前股价对应 PE 分别为 10/9/7 倍，维持“买入”评级。

风险提示：战略合作框架协议落地不及预期，装配式业务推动不及预期，地产政策调控，应收账款坏账等。

财务指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入 (百万元)	25,089	30,835	30,871	35,987	42,303
增长率 yoy (%)	19.5	22.9	0.1	16.6	17.5
归母净利润 (百万元)	2,123	2,349	2,350	2,822	3,445
增长率 yoy (%)	10.7	10.6	0.0	20.1	22.1
EPS 最新摊薄 (元/股)	0.79	0.88	0.88	1.05	1.28
净资产收益率 (%)	16.0	14.7	13.6	14.4	15.2
P/E (倍)	11.6	10.4	10.4	8.7	7.1
P/B (倍)	1.9	1.6	1.4	1.3	1.1

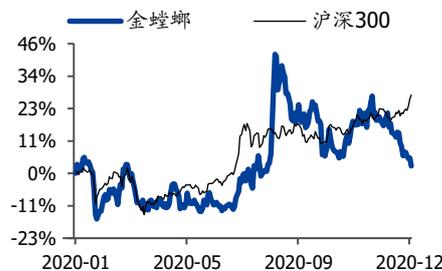
资料来源：贝格数据，国盛证券研究所

买入 (维持)

股票信息

行业	装修装饰
前次评级	买入
最新收盘价	9.14
总市值(百万元)	24,525.90
总股本(百万股)	2,683.36
其中自由流通股(%)	97.08
30 日日均成交量(百万股)	10.42

股价走势



作者

分析师 何亚轩

执业证书编号：S0680518030004

邮箱：heyaxuan@gszq.com

分析师 程龙戈

执业证书编号：S0680518010003

邮箱：chenglongge@gszq.com

分析师 廖文强

执业证书编号：S0680519070003

邮箱：liaowenqiang@gszq.com

分析师 夏天

执业证书编号：S0680518010001

邮箱：xiatian@gszq.com

相关研究

- 1、《金螳螂 (002081.SZ)：Q3 稳健增长符合预期，订单增速大幅回升》2020-10-31
- 2、《金螳螂 (002081.SZ)：Q2 大增 32%显著领跑行业，逆境拉开差距》2020-08-30
- 3、《金螳螂 (002081.SZ)：基本面逐步恢复，低估值极具性价比》2020-08-06



财务报表和主要财务比率
资产负债表 (百万元)

会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产	29025	35188	33579	44808	45285
现金	3069	6078	7277	8449	9814
应收票据及应收账款	22497	26369	23424	33383	32304
其他应收款	269	249	269	335	375
预付账款	323	288	324	389	449
存货	183	101	182	148	239
其他流动资产	2683	2104	2104	2104	2104
非流动资产	4279	4285	4212	4338	4465
长期投资	29	23	14	5	-5
固定资产	861	910	872	1035	1220
无形资产	111	109	101	93	86
其他非流动资产	3278	3243	3225	3205	3165
资产总计	33304	39473	37791	49146	49750
流动负债	19465	23232	19913	29074	26886
短期借款	695	876	800	750	700
应付票据及应付账款	15062	17882	14889	23306	21473
其他流动负债	3708	4474	4224	5018	4713
非流动负债	233	841	660	513	364
长期借款	229	839	657	510	361
其他非流动负债	3	3	3	3	3
负债合计	19698	24073	20573	29586	27250
少数股东权益	372	244	241	231	212
股本	2676	2676	2683	2683	2683
资本公积	257	342	342	342	342
留存收益	10398	12212	14018	16185	18806
归属母公司股东权益	13233	15156	16978	19330	22288
负债和股东权益	33304	39473	37791	49146	49750

现金流量表 (百万元)

会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	1649	1755	1868	1967	2138
净利润	2172	2261	2346	2812	3426
折旧摊销	146	151	119	136	157
财务费用	52	135	85	-22	-89
投资损失	-99	-33	-123	-107	-90
营运资金变动	-637	-1043	-581	-851	-1256
其他经营现金流	16	284	21	0	-10
投资活动现金流	-527	1369	56	-155	-183
资本支出	223	235	-65	135	137
长期投资	-469	1482	9	10	10
其他投资现金流	-773	3085	-0	-10	-37
筹资活动现金流	-738	-149	-725	-640	-590
短期借款	-486	180	-76	-50	-50
长期借款	-180	609	-181	-148	-148
普通股增加	33	0	7	0	0
资本公积增加	97	85	0	0	0
其他筹资现金流	-202	-1024	-475	-442	-392
现金净增加额	400	2982	1199	1172	1365

利润表 (百万元)

会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	25089	30835	30871	35987	42303
营业成本	20194	25165	25033	29176	34205
营业税金及附加	86	95	166	142	168
营业费用	676	651	772	919	1079
管理费用	897	1002	1151	1439	1671
研发费用	718	880	929	1058	1227
财务费用	52	135	85	-22	-89
资产减值损失	47	-0	56	36	85
其他收益	21	20	0	0	0
公允价值变动收益	0	-60	-21	0	10
投资净收益	99	33	123	107	90
资产处置收益	3	-1	0	0	0
营业利润	2541	2695	2781	3345	4058
营业外收入	2	5	8	4	5
营业外支出	2	5	2	2	3
利润总额	2541	2695	2787	3347	4060
所得税	369	434	441	535	634
净利润	2172	2261	2346	2812	3426
少数股东损益	48	-89	-3	-10	-19
归属母公司净利润	2123	2349	2350	2822	3445
EBITDA	2652	2772	2782	3313	4001
EPS (元)	0.79	0.88	0.88	1.05	1.28

主要财务比率

会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
成长能力					
营业收入(%)	19.5	22.9	0.1	16.6	17.5
营业利润(%)	8.8	6.1	3.2	20.3	21.3
归属于母公司净利润(%)	10.7	10.6	0.0	20.1	22.1
获利能力					
毛利率(%)	19.5	18.4	18.9	18.9	19.1
净利率(%)	8.5	7.6	7.6	7.8	8.1
ROE(%)	16.0	14.7	13.6	14.4	15.2
ROIC(%)	14.9	13.0	12.1	12.9	13.8
偿债能力					
资产负债率(%)	59.1	61.0	54.4	60.2	54.8
净负债比率(%)	-14.0	-28.2	-32.8	-35.9	-38.1
流动比率	1.5	1.5	1.7	1.5	1.7
速动比率	1.3	1.5	1.6	1.5	1.6
营运能力					
总资产周转率	0.8	0.8	0.8	0.8	0.9
应收账款周转率	1.2	1.3	1.2	1.3	1.3
应付账款周转率	1.5	1.5	1.5	1.5	1.5
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	0.79	0.88	0.88	1.05	1.28
每股经营现金流(最新摊薄)	0.61	0.65	0.70	0.73	0.80
每股净资产(最新摊薄)	4.93	5.65	6.32	7.20	8.30
估值比率					
P/E	11.6	10.4	10.4	8.7	7.1
P/B	1.9	1.6	1.4	1.3	1.1
EV/EBITDA	8.7	6.8	6.3	4.8	3.6

资料来源: 贝格数据, 国盛证券研究所

图表1: 公司逐季订单情况 (亿元)

项目	2018Q1	2018Q2	2018Q3	2018Q4	2019Q1	2019Q2	2019Q3	2019Q4	2020Q1	2020Q2	2020Q3
单季度新签订单金额	82.07	97.19	105.68	107.36	107.04	117.66	109.54	108.04	60.46	82.15	108.84
公装	43.57	59.47	57.56	52.82	63.25	64.19	58.16	64.03	42.61	44.92	66.47
住宅	33.92	31.78	41.60	48.52	38.31	45.26	42.94	38.44	14.68	32.23	36.10
设计	4.58	5.94	6.52	6.02	5.48	8.21	8.44	5.57	3.17	5.00	6.27
单季度新签订单同比	15.9%	21.2%	28.5%	28.6%	30.4%	21.1%	3.7%	0.6%	-43.5%	-30.2%	-0.6%
公装	-0.4%	3.8%	8.3%	17.7%	45.2%	7.9%	1.0%	21.2%	-32.6%	-30.0%	14.3%
住宅	55.4%	67.5%	74.4%	42.7%	12.9%	42.4%	3.2%	-20.8%	-61.7%	-28.8%	-15.9%
设计	-12.6%	51.9%	23.7%	31.4%	19.7%	38.2%	29.4%	-7.5%	-42.2%	-39.1%	-25.7%
累计新签订单同比	15.9%	18.7%	22.2%	23.9%	30.4%	25.3%	17.3%	12.7%	-43.5%	-36.5%	-24.8%
公装	-0.4%	2.0%	4.2%	7.2%	45.2%	23.7%	15.6%	17.0%	-32.6%	-31.3%	-17.0%
住宅	55.4%	61.0%	65.9%	57.9%	12.9%	27.2%	17.9%	5.9%	-61.7%	-43.9%	-34.4%
设计	-12.6%	15.0%	18.2%	21.4%	19.7%	30.1%	29.9%	20.1%	-42.2%	-40.3%	-34.7%
单季度中标未签订单金额	35.04	43.48	43.76	43.27	60.67	67.27	66.93	50.78	48.96	65.06	70.24
公装	27.39	28.47	25.48	23.85	31.53	35.94	33.51	34.53	31.48	34.38	39.05
住宅	7.63	15.00	18.28	19.41	29.13	31.33	33.42	16.25	17.47	30.62	31.18
设计	0.02	0.01	0.00	0.01	0.01	0.00	0.00	0.00	0.01	0.06	0.01
截至报告期末累计已签约未完工订单金额	457.84	506.22	553.08	572.04	602.59	621.67	645.47	669.76	664.31	647.76	667.87
公装	288.46	317.83	334.15	352.31	376.51	406.43	423.65	452.83	459.95	459.29	481.78
住宅	140.15	155.56	183.33	187.20	193.21	181.87	186.76	185.13	173.75	156.72	154.17
设计	29.23	32.83	35.60	32.53	32.87	33.37	35.06	31.80	30.61	31.75	31.92

资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

免责声明

国盛证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。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及资料保持在最新状态，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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在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。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

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，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均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。

投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的6个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中A股市场以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普500指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在-5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
减持		相对同期基准指数跌幅在10%以上	

国盛证券研究所

北京

地址：北京市西城区平安里西大街26号楼3层

邮编：100032

传真：010-57671718

邮箱：gsresearch@gszq.com

南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道1115号北京银行大厦

邮编：330038

传真：0791-86281485

邮箱：gsresearch@gszq.com

上海

地址：上海市浦明路868号保利One56 1号楼10层

邮编：200120

电话：021-38934111

邮箱：gsresearch@gszq.com

深圳

地址：深圳市福田区福华三路100号鼎和大厦24楼

邮编：518033

邮箱：gsresearch@gszq.com