

公司研究/季报点评

2019年10月27日

建筑/建筑装饰 II

投资评级: 买入 (维持评级)

当前价格(元): 8.26
合理价格区间(元): 11.44~12.32

鲍荣富 执业证书编号: S0570515120002
研究员 021-28972085
baorongfu@htsc.com

方晏荷 执业证书编号: S0570517080007
研究员 0755-22660892
fangyanhe@htsc.com

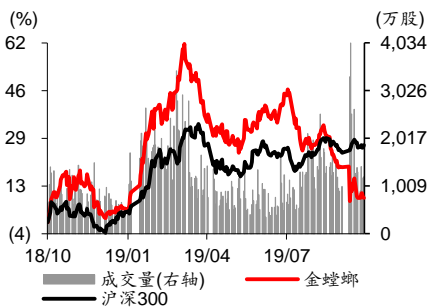
王涛 执业证书编号: S0570519040004
研究员 021-28972059
wangtao@htsc.com

王雯 021-38476718
联系人 wangwen@htsc.com

相关研究

- 1《金螳螂(002081 SZ,买入): Q2 收入增长提速, B端高增望持续》2019.08
- 2《金螳螂(002081,买入): 传统公装有望加速, 全装修持续发力》2019.04
- 3《金螳螂(002081,买入): 业绩稳定增长, 全装修业务发力》2019.03

一年内股价走势图



资料来源: Wind

营收保持较高增长, 现金流同比改善

金螳螂(002081)

营收保持较高增长, 前三季现金流同比改善, 维持“买入”评级

公司发布三季报, 前三季度实现营收 227.4 亿元, yoy+22.7%, 归母净利润 17.5 亿元, yoy+10.5%, 扣非归母净利润 yoy+9.71%, 基本符合市场和我们的预期。Q1-3 公司 CFO 净流出-8.1 亿元, 同比少流出 1.3 亿元。公司前三季公告公装/住宅/设计新签订单增速 15.6%/17.9%/29.9%, 我们预计公司公装订单未来仍有望受益上游产业链景气传递及自身市占率提升, 未来在业务结构及自身采购模式调整完成后, 毛利率有望提升, 看好公司中长期业绩及自由现金流稳健增长, 预计 19-21 年 EPS0.88/1.01/1.15 元, 目标价 11.44-12.32 元, 维持“买入”评级。

单季度收入利润增速环比略降, 毛利率同比有所下降

公司 Q1-Q3 单季度营收增速 19.6%/32.5%/17.2%, 归母净利增速 8.7%/16.4%/7.9%, Q3 营收及利润增速较前两季放缓, 我们判断收入降速与公司在地产融资收紧下控制地产类业务进度相关, 单三季度公司 CFO 净流出 2.65 亿元, 同比少流出 0.3 亿元, 而 Q2 同比少流入 0.36 亿元, 我们认为适当控制收入增长有助于全年 CFO 净额/净利润指标维持合理水平。Q3 毛利率 18.05%, 同比降 1.61pct, 前三季毛利率 18.58%, 同比降 0.79pct, 我们判断全装修及定制精装业务占比提升或是主要原因, 预计未来家装业务因结构原因毛利率仍可能下行, 但公装毛利率有望率先企稳。

资产减值及财务费用增长较多, 未来结构与采购模式调整或提升盈利能力

前三季公司销售/管理/财务费用率 2.29%/3.26%/0.44%, 同比变化 -0.4/-0.11/+0.35pct, 财务费用大幅增长系贷款利息及票据贴现增加所致。前三季公司资产减值损失同比增加 1.12 亿元, 主要系应收款计提减值增加, 而投资收益同比下降 0.45 亿元, 二者对净利润增速的影响也较大。此外, 我们预计家装门店调整可能也产生部分一次性费用。我们认为公司未来盈利能力驱动力可能来自: 1) 公装对地产类业务占比控制带来的毛利率提升; 2) 公装采购与供应链整合后采购成本的边际下降; 3) C 端业务布局调整后整体门店质量的提升, 以及向软装拓展后高盈利业务占比的增加。

在手订单饱满, 中长期具备价值属性, 维持“买入”评级

前三季公司公装/住宅/设计新签订单增速 15.6%/17.9%/29.9%, 增速较 H1 均放缓, 或与公司控制接单质量有关, Q3 末公司在手未完合同 645 亿元, 为 18 年收入 2.56 倍, 保障度较高。公司历史 FCFF/净利润指标接近消费类公司水平, 我们认为中长期公司潜在分红能力较强, 当前 19 年 Wind 一致预期 PE 仅 9 倍, 中长期价值属性突出。考虑到公司主动控制地产类业务增长, 我们调低公司 19-21 年预测 EPS 至 0.88/1.01/1.15 元(前值 0.88/1.06/1.22 元), 当前可比公司 Wind 一致预期 19 年 PE 14 倍, 认可给予公司 19 年 13-14 倍 PE, 目标价 11.44-12.32 元, 维持“买入”评级。

风险提示: 订单增速下降超预期; 全年回款力度不及预期。

公司基本资料

总股本 (百万股)	2,676
流通 A 股 (百万股)	2,582
52 周内股价区间 (元)	7.78-12.57
总市值 (百万元)	22,107
总资产 (百万元)	36,246
每股净资产 (元)	5.43

资料来源: 公司公告

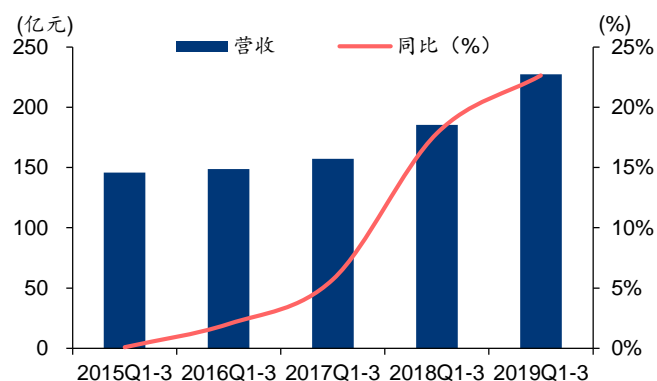
经营预测指标与估值

会计年度	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入 (百万元)	20,996	25,089	30,467	35,701	41,052
+/-%	7.12	19.49	21.44	17.18	14.99
归属母公司净利润 (百万元)	1,918	2,123	2,348	2,696	3,088
+/-%	13.97	10.68	10.60	14.80	14.54
EPS (元, 最新摊薄)	0.72	0.79	0.88	1.01	1.15
PE (倍)	11.52	10.41	9.41	8.20	7.16

资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所预测

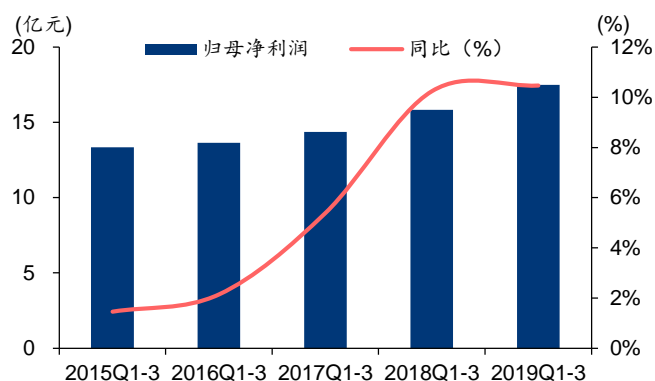
主要经营情况及可比公司估值

图表1: 公司历年三季报营收及同比增速



资料来源: 公司公告、华泰证券研究所

图表2: 公司历年三季报归母净利润及同比增速



资料来源: 公司公告、华泰证券研究所

图表3: 可比公司估值表

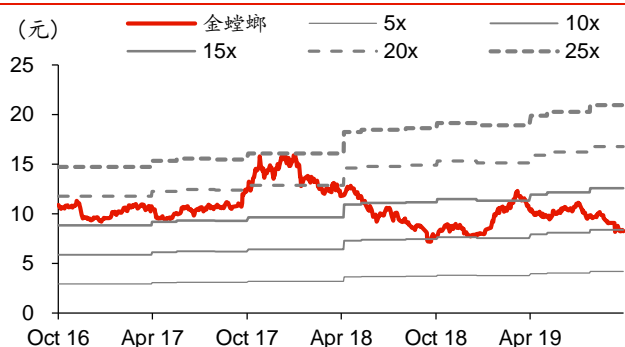
证券代码	证券名称	总市值 (亿元)	当前价格 (元)	EPS (元)			PE (倍)		
				2018	2019E	2020E	2018	2019E	2020E
603030.SH	全筑股份	38.32	7.12	0.48	0.64	0.81	14.71	11.14	8.74
002713.SZ	东易日盛	30.21	7.20	0.60	0.65	0.74	11.96	11.04	9.75
002482.SZ	广田集团	72.25	4.70	0.23	0.25	0.28	20.74	19.05	16.51
002375.SZ	亚厦股份	73.43	5.48	0.28	0.32	0.38	19.91	17.31	14.60
601886.SH	江河集团	96.48	8.36	0.53	0.66	0.84	15.85	12.62	10.01
	平均						16.63	14.23	11.92
002081.SZ	金螳螂	221.07	8.26	0.79	0.88	1.01	10.41	9.41	8.20

注: 数据截至10月25日收盘, 19、20年EPS除金螳螂为华泰预测外, 其余公司均为Wind一致预测。

资料来源: Wind, 华泰证券研究所

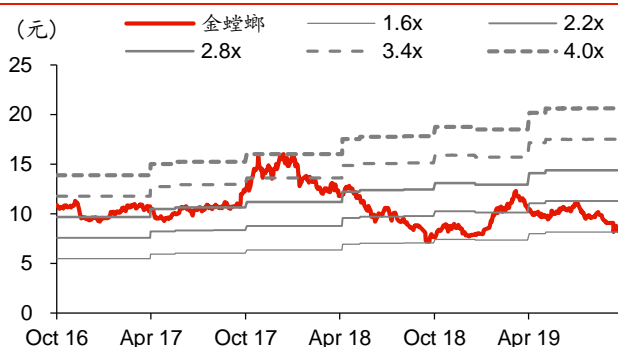
PE/PB - Bands

图表4: 金螳螂历史 PE-Bands



资料来源: Wind、华泰证券研究所

图表5: 金螳螂历史 PB-Bands



资料来源: Wind、华泰证券研究所

盈利预测

资产负债表

会计年度 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
流动资产	24,183	29,025	34,303	40,390	46,688
现金	2,677	3,069	3,711	5,808	7,702
应收账款	18,024	18,609	22,896	26,347	30,297
其他应收账款	291.32	268.55	303.46	359.86	418.73
预付账款	239.13	323.34	373.76	439.03	505.49
存货	194.62	183.32	249.17	292.68	336.99
其他流动资产	2,756	6,571	6,769	7,143	7,428
非流动资产	4,001	4,279	4,404	4,342	4,369
长期投资	12.10	29.00	29.00	29.00	29.00
固定投资	967.27	861.11	946.05	1,067	1,198
无形资产	121.75	110.82	100.82	88.82	74.82
其他非流动资产	2,900	3,278	3,328	3,158	3,067
资产总计	28,184	33,304	38,707	44,732	51,056
流动负债	16,023	19,465	22,774	26,153	29,189
短期借款	1,182	695.36	700.00	750.00	800.00
应付账款	12,285	15,062	18,190	21,073	23,926
其他流动负债	2,556	3,708	3,884	4,330	4,463
非流动负债	411.32	232.56	382.39	332.35	532.34
长期借款	409.09	229.15	379.15	329.15	529.15
其他非流动负债	2.23	3.41	3.24	3.20	3.19
负债合计	16,434	19,698	23,156	26,486	29,722
少数股东权益	262.70	372.33	372.33	372.33	372.33
股本	2,643	2,676	2,676	2,676	2,676
资本公积	159.58	256.68	256.68	256.68	256.68
留存公积	8,671	10,398	12,245	14,941	18,030
归属母公司股东权益	11,487	13,233	15,178	17,874	20,963
负债和股东权益	28,184	33,304	38,707	44,732	51,056

现金流量表

会计年度 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
经营活动现金	1,777	1,649	1,271	1,796	1,879
净利润	1,927	2,172	2,348	2,696	3,088
折旧摊销	120.48	145.67	152.07	166.66	183.91
财务费用	128.24	51.81	1.87	(21.21)	(54.15)
投资损失	(172.77)	(98.68)	(120.00)	(150.00)	(180.00)
营运资金变动	(177.33)	(637.13)	(1,492)	(1,265)	(1,583)
其他经营现金	(48.01)	16.19	380.46	369.79	424.15
投资活动现金	59.11	(527.11)	(142.19)	30.00	(40.00)
资本支出	255.72	223.20	250.00	250.00	250.00
长期投资	(129.07)	468.90	(63.62)	(205.00)	(105.00)
其他投资现金	185.76	164.99	44.20	75.00	105.00
筹资活动现金	(1,005)	(737.86)	(487.55)	271.21	54.15
短期借款	21.67	(486.41)	4.64	50.00	50.00
长期借款	398.69	(179.94)	150.00	(50.00)	200.00
普通股增加	0.00	33.10	0.00	0.00	0.00
资本公积增加	0.75	97.10	0.00	0.00	0.00
其他筹资现金	(1,426)	(201.71)	(642.19)	271.21	(195.85)
现金净增加额	808.93	400.09	641.51	2,098	1,893

利润表

会计年度 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	20,996	25,089	30,467	35,701	41,052
营业成本	16,892	20,194	24,917	29,268	33,699
营业税金及附加	82.96	86.48	103.59	121.38	139.58
营业费用	507.86	675.82	761.69	910.37	1,047
管理费用	650.69	897.39	1,980	2,321	2,668
财务费用	128.24	51.81	1.87	(21.21)	(54.15)
资产减值损失	(35.84)	47.00	60.00	80.00	100.00
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	172.77	98.68	120.00	150.00	180.00
营业利润	2,335	2,541	2,762	3,171	3,633
营业外收入	0.11	2.08	2.00	2.00	2.00
营业外支出	0.31	1.73	1.50	1.50	1.50
利润总额	2,335	2,541	2,763	3,172	3,633
所得税	408.31	369.40	414.44	475.76	544.96
净利润	1,927	2,172	2,348	2,696	3,088
少数股东损益	8.15	48.15	0.00	0.00	0.00
归属母公司净利润	1,918	2,123	2,348	2,696	3,088
EBITDA	2,584	2,738	2,916	3,317	3,762
EPS (元, 基本)	0.73	0.79	0.88	1.01	1.15

主要财务比率

会计年度 (%)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
成长能力					
营业收入	7.12	19.49	21.44	17.18	14.99
营业利润	17.17	8.80	8.73	14.80	14.55
归属母公司净利润	13.97	10.68	10.60	14.80	14.54
获利能力 (%)					
毛利率	19.55	19.51	18.22	18.02	17.91
净利率	9.14	8.46	7.71	7.55	7.52
ROE	16.70	16.05	15.47	15.08	14.73
ROIC	23.17	21.79	20.60	21.58	22.28
偿债能力					
资产负债率 (%)	58.31	59.15	59.82	59.21	58.21
净负债比率 (%)	9.68	5.91	4.66	5.02	4.47
流动比率	1.51	1.49	1.51	1.54	1.60
速动比率	1.50	1.48	1.50	1.53	1.59
营运能力					
总资产周转率	0.76	0.82	0.85	0.86	0.86
应收账款周转率	1.05	1.23	1.32	1.31	1.30
应付账款周转率	1.41	1.48	1.50	1.49	1.50
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	0.72	0.79	0.88	1.01	1.15
每股经营现金流(最新摊薄)	0.66	0.62	0.48	0.67	0.70
每股净资产(最新摊薄)	4.29	4.94	5.67	6.68	7.83
估值比率					
PE (倍)	11.52	10.41	9.41	8.20	7.16
PB (倍)	1.92	1.67	1.46	1.24	1.05
EV_EBITDA (倍)	7.44	7.02	6.59	5.79	5.11

资料来源:公司公告,华泰证券研究所预测

免责声明

本报告仅供华泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司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。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或征价。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。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。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为之提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本公司的资产管理部、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。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权力。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：91320000704041011J。

全资子公司华泰金融控股（香港）有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格，经营许可证编号为：A0K809

©版权所有 2019 年华泰证券股份有限公司

评级说明

行业评级体系

一 报告发布日后的 6 个月内的行业涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

一 投资建议的评级标准

增持行业股票指数超越基准

中性行业股票指数基本与基准持平

减持行业股票指数明显弱于基准

公司评级体系

一 报告发布日后的 6 个月内的公司涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

一 投资建议的评级标准

买入股价超越基准 20% 以上

增持股价超越基准 5%-20%

中性股价相对基准波动在 -5%~5% 之间

减持股价弱于基准 5%-20%

卖出股价弱于基准 20% 以上

华泰证券研究

南京

南京市建邺区江东中路 228 号华泰证券广场 1 号楼/邮政编码：210019

电话：86 25 83389999/传真：86 25 83387521

电子邮件：ht-rd@htsc.com

深圳

深圳市福田区益田路 5999 号基金大厦 10 楼/邮政编码：518017

电话：86 755 82493932/传真：86 755 82492062

电子邮件：ht-rd@htsc.com

北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同 28 号太平洋保险大厦 A 座 18 层
 邮政编码：100032

电话：86 10 63211166/传真：86 10 63211275

电子邮件：ht-rd@htsc.com

上海

上海市浦东新区东方路 18 号保利广场 E 栋 23 楼/邮政编码：200120

电话：86 21 28972098/传真：86 21 28972068

电子邮件：ht-rd@htsc.com