

公司研究/季报点评

2020年11月01日

建筑/建筑装饰 II

投资评级: 买入 (维持评级)

当前价格(元): 9.86
目标价格(元): 12.60

鲍荣富 SAC No. S0570515120002
研究员 021-28972085
baorongfu@htsc.com

王涛 SAC No. S0570519040004
研究员 021-28972059
wangtao@htsc.com

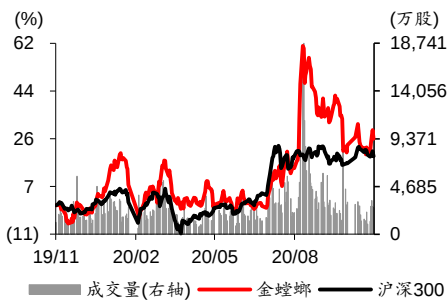
方晏荷 SAC No. S0570517080007
研究员 SFC No. BPW811
0755-22660892
fangyanhe@htsc.com

王雯 SAC No. S0570119080192
联系人 021-38476718
wangwen@htsc.com

相关研究

- 1 《金螳螂(002081 SZ,买入): Q2 利润高增长, 看好估值修复机会》2020.08
- 2 《金螳螂(002081 SZ,买入): 主业势头强劲, 看好利润增速上行》2020.04
- 3 《金螳螂(002081 SZ,买入): 营收高增长, 盈利能力有望进入上行期》2020.02

一年内股价走势图



资料来源: Wind

经营总体稳健, 低估值彰显价值属性

金螳螂(002081)

前三季经营总体稳健, 估值低位价值属性凸显, 维持“买入”评级

公司发布 20 年三季报, 20Q1-3 实现营收 221 亿元, yoy-2.96%, 归母净利润 17.14 亿元, yoy-2.1%, 扣非净利润 16.68 亿元, yoy-2.4%, 前三季经营总体稳健。前三季公司 CFO 净流出 6.7 亿元, 同比少流出 1.4 亿元, 收现比同比有所改善。公司 Q3 单季公装订单实现同比正增长, 增速较 Q1/2 显著提升, 订单增速和结构的改善有望对公司 21/22 年财报质量形成积极影响。当前公司 PE (TTM) 仅 11.8 倍, 我们认为公司中长期稳健成长可期, 现金流与利润匹配能力及 ROIC 均处于较高水平, 中长期价值属性凸显, 预计 20-22 年 EPS0.93/1.05/1.16 元, 维持“买入”评级。

Q3 单季收入结转同比增速有所放缓, 净利率同比改善带动净利稳健增长

公司 Q1-3 单季度营收同比增速-29%/15%/-1%, Q3 营收同比增速有所放缓, Q1-3 单季度归母净利润同比增速-44%/32%/10%, 扣非净利润同比增速-44%/29%/11%, Q3 在营收同比收缩下, 利润实现稳健增长, 主要系净利率同比提升所致。单三季度公司毛利率 17.12%, 同比降 0.93pct, 或主要与业务结构变化相关, 销售/管理/研发/财务费用率同比变动-0.75/-0.78/+0.34/-0.13pct, 我们判断销售和管理费用率的变化同样与业务结构有关, 但也体现了公司的控费效果。单三季度公司信用减值损失占收入比重同比下降 0.81pct, 对利用率的同比提升也存在积极影响。

现金流同比有所改善, 单三季度公装主业订单重回同比增长态势

公司 Q1-3 单季度 CFO 净额同比有所改善, 前三季收现比 90.3%, 同比提升 1.51pct, 付现比 88.8%, 同比降 1.5pct, 我们认为收付现比变化体现了公司现金流管理精细化的提升。前三季度公司公装/住宅/设计订单同比增速-17%/-34%/-35%, 单三季度三项订单同比增速 14.3%/-15.9%-25.7%, 其中公装订单扭转了上半年负增长的态势, 家装和设计订单下滑幅度亦大幅收窄。我们认为公装下游中的医院、学校等民生类公共建筑市场仍处于景气上行期, 2020 年公司处于订单结构转换阶段, 转换逐步完成后, 我们预计 2021 年公司订单有望重回同比正增长。

估值低位, ROIC 领跑行业, 价值属性高, 维持“买入”评级

10 月 30 日收盘公司 PE (TTM) 11.8 倍, PB (LF) 1.68 倍, 位于 2010 年后的 13%/8%分位。公司 16-19 年平均 ROIC15.3%, 位列所有 2016 年前上市 SW 建筑公司中第二名, 稳定性明显领先同行, 体现了龙头公司在行业周期波动中的基本面强韧性。前三季公司营收同比有所下行, 但控费效果较好, 我们调低公司 20 年营收增速预测, 但调高利润率预测, 预计 20-22 年 EPS0.93/1.05/1.16 元 (前值 0.94/1.06/1.21 元), 当前可比公司 21 年 Wind 一致预期 PE16 倍, 公司中长期成长稳定性较好, 认可给予公司 21 年 12 倍 PE, 目标价 12.60 元 (前值 12.22 元), 维持“买入”评级。

风险提示: 盈利能力提升持续性不及预期; 订单增长持续性不及预期。

公司基本资料

总股本 (百万股)	2,683
流通 A 股 (百万股)	2,605
52 周内股价区间 (元)	7.49-12.65
总市值 (百万元)	26,458
总资产 (百万元)	42,538
每股净资产 (元)	6.12

资料来源: 公司公告

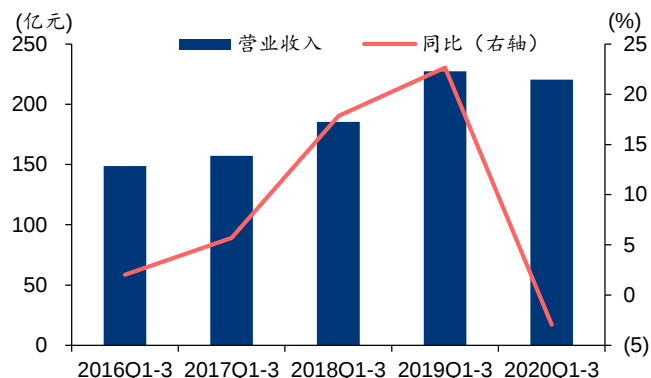
经营预测指标与估值

会计年度	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入 (百万元)	25,089	30,835	31,784	35,484	39,291
+/-%	19.49	22.90	3.08	11.64	10.73
归属母公司净利润 (百万元)	2,123	2,349	2,496	2,804	3,119
+/-%	10.68	10.64	6.23	12.36	11.20
EPS (元, 最新摊薄)	0.79	0.88	0.93	1.05	1.16
PE (倍)	12.46	11.26	10.60	9.43	8.48

资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所预测

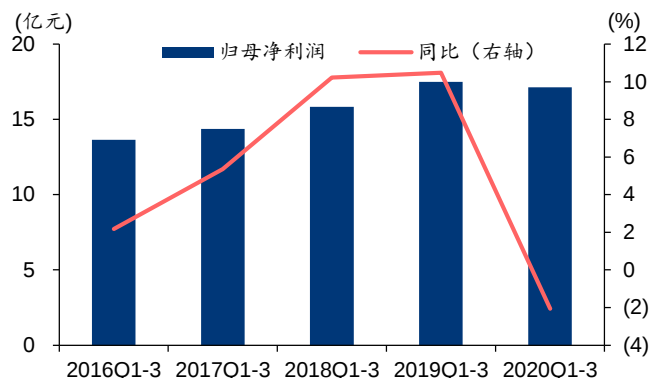
公司历史经营情况及可比公司估值表

图表1: 公司历史 Q1-3 营收及同比增速



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表2: 公司历史 Q1-3 归母净利润及同比增速



资料来源: Wind, 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)			
				2019A	2020E	2021E	2022E	2019A	2020E	2021E	2022E
603030 CH	全筑股份	28.41	5.28	0.39	0.47	0.58	0.70	13.62	11.22	9.13	7.51
002713 CH	东易日盛	29.49	7.03	-0.59	0.07	0.40	0.37	-11.83	94.11	17.56	18.80
002375 CH	亚厦股份	120.20	8.97	0.32	0.34	0.45	0.57	28.24	26.17	20.12	15.79
002482 CH	广田集团	50.27	3.27	0.09	0.16	0.18	0.21	36.33	20.44	18.17	15.57
	平均							16.59	37.99	16.24	14.42
002081 CH	金螳螂	264.58	9.86	0.88	0.93	1.05	1.16	11.26	10.60	9.43	8.48

注: 数据截止 10 月 30 日收盘, 20-22 年 EPS 金螳螂为华泰预测, 其余公司为 Wind 一致预测。

资料来源: 彭博, Wind, 华泰证券研究所

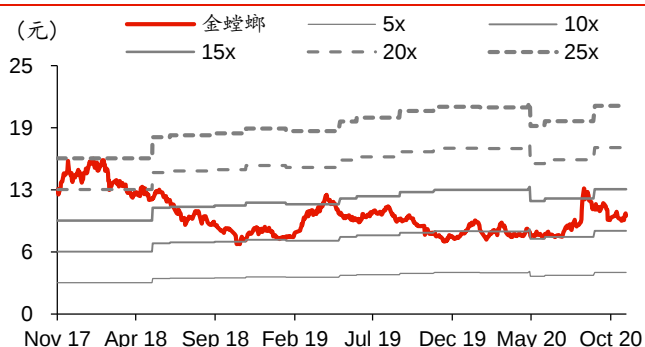
图表4: 盈利预测调整表

项目	原预测 (调整前)			现预测 (调整后)			变化幅度 (pct)		
	2020E	2021E	2022E	2020E	2021E	2022E	2020E	2021E	2022E
营业收入 (亿元)	332.91	374.53	414.97	317.84	354.84	392.91	-4.53%	-5.26%	-5.32%
收入增速 (%)	8.00	12.50	10.80	3.10	11.60	10.70	-4.90	-0.90	-0.10
毛利率 (%)	18.00	18.10	18.10	18.30	18.50	18.20	0.30	0.40	0.10
期间费用率 (%)	8.73	8.35	8.07	8.71	8.32	8.05	-0.02	-0.03	-0.02
净利率 (%)	7.60	7.60	7.90	7.70	8.00	8.00	0.10	0.40	0.10
归母净利润 (亿元)	25.30	28.51	32.60	24.96	28.04	31.19	-1.34%	-1.65%	-4.33%
EPS (元)	0.94	1.06	1.21	0.93	1.05	1.16	-1.34%	-1.65%	-4.33%

资料来源: 华泰证券研究所

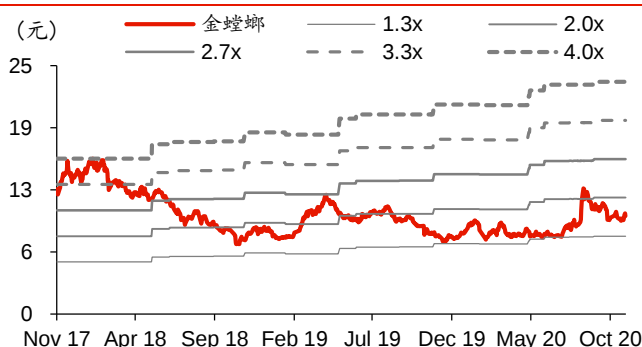
PE/PB - Bands

图表5: 金螳螂历史 PE-Bands



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表6: 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)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
流动资产	29,025	35,188	36,770	43,568	46,789
现金	3,069	6,078	8,502	10,459	12,229
应收账款	18,609	22,003	20,376	24,540	26,158
其他应收账款	268.55	248.80	370.15	434.14	462.90
预付账款	323.34	287.52	377.72	445.78	472.14
存货	183.32	101.34	99.11	119.57	124.91
其他流动资产	6,571	6,470	7,045	7,569	7,342
非流动资产	4,279	4,285	4,735	4,617	4,564
长期投资	29.00	22.84	29.00	29.00	29.00
固定投资	861.11	910.18	966.80	1,041	1,101
无形资产	110.82	109.11	96.84	83.81	70.02
其他非流动资产	3,278	3,243	3,642	3,463	3,364
资产总计	33,304	39,473	41,505	48,185	51,353
流动负债	19,465	23,232	23,281	27,036	27,199
短期借款	695.36	875.69	800.00	800.00	800.00
应付账款	12,892	13,280	18,569	21,611	21,785
其他流动负债	5,878	9,076	3,913	4,625	4,615
非流动负债	232.56	841.49	913.85	1,006	858.42
长期借款	229.15	838.56	910.85	1,003	855.42
其他非流动负债	3.41	2.93	3.00	3.00	3.00
负债合计	19,698	24,073	24,195	28,042	28,058
少数股东权益	372.33	243.90	184.72	214.23	247.71
股本	2,676	2,676	2,684	2,684	2,684
资本公积	256.68	342.18	342.18	342.18	342.18
留存公积	10,398	12,212	14,649	17,483	20,635
归属母公司股东权益	13,233	15,156	17,125	19,929	23,047
负债和股东权益	33,304	39,473	41,505	48,185	51,353

现金流量表

会计年度 (百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
经营活动现金	1,649	1,755	1,884	1,952	2,133
净利润	2,172	2,261	2,437	2,834	3,152
折旧摊销	145.67	151.11	265.52	222.67	263.29
财务费用	51.81	134.89	131.81	115.02	98.34
投资损失	(98.68)	(33.20)	(33.20)	(33.20)	(33.20)
营运资金变动	(637.13)	(1,043)	(932.69)	(1,167)	(1,327)
其他经营现金	16.19	284.47	15.47	(20.00)	(20.00)
投资活动现金	(527.11)	1,369	997.29	(51.80)	(156.80)
资本支出	223.20	234.62	277.98	290.00	295.00
长期投资	(468.90)	1,482	(6.16)	0.00	0.00
其他投资现金	164.99	121.49	1,281	238.20	138.20
筹资活动现金	(737.86)	(148.80)	(456.79)	57.26	(206.05)
短期借款	(486.41)	180.33	(75.69)	0.00	0.00
长期借款	(179.94)	609.41	72.29	92.29	(147.71)
普通股增加	33.10	0.00	8.00	0.00	0.00
资本公积增加	97.10	85.49	0.00	0.00	0.00
其他筹资现金	(201.71)	(1,024)	(461.38)	(35.02)	(58.34)
现金净增加额	400.09	2,982	2,424	1,957	1,770

利润表

会计年度 (百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	25,089	30,835	31,784	35,484	39,291
营业成本	20,194	25,165	25,956	28,930	32,123
营业税金及附加	86.48	94.61	117.60	124.19	137.52
营业费用	675.82	650.79	667.47	709.67	746.54
管理费用	897.39	1,002	1,017	1,100	1,179
财务费用	51.81	134.89	131.81	115.02	98.34
资产减值损失	(47.00)	(0.00)	(160.00)	(176.00)	(193.60)
公允价值变动收益	0.00	(59.79)	0.00	0.00	0.00
投资净收益	98.68	33.20	33.20	33.20	33.20
营业利润	2,541	2,695	2,813	3,333	3,708
营业外收入	2.08	4.95	9.34	2.00	2.00
营业外支出	1.73	4.53	2.50	1.50	1.50
利润总额	2,541	2,695	2,820	3,334	3,708
所得税	369.40	434.39	383.55	500.09	556.24
净利润	2,172	2,261	2,437	2,834	3,152
少数股东损益	48.15	(88.69)	(59.18)	29.51	33.48
归属母公司净利润	2,123	2,349	2,496	2,804	3,119
EBITDA	2,677	2,821	3,069	3,500	3,879
EPS (元, 基本)	0.79	0.88	0.93	1.05	1.16

主要财务比率

会计年度 (%)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
成长能力					
营业收入	19.49	22.90	3.08	11.64	10.73
营业利润	8.80	6.06	4.40	18.48	11.23
归属母公司净利润	10.68	10.64	6.23	12.36	11.20
获利能力 (%)					
毛利率	19.51	18.39	18.34	18.47	18.25
净利率	8.66	7.33	7.67	7.99	8.02
ROE	15.96	14.68	14.08	14.07	13.54
ROIC	21.71	25.40	26.16	26.57	25.98
偿债能力					
资产负债率 (%)	59.15	60.99	58.30	58.20	54.64
净负债比率 (%)	(14.00)	(28.19)	(37.93)	(41.46)	(43.91)
流动比率	1.49	1.51	1.58	1.61	1.72
速动比率	1.33	1.49	1.45	1.50	1.61
营运能力					
总资产周转率	0.82	0.85	0.79	0.79	0.79
应收账款周转率	1.37	1.52	1.50	1.58	1.55
应付账款周转率	1.64	1.92	1.63	1.44	1.48
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	0.79	0.88	0.93	1.05	1.16
每股经营现金流(最新摊薄)	0.61	0.65	0.70	0.73	0.79
每股净资产(最新摊薄)	4.93	5.65	6.38	7.42	8.59
估值比率					
PE (倍)	12.46	11.26	10.60	9.43	8.48
PB (倍)	2.00	1.75	1.55	1.33	1.15
EV_EBITDA (倍)	9.31	7.33	6.55	5.24	4.25

资料来源：公司公告，华泰证券研究所预测

免责声明

分析师声明

本人，鲍荣富、王涛、方晏荷，兹证明本报告所表达的观点准确地反映了分析师对标的证券或发行人的个人意见；彼以往、现在或未来并无就其研究报告所提供的具体建议或所表达的意见直接或间接收取任何报酬。

一般声明及披露

本报告由华泰证券股份有限公司（已具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格，以下简称“本公司”）制作。本报告仅供本公司客户使用。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。以往表现并不能指引未来，未来回报并不能得到保证，并存在损失本金的可能。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，不构成购买或出售所述证券的要约或招揽。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。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现，过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。本公司不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现，分析中所做的预测可能是基于相应的假设，任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。

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，为该公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务或向该公司招揽业务。

本公司的销售人员、交易人员或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。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、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。投资者应当考虑到本公司及/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信赖依据。有关该方面的具体披露请参照本报告尾部。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布的机构或人员，也并非意图发送、发布给因可得到、使用本报告的行为而使本公司及关联子公司违反或受制于当地法律或监管规则的机构或人员。

本公司研究报告以中文撰写，英文报告为翻译版本，如出现中英文版本内容差异或不一致，请以中文报告为主。英文翻译报告可能存在一定时间延迟。

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利。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。

中国香港

本报告由华泰证券股份有限公司制作，在香港由华泰金融控股（香港）有限公司向符合《证券及期货条例》第 571 章所定义之机构投资者和专业投资者的客户进行分发。华泰金融控股（香港）有限公司受香港证券及期货事务监察委员会监管，是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司，后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。在香港获得本报告的人员若有任何有关本报告的问题，请与华泰金融控股（香港）有限公司联系。

香港-重要监管披露

- 华泰金融控股（香港）有限公司的雇员或其关联人士没有担任本报告中提及的公司或发行人的高级人员。
- 更多信息请参见下方“美国-重要监管披露”。

美国

本报告由华泰证券股份有限公司编制，在美国由华泰证券（美国）有限公司向符合美国监管规定的机构投资者进行发表与分发。华泰证券（美国）有限公司是美国注册经纪商和美国金融业监管局（FINRA）的注册会员。对于其在美国分发的研究报告，华泰证券（美国）有限公司对其非美国联营公司编写的每一份研究报告内容负责。华泰证券（美国）有限公司联营公司的分析师不具有美国金融监管（FINRA）分析师的注册资格，可能不属于华泰证券（美国）有限公司的关联人员，因此可能不受 FINRA 关于分析师与标的公司沟通、公开露面和所持交易证券的限制。华泰证券（美国）有限公司是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司，后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。任何直接从华泰证券（美国）有限公司收到此报告并希望就本报告所述任何证券进行交易的人士，应通过华泰证券（美国）有限公司进行交易。

美国-重要监管披露

- 分析师鲍荣富、王涛、方晏荷本人及相关人士并不担任本报告所提及的标的证券或发行人的高级人员、董事或顾问。分析师及相关人士与本报告所提及的标的证券或发行人并无任何相关财务利益。声明中所提及的“相关人士”包括 FINRA 定义下分析师的家庭成员。分析师根据华泰证券的整体收入和盈利能力获得薪酬，包括源自公司投资银行业务的收入。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或不时会以自身或代理形式向客户出售及购买华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或其高级管理层、董事和雇员可能会持有本报告中所提到的任何证券（或任何相关投资）头寸，并可能不时进行增持或减持该证券（或投资）。因此，投资者应该意识到可能存在利益冲突。

评级说明

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力（含此期间的股息回报）相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数），具体如下：

行业评级

增持：预计行业股票指数超越基准

中性：预计行业股票指数基本与基准持平

减持：预计行业股票指数明显弱于基准

公司评级

买入：预计股价超越基准 15% 以上

增持：预计股价超越基准 5%~15%

持有：预计股价相对基准波动在-15%~5% 之间

卖出：预计股价弱于基准 15% 以上

暂停评级：已暂停评级、目标价及预测，以遵守适用法规及/或公司政策

无评级：股票不在常规研究覆盖范围内。投资者不应期待华泰提供该等证券及/或公司相关的持续或补充信息

法律实体披露

中国：华泰证券股份有限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

香港：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：AOK809

美国：华泰证券（美国）有限公司为美国金融业监管局（FINRA）成员，具有在美国开展经纪交易商业业务的资格，经营业务许可编号为：CRD#:298809/SEC#:8-70231

华泰证券股份有限公司

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

华泰金融控股（香港）有限公司

香港中环皇后大道中 99 号中环中心 58 楼 5808-12 室

电话：+852 3658 6000/传真：+852 2169 0770

电子邮件：research@htsc.com

http://www.htsc.com.hk

华泰证券（美国）有限公司

美国纽约哈德逊城市广场 10 号 41 楼（纽约 10001）

电话：+ 212-763-8160/传真：+917-725-9702

电子邮件：Huatai@htsc-us.com

http://www.htsc-us.com

©版权所有 2020 华泰证券股份有限公司

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