

# 金螳螂 (002081.SZ)

## 供需优化拐点显，龙头迈步从头越

**公装行业供给优化，需求拐点将显。**近两年受地产信用风险冲击，装饰行业大幅波动，抗风险能力差的企业大量退出市场。上市装饰公司作为行业龙头，多数在 2021-2022 年业绩也出现大额亏损，经营困难开始转让股权或谋求转型，收缩或退出装饰主业，行业供给侧加速优化。从公装下游三大需求看，短期拐点有望逐步显现：1) 基建领域：今年稳增长需求下基建仍将保持强度，民生基建（医院、学校、体育场馆）将重点发力；2) 地产领域：受益于“三支箭”、保交楼政策，竣工有望明显改善带动住宅精装修景气修复；3) 商业领域：防疫政策优化后线下购物、旅游、酒店、餐饮等需求有望加快复苏，带动商业新建及更新改造需求提升。中长期看装饰行业具备消费属性，赛道长坡厚雪：存量项目 8-10 年后进入更新改造周期，2010 年前后房地产市场经历了一轮高峰，目前逐步进入二次装修需求加速释放期。此外地产“高周转”到“竞品质”，增强居住属性需装饰，地产商有望加大装饰投资来突显品质差异。

**供需格局优化龙头脱颖而出，业务结构优化长期行稳致远。**近几年公司住宅精装修业务虽然已大幅收缩，但核心公装主业中坚团队力量仍得到较好保留，品牌、管理、EPC 等核心竞争优势也未发生明显变化。在大公装行业低谷、供给持续优化之际，公司作为行业龙头，抗风险能力显著优于同行，有望加快抢占各地市场，进一步提升市占率。此外公司业务结构持续优化，公装订单占比自 2018 年的 54% 提升至 2022 年前三季的 81%，相较于住宅精装修业务，公装利润率更高，回款情况更好，有助于改善盈利及现金流表现，同时公装下游更加分散，整体波动较小；住宅精装修订单占比已经下降至 12%，预计剩余订单主要集中在央国企开发商客户，经营风险大幅降低。

**资产负债表健康，盈利底部已现有望步入上行。**根据公司公告，截至 2022 年上半年末，公司对恒大集团应收款项总额 82.4 亿元，累计计提减值损失 57.9 亿元，净敞口 24.5 亿元。目前正办理抵押手续的实物资产 16.7 亿元，已完成保全金额 9.0 亿元，可用于抵押的甲供材料应付款 12.2 亿元。预计恒大相关应收款项减值风险已得到较充分释放。公司 2022Q3 末货币资金 52 亿元，占总资产比例为 14%，是短期刚性债务的 14 倍，资产负债率为 66%，净负债率为 -31%，偿债风险低，资产负债表稳健。公司 2022 年 Q1/Q2/Q3 营收同比变化 +3%/-32%/+1%；归母净利润同比变化 +5%/-39%/+0.3%，Q3 环比 Q2 营收业绩增速明显改善，预计盈利底部已现。随着行业需求不断回暖、公司市占率提升，经营有望进一步恢复，后续预计减值影响减弱，部分已计提减值或有冲回，进一步加速公司业绩向上。

**根据动态调整 PB 估值法，公司当前估值明显偏低。**根据我们构建的动态调整 PB 估值法（具体可参考 2019 年 8 月 21 日外发报告《从分析盈利到分析资产：一个全新的建筑股估值体系》），公司经调整的净资产价值为 285 亿元，较当前市值高出 104%。

**投资建议：**我们预计公司 22-24 年归母净利润分别为 12/15/17 亿元，同比增长 125%/25%/12%，对应 EPS 分别为 0.46/0.58/0.65 元，当前股价对应 PE 分别为 11.6/9.3/8.3 倍，首次覆盖，给予“买入”评级。

**风险提示：**应收款项继续计提大额减值风险、地产政策不及预期风险、公装需求恢复不达预期风险、估值方法存在误差风险。

财务指标	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	31,243	25,374	22,165	22,733	24,879
增长率 yoy (%)	1.3	-18.8	-12.6	2.6	9.4
归母净利润(百万元)	2,374	-4,950	1,226	1,532	1,714
增长率 yoy (%)	1.0	-308.5	124.8	24.9	11.9
EPS 最新摊薄(元/股)	0.89	-1.86	0.46	0.58	0.65
净资产收益率(%)	13.7	-42.4	9.5	10.9	11.2
P/E(倍)	6.0	-2.9	11.6	9.3	8.3
P/B(倍)	0.8	1.3	1.2	1.1	1.0

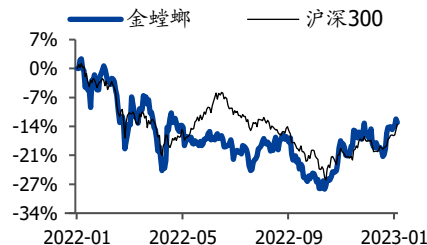
资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 股价为 2023 年 1 月 16 日收盘价

### 买入(首次)

#### 股票信息

行业	装修装饰
1月16日收盘价(元)	5.31
总市值(百万元)	14,099.77
总股本(百万股)	2,655.32
其中自由流通股(%)	99.27
30日日均成交量(百万股)	13.91

#### 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

#### 相关研究



**财务报表和主要财务比率**
**资产负债表 (百万元)**

会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
<b>流动资产</b>	40629	33457	32678	36305	37965
现金	6373	7490	7598	8097	7642
应收票据及应收账款	22352	12902	11932	14048	15747
其他应收款	239	251	177	262	218
预付账款	185	270	127	281	166
存货	54	1652	1462	1720	1753
其他流动资产	11427	10892	11382	11898	12439
<b>非流动资产</b>	4374	4728	4550	4474	4425
长期投资	0	0	-5	-10	-16
固定资产	892	881	725	703	729
无形资产	90	82	71	54	38
其他非流动资产	3392	3766	3758	3727	3674
<b>资产总计</b>	45003	38185	37228	40779	42390
<b>流动负债</b>	27017	25010	23199	25977	26588
短期借款	714	882	882	882	882
应付票据及应付账款	21918	18638	16972	19414	20293
其他流动负债	4384	5490	5345	5680	5412
<b>非流动负债</b>	841	1678	1319	991	671
长期借款	837	1524	1165	837	517
其他非流动负债	4	154	154	154	154
<b>负债合计</b>	27858	26688	24518	26968	27258
少数股东权益	137	389	375	345	319
股本	2683	2671	2671	2671	2671
资本公积	369	187	187	187	187
留存收益	14086	8611	9609	10874	12326
归属母公司股东权益	17009	11108	12335	13466	14813
<b>负债和股东权益</b>	45003	38185	37228	40779	42390

**现金流量表 (百万元)**

会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
<b>经营活动现金流</b>	1777	814	233	1322	410
净利润	2341	-4875	1212	1502	1688
折旧摊销	130	87	93	94	98
财务费用	131	81	49	78	138
投资损失	-38	-34	-51	-39	-41
营运资金变动	-1138	-1462	-1099	-350	-1504
其他经营现金流	352	7017	29	36	30
<b>投资活动现金流</b>	-574	1256	107	-16	-39
资本支出	157	65	-173	-70	-43
长期投资	-522	1188	5	5	5
其他投资现金流	-939	2508	-61	-80	-77
<b>筹资活动现金流</b>	-797	-911	-233	-807	-826
短期借款	-161	168	0	0	0
长期借款	-2	687	-359	-328	-321
普通股增加	7	-12	0	0	0
资本公积增加	27	-182	0	0	0
其他筹资现金流	-668	-1572	125	-479	-506
<b>现金净增加额</b>	303	1109	107	500	-455

**利润表 (百万元)**

会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
<b>营业收入</b>	31243	25374	22165	22733	24879
营业成本	26058	21279	18684	19092	20834
营业税金及附加	108	88	75	76	85
营业费用	376	330	310	318	348
管理费用	605	520	488	523	572
研发费用	956	841	731	773	846
财务费用	131	81	49	78	138
资产减值损失	66	-1680	-443	-136	-124
其他收益	55	24	0	0	0
公允价值变动收益	-1	-55	-29	-36	-30
投资净收益	38	34	51	39	41
资产处置收益	0	-1	0	0	0
<b>营业利润</b>	2714	-5456	1407	1740	1941
营业外收入	0	2	2	2	2
营业外支出	4	5	4	5	4
<b>利润总额</b>	2710	-5459	1406	1737	1938
所得税	370	-584	193	235	250
<b>净利润</b>	2341	-4875	1212	1502	1688
少数股东损益	-33	75	-14	-30	-26
<b>归属母公司净利润</b>	2374	-4950	1226	1532	1714
EBITDA	2747	-5443	1370	1683	1876
EPS (元/股)	0.89	-1.86	0.46	0.58	0.65

**主要财务比率**

会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
<b>成长能力</b>					
营业收入 (%)	1.3	-18.8	-12.6	2.6	9.4
营业利润 (%)	0.7	-301.0	125.8	23.6	11.6
归属母公司净利润 (%)	1.0	-308.5	124.8	24.9	11.9
<b>获利能力</b>					
毛利率 (%)	16.6	16.1	15.7	16.0	16.3
净利率 (%)	7.6	-19.5	5.5	6.7	6.9
ROE (%)	13.7	-42.4	9.5	10.9	11.2
ROIC (%)	12.1	-35.9	7.4	8.8	9.3
<b>偿债能力</b>					
资产负债率 (%)	61.9	69.9	65.9	66.1	64.3
净负债比率 (%)	-27.8	-42.0	-40.3	-43.1	-38.4
流动比率	1.5	1.3	1.4	1.4	1.4
速动比率	1.2	0.9	0.9	0.9	0.9
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	0.7	0.6	0.6	0.6	0.6
应收账款周转率	1.3	1.4	1.8	1.8	1.7
应付账款周转率	1.3	1.0	1.0	1.0	1.0
<b>每股指标 (元)</b>					
每股收益 (最新摊薄)	0.89	-1.86	0.46	0.58	0.65
每股经营现金流 (最新摊薄)	0.67	0.31	0.09	0.50	0.15
每股净资产 (最新摊薄)	6.41	4.18	4.65	5.07	5.58
<b>估值比率</b>					
P/E	6.0	-2.9	11.6	9.3	8.3
P/B	0.8	1.3	1.2	1.1	1.0
EV/EBITDA	2.7	-1.6	6.3	4.6	4.2

资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 股价为 2023 年 1 月 16 日收盘价

## 内容目录

1. 公司简介：综合性专业化装饰龙头，设计及 EPC 能力突出 .....	5
2. 公装行业供给优化，需求拐点将显 .....	5
2.1. 供给优化：抗风险能力低者大量退出市场 .....	5
2.2. 需求恢复：短期拐点将显，中长期长坡厚雪 .....	7
3. 供需格局优化龙头脱颖而出，业务结构优化长期行稳致远 .....	10
3.1. 品牌、管理、EPC 核心优势未变，市占率有望持续提升 .....	10
3.2. 业务结构优化，中长期行稳致远 .....	12
4. 财务分析：减值风险释放，盈利底部已现有望步入上行 .....	13
4.1. 压实应收类款项轻装上阵，现金相对充裕 .....	13
4.2. 预计盈利底部已现，有望步入上行 .....	15
5. 盈利预测、估值与投资建议 .....	16
5.1. 盈利预测 .....	16
5.2. 估值：使用调整动态 PB 估值法，当前市值存在低估 .....	17
5.2.1. 调整动态 PB 估值法介绍 .....	17
5.2.2. 动态调整净资产价值 285 亿，高出当前市值 104% .....	19
5.3. 投资建议 .....	20
6. 风险提示 .....	21

## 图表目录

图表 1: 截止至 2022 年 9 月底公司前十大股东情况 .....	5
图表 2: 人民法院公告网发布破产文书装饰企业数量 .....	6
图表 3: 上市装企 2020 年以来股权转让事件汇总 .....	6
图表 4: 上市装企近年来转型发展汇总 .....	6
图表 5: 固定资产投资中三大投资走势 .....	7
图表 6: 我国历史房屋新开工面积 .....	8
图表 7: 我国历史房屋新开工、竣工面积增速 .....	8
图表 8: 北上广深日度地铁客运量 (万人次) .....	9
图表 9: 我国装饰行业市场规模 .....	9
图表 10: 金螳螂大工管平台图示 .....	10
图表 11: 金螳螂设计业务规模与同业对比 .....	11
图表 12: 金螳螂公装行业市占率 .....	11
图表 13: 装饰上市企业中金螳螂营收占比 .....	12
图表 14: 公司历年新签订单结构 (亿元) .....	12
图表 15: 公司历年新签订单结构占比 .....	12
图表 16: 公司逐季应收账款、应收票据、合同资产情况 .....	13
图表 17: 公司逐季货币资金及有息负债 .....	14
图表 18: 公司逐季货币资金占总资产的比例 .....	14
图表 19: 公司逐季货币资金/短期刚性债务 .....	14
图表 20: 公司逐季净负债率 .....	14
图表 21: 公司逐季流动比率与速动比率 .....	14
图表 22: 公司逐季营收及累计同比 .....	15
图表 23: 公司逐季归母净利润及累计同比 .....	15
图表 24: 公司营业收入预测 .....	16

---

图表 25: 公司毛利率预测 .....	17
图表 26: 调整的 PB 估值框架 .....	18
图表 27: 公司需要调整净资产科目计算 .....	20

## 1. 公司简介：综合性专业化装饰龙头，设计及 EPC 能力突出

**装饰龙头，设计及 EPC 能力突出。**公司成立于 1993 年，是一家以室内装饰为主体，融幕墙、景观、软装、家具、机电设备安装等为一体的综合性专业化装饰集团，承接项目包括公共建筑装饰和住宅装饰等，涵盖酒店装饰、文体会展建筑装饰、商业建筑装饰、交通运输基础设施装饰、住宅装饰等多种业务形态。公司具备承接各类建筑装饰工程的资格和能力，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。公司设计能力突出，集团拥有 14000 多名员工，6000 多人的设计师团队，旗下子公司 HBA 是全球酒店室内设计第一品牌。公司整合自身全专业设计、施工资源，组建 EPC 总承包管理团队，并将 EPC 专业能力应用于教育、建筑、健康、交通、低碳和服务等一系列场景，完成了一系列酒店、办公楼、市政和场馆等总承包精品工程，有望充分把握建筑行业 EPC 模式快速发展机遇。

**实际控制人为自然人朱兴良先生。**根据公司 2022 年三季报，公司实际控制人为朱兴良先生，直接持有公司 0.69% 的股份，并通过控制苏州金螳螂企业(集团)有限公司、金羽(英国)有限公司间接持有公司合计 48.5% 的股份，直接与间接合计持有公司股份比例达 49.19%。香港中央结算有限公司持有公司 3.06% 的股份。前十大股东合计持有公司股份 56.06% 的股份。

图表 1: 截止至 2022 年 9 月底公司前十大股东情况

排名	股东名称	占总股本比例(%)
1	苏州金螳螂企业(集团)有限公司(朱兴良实际控制)	24.58
2	金羽(英国)有限公司(朱兴良实际控制)	23.92
3	香港中央结算有限公司	3.06
4	广发中证建设工程交易型开放式指数证券投资基金	0.79
5	朱兴良(公司实际控制人)	0.69
6	南方中证金融资产管理计划	0.62
7	大成中证金融资产管理计划	0.62
8	广发中证金融资产管理计划	0.61
9	银华中证金融资产管理计划	0.59
10	易方达中证金融资产管理计划	0.58
	合计	56.06

资料来源: Wind, 国盛证券研究所

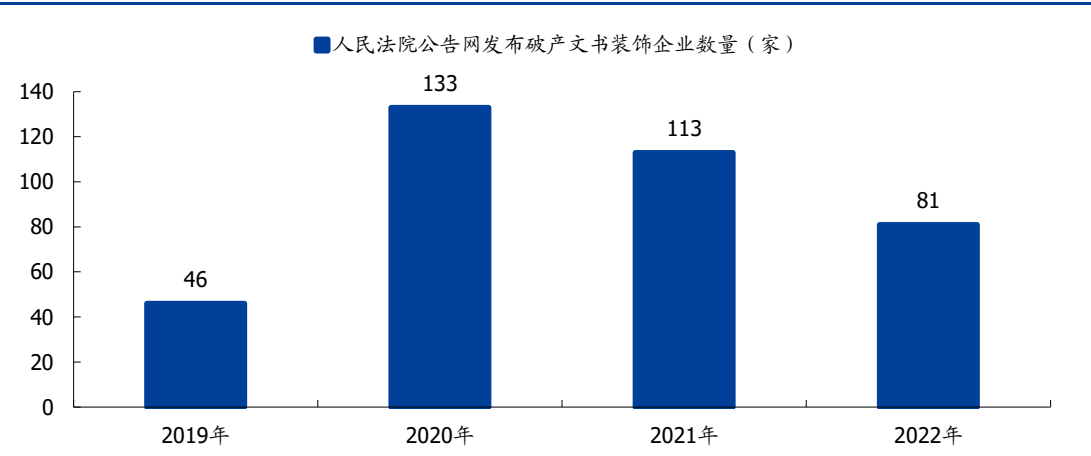
## 2. 公装行业供给优化，需求拐点将显

### 2.1. 供给优化：抗风险能力低者大量退出市场

**装饰行业供给持续收缩。**经历 2020 年疫情及 2021 年以来的地产行业风险冲击，装饰行业供给端已明显收缩，资本实力弱、抗风险能力差、过于依赖于单一客户的企业大量退出市场，据人民法院公告网公开信息，2020-2022 年分别有 133/113/81 家装饰企业被发布破产文书，较 2019 年明显增多。大公装（2000 万以上的项目）领域更是同样的情况，上市的装饰企业在公装行业中普遍处于龙头地位，大部分公司 2021-2022 年业绩也出现大幅亏损或下滑，期间多家上市装饰公司因经营困难，股权也在接连转让，我们统计 2020 年以来共有 14 次装企股权转让，涉及 8 家上市公司，其中宝鹰股份、美芝股份、

建艺集团、维业股份、\*ST奇信 5 家装企实控人变更国资。除股权转让外，还有一批上市装企开始转型新业务，逐步减少或退出装饰行业。

图表 2: 人民法院公告网发布破产文书装饰企业数量



资料来源: 人民法院公告网, 新浪家居, 国盛证券研究所

图表 3: 上市装企 2020 年以来股权转让事件汇总

时间	装饰公司	转让股权	转让对象	背景	目前实控人
2020Q1	宝鹰股份	22.00%	珠海航空城发展集团有限公司	国有	珠海市国资委
2020Q4	东易日盛	5.01%	小米科技(武汉)有限公司	民营	陈辉;杨劲
2022Q1	东易日盛	5.99%	上海玖鹏资产管理中心(有限合伙)	民营	
2020Q4	美芝股份	29.99%	广东怡建股权投资合伙企业	国有	佛山市南海区国资委
2021Q1	美芝股份	4.88%	唐彦海	个人	
2021Q3	美芝股份	2.22%	赖星宇	个人	
2022Q1	美芝股份	4.99%	高峰	个人	
2021Q4	建艺集团	9.39%	珠海正方集团有限公司	国有	珠海市香洲区国资委
2022Q1	建艺集团	7.04%	珠海正方集团有限公司	国有	
2020Q3	维业股份	29.99%	珠海华发实体产业投资控股有限公司	国有	珠海市国资委
2022Q3	全筑股份	2.21%	国信证券股份有限公司	国有	朱斌
2020Q1	柯利达	5.10%	陈正华	个人	顾佳;顾龙棣;顾益明;朱彩珍
2020Q1	柯利达	5.30%	中泰证券(上海)资产管理有限公司	国有	
2020Q3	*ST奇信	29.99%	新余市投资控股集团有限公司	国有	新余市国资委

资料来源: 各公司公告, 国盛证券研究所

图表 4: 上市装企近年来转型发展汇总

上市装企	转型领域	内容
宝鹰股份	元宇宙	参股 AR 底层技术研发商太平洋未来有限公司 9.91% 股份。
建艺集团	城市运维	旗下新能源科技平台围绕智慧能源、企业数字化转型和智慧城市建设, 提升智慧综合能源的应用和产业聚集。
中装建设	物管、新能源、IDC	收购嘉泽特 100% 股权间接控股科技园物业; 投资河南许昌 50 兆瓦风电项目; 在佛山建设了五沙(宽原)大数据中心, 总规模为 1 万个机柜。
江河集团	光伏幕墙	组建智慧光伏子公司, 目前已自主研发了 R35 光伏屋面系统, 并拟投资 5 亿元在湖北省浠水县投资建设 300MW 光伏建筑一体化异型光伏组件柔性生产基地。

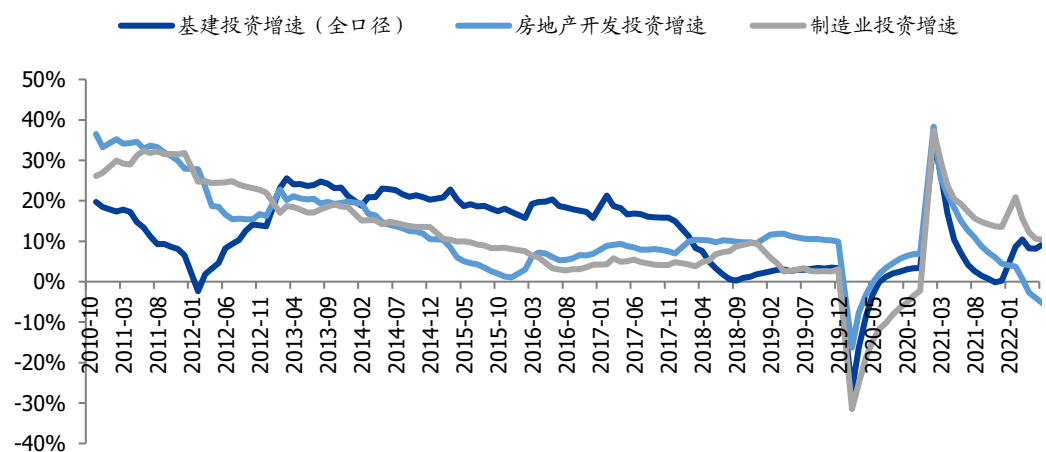
资料来源: 各公司公告, 国盛证券研究所

## 2.2.需求恢复：短期拐点将显，中长期长坡厚雪

### 基建领域：“稳增长”推动科教文体卫民生基建发力

今年基建投资有望保持强度，驱动科教文体卫等民生基建装饰需求稳健增长。预计2023年经济有望走出谷底，但复苏基础并不牢固，在外需走弱的情况下，内需中投资和消费需要更强支撑。基建投资作为由政府主导的调控工具，仍需发挥“稳定器”作用，预计将保持较高强度，参考我们此前外发的2023年度策略《把握景气，布局反转》，我们预计基建全口径投资2022年同增11%，2023年同增8%。基建投资保持强度，其中教育、医疗、文化、体育等民生基建将是重点发力方向，预计将驱动相关公装需求保持稳健增长。

图表5：固定资产投资中三大投资走势

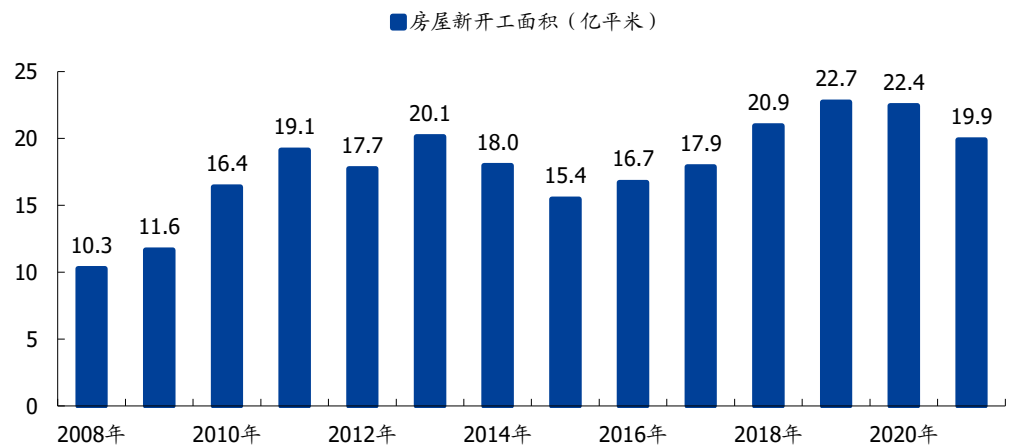


资料来源：统计局，Wind，国盛证券研究所

### 地产领域：竣工端回升，带动住宅精装修等业务修复

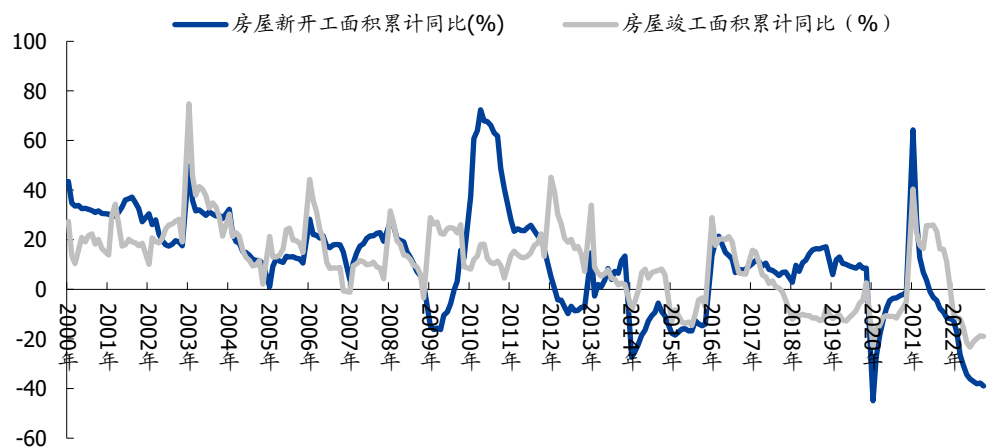
2023年地产竣工有望回升，带动地产装饰需求好转。去年9月底开始，地产融资端政策持续发力，融资支持“三支箭”加快落地，显著扭转之前行业季度悲观预期。近期央行货币政策委员会召开2022年第四季度例会，在房地产领域指出要扎实做好保交楼工作，满足行业合理融资需求，推动重组并购，改善优质头部房企资产负债状况，显示政策正积极促地产供给端企稳改善，后续保交楼有望提速，推动竣工景气度修复。我国2019-2020年房屋新开工面积连续2年维持22亿平方米以上，为近年来新开工高峰，而商品房竣工周期约3年，因此2022-2023年应为房屋密集竣工年份。受地产信用快速收缩影响，2022年前11月房屋竣工面积同比下滑19%，2022年有较多2019年新开工房屋未及时竣工，在当前“保交楼”提速背景下有望结转至2023年，同时考虑到2023年本身房屋竣工量也较大（对应2020年新开工），2023年竣工房屋规模较为可观，竣工增速有望显著回升，带动住宅精装修等需求回暖。

图表 6: 我国历史房屋新开工面积



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 7: 我国历史房屋新开工、竣工面积增速



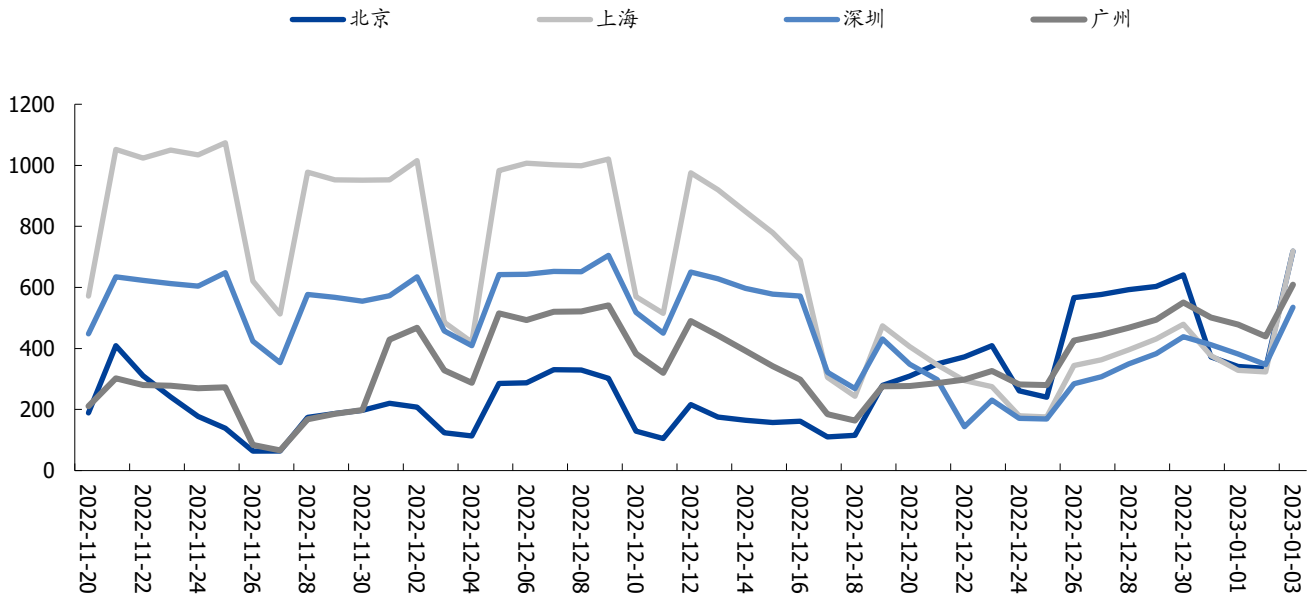
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

### 商业领域: 疫情防控政策调整, 酒店、餐厅、商铺需求有望加速恢复

疫后消费复苏带动商业新建及更新改造需求提升。随着疫情管控优化, 旅游、酒店、餐饮、商铺等各类线下消费活动有望加快恢复, 根据 Wind 数据, 进入 2022 年 12 月下旬至 2023 年 1 月初, 北上广深日度地铁客运量已较前期明显增加, 后续有望延续向上恢复态势。线下商业活动恢复一方面将会带动商业场所新建项目增多, 另一方面前期大量线下门店关停变更处置后, 新商家入驻会带来较多装饰更新改造需求。其中旅游和酒店领域有望展现出较大弹性, 随着人们前期挤压的旅游需求持续释放, 有望驱动酒店需求明显提升, 酒店装修业务占比较大的上市装企有望核心受益。



图表8: 北上广深日度地铁客运量(万人次)

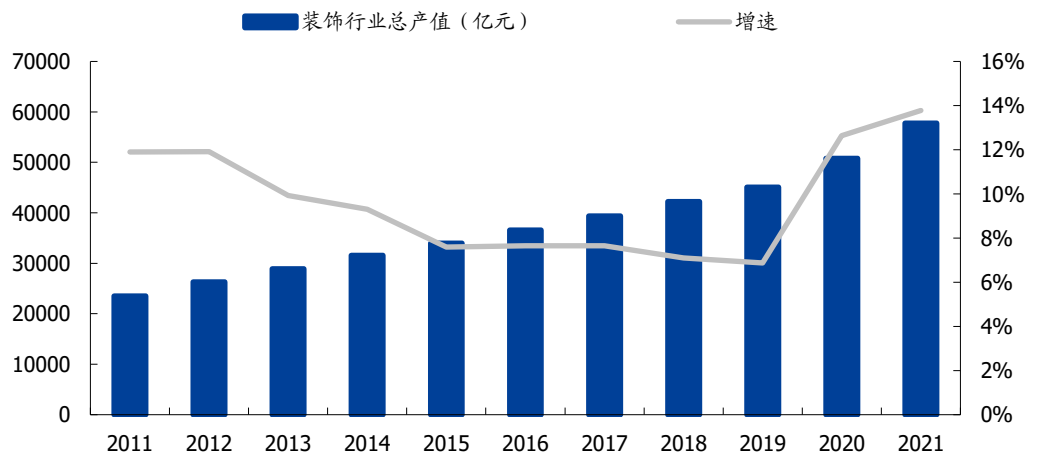


资料来源: Wind, 国盛证券研究所

**中长期视角: 逐步进入存量改造与竞品质时代, 消费属性打造长坡厚雪赛道**

我国装饰行业市场规模已十分庞大, 行业开始进入存量经济时代, 更新改造需求有望逐步释放。装饰本质上具备一定的消费属性, 一般而言, 装饰使用8-10年后, 房屋(尤其是酒店)即需进入装饰更新周期, 二次装修需求开始出现。2010年前后我国房地产市场经历了一轮高峰, 这些房屋截至当前时点预计已踏入第一轮更新周期, 行业存量更新改造需求有望逐步涌现。

图表9: 我国装饰行业市场规模



资料来源: 中国建筑装饰业协会, 国盛证券研究所

地产从“高周转”到“竞品质”时代, 增强品质差异需装饰, 未来地产商有望加大投资。由于我国城镇化已经进入中后期阶段, 地产投资总量增长放缓, “房住不炒”总基调下, 房地产的金融属性减弱, 居住属性增强, 行业有望告别原先仅注重资金高周转而忽视产品品质的时代, 只有提供具备较强差异性的优质产品, 才能在“竞品质”的时代存活。

而对于消费者而言，房屋装修是最能直观感受产品品质的渠道之一，增强产品居住的属性离不开装饰。因此预计未来地产开发商将加大装饰方面的投资，以提供更高品质的产品。装饰行业长期看仍具备广阔的发展空间。

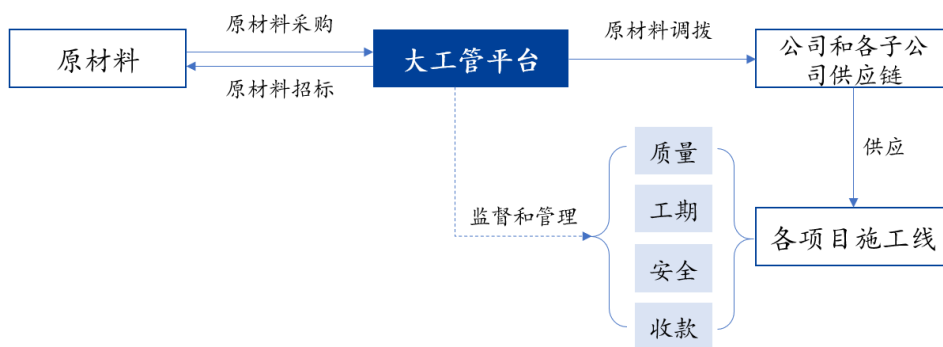
### 3.供需格局优化龙头脱颖而出，业务结构优化长期行稳致远

#### 3.1.品牌、管理、EPC 核心优势未变，市占率有望持续提升

**品牌实力强劲，精细化管理能力优异。**金螳螂持续蝉联中国建筑装饰行业百强第 1 名，常年保持国内装饰龙头地位，品牌实力强劲。同时金螳螂还具备业内公认的顶级装饰项目管理能力，近年来持续推动信息化系统建设，加大信息化技术在项目中的推广使用，以实现各项目、各部门的数据流、资金流、信息流管理和共享，提升各管理模块衔接流畅度，扩大管控半径与提升执行效率，继续夯实精细化管理优势。

**平台建设进一步提升规模化优势，持续降本增效。**公司近年来陆续成立了大工管平台、营销大平台和专业设计平台，提升业务各环节规模优势。其中，**营销大平台**主要用于市场分析和项目跟踪；**设计专业平台**主要用于塑造品牌和挖掘细分高景气专业化领域；**大工管平台**则是公司于 2019 年业创立，集中招标、集中采购和集中调拨的一体化平台，平台一方面对公司项目在质量、工期、安全和收款等维度进行监督和管理；另一方面通过资源整合，对原材料进行集中招标、集中采购和集中调拨，尽可能去除中间环节成本，在实现规模经济的同时提升公司在供应链中的话语权。

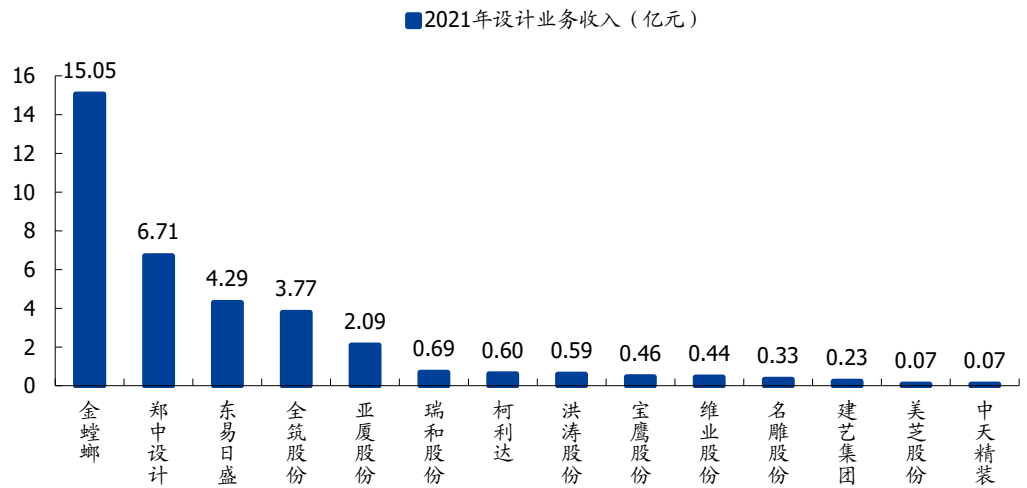
图表 10: 金螳螂大工管平台图示



资料来源：公司公告整理，国盛证券研究所

**设计实力领跑行业，EPC 实力突出。**公司拥有超过 6000 名海内外设计师组成的全球最大室内设计团队，旗下包含全球最大的酒店室内设计公司——美国 HBA International，公司设计业务营收规模常年领跑装饰全行业。公司通过打造具有较强影响力的精品工程，提升公司品牌影响力，并从设计业务向施工业务拓展，从产业链前端持续为各业务板块赋能。同时公司利用 BIM 技术进行协同，满足从设计到施工全流程的信息化要求，实现设计施工一体化，减少中间环节的摩擦和碰撞，带动盈利能力上升。

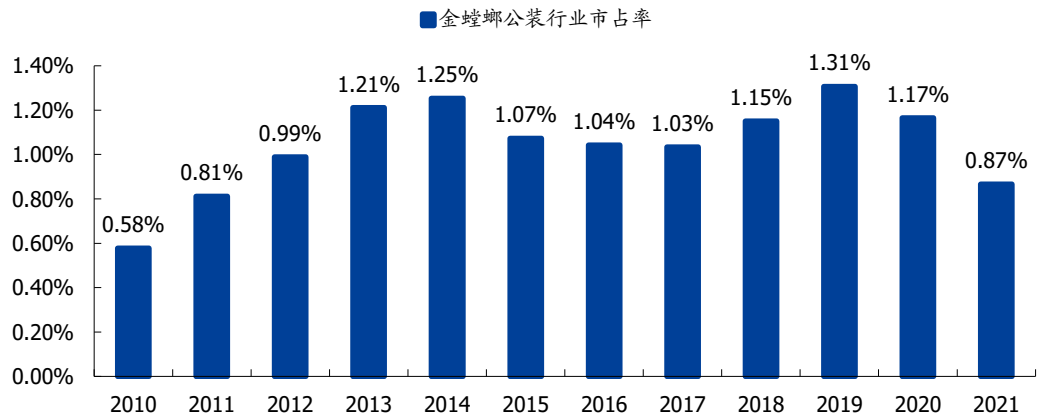
图表 11: 金螳螂设计业务规模与同业对比



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

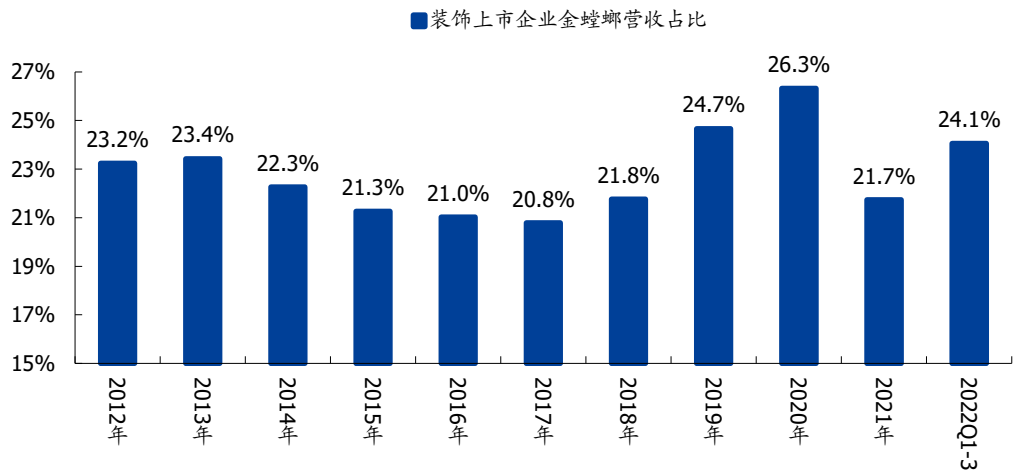
公装主业龙头优势未变, 市占率有望提升。近年来在行业需求较差环境下, 公司住宅精装修业务虽然已经大幅收缩, 但公司核心公装主业中坚团队力量仍得到较好保留, 品牌、管理、EPC 等核心竞争优势也未发生明显变化。在大公装行业低谷、供给持续优化之际, 公司作为行业龙头, 抗风险能力将优于同行, 有望加快抢占各地市场, 市占率有望呈现提升态势, 驱动订单、收入与盈利持续恢复。

图表 12: 金螳螂公装行业市占率



资料来源: Wind, 中国装饰业协会, 国盛证券研究所

图表 13: 装饰上市企业中金螳螂营收占比



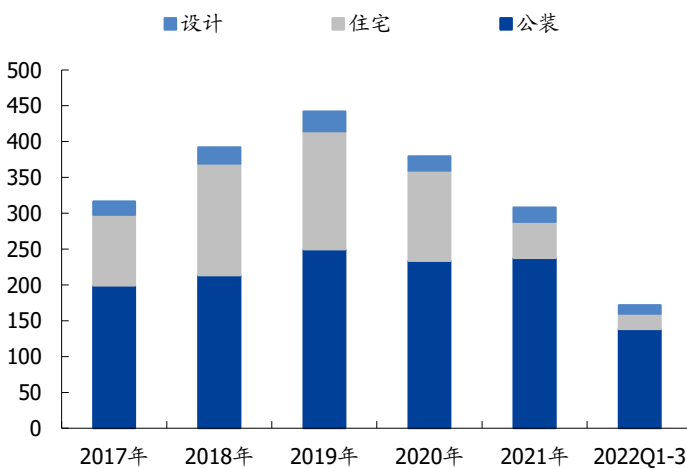
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

### 3.2. 业务结构优化, 中长期行稳致远

公装订单占比已超 81%，助力公司改善盈利与现金流、降低经营风险。公司 2017 年以来公装订单稳中有升，自 2018 年以来公司公装业务订单占比持续提升，从 54% 提升至 2022Q1-3 的 81%，提升 27 个 pct。公装业务利润率更高、回款情况更好，有助于改善公司盈利及现金流，同时公装下游更加分散，波动相对较小，有助于公司持续降低经营风险，中长期行稳致远。

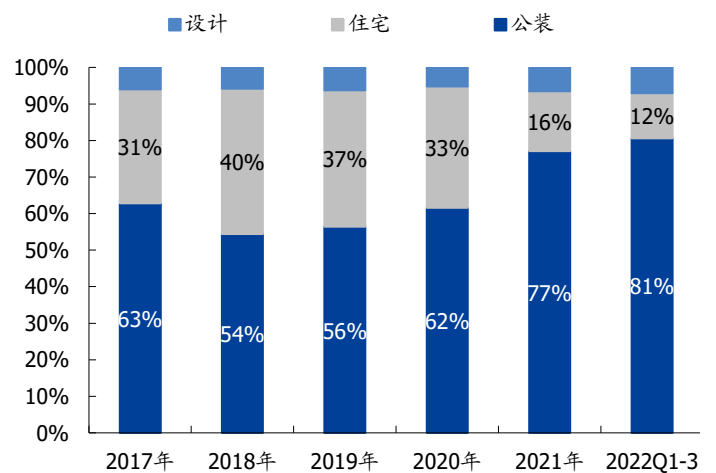
住宅精装修占比持续下降，剩余项目预计集中在央国企开发商客户。公司住宅精装修订单规模自 2020 年以来快速减小，2022Q1-3 占比已降至 12%，根据当前地产行业销售情况，央国企占据主导优势，因此我们预计公司剩余精装修项目主要集中在央国企等优质开发商客户，经营风险已较为可控。

图表 14: 公司历年新签订单结构 (亿元)



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 15: 公司历年新签订单结构占比



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

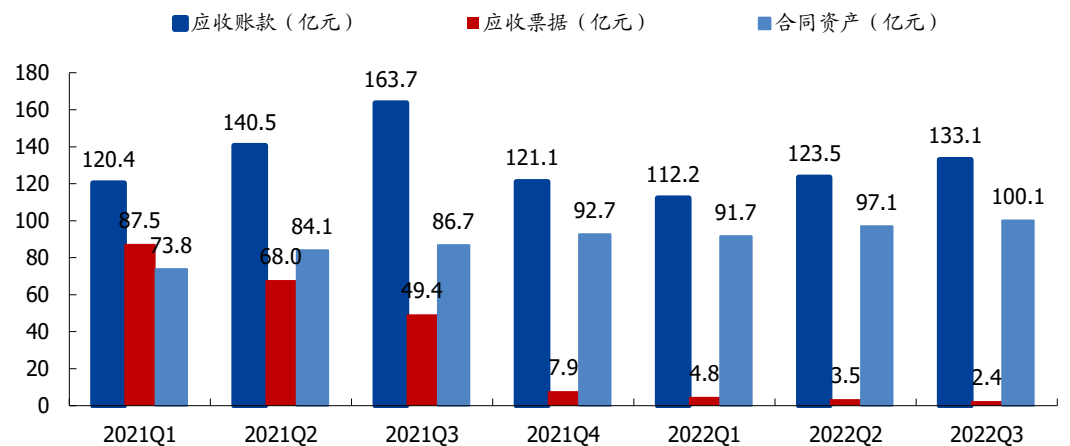
## 4. 财务分析：减值风险释放，盈利底部已现有望步入上行

### 4.1. 压实应收类款项轻装上阵，现金相对充裕

**大额计提+积极应对，预计恒大相关应收款减值风险充分释放。**据公司公告，2021年下半年以来因恒大集团债务风险发酵，公司部分子公司承接的恒大其关联公司的部分建筑装饰工程不能按时回收到期应收款项，因此对其应收账款、应收票据以及合同资产按照会计政策计提了信用减值损失和资产减值损失。截至2022年上半年末，公司对恒大集团总敞口82.4亿元，累计计提各类减值损失57.9亿元，净敞口24.5亿元。目前正办理抵押手续的实物资产16.7亿元，已完成保全金额9.0亿元，可用于抵押的甲供材料应付款12.2亿元。预计恒大相关应收款项减值风险已得到较充分释放。

**应收类款项已充分压实，财务报表轻装上阵。**截至2022Q3末，公司应收账款/应收票据/合同资产分别为133/2/100亿元，较2021H1末变动-7/-66/+16亿元，合计下降57亿元，预计应收类款项已压实，后续财务报表轻装上阵，风险释放较为充分。

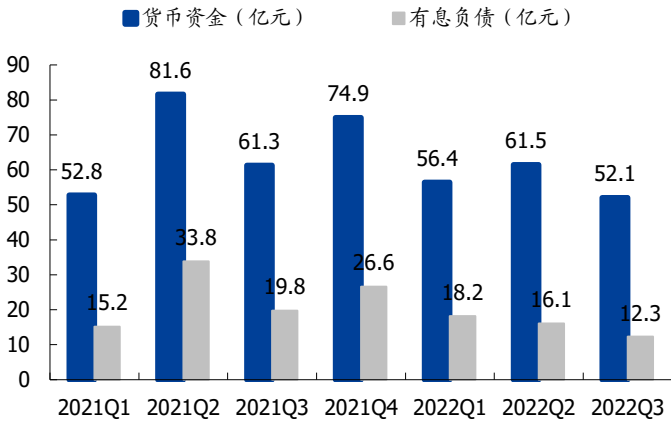
图表 16：公司逐季应收账款、应收票据、合同资产情况



资料来源：Wind，国盛证券研究所

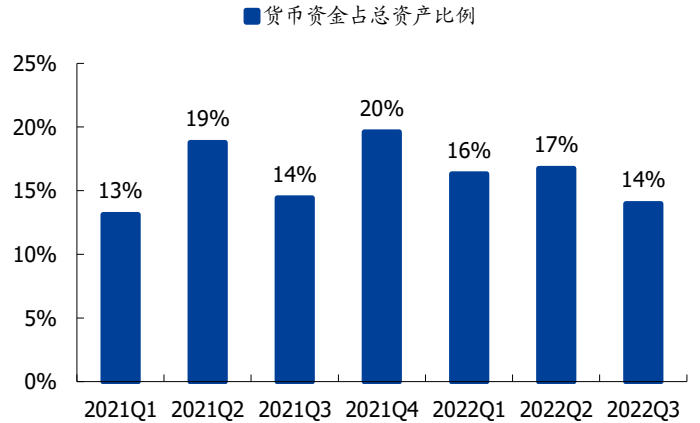
**偿债能力较强，流动性风险低。**公司2022Q3末货币资金52亿元，体量较大，占总资产的比例约14%；货币资金常年高于有息负债，使净负债率持续为负，显示偿债能力较强；随着公司2022年以来短期刚性债务（短期借款+一年内到期的非流动负债）快速减少，货币资金/短期刚性债务快速提升，2022Q3提升至14倍；流动比率与速动比率因2021年底集中计提了较多减值，流动资产规模明显减少，因此下降一个台阶，但仍维持1以上，且2022年以来已呈逐步回升趋势。整体看，公司偿债能力较强，流动性风险较小。

图表 17: 公司逐季货币资金及有息负债



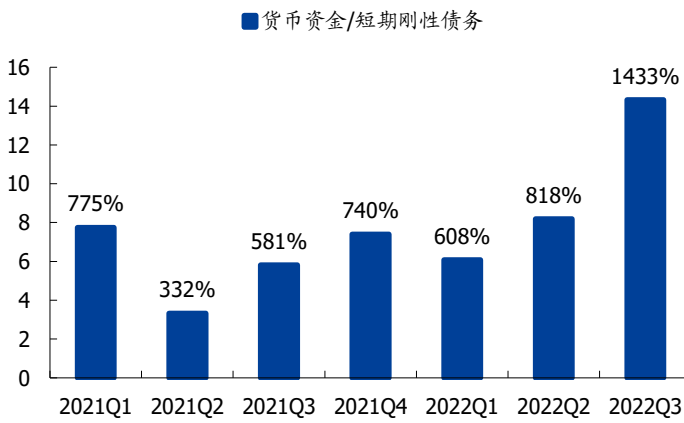
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 18: 公司逐季货币资金占总资产的比例



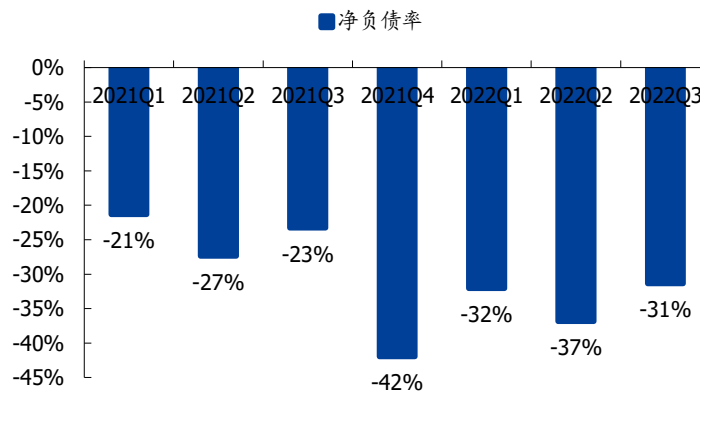
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 19: 公司逐季货币资金/短期刚性债务



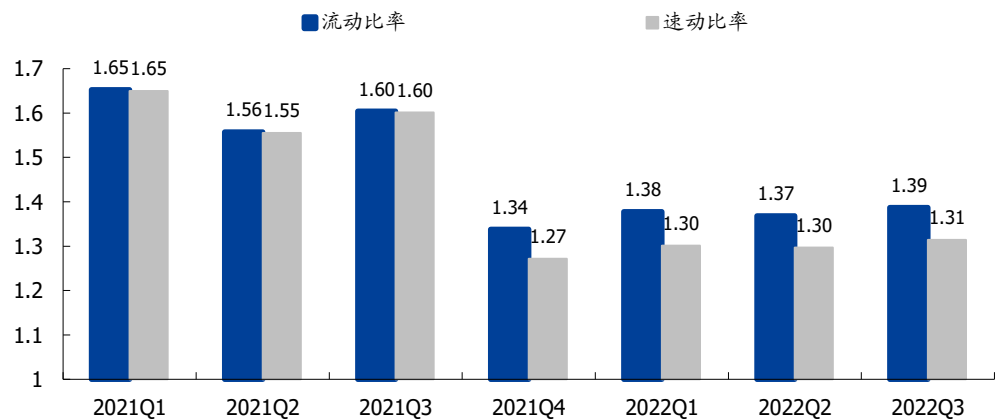
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 20: 公司逐季净负债率



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 21: 公司逐季流动比率与速动比率



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

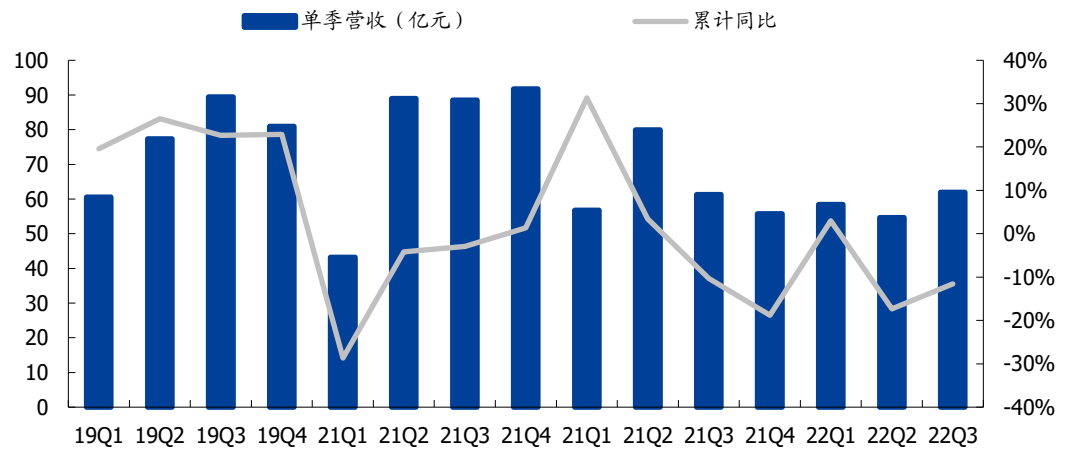
#### 4.2. 预计盈利底部已现，有望步入上行

2022Q1-3 公司实现营收 175 亿元，同降 12%；实现归母净利润 12.0 亿元，同降 15%。其中 Q1/Q2/Q3 分别实现营收 58/55/62 亿元，同比变化+3%/-32%/+1%；分别实现归母净利润 5.0/3.7/3.4 亿元，同比变化+5%/-39%/+0.3%。Q3 单季环比 Q2，营收业绩增速已明显恢复，2022Q4 及 2023 年在前期低基数的情况下，增速有望继续回升。

2023 年初地产政策持续保持趋松态势，竣工端有望显著提速，装饰作为地产后周期行业，需求有望回暖。公司是装饰行业龙头，在供给侧明显收缩背景下，依然保持品牌、管理、EPC 等核心优势未变，市占率有望提升，订单、收入与盈利有望持续恢复。

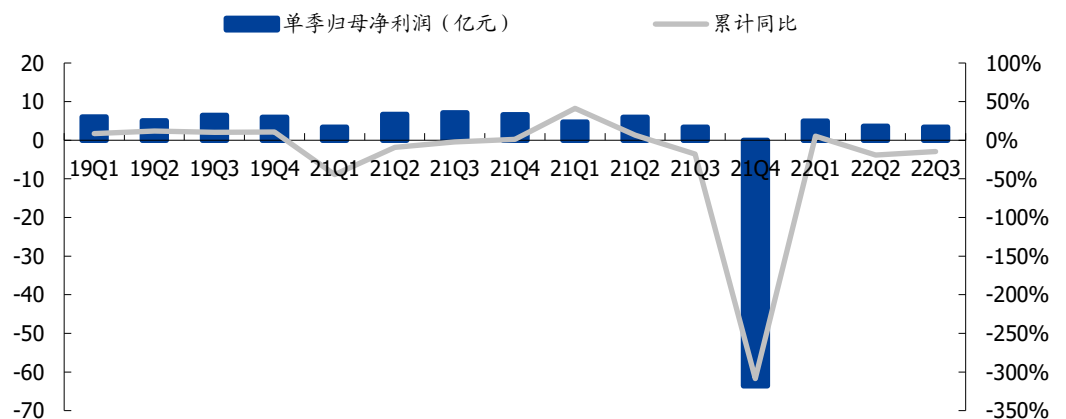
此外，在经历前期大额充分计提减值后，后续减值对利润的影响已较小，且后续还可能有关应收类款项减值陆续冲回，如 2022H1 应收票据坏账冲回 14.8 亿元，同比大幅增多（上年同期仅 0.4 亿元）。

图表 22: 公司逐季营收及累计同比



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 23: 公司逐季归母净利润及累计同比



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

## 5.盈利预测、估值与投资建议

### 5.1.盈利预测

**营业收入：**2022年公司继续收缩住宅精装修类业务，总新签订单有所下滑，预计营业收入同比仍会减少，参考2022年前三季度情况，我们预计全年收入同比下滑13%。2023年竣工端有望显著提速，装饰作为地产后周期行业，需求有望回暖，预计收入逐步企稳，同比小幅增长3%。2024年经营继续修复，预计收入同比增长9%。根据以上假设，我们预计公司2022-2024年收入分别为222/227/249亿元，同比分别变化-13%/+3%/+9%。

**毛利率：**由于行业需求低迷，预计2022年公司综合毛利率有所下降，2023-2024年随着行业需求回暖，竞争格局逐步改善，预计毛利率呈现小幅回暖。我们预计公司2022-2024年综合毛利率分别为15.71%/16.02%/16.26%。

**费用率：**我们假设2022-2023年公司营业费用率、管理费用率、研发费用率整体保持平稳，较2021年略有提高。2022-2023年三项费用率合计分别为6.9%/7.1%/7.1%。财务费用率方面，由于2022年公司规模收缩，主动减少一部分债务融资，预计财务费用会有所下降，2023-2024年随着行业环境改善，公司规模扩张，会重新进行部分债务融资，财务费用会有所上升。

**减值影响：**据公司公告，2021年下半年以来因恒大集团债务风险发酵，因此对其应收账款、应收票据以及合同资产按照会计政策计提了信用减值损失和资产减值损失。截至2022年上半年末，公司对恒大集团总敞口82.4亿元，累计计提各类减值损失57.9亿元，净敞口24.5亿元。目前正办理抵押手续的实物资产16.7亿元，已完成保全金额9.0亿元，可用于抵押的甲供材料应付款12.2亿元。目前公司已经计提大额减值，风险相对释放比较充分，预计2022年计提减值将大幅度减少，预计全年计提减值4.4亿元，2023-2024年，随着行业经营环境的改善，预计计提减值将恢复至往年1亿元左右水平。

综上，我们预计公司2022-2024年归母净利润分别为12.2/15.3/17.1亿元，同比增长125%/25%/12%。

图表 24：公司营业收入预测

年份	2018年	2019年	2020年	2021年	2022年 E	2023年 E	2024年 E
营业收入合计 (亿元)	250.89	308.35	312.43	253.74	221.65	227.33	248.79
YoY		22.90%	1.32%	-18.79%	-12.65%	2.56%	9.44%
装饰 (亿元)	182.25	231.79	279.40	224.79	191.07	194.89	214.38
YoY		27.18%	20.54%	-19.55%	-15.00%	2.00%	10.00%
幕墙 (亿元)	15.65	17.26	16.37	11.90	14.28	15.42	16.19
YoY		10.29%	-5.16%	-27.31%	20.00%	8.00%	0.05
设计 (亿元)	17.92	18.24	15.02	15.05	14.30	15.01	16.21
YoY		1.79%	-17.65%	0.20%	-5.00%	5.00%	8.00%
其他 (亿元)	35.07	41.06	1.64	2.00	2.00	2.00	2.00
YoY		17.08%	-96.01%	21.95%	0.00%	0.00%	0.00%

资料来源：Wind，国盛证券研究所



图表 25: 公司毛利率预测

	2018年	2019年	2020年	2021年	2022年 E	2023年 E	2024年 E
综合毛利率	19.51%	18.39%	16.60%	16.14%	15.71%	16.02%	16.26%
装饰	15.24%	16.41%	15.51%	14.31%	14.00%	14.20%	14.30%
幕墙	10.16%	10.37%	9.65%	2.35%	8.00%	8.00%	9.00%
设计	50.22%	42.11%	38.15%	47.91%	40.00%	42.00%	44.00%
其他	30.17%	22.38%	73.17%	64.50%	60.00%	60.00%	60.00%

资料来源: Wind, 国盛证券研究所

## 5.2.估值: 使用调整动态 PB 估值法, 当前市值存在低估

### 5.2.1.调整动态 PB 估值法介绍

从以盈利为核心转为资产负债表的研究。由于盈利为核心的估值方式存在诸多不足, 我们认为在建筑行业低增长的新时期, 以研究资产负债表为核心的估值方式将会有更强的指导意义。具体来看: 1) 使用市净率 (PB) 估值是一种更加静态和保守的视角, 可以提供一个较为明确的价值参考。2) 对资产与负债的详细分析, 有助于判断公司盈利的质量和持续性, 同时及时识别潜在的风险。(详细调整动态 PB 估值框架内容可参考外发报告: 2019年8月21日外发报告《从分析盈利到分析资产: 一个全新的建筑股估值体系》)

**PB 是相对估值法的一个重要指标, 主要适用于资金依赖型行业及成熟期行业。** PB 估值一般适用于重资产行业, 即营收和利润更大程度依赖于资金, 如银行、钢铁、化工等传统行业。此外当行业处于稳定期时, 也一般适用于 PB 估值法。而消费品、传媒、咨询等行业相对来说更加依赖于品牌、渠道、人力等无法使用会计方法准确计量的资产, 因此 PB 估值都相对较高。

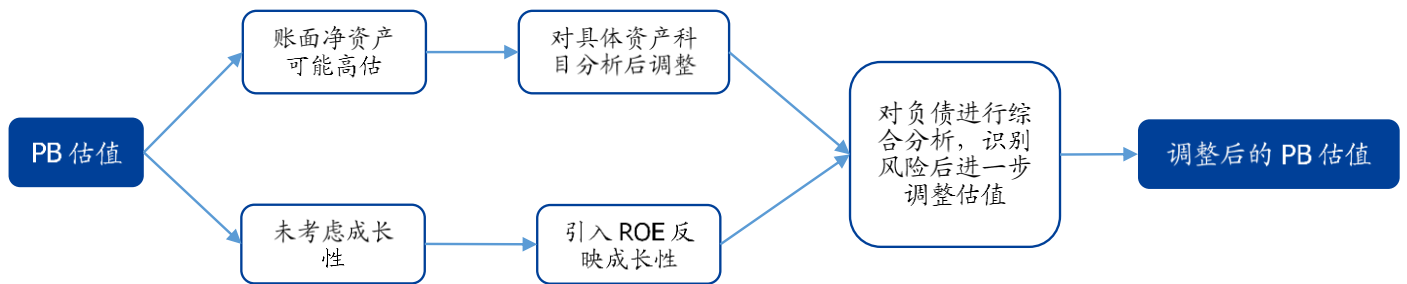
从资金依赖的角度看, **PB 估值对建筑行业有一定合理性。**从建筑企业的财务报表上看, 资产端主要是现金、应收款项、合同资产等, 负债端主要是银行贷款、债券、应付款项 (供应商欠款) 等, 由此可见建筑企业所持有资产基本都是金融类或流动资产, 设备、厂房类固定资产极少。这是由于建筑行业本质上虽然是属于服务业, 但因为行业竞争激烈, 大多数时候都需要垫资施工, 因此建筑企业承担了很大一部分的融资功能, 资金实力是企业能否获取项目的重要考察标准, 资金也是驱动规模不断扩大的因素之一。从资金依赖的角度来看, PB 估值方法对于建筑行业具备一定的合理性。

**建筑企业 PB 具有明确的经济含义——即企业当即清算价值的倍数, 是一种静态和保守的估值方式。**建筑企业的账面净资产可以看做是企业将应收工程款 (包括应收账款及合同资产等) 全部回收, 再付清应付账款与其他债务后所得的净现金, 即建筑企业立即清算的变现价值, 它理论上构成一定底线价值, 因此  $PB=1$  具有明确的经济含义。但建筑公司普遍仍具有持续获取订单能力, 在手订单是收入的数倍, 未来仍有持续经营能力, PB 未考虑净资产的增长, 是一种静态和保守的估值。

**构建调整的动态 PB 估值框架来平衡风险与成长性。**传统 PB 的估值有两方面的缺陷: 1) 部分资产账面价值可能存在高估, 如市场担心在一些情况下, 建筑企业的应收账款可能部分无法回收, 存在潜在损失。部分应收款回收有周期, 需要对应收款进行折现考虑。2) 未考虑未来净资产的增长。并不是所有企业都面临极端风险, 大部分企业都有持续经营的能力, 仅静态考虑当前净资产账面价值忽略了未来的成长性, 难以真正评估价值。因

此我们尝试构建一个新的估值框架：针对第一个缺陷，我们通过对资产负债表的资产端一些主要科目的具体分析，评估具体风险，在计算净资产时进行合理调整，来解决潜在高估的问题。针对第二个缺陷，我们引入 ROE 来反映未来净资产的潜在增长，并假设未来一段时间（例如 5-10 年）公司仍可继续经营，从而计算出未来的账面净资产反映公司的成长性。在进行完以上两个改进后，我们对负债科目进行综合分析，对公司的风险进行评估，对公司的估值进行进一步调整。

图表 26: 调整的 PB 估值框架



资料来源: 国盛证券研究所

**具体操作方法如下：**由于每年建筑公司净资产还保持一定增长，单纯使用当前 PB 估值存在一定程度的低估。因此我们将未来一段时间内建筑公司净资产的增长考虑在内，使用调整后的净资产来估算合理 PB。具体假设如下：

**假设 1: 净资产的增长速度：**由于净资产的增长是 ROE 和股权净融资的共同影响，而从历史数据看建筑公司股权净融资一般大于 0，所以净资产增长速度高于 ROE。为了简化起见，我们假设未来持续经营期间建筑企业的每年的净资产增长率与以年初净资产计算出的 ROE 相同（即假设股权净融资为零，不考虑增发及分红）。

**假设 2: 持续经营年份：**我们假设未来 N 年建筑企业可以持续经营，则 N 年后的净资产为  $BV_N = BV_{2022} * \prod_{i=1}^N (1 + ROE_i)$  ( $BV_{2022}$  代表 2022 年的净资产， $BV_N$  代表 N 年后的净资产， $ROE_i$  代表第 i 年的 ROE)。

**假设 3:** 将第 N 年计算得到的净资产折现，折现率取 r，得出当前时点对应的现值。

**假设 4:** 将假设 3 中所得的净资产现值按照公式调整：**调整账面净资产价值=假设 3 中所得净资产-商誉-递延所得税净资产-应收账款/应收票据/合同资产额外计提减值准备-长期应收款额外计提减值准备-优先股-永续债**。经调整后得到当前建筑企业的净资产价值。

按照以上假设可得计算公式：

$$BV_{调整} = \frac{BV_{2022} * \prod_{i=1}^N (1 + ROE_i)}{(1 + r)^N} - 调整项$$

### 5.2.2.动态调整净资产价值 285 亿，高出当前市值 104%

根据我们的财务估值模型预测，金螳螂 2022 年的账面净资产为 123 亿元，其他参数假设：

1) 折现率 r: 取 2012-2022 年沪深 300 指数 10 年复合收益率 4.55%。

2) 持续经营年份 N。由于装饰行业具有一定消费属性，且金螳螂在行业内具有较好的品牌和管理优势，我们假设公司未来 15 年间 ROE 回归折现率水平，即 N=15，第 16 年起 ROE 降至折现率以下。因此只需考虑 15 年间的净资产增长情况。

3) ROE: 根据财务模型预测，公司 2023 年 ROE 为 12.5%，由于当前行业处于底部区间，2023 年 ROE 显著低于 2016-2020 年 5 年 ROE 平均 15.8% 的水平。随着行业需求复苏，我们预计公司 ROE 会逐步恢复到接近 16-20 年这 5 年的平均水平。假设公司 2023-2027 年 ROE 逐步由 12.5% 恢复至 15.5% 的水平。此外我们假设自 2027 年起公司 ROE 逐步匀速回落，至 2037 年达到 4.55%。

根据以上假设，我们计算出金螳螂 15 年折现的净资产账面值为 299.8 亿元。

#### 主要调整项分析:

**应收账款/应收票据/合同资产额外计提减值准备:** 截止至 2022 年三季报，公司应收账款/应收票据/合同资产三项合计为 236 亿元。根据公司 2022 年中报披露，截至 2022 年上半年末，公司对恒大集团总敞口 82.4 亿元，累计计提各类减值损失 57.9 亿元，净敞口 24.5 亿元。目前正办理抵押手续的实物资产 16.7 亿元，已完成保全金额 9.0 亿元，可用于抵押的甲供材料应付款 12.2 亿元，目前公司抵押、保全等手段已经基本覆盖净风险敞口，后续已计提减值也有转回可能，因此我们不再额外计提三项应收款项的减值准备。

**商誉:** 截止至 2022 年三季度末，公司商誉为 1.79 亿元。因为商誉存在的前提是被收购企业存续业务可以持续经营，因此在计算账面变现情况下需要全部扣除。

**递延所得税资产:** 截止至 2022 年三季度末，公司递延所得税资产为 11.9 亿元。递延所得税资产可以理解为未来预计可以用来抵税的资产，存在的前提也是企业未来的持续经营，因此当企业清算变现时也应该从账面价值中扣除。

**其他非流动资产:** 截止至 2022 年三季度末，公司除无形资产、递延所得资产、商誉外的非流动资产为 29.39 亿元。其他非流动资产变现相较于流动资产困难，给予 5% 的折价扣除，即 1.5 亿元。

综上所述调整项合计扣除金额为 15.2 亿元，此前我们计算出 15 年折现的账面净值为 299.8 亿元，因此公司经调整后的净资产价值为 284.6 亿元(15 年折现的账面净值 299.8 亿元减去调整项合计扣除金额 15.2 亿元)。公司 2022 年底净资产预计 123 亿元，经调整后动态 PB 估值为 2.31 倍，当前公司股价对应 PB 估值为 1.15 倍，公司当前市值存在低估。调整后的净资产价值高于当前市值约 104%。

图表 27: 公司需要调整净资产科目计算

需要调整科目	金额 (亿元)	调整值 (亿元)	扣除比 例	备注
其他权益工具	0.0	0.0	100%	上市公司普通股估值并不包含优先股和永续债, 公司清算时普通股股东也无法获得这一部分价值, 因此在计算账面价值的时候需要将优先股和永续债等其他权益工具扣除。
商誉	1.8	1.8	100%	商誉存在的前提是被收购企业存续业务可以持续经营, 因此在计算账面变现情况下需要全部扣除。
递延所得税资产	11.9	11.9	100%	递延所得税资产可以理解为未来预计可以用来抵税的资产, 存在的前提也是企业未来的持续经营, 因此当企业清算变现时也应该从账面价值中扣除。
合同资产/应收账款/应收票据合计	235.6	0	0%	根据 2022 年半年报, 经过计提, 公司对恒大应收款项风险敞口净额为 24.5 亿元, 公司已经办理抵账手续的事务资产 16.69 亿元, 完成保全金额 8.97 亿元。由于目前公司保全手段基本覆盖了恒大风险净敞口, 未来可能还有之前计提的减值转回, 因此不需要额外计提减值。
长期应收款	0.0	0.0	0%	参考应收款计提比例
无形资产	1.0	0.0	0%	建筑企业常见无形资产主要为土地使用权、特许经营权等, 一般按照历史成本入账, 当前公允价值一般高于账面价值, 因此可以不进行调整。
其他非流动资产	29.4	1.5	5%	其他非流动资产变现相较于流动资产困难, 给予 5% 的折价扣除。
合计	279.7	15.2	5%	

资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

### 5.3. 投资建议

我们预计公司 2022-2024 年归母净利润分别为 12.2/15.3/17.1 亿元, 同比增长 125%/25%/12%, 对应 EPS 分别为 0.46/0.58/0.65 元, 当前股价对应 PE 分别为 11.6/9.3/8.3 倍。我们使用动态调整 PB 估值法计算 PB 为 2.31 倍, 对应估值为 285 亿元, 较当前市值高出 104%。目前工装行业供给加速优化, 即将迎来需求拐点, 公司作为工装行业的龙头, 市占率有望不断提升, 前期大额减值后资产负债表风险释放, 盈利处于底部有望拐点向上, 估值有望持续修复, 首次覆盖, 给予“买入”评级。

## 6. 风险提示

**风险提示：**应收款项继续计提大额减值风险、地产政策不及预期风险、工装需求恢复不达预期风险、估值方法存在误差风险。

**应收款项继续计提大额减值风险：**公司当前对恒大应收款净敞口为 24.5 亿元，目前正办理抵押手续的实物资产 16.7 亿元，已完成保全金额 9.0 亿元，可用于抵押的甲供材料应付款 12.2 亿元。目前公司已经计提大额减值，风险释放比较充分。但如果后续保全抵押资产无法处理，无法足额覆盖公司损失，可能仍然会计提减值，对业绩造成冲击。

**地产政策不及预期风险：**目前地产政策持续调整优化，预计后续仍会出台需求端等措施帮助行业尽快恢复正常运行。如果后续地产政策出台力度低于预期，可能会影响行业修复的进度，对公司业绩恢复造成影响。

**工装需求不达预期风险：**随着疫情防控政策的调整，后续酒店、旅游等相关需求预计加速恢复，基建稳增长下，政府类项目需求也加快释放，预计后续大工装领域需求有望修复。如果后续工装领域因疫情变化、政府政策变化等原因恢复不及预期，可能会对公司业绩产生较大影响。

**估值方法存在误差风险：**本文所使用的动态调整 PB 估值法应用存在局限，并且基于相应假设。如果估值方法不合理或与实际情况存在偏差，可能会造成估值有较大误差。

### 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：021-38124100

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