

中装建设 (002822)

证券研究报告
2017年04月21日

装饰主业固本强基，期待园林、新材料等业务开拓

订单业绩向好，营收小幅增长

2016年公司新增订单32亿元，增长情况较乐观。公司计划2017年新增订单40亿元，较去年增速有所提升。公司2016年营业收入26.92亿元，同增3.58%，其中公装营收占比70%，精装修营收占比30%，公装中酒店占比最大，占总营收的30%。园林业务贡献营收8000万元，2017年园林目标产值为2亿元。总体来说，公司经营情况良好，未来传统业务稳步发展，园林领域加大投入，营收有望实现进一步增长。

我们使用“毛利率-营业税金及附加/销售收入”这一指标来剔除“营改增”所带来的核算口径的变化，用该指标计算得出2016年度的毛利率为14.72%，较去年上升0.98个百分点，基本持平。

期间费用基本不变，经营活动现金流量净额下降

期间费用率5.01%，较去年上升0.05个百分点，销售费用率较去年上升0.03个百分点，管理费用率较去年上升0.05个百分点，财务费用率较去年下降0.04个百分点。资产减值损失0.64亿元，较去年增长33%，由坏账损失增加所致。2016年实现归母净利润1.56亿元，同增1.54%。在公司加快园林业务投入，布局PPP、海外市场，净利润有望实现快速增长。

收现比0.88，同减2.8%，付现比1.0，同增3.8%，经营活动产生的现金流量净额-1.12亿元，较上年同比下降585.85%。

开拓PPP、海外市场，不断探索创新转型

公司于2015年中期取得园林一级资质，未来园林项目将带动业绩增长。此外面对建筑装饰行业“大行业、小公司”的格局，预计公司继续以建筑装饰设计和施工为主，发挥自身优势抢占市场；同时向行业上下游整合，加大对未来市场需要的新材料、新工艺领域的投入，抓住装配式住宅的发展机会。公司上市后资金充裕，将积极开拓PPP业务、新能源业务以及海外业务等新兴市场，不断向城市建设综合服务提供商转型。

投资建议

公司传统业务稳步发展，固本强基，未来园林领域加大布局，加快行业上下游整合，适时发展家装板块业务，探索新材料、新能源等业务，业务结构将进一步优化。综上，公司经营情况持续向好，我们预计2017-2019年EPS为0.65、0.79、0.90元/股。对应PE为37、31、27倍，首次覆盖，给予公司“买入”评级。

风险提示：固定资产投资增速下滑风险，订单落地不及预期风险

财务数据和估值	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	2,598.81	2,691.71	3,243.52	3,876.00	4,476.78
增长率(%)	6.42	3.58	20.50	19.50	15.50
EBITDA(百万元)	223.03	241.95	280.24	319.10	344.01
净利润(百万元)	153.81	156.18	195.38	235.87	269.69
增长率(%)	20.86	1.54	25.10	20.72	14.34
EPS(元/股)	0.51	0.52	0.65	0.79	0.90
市盈率(P/E)	46.79	46.08	36.84	30.51	26.69
市净率(P/B)	6.56	3.72	3.38	3.04	2.73
市销率(P/S)	2.77	2.67	2.22	1.86	1.61
EV/EBITDA	0.00	33.24	23.19	20.89	18.82

资料来源：wind，天风证券研究所

投资评级

行业	建筑装饰/装修装饰
6个月评级	买入(首次评级)
当前价格	23.99元
目标价格	28.80元

基本数据

A股总股本(百万股)	300.00
流通A股股本(百万股)	75.00
A股总市值(百万元)	7,197.00
流通A股市值(百万元)	1,799.25
每股净资产(元)	6.45
资产负债率(%)	
一年内最高/最低(元)	38.20/13.26

作者

唐笑 分析师
SAC执业证书编号：S1110517030004
tangx@tfzq.com

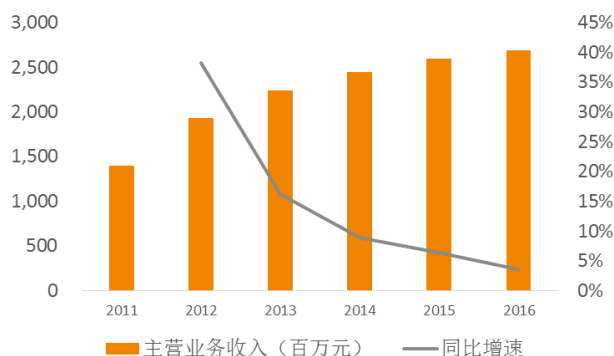
股价走势



资料来源：贝格数据

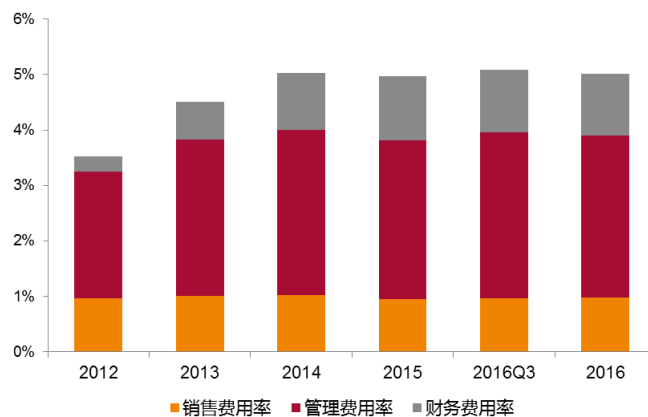
相关报告

图 1：公司近年来营业收入增长情况



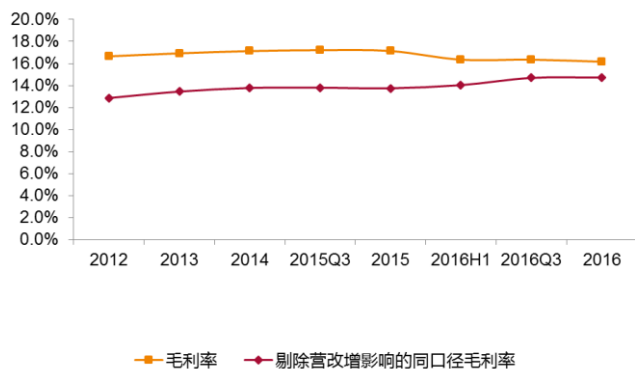
资料来源：wind，天风证券研究所

图 2：公司三项费用率及构成



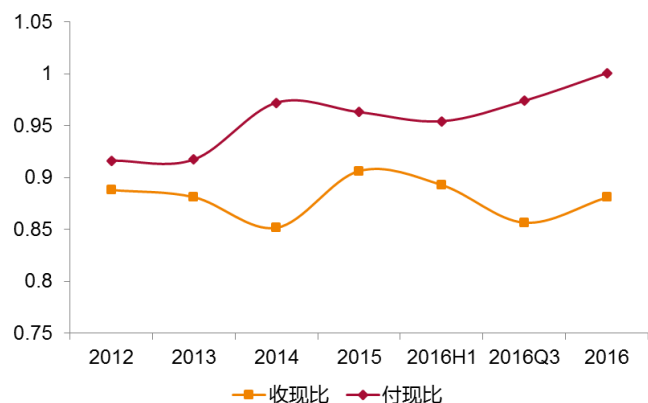
资料来源：wind，天风证券研究所

图 3：毛利率及剔除营改增影响的同口径毛利率变化趋势



资料来源：wind，天风证券研究所

图 4：收现比、付现比变化趋势



资料来源：wind，天风证券研究所

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
货币资金	562.09	1,292.10	691.34	581.40	704.17
应收账款	1,461.24	1,798.36	2,129.46	2,564.28	2,856.99
预付账款	16.69	12.40	23.55	20.73	28.99
存货	65.36	76.58	94.46	109.94	126.14
其他	1.78	8.00	3.39	5.73	6.33
流动资产合计	2,107.17	3,187.44	2,942.20	3,282.08	3,722.62
长期股权投资	0.00	0.00	5.00	10.00	15.00
固定资产	133.37	125.58	118.88	112.84	106.94
在建工程	0.00	0.00	3.00	4.80	5.88
无形资产	50.82	51.94	52.17	52.33	52.42
其他	4.39	2.60	7.34	11.61	16.61
非流动资产合计	188.59	180.12	186.38	191.57	196.85
资产总计	2,295.75	3,367.57	3,128.58	3,473.65	3,919.47
短期借款	470.00	669.00	0.00	50.30	0.00
应付账款	550.90	586.69	783.87	848.87	1,038.66
其他	172.99	172.12	210.71	194.27	242.03
流动负债合计	1,193.88	1,427.82	994.58	1,093.43	1,280.69
长期借款	0.00	0.00	0.00	10.72	0.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	3.31	4.64	3.83	3.93	4.13
非流动负债合计	3.31	4.64	3.83	14.65	4.13
负债合计	1,197.20	1,432.45	998.41	1,108.08	1,284.82
少数股东权益	1.00	0.51	0.15	(0.32)	(0.93)
股本	225.00	300.00	300.00	300.00	300.00
资本公积	354.77	960.66	960.66	960.66	960.66
留存收益	872.57	1,634.64	1,830.02	2,065.89	2,335.58
其他	(354.78)	(960.70)	(960.66)	(960.66)	(960.66)
股东权益合计	1,098.56	1,935.11	2,130.18	2,365.57	2,634.65
负债和股东权益总	2,295.75	3,367.57	3,128.58	3,473.65	3,919.47

现金流量表(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
净利润	153.62	155.72	195.38	235.87	269.69
折旧摊销	15.73	16.47	15.48	16.08	16.73
财务费用	30.64	30.30	17.52	7.41	(12.66)
投资损失	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
营运资金变动	(240.01)	(333.67)	(120.30)	(400.43)	(80.01)
其它	63.06	19.30	(0.35)	(0.48)	(0.61)
经营活动现金流	23.03	(111.88)	107.73	(141.55)	193.13
资本支出	0.96	6.55	17.81	16.90	16.80
长期投资	0.00	0.00	5.00	5.00	5.00
其他	(1.02)	(13.19)	(44.81)	(43.90)	(43.80)
投资活动现金流	(0.05)	(6.64)	(22.00)	(22.00)	(22.00)
债权融资	470.00	669.00	0.00	61.02	0.00
股权融资	(29.84)	651.03	(17.48)	(7.41)	12.66
其他	(441.56)	(464.22)	(669.00)	0.00	(61.02)
筹资活动现金流	(1.39)	855.81	(686.48)	53.61	(48.36)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	21.58	737.29	(600.76)	(109.94)	122.77

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	2,598.81	2,691.71	3,243.52	3,876.00	4,476.78
营业成本	2,153.52	2,256.67	2,719.28	3,249.54	3,753.22
营业税金及附加	88.10	38.80	46.75	55.87	64.53
营业费用	24.59	26.29	31.68	37.86	43.73
管理费用	74.55	78.66	94.79	113.27	130.83
财务费用	29.83	29.83	17.52	7.41	(12.66)
资产减值损失	49.33	63.89	86.25	116.44	157.20
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	0.00	0.00	0.00	0.00	(0.00)
营业利润	178.90	197.57	247.25	295.62	339.94
营业外收入	11.89	3.99	3.99	6.62	4.87
营业外支出	0.04	4.78	4.78	4.78	4.78
利润总额	190.75	196.78	246.46	297.46	340.03
所得税	37.13	41.06	51.43	62.07	70.95
净利润	153.62	155.72	195.03	235.39	269.08
少数股东损益	(0.19)	(0.46)	(0.35)	(0.48)	(0.61)
归属于母公司净利润	153.81	156.18	195.38	235.87	269.69
每股收益(元)	0.51	0.52	0.65	0.79	0.90

主要财务比率	2015	2016	2017E	2018E	2019E
成长能力					
营业收入	6.42%	3.58%	20.50%	19.50%	15.50%
营业利润	-2.10%	10.44%	25.14%	19.56%	14.99%
归属于母公司净利润	20.86%	1.54%	25.10%	20.72%	14.34%
获利能力					
毛利率	17.13%	16.16%	16.16%	16.16%	16.16%
净利率	5.92%	5.80%	6.02%	6.09%	6.02%
ROE	14.01%	8.07%	9.17%	9.97%	10.23%
ROIC	19.74%	17.96%	16.00%	16.75%	14.12%
偿债能力					
资产负债率	52.15%	42.54%	31.91%	31.90%	32.78%
净负债率	12.95%	8.53%	-24.82%	12.98%	17.67%
流动比率	1.76	2.23	2.96	3.00	2.91
速动比率	1.71	2.18	2.86	2.90	2.81
营运能力					
应收账款周转率	1.92	1.65	1.65	1.65	1.65
存货周转率	42.76	37.93	37.93	37.93	37.93
总资产周转率	1.19	0.95	1.00	1.17	1.21
每股指标(元)					
每股收益	0.51	0.52	0.65	0.79	0.90
每股经营现金流	0.08	-0.37	0.36	-0.47	0.64
每股净资产	3.66	6.45	7.10	7.89	8.79
估值比率					
市盈率	46.79	46.08	36.84	30.51	26.69
市净率	6.56	3.72	3.38	3.04	2.73
EV/EBITDA	0.00	33.24	23.19	20.89	18.82
EV/EBIT	0.00	35.36	24.54	21.99	19.79

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，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将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。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券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。

天风证券的销售人员、交易人员以及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。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、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。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司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。因此，投资者应当考虑到天风证券及/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一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 3 楼	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼	深圳市福田区益田路 4068 号卓越时代广场 36 楼
邮编：100031	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518017
邮箱：research@tfzq.com	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-68815388	电话：(86755)-82566970
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-68812910	传真：(86755)-23913441
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com